

SNF-RAPPORT NR. 29/2002

Fusjoner og oppkjøp – er det lønnsomt?

av

**Frode Skjeret
Lars Sjørgard**

SNF- prosjekt nr: 4355
"Konkurransestrategier i det norske kraftmarkedet"
Prosjektet er finansiert av Statkraft SF

SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING AS
BERGEN, AUGUST 2002

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale
med KOPINOR, Stenergate 1, 0050 Oslo.
Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale
og i strid med åndsverkloven er straffbart
og kan medføre erstatningsansvar.

ISBN 82-491-0218-5
ISSN 0803-4036

FORORD

Denne rapporten omfatter første del av SNF-prosjektet ”konkurransestrategier i det norske kraftmarkedet”, finansiert av Statkraft SF. Rapporten presenterer begrunnelser for og konsekvenser av fusjoner og oppkjøp. Til tross for at det finnes en omfattende litteratur om selskapsintegrasjon og at konklusjonene er relativt entydige, har vi tatt med litteratur som tar for seg fusjoner og oppkjøp i elektrisitetsnæringen. Vi diskuterer også mulige feil selskaper potensielt kan gjøre i prosessen omkring fusjoner og oppkjøp, og til sist drøfter vi rapportens konklusjoner og implikasjonene for Statkraft.

Forfatterne ønsker å takke Kjetil Hartvedt Nilsen (Statkraft SF) og Bjørn Christian Strugstad (Statkraft SF) for konstruktive kommentarer og innspill underveis i arbeidet med rapporten, uten at disse eller deres organisasjoner står ansvarlige for rapportens synspunkter og konklusjoner. Også eventuelle feil og mangler er forfatternes ansvar.

Bergen, august 2002
Frode Skjeret
Lars Sørgard

INNHOLD

1	INNLEDNING OG MOTIVASJON.....	1
2	DRIVKREFTER BAK FUSJONER OG OPPKJØP.....	3
2.1	PROFITTMOTIVERT	3
2.1.1	Økte inntekter	3
2.1.2	Lavere kostnader	10
2.2	LEDELSESMOTIVERT	14
2.3	IRRASJONALITET	16
2.4	OPPSUMMERING	20
3	KONSEKVENSER AV FUSJONER OG OPPKJØP.....	23
3.1	LØNNSOMHET.....	23
3.1.1	<i>Ex ante indikatorer (børskurser).....</i>	<i>23</i>
3.1.2	<i>Ex post indikatorer (profitt).....</i>	<i>26</i>
3.1.3	<i>Kritisk drøfting av empiri.....</i>	<i>27</i>
3.1.4	<i>Oppsummering</i>	<i>28</i>
3.2	INNTEKTSØKNING.....	30
3.2.1	<i>Priseffekt.....</i>	<i>31</i>
3.2.2	<i>Markedsandeler.....</i>	<i>31</i>
3.2.3	<i>Modeller for elektrisitet.....</i>	<i>32</i>
3.3	KOSTNADSREDUKSJONER	34
3.4	IRRASJONELLE TRANSAKSJONER	35
4	DISKUSJON	37
5	IMPLIKASJONER FOR STATKRAFT	40
	REFERANSER.....	46

SAMMENDRAG

Etter at de fleste europeiske land deregulerte elektrisitetsbransjen på 1990-tallet, har vi observert en til tider sterk konsolidering innen denne sektoren. Vi legger frem teoretiske bidrag som forklarer eksistensen av fusjoner og oppkjøp, og diskuterer elektrisitetsbransjen spesifikt hvor dette er passende. Spesielt ser vi på mulighetene til å øke inntektene gjennom markedsrett og kostnadsreduksjoner ved effektivisering. Rapporten diskuterer også ledelsesmotiver for gjennomføringen av selskapssammenslåinger, samt at mulige irrasjonelle sider ved fusjoner og oppkjøp blir diskutert. Vi peker spesielt på problemer ved ”vinnerens forbannelse” i oppkjøpskamper.

Vi viser deretter til litteratur som tar for seg konsekvensene av fusjoner og oppkjøp. Spesielt viser vi at gevinsten ved selskapsintegrasjon går til det selgende selskapet og at kjøperne oftest ikke får noen gevinst. Vi viser også til litteratur som indikerer vanskene med å oppnå en inntektseffekt, og stiller spørsmålsteget ved om det er mulig å realisere kostnadsbesparelser i den størrelsesorden som ofte blir lagt til grunn av selskaper som tar del i oppkjøpskamper. Avslutningsvis retter vi fokus på aspekter ved oppkjøpskamper som gjør det lite lønnsomt å gjennomføre oppkjøp. Vi hevder at gevinstene ved oppkjøp lett havner hos eierne av oppkjøpskandidaten i situasjoner hvor det oppstår ”budkrig”. Vi hevder også at selskaper som tar del i oppkjøpskamper må ha fordeler i budkampen,

1 INNLEDNING OG MOTIVASJON

Energimarkedene i Europa er i forandring. Over tid blir det stadig tettere integrasjon mellom ulike geografiske områder. Vi ser en gradvis sammensmelting av ulike energikilder som for eksempel elektrisitet og gass. Det er en rekke oppkjøp og fusjoner, for eksempel ved at E.on nå nylig fikk klarsignal fra tyske konkurransemyndigheter til å kjøpe Ruhrgas. Norske myndigheters respons på denne utviklingen har blant annet vært å gi friske midler og handlefrihet til Statkraft slik at selskapet kan vokse gjennom fusjoner og oppkjøp. I denne rapporten ønsker vi å sette fokus på de utfordringene som Statkraft står overfor når selskapet skal realisere de uttalte målsettingene. Vi gjør dette ved å gå gjennom teoretiske og empiriske studier av fusjoner og oppkjøp. I den grad det er mulig trekker vi lærdom fra den generelle teorien og studier som viser hva som faktisk skjer ved fusjoner og oppkjøp.

Vi vil hevde at det er en del systematiske trekk ved fusjoner og oppkjøp som ikke er næringsspesifikke. I tråd med dette er det etter vår mening viktig å gjengi den generelle lærdommen om fusjoner og oppkjøp. Kort fortalt er lærdommen fra en rekke næringer at fusjoner og oppkjøp ofte ikke er spesielt lønnsomme, og faktisk ofte kan være ulønnsomme. Det er viktig å forstå hvorfor dette inntreffer, slik at en kan unngå å gjøre lignende feil dersom ens egen bedrift involveres i fusjoner eller oppkjøp. Vi vil peke på de potensielle fallgruvene ved fusjoner og oppkjøp, og dessuten også relatere vår drøfting til hva som faktisk skjer i energimarkedene. Slik vi ser det er det klare tegn på at det som er potensielle problemer ved fusjoner og oppkjøp i en rekke ulike markeder også er til stede i energimarkedene. For eksempel er det tegn som tyder på at energiselskaper i Europa i den siste tid har blitt kjøpt til en pris som kan synes å overvurdere selskapenes potensial for fremtidig inntjening. Vi ønsker i denne rapporten å bidra til å forklare hvorfor dette synes å inntreffe i marked etter marked, og nå muligens også i det europeiske energimarkedet. Der hvor det er naturlig vil vi supplere med opplysninger fra studier som omhandler energimarkedet.

I kapittel 2 vil vi drøfte mulige motiver for fusjoner og oppkjøp. Er det ledere i store, lederstyrte bedrifter som ønsker mer makt og dermed går i bresjen for å få gjennomført fusjoner og oppkjøp? Kan motivet for oppkjøp være at en ser potensialet for å overta selskapet, avsette ledelsen og innsette en ny ledelse som forbedrer driften og dermed øker inntjeningen for selskapet? Hva med ønsket om om å øke prisene eller senke kostnadene, kan det være hovedmotivet? Eller kan det rett og slett være irrasjonelle motiver for slike

beslutninger, for eksempel at alle gjør det fordi alle andre gjør det? I tråd med det vi nevner her vil vi i vår drøfting i kapittel 2 skille mellom profittmotiverte og ledelsesmotiverte oppkjøp. I tillegg vil vi rette fokus mot eventuelle andre og irrasjonelle motiver for fusjoner og oppkjøp

I kapittel 3 vil vi rette fokus mot hva som faktisk skjer ved oppkjøp og fusjoner. Vi går systematisk gjennom ulike empiriske studier av effektene av fusjoner og oppkjøp. I litteraturen er det to ulike tilnærminger til å måle effektene. For det første betrakter en børskurser, og undersøker hvordan de påvirkes av fusjoner og oppkjøp. For det andre tar en utgangspunkt i bedriftenes regnskapstall og undersøker hva som faktisk skjer med bedrifter som er involvert i fusjoner og oppkjøp. Disse to tilnærmingene kommer til noe forskjellige resultater, og vi drøfter mulige årsaker til det. Dernest ser vi mer detaljert på de mulige effektene av fusjoner og oppkjøp: vil det føre til kostnadsreduksjoner, og hva skjer med prisene? I den grad det er naturlig vil vi gjengi studier som omhandler energimarkedet.

I kapittel 4 foretar vi en generell oppsummering av litteraturen og relaterer drøftingen til enkelte forhold i energimarkedet. Til slutt – i kapittel 5 – blir vi enda mer spesifikk mot den aktuelle problemstillingen og vi stiller spørsmålet: Hva er implikasjonene for Statkrafts strategi? Vi stiller spørsmålet om Statkraft kan havne i noen av de fallgruvene som åpenbart er til stede når en bedrift har som målsetting å vokse gjennom fusjoner og oppkjøp slik tilfellet er med Statkraft.

2 DRIVKREFTER BAK FUSJONER OG OPPKJØP

Begrunnelsene for å gjennomføre fusjoner og oppkjøp er mange, og vi velger å klassifisere begrunnelsene i tre kategorier. Først ser vi på teorier som begrunner selskapsintegrasjon med bakgrunn i aksjonærenes interesser. Sammenslåing av selskaper gjennomføres – i henhold til disse teoriene – på grunn av at inntektene øker, eller at kostnadene reduseres. Profitten til det totale selskapet (etter sammenslutningen) øker og verdiene til aksjonærene maksimeres. Den andre teoriretningen tar utgangspunkt i ledelsesorienterte teorier, og begrunner selskapsintegrasjon med at lederne kan påvirke bedriftens handlinger. Lederne kan i følge denne teoriretningen iverksette investeringer til tross for at dette ikke maksimerer verdien av selskapet for eierne. Til sist ser vi på mulige irrasjonelle sider ved fusjoner og oppkjøp.

2.1 Profittmotivert

Med bakgrunn i klassisk økonomisk teori gjennomføres fusjoner og oppkjøp som følge av ledelsens profittmaksimerende atferd. Integrasjon av selskaper begrunnes innen denne teoriretningen med at det nye selskapet øker profitten i forhold til to atskilte enheter. Denne type argumentasjon bygger på at verdien av selskapene samlet overgår verdien av selskapene hver for seg. Det er derfor i eiernes interesser at selskapene slås sammen. Verdiøkningen til eierne av de to selskapene kan videre begrunnes med at driften av selskapene samlet kan utføres mer kostnadseffektivt enn når selskapene opererer hver for seg, eller at markedsmakten til selskapet samlet tilsier at det integrerte selskapet kan øke prisen i markedet. I den videre gjennomgangen ser vi først på teoretiske argumenter for at integrerte selskaper kan øke inntektene, og deretter på teori som begrunner fusjoner og oppkjøp med reduserte kostnader.

2.1.1 Økte inntekter

Gjennom fusjoner og oppkjøp kan inntektene til det sammenslåtte selskapet økes. Vi skiller her mellom horisontale og vertikale sammenslåinger. Ved horisontale fusjoner og oppkjøp integreres selskaper på det samme nivået i verdikjeden (ulike produksjonsenheter), mens en ved vertikale sammenslutninger ser på integrasjon langs verdikjeden (produksjon, nettverk, sluttsalg). En kan også se på integrasjon mellom urelaterte selskaper (*konglomerat*

integrasjon), men det er ingen grunn til at denne type sammenslutninger påvirker inntektene, og vi ser derfor ikke på denne typen integrasjon her.

Vertikal integrasjon

Ved vertikal integrasjon er det med bakgrunn i økonomisk teori vanskelig å fastslå hvordan prisen i sluttmarkedet endres. På den ene siden kan prisene i markedet falle som følge av intern koordinering av prissettelsen. En integrert bedrift utfører færre prispåslag etter integrasjonen (ikke påslag i for eksempel produksjon og transmisjon, men bare hos integrert selskap), og prisen til sluttkundene faller. På den andre siden kan prisen øke som følge av redusert konkurranse i for eksempel produksjonsleddet. I tilfeller hvor en konkurrent blir avskåret fra å konkurrere som følge av integrasjonen, kan en vertikal fusjon således gi prisøkning.

Siden tilgang til transmisjon og distribusjon i Norge er åpent opp for alle produsenter¹, er teoriene over ikke direkte anvendbare for elektrisitetsmarkedet. I tillegg legger EU's elektrisitetsdirektiv opp til at det skal være ikke-diskriminerende tilgang til transmisjons- og distribusjonsnettet (Artikkel 18 og 19). For saker hvor selskaper har blitt nektet tilgang, se for eksempel Bergman m.fl. (1999). Videre skjer prisdannelsen i produksjonsleddet i en elektrisitetbørs, noe som også legger føringer på konkurranseformen i markedet². I kraftsektoren er analyser av vertikal integrasjon oftest knyttet til fusjoner og oppkjøp mellom produsenter og nettverksselskap. For å analysere effekter av vertikal integrasjon i elektrisiteitsbransjen er det benyttet en type modeller som ser på hvordan det er mulig å skape markedsmakt i produksjonen ved hjelp av eierskap i transmisjon og distribusjon, se for eksempel Borenstein m.fl. (1999a).

I et deregulert marked vil kraftprodusentene se på transmisjonskapasitet på en ny måte (Borenstein m.fl. (2000)). Et regulert selskap har liten nytte av å ha en flaskehals i transmisjonen av elektrisitet i sin region. I deregulerte markeder med profittmaksimerende aktører kan en derimot finne at aktørene ser på flaskehalsen som en mulighet til å utnytte markedsmakt. Om en for eksempel ser på to geografisk atskilte markeder, med *en* stor tilbyder i hvert marked, kan økt transmisjonskapasitet mellom de to markedene potensielt

¹ I tillegg er nettselskapene regnskapsmessig atskilt fra andre deler av selskapet.

² Alternativt kan prisene bestemmes i en såkalt "power pool", som i det britiske markedet.

virke konkurransefremmende, da aktørene tolker transmisjonskapasiteten som en trussel på linje med oppstart av ny virksomhet ("entry") i sitt område. Transmisjonskapasiteten kan i denne situasjonen virke konkurransefremmende til tross for at den ikke benyttes. Eventuelle prisforskjeller mellom prisområdene øker bruken av transmisjonskapasiteten mellom områdene inntil prisforskjellene forsvinner, og transmisjonskapasiteten gir effektive priser (til tross for at den ikke fysisk benyttes). En produsent kan etter denne teoriretningen investere i transmisjonskapasitet (kjøpe opp selskap eller kjøpe andeler i et selskap) for å øke profitten i produksjonsleddet. Med bakgrunn i disse teoriene kan en forklare sammenslutninger av produsenter og nettverksselskap³. Men dette igjen avhenger av at det er potensial for å utøve markedsrett i en eller flere av regionene, og dette fører analysen over til horisontal integrasjon av selskaper.

Horisontal integrasjon

Ved horisontal integrasjon ligger muligheten for økte inntekter knyttet til utøvelse av markedsrett. Bedrifter på samme trinn i verdikjeden konkurrerer med hverandre (for eksempel priskonkurranse), og sammenslåing av to eller flere selskaper kan svekke konkurranseintensiteten, og således øke inntekten⁴.

Ved fusjoner og oppkjøp reduseres antall aktører som konkurrerer med hverandre, eller det dannes et fåtall store aktører med markedsrett. Det er lettere for et fåtall bedrifter å opprettholde "fredelig sameksistens" med svak priskonkurranse, enn for mange små bedrifter Sjørgard (1997). Med et fåtall aktører ser disse lettere at den kortsiktige gevinsten ved å stjele markedsandeler fra hverandre (og dermed redusere prisen) er mindre enn gevinsten ved å sette en pris som gir maksimalt overskudd for bedriftene samlet (*koordinert adferd*).

Om selskapene i motsetning til over fortsetter å konkurrere mot hverandre også etter integrasjonen, kan en oppleve at effekten på konkurranseintensiteten blir mindre enn ved koordinert adferd. De integrerte selskapene trenger ikke lenger redusere prisen for å kapre markedsandeler fra hverandre, men vil koordinere prisfastsettelsen. Koordinert prissetting kan gi høyere priser, men samtidig lavere inntekt til de integrerte selskapene. Dette kommer av at

³ Denne typen modeller blir ofte utelukkende lokalt anvendbare siden ulikheter i markedsdesign mellom elektrisitetsmarkedene (systemoperatør, transmisjonsrettigheter og lignende) legger føringer på resultatene. Modeller for andre regioner kan derfor ikke direkte anvendes i det nordiske elektrisitetsmarkedet.

⁴ Må kreve at kvantum solgt ikke faller slik at den positive priseffekten faller bort.

de integrerte selskapene reduserer egen produksjon for å øke prisen, mens de resterende selskapene kan øke salget. Dermed reduseres den priseffekten som følger av at det integrerte selskapet reduserer produksjonen, og prisen øker for lite til at de integrerte selskaperes produksjonsreduksjon skal gi økte inntekter.

Utsikter til hardere konkurranse er også et argument for å gjennomføre fusjoner og oppkjøp. Integrasjon av markeder mellom land, gir ofte forventninger om hardere konkurranse. Styrket konkurranse kan komme av at flere bedrifter konkurrerer med hverandre. Dette argumentet kan også være med på å forklare såkalte fusjonsbølger, hvor en ser at selskapsintegrasjon innen en bransje brått øker og vedvarer inntil en ny markedsstruktur fremkommer. Dereguleringen av europeisk elektrisitetsbransje ser ut til å ha satt i gang en slik fusjonsbølge. Nasjonale og regionale monopol forventer styrket konkurranse både fra andre innenlandske og utenlandske aktører. I tillegg er fusjoner og oppkjøp ofte den raskeste måten å ekspandere på, spesielt i en bransje som elektrisitetsproduksjon.

Når selskapsintegrasjon gjennomføres uten kostnadsgevinster, kan en med bakgrunn i teoretiske betraktninger hevde at selskaper som ikke tar del i sammenslåingen tjener mer enn de integrerte selskapene. Påstanden bygger på tre forhold. Først gir selskapsintegrasjon potensielt høyere markedspriser, som alle aktørene drar nytte av. Dernest predikerer modellene at de fusjonerende bedriftene reduserer sin produksjon (for å øke prisen), mens de resterende selskapene øker sin produksjon. Til sist indikerer kvalitative undersøkelser at selve integrasjonsprosessen kan være kostbar. Uten kostnadsgevinster ved integrasjon, vil selskapene som ikke integreres tjene mer enn de integrerende selskapene⁵.

Med vannbasert kraftproduksjon, er det grunn til å tro at en aktør som opererer innen flere regioner av markedet, lettere kan optimere verdien av vannet⁶. Kjennskapen til total "lagermengde" er større med en aktør som eier vannmagasin over et større område, og det er lettere å anvende vannet optimalt. Dette kan også sees i sammenheng med kostnads-effektivisering ved porteføljestyling av ulike produksjonsenheter.

⁵ De integrerende selskapene kan med uforutsette integrasjonskostnader tape på sammenslåingen.

⁶ Dette henger sammen med kostnadsbesparelser ved porteføljestyling av vannreservoar. Dette omtales under "kostnadsreduksjoner".

For at selskapene skal kunne påvirke prisene oppover, må de ha en form for markedsrett. Det eksisterer en rekke modeller for markedsrett anvendt på elektrisitetmarkedet⁷. En rekke modeller er benyttet til å analysere konkurransen i elektrisitetmarkeder. Vi vil bare se på et utvalg av disse her. Først ser vi på tradisjonelle enperiodiske oligopolmodeller (Bertrand og Cournot), som bygger på strategier med Nash-likevekt (se Carlton og Perloff (1994)). Deretter ser vi på potensialet for prissamarbeid.

Bertrandkonkurranse med kapasitetsrestriksjoner

I tradisjonelle modeller av Bertrandkonkurranse forutsettes identiske produsenter med identiske marginalkostnader, som konkurrerer på pris. Til tross for at markedet modelleres med bare to aktører predikerer modellen et markedsutfall hvor prisen tilsvarer grensekostnad. Dette resultatet bygger på at en aktør som ser konkurrenten sette prisen over marginalkostnad, har insentiver til å tilby produktet til en lavere pris for dermed å øke egne inntekter (stjeler hele markedet). Bertrandlikevekten predikerer en sterk priskonkurranse, hvor pris presses ned til grensekostnad. Et marked med to aktører som setter prisen lik grensekostnad virker ikke intuitivt, og resultatet som den enkle Bertrandmodellen predikerer kalles for Bertrandparadokset (se for eksempel Sørgard (1997) for løsninger på det såkalte "Bertrandparadokset"). Gitt den generelle Bertrandmodellens prediksjoner, kan en ikke si noe om prisendringer som følge av fusjoner og oppkjøp med mindre det skjer endringer i grensekostnadene.

En av forutsetningene som ligger til grunn for Bertrandmodellen er at selskapene er i stand til å dekke hele markedets etterspørsel selv. Når en introduserer restriksjoner på produksjonsmulighetene til selskapene endres modellens prediksjoner og gir mer realistiske utfall. Se for eksempel Tirole (2000). Når et selskap har kjennskap til at konkurrentene ikke har anledning til å dekke hele markedet, kan vedkommende selskap bruke "monopolmakt" på de resterende konsumentene, og således presse prisen opp. Med denne modellformen vil derfor prisene ikke nødvendigvis tilsvare marginalkostnaden, og gitt visse vilkår kan prisene øke langt over marginalkostnadene. Med restriksjoner i kapasitet knyttet til både faktisk produksjonskapasitet og transmisjonskapasitet fra produksjonsanlegg til kundene, vil produsentene ikke tilby elektrisitet til priser som tilsvarer marginalkostnad. Modellen kan

⁷ En kan vertikalt skille kraftmarkedet i to. Det første markedet er engrosmarkedet, hvor kraftprodusenter og kraftkjøpere møtes. Det andre markedet er sluttbrukermarkedet, hvor kraftleverandører selger til husholdninger og bedrifter. Vi ser på engrosmarkedet i fortsettelsen.

derfor gi resultater som observeres i markedene. Armstrong m.fl. (1994) illustrerte at en Bertrandmodell med kapasitetsrestriksjoner kan være en beskrivende modell i det britiske elektrisitetsmarkedet. Med kapasitetsrestriksjoner nærmer resultatene i Bertrandmodellen seg resultatene til Cournotmodellen.

Cournotkonkurranse

I modeller med Cournotkonkurranse konkurrerer aktørene på kvantum, og dette gir generelt svakere konkurranse og høyere pris enn i Bertrandkonkurranse. Cournotlikevekten bygger på at bedriftene i bransjen danner seg forventninger om konkurrentenes tilbudte kvantum. Gitt anslaget på de andre selskapenes kvantum, maksimerer de egen profitt. Dette gir en svakere konkurranse enn Bertrandkonkurranse, men sterkere konkurranse enn monopolmodellen predikerer. Det er også mulig å tolke Cournotkonkurranse som et marked hvor det i første periode konkurreres i produksjonskapasitet, og i andre periode priskonkurranse (Bertrand). Se for eksempel Sørgard (1997) for en illustrasjon av dette.

Selskapsintegrasjon mellom bedrifter i Cournotkonkurranse gir økt potensiale for å utøve markedsmakt, og desto større bedriftene som tar del i fusjonen er, desto større er sannsynligheten for at disse selskapene oppnår markedsmakt. Til tross for at selskaps-sammenslåingen ikke gir kostnadsreduksjoner kan dermed selskapene likevel skape bedriftsøkonomiske verdier ved å gjennomføre fusjonen. Totalvirkningen på inntektene avhenger av reaksjonen til selskapene som ikke er med i fusjonen. Farrell og Shapiro (1990) ser på en enkel Cournotmodell (homogen vare), og undersøker hvor store interne effektiviseringer som trengs for å redusere pris og øke kvantum til nytte for konsumentene. To konklusjoner fremkommer i deres analyse:

- For at prisen etter en sammenslåing skal falle, kreves et betydelig fall i grensekostnadene.
- I tilfeller hvor faste kostnader faller finner en at prisen øker. Fusjoner i denne markedsformen gir redusert konkurranse.

De tradisjonelle oligopolmodellene legger sterke føringer på konkurransetypen, og gir ikke nødvendigvis et godt bilde av konkurransen i elektrisitetsmarkedet. Ulike forutsetninger omkring markedsstrukturen gir ulike svar når det gjelder priser og produsert kvantum. Om det bare er et foretak i modellene, predikeres monopolløsningen, mens Cournotmodellen

predikerer lavere pris og høyere omsetning med flere bedrifter. Bertrandmodellen (med homogene produkter og ingen kapasitetsrestriksjoner) gir frikonkurranseløsningen så lenge det er to eller flere bedrifter i bransjen. Det største problemet med disse oligopolmodellene er at de er statiske, og i en dynamisk modell kan resultatene endres. For eksempel kan oppstart av ny virksomhet (entry) medføre at endringer i faste kostnader påvirker prisene i Cournotmodellen.

Gjentatt interaksjon med prissamarbeide

Modellene vi har sett på hittil forutsetter at aktørene møtes *en* gang, noe som er urealistisk. I noen situasjoner kan aktører som møtes regelmessig potensielt gjennomføre prissamarbeid⁸. Sjørgard (1993) ser på denne type modell i det norske kraftmarkedet.

For at et prissamarbeid skal være vellykket er det flere faktorer som må være til stede. Sjørgard (1997) illustrerer hvordan fem karakteristika ved markedet (bransjen) øker sannsynligheten for at et kartell skal kunne oppnå vedvarende høy pris⁹. De spesifikke karakteristikaene ved kraftnæringen gjør at en kan hevde at det er gode muligheter for prissamarbeide i for eksempel norsk elektrisitetsbransje. For det første møtes aktørene i en kraftbørs hver dag gjennom budrundene som klarerer spotmarkedet. Avvik fra kartellproduksjonen er dermed mulig å observere etter kort tid, og aktører som "fusker" kan straffes umiddelbart. Videre er elektrisitet et homogent produkt, og konkurransen kan bli hard om kartellikevekten brytes. Den potensielt harde konkurransen disiplinere aktørene, da den kortsiktige profitten ved å fuske blir ulønnsom. For det tredje er markedet relativt konsentrert. Oftest er det i elektrisitetsbransjen en rekke produsenter, men brorparten av produksjonen er likevel samlet på noen få selskaper. I et marked med en homogen vare og mange små tilbydere, vil hver enkelt aktør på kort sikt tjene mye på å bryte ut av kartellet. Det er også store oppstartkostnader i næringen, noe som også innbyr til prissamarbeide. I næringer med små oppstartkostnader, vil det komme nye aktører til når det er dannet et kartell som tjener unormal profitt. Til sist kan en forvente at aktørene i elektrisitetsbransjen er tålmodige. Store

⁸ Selskapene trenger ikke inngå eksplisitte eller hemmelige kartellavtaler, men det er tilstrekkelig at selskapene inngår en implisitt kartellavtale.

⁹ De fem kjennetegnene er: *i*) aktørene må møtes ofte. *ii*) Aktører som fusker må kunne straffes hardt (hard priskonkurranse ved fusk). *iii*) Det må være et fåtall bedrifter i markedet (konsentrert bransje). *iv*) Store etableringsbarrierer eksisterer. *v*) Aktørene må være tålmodige.

private selskaper (og offentlige selskaper) eier størsteparten av produksjonskapasiteten, og det er ingen grunn til å tro at disse er ensidig opptatt av kortsiktig profitt.

På den andre siden vil myndighetene være påpasselige med å overvåke budgivningen til aktørene for å se etter eventuelt prissamarbeid, noe som reduserer muligheten for pris-samarbeid.

2.1.2 Lavere kostnader

En rekke selskapssammenslåinger begrunnes med potensialet for å redusere kostnader ved samdrift av to selskaper. Ved begrunnelser for fusjoner og oppkjøp er det et viktig skille mellom reduksjon i faste kostnader, og reduksjon i variable kostnader. Reduksjon i variable kostnader gir rom for prisreduksjoner, mens reduksjon i faste kostnader ikke gir noen priseffekt.

Faste kostnader

Ved integrasjon av to bedrifter kan faste kostnader unngås, siden en ved samdrift unngår duplisering av oppgaver. For eksempel kan to bedrifter etter en fusjon benytte *en* administrasjon. I den grad det er mulig å redusere de faste kostnadene ved sammenslåing av selskaper eksisterer stordriftsfordeler i driften, og deling av de faste kostnadene gir den integrerte bedriftene lavere enhetskostnader.

Den norske elektrisitetsbransjen er svært fragmentert i forhold til bransjens struktur i resten av Europa. Ved oppkjøp av småselskaper, kan større aktører legge driften inn under et morselskap, og et samlet selskap kan realisere stordriftsfordeler. Kraftprodusenter kan ta ut (minst) to typer skalagevinster (Allas og Leslie (2001)). Først kan en kraftprodusent ta ut skalagevinster ved porteføljestyring i produksjonen. For eksempel kan driften av produksjonsanlegg i stor grad sentralstyres, og dermed effektivisere driften av den totale produksjonsmassen. Dette indikerer at elektrisitetselskapene bør ha en "kritisk masse" for å kunne drive produksjonen effektivt¹⁰. Om dette skulle være tilfelle, kan en forvente en

¹⁰ En kan også hevde at det i et vannbasert system som det norske er stordriftsfordeler knyttet til geografisk utstrekning. En stor aktør som har anlegg over hele landet kan bedre utnytte vannet enn små aktører som opererer innen en del av landet. Dette påvirker *inntektene* til selskapene.

sterkere konsolidering i den norske elektrisitetsbransjen i tiden fremover. For det andre kan en kraftprodusent ta ut skalafordeler i administrasjon, vedlikehold og ved utbygging av ny kapasitet. For eksempel er utbygging av nye produksjonsenheter krevende, og store selskaper kan ha fordeler overfor mindre. Størrelsen på innkjøp og videreutdanning, samt felles teknologiske løsninger kan også gi reduserte faste kostnader.

Det er også mulig å utnytte breddefordeler ved fusjoner og oppkjøp. Dette bygger på muligheten til at selskapene etter sammenslutningen kan produsere flere produkttyper ved bruk av samme teknologi. For integrerte energiselskaper kan dette innebære å utnytte nettverket til også å transportere andre tjenester. Vi har i denne analysen i stor grad avgrenset oss til elektrisitetsbransjen, og ser derfor ikke nærmere på denne muligheten.

Variable kostnader

Reduksjon i variable kostnader kan enten begrunnes med reduksjon i interne variable kostnader eller ved at underleverandører tvinges til å redusere prisen på innsatsfaktorer. Reduksjon i interne variable kostnader bygger på at bedriften (etter fusjonen) påtar seg en fast kostnad (investerer i utstyr for å effektivisere produksjonen) for å redusere marginalkostnaden. Reduserte kostnader ved kjøp fra underleverandører kommer av at integrerte selskaper oppnår markedsrett på grunn av størrelsen.

Konkurransesituasjonen

Konkurransesituasjonen i sluttmarkedet kan også endres som følge av fusjoner og oppkjøp, men det er usikkert hvordan dette slår ut i kostnadene. Svekket konkurranse – som følge av integrasjon – kan for eksempel gi rom for økt slakk i organisasjonen, og således øke kostnadene.

Forhandlingsstyrke

Størrelsen på den fusjonerte bedriften kan også gi rom for økt forhandlingskraft overfor leverandører, noe som kan gi lavere innkjøpskostnader. Vannkraftbaserte selskaper har en mindre andel variable kostnader enn termiske produsenter. Termiske produsenter kan for eksempel øke forhandlingsstyrken i markedet for drivstoff, men dette gjelder i mindre grad i

likvide markeder. Om dette er tilfellet kan størrelse også gi skalagevinster, siden økt kvantum gir større forhandlingsstyrke, og dermed også reduksjon i prisen på innsatsfaktorene¹¹.

Muligheter for økte kostnader?

Ved annonsering av fusjoner og oppkjøp er fokuset primært på realisering av gevinster, og ofte er kostnadskutt en viktig del av gevinstene¹². Men det er også en rekke kostnader som kan oppstå som følge av at en slår sammen to selskaper. Vi skiller mellom to typer kostnader knyttet til selskapsintegrasjon, temporære kostnader og varige kostnader. Først ser vi på tre typer endringskostnader som en forventer vil forsvinne etter at sammenslåingen er gjennomført. Så ser vi på to kostnadstyper som ikke kan forventes å svinne hen over tid.

På kort sikt er det først og fremst redusert produktivitet som kan skape kostnader. Både tap av nøkkelpersonell og redusert innsats på jobben bidrar til redusert produktivitet under integrasjonsprosessen. Videre vil også tap av markedsfokus, hvor ansattes motivasjon flyttes fra operative gjøremål til integrasjonstematiske problemstillinger, gjøre sitt til at kostnadene øker mens bedriftene slås sammen. Til sist kan det også være til dels betydelige overgangskostnader som grunner i investeringer i infrastruktur og i administrative systemer, samt opplæring i disse, som kreves for lettest mulig å overføre kompetanse. Ofte blir det også investert i "samhørighet", med hyppige seminar, møter og lignende for å skape et godt samarbeidsmiljø.

På lang sikt er det knyttet kostnader til vertikal påvirkning¹³. Det samme argumentet (vertikal påvirkning) benyttes som begrunnelse for å hevde at det er gevinster å hente ved integrasjon, men det er viktig å være oppmerksom på at dette også kan skape kostnader. Ved vertikal påvirkning vil et morselskap mer eller mindre overstyre døtrene i mange avgjørelser. En mor som har ansvaret for mange døtre har bare en avgrenset mengde ressurser til hver datter, og det blir hevdet at døtrene i mange situasjoner er bedre egnet til å styre egen utvikling. Ofte dannes også et politisk spill mellom ulike døtre for å kapre mest mulig ressurser. For å nå slike målsetninger kan informasjonen mellom datter og mor bli brukt (feilaktig eller farget informasjon) for å nå egne målsetninger. En kan også få varige stordriftsulemper ved å slå sammen selskaper. Størrelse i seg selv kan gi rom for økte kostnader, hvor byråkratisering av

¹¹ Skalaøkonomi defineres ved fallende gjennomsnittkostnader.

¹² Bygger delvis på Meyer og Lien (1998) i denne delen.

¹³ Vertikal påvirkning er knyttet til mødrenes ønske om å styre døtrene.

beslutningsprosesser og administrative rutiner skaper rigide og til tider kostbare strukturer. Til sist kan avstand til markedet som følge av økt spesialisering¹⁴ gi stordriftskostnader. Med økt avstand til markedet kan selskapet bli mindre fleksibelt og få svekket tilpasningsevne.

¹⁴ Økt spesialisering følger ofte av økt størrelse.

2.2 Ledelsesmotivert

I diskusjonen hittil har vi argumentert med bakgrunn i klassisk økonomisk teori, hvor vi har forutsatt at ledelsen representerer eiernes interesser, definert ved verdimaksimering. I dette avsnittet forlater vi denne forutsetningen og ser på teorier som kan forklare fusjoner og oppkjøp i lys av ledelsens egne motiver¹⁵.

Forutsetningen om at ledelsen og eierne har sammenfallende målsetninger er ikke alltid oppfylt, og ledelsen kan til tider følge egne målsetninger ved siden av maksimering av eiernes verdier. Dette kan være spesielt relevant i store bedrifter, hvor eierskapet oftest er spredd på et stort antall eiere. Det blir til tider lagt frem argumenter om at ledere har ønske om å forvalte en stor bedrift fremfor en mindre, til tross for at dette ikke nødvendigvis gir eierne gevinster i form av verdiøkning på aktivaene. Siden lederen har rom for å realisere egne strategier, kan fusjoner og oppkjøp være en vei mot å lede en større bedrift. Når slike ledelsesmotiver ligger til grunn for fusjoner og oppkjøp, er det større sannsynlighet for at selskapsintegrasjonen er verdiødeleggende for eierne.

To ”markeder” reduserer problemstillingen skissert over. Først reduserer markedet for selskapskontroll ledelsens muligheter til å drive et selskap etter egne målsetninger. Derneft begrenser markedet for bedriftsledere ledelsens insentiver til å følge strategier som ikke er sammenfallende med eiernes interesser. Siden eierne har kontroll over ledelsen gjennom styret, er det vanskelig å begrunne fusjoner og oppkjøp med ledelsesmotiver på generelt grunnlag. Men likevel kan en tenke seg situasjoner hvor ledelsen likevel – til en viss grad – har diskresjon til å forfølge egne strategier, som ikke maksimerer selskapets verdi for eierne. Samtidig fungerer ikke alltid mekanismer for å avsette dårlige ledere som ønsket. For eksempel viser det seg at styremedlemmer i for svak utstrekning ønsker å påta seg (den ubehagelige) jobben med å fjerne udyktige ledere (side 246 i Eckbo (1998)). Styret er heller ikke alltid aksjonærer i selskapet, og har derfor ikke de samme insentivene til å maksimere selskapsverdien som eierne.

Når et selskap ledes på en ineffektiv måte, kan *markedet for selskapskontroll* spille en viktig rolle. Aktører utenfor bedriften observerer at bedriften ikke ledes optimalt, og kan kjøpe opp selskapet og slik øke verdiskapningen i bedriften. Markedet for selskapskontroll er dermed en

¹⁵ I den videre diskusjonen bygger vi delvis på Eckbo (1998).

viktig mekanisme for å renske bransjen for udyktige ledere, og således å sikre effektiviteten. Samtidig virker trusselen om å bli fjernet ved oppkjøp disiplinerende på ledelsen, og slik sikrer en også at ledelsen følger eierens mål om profittmaksimering.

Likeens gir *markedet for bedriftsledere* ledelsen svekkede insentiver til å drive selskapet u hensiktsmessig. Siden (systematiske) feilbeslutninger gir lederne lavere verdi i markedet for bedriftsledere, forventer en at investorene i større grad kan stole på at ledelsen maksimerer verdien av selskapet. Men dette er ikke en tilstrekkelig mekanisme til å sikre at eierens interesser ivaretas. Det maksimale tapet ledelsen får ved å drive selskapet ineffektivt (fall i egen verdi i markedet for bedriftsledere), er langt lavere enn fallet i markedsverdi som aksjonærene potensielt står overfor.

Det er mulig at investeringer (også investeringer i andre selskaper) gjennomføres med feilaktige motiver. Om ledelsen har avvikende målsetninger med eierne, samt at ledelsen har muligheter til å forfølge egne ambisjoner, er mulighetene til stede for at verdiene i selskapet ikke maksimeres. I slike tilfeller vil markedet for selskapskontroll virke disiplinerende på ledelsen, samt at markedet for bedriftsledere reduserer insentivene til å gjennomføre verdiforringende investeringer. Til tross for de korrigerende mekanismene har eierne ingen garanti mot at ledere "bruker" et selskap til å nå private målsetninger og dermed gjennomføre verdiødeleggende investeringer.

2.3 Irrasjonalitet

I dette avsnittet ser vi på mulige irrasjonelle sider ved fusjoner og oppkjøp. Som det fremgår av neste kapittel, er en rekke fusjoner og oppkjøp ulønnsomme, noe som indikerer at beslutningstagerne ikke opptrer rasjonelt. Beslutningstakere i organisasjoner har spesifikke preferanser overfor ulike investeringsalternativ. Fusjoner og oppkjøp er et virkemiddel til å nå målsetningene, gitt beslutningstagerens preferanser. Gitt observasjonen at mange bedrifts-sammenslutninger er ulønnsomme, indikerer det at beslutningstakerne ofte er irrasjonelle ved valg av investeringer. Vi ser i fortsettelsen først på to tilfeller hvor ulønnsomme investeringer ikke nødvendigvis er irrasjonelle, og til sist på to tilfeller med irrasjonelle begrunnelser for selskapsintegrasjon. Spesielt diskuterer vi problemer omkring begrepet ”vinnerens forbannelse”.

To forhold tilsier at ulønnsom integrasjon av bedrifter ikke nødvendigvis er irrasjonelt. Først kan ledelsen ha ambisjoner om å lede en stor bedrift. Om ledelsen er i stand til å påvirke beslutningene i bedriftene kan de gjennomføre investeringer som er ulønnsomme, men samtidig gir et større selskap. Ledelsen har her rasjonelle grunner til å gjennomføre integrasjonsprosessen (preferanser for å lede stor bedrift), men ledelsens preferanser er i konflikt med eiernes ønske om maksimal avkastning på kapitalen.

Dernest kan fusjoner eller oppkjøp virke ulønnsomme på grunn av at en ikke bruker korrekt sammenligningsgrunnlag. En fusjon som isolert sett er ulønnsom i dag kan påvirke fremtidige planer om ytterligere konsolidering i bransjen, og således være lønnsom. For eksempel kan bedrifter slås sammen for å gjøre det mindre attraktivt for andre selskaper å senere gjennomføre selskapsintegrasjoner¹⁶.

Samtidig kan ulønnsom integrasjon av bedrifter forklares med to typer irrasjonell adferd. Først kan fusjoner forklares med adferden til andre selskaper. Dette bygger på teorier om flokkadferd (se for eksempel Kleinert og Klodt (2002)), hvor en tenker seg at ledere evalueres etter prestasjonene til konkurrentene, og således kan en fusjon medføre ytterligere fusjoner. Om en rekke selskaper i bransjen fusjonerer, kan dette igjen skape press på andre selskaper for også å gjennomføre fusjoner.

¹⁶ I slike tilfeller kan sammenligningsgrunnlaget være feil. Alternativet til fusjon er at det går enda dårligere for bedriften. Slik sett er en tilsynelatende ulønnsom fusjon være bedre (mer lønnsom) enn alternativet (ikke fusjon).

Oppkjøp av selskaper blir ofte analysert med auksjonsteori (Varaiya (1988)). I auksjoner hvor objektet har felles verdi¹⁷ (common value auction) for potensielle kjøpere, kan problemet med *vinnerens forbannelse* oppstå. Om en tenker seg at et glass med mynter skal auksjoneres bort, kan en forvente følgende resultat (se Thaler (1988)). For det første vil det gjennomsnittlige budet være lavere enn den sanne verdien av glasset med mynter (risikoaversjon). For det andre forventes det vinnende budet å overgå verdien av glasset¹⁸. I gjennomsnitt kan deltakerne i budkonkurransen være rasjonelle, men det er budgiveren med det høyeste budet som får tilslaget på objektet, og dette vil ofte være for høyt.

Auksjonsteori gir lignende resultater ved oppkjøp av selskaper. Thaler (1988) viser at i situasjoner hvor foretaket som vinner budrunden, er sammenfallende med selskapet som hadde de høyeste estimatene på oppkjøpskandidaten, ofte "taper" budrunden. Vinneren av budrunden taper på en av to måter. Først kan verdien av selskapet være lavere enn tilbudet, slik at selskapet taper på oppkjøpet. Dernest kan verdien av selskapet være lavere enn verdiestimatet, slik at det vinnende selskapet oppnår skuffende resultater i perioden etter integrasjon. Mer generelt kan en forvente at i situasjoner hvor aktørene er usikre på den fremtidige inntjeningen til et integrert selskap, vil noen estimater være optimistiske og andre pessimistiske. De mest optimistiske budene vil oftest få tilslag på bedriften, og dette budet er ofte for optimistisk, og "vinnerens forbannelse" inntreffer.

Det kan hevdes at beregningene av effektene ved en planlagt fusjon ofte ikke er tilstrekkelige, og at integrasjonen blir ulønnsom på grunn av mangelfulle analyser. Til tross for at aktørene er rasjonelle (ex ante), er det de mest optimistiske budene som får tilslaget, og i en auksjon med felles verdi, utsettes vedkommende for "vinnerens forbannelse".

Det kan også ofte være nyttig å se på situasjoner hvor objektet som auksjoneres bort har asymmetrisk eller "nesten felles" verdi, for eksempel som i Klemperer (1998). I situasjoner hvor en av budgiverne har en verdifordel fremfor de andre, øker sannsynligheten for at aktørene med verdifordel vinner auksjonen. Det kan være flere årsaker til at en aktør har en verdifordel i oppkjøp av selskaper. Den første – og mest innlysende – er at selskapet med

¹⁷ Alternativet er auksjoner med *privat verdi*, hvor aktørene tillegger ulike verdier på objektet.

¹⁸ Flere slike forsøk er gjennomført på MBA-studenter som fulgte kurs i mikroøkonomi (Thaler (1988)). Den ukjente verdien av glasset var USD 8. Studentene leverte skjulte bud, og vinneren (det høyeste budet) mottok verdien av glasset minus eget bud. Samtidig fikk det beste budet en premie på USD 2. Det gjennomsnittlige budet var USD 5,13, mens gjennomsnittlig vinnende bud var USD 10,01. Dette indikerer at vinneren av budkonkurransen faktisk taper.

verdifordel har større synergier med oppkjøpskandidaten enn de resterende selskapene. For det andre kan en initiell eierandel (tidligere ervervet aksjepost) i oppkjøpskandidaten gi den samme verdifordelen. Aktører som har rykte på seg for å være aggressive under oppkjøp får også verdifordeler i auksjoner. I Statkrafts tilfelle kan den geografiske spredningen av vannreservoarene være en kilde til verdifordel. Som omtalt tidligere kan en med bedre kunnskap om total vannmengde lettere optimere verdien av vannet. I tillegg gir hjemmfallsinstitusjonen Statkraft en fordel overfor andre aktører. Det kan også hevdes at Statkraft har et teknologisk forsprang på konkurrentene når det gjelder vannkraftteknologi.

Når en av de potensielle oppkjøperne har en fordel er det to effekter som gjør at vedkommende oftest vinner budrunden. Først er det en *direkte effekt* gjennom verdifordelen. Verdifordelen gjør at gevinsten ved å vinne øker, og vedkommende vil by mer aggressivt på objektet. For det andre er det en *indirekte effekt* gjennom ”vinnerens forbannelse”. Med kjennskap til at en motstander i budkonkurransen har en fordel, blir det mer risikabelt å vinne budrunden, siden det er mer sannsynlig at en da har lagt inn et for høyt bud. Dermed må aktørene med verdiulempet by mer konservativt i slike auksjoner.

Det viser seg at tilsynelatende små verdifordeler gir store konkurransefordeler i auksjoner med felles verdi på objektet. På grunn av kostnader ved å gjennomføre budet, kan en komme i en situasjon hvor bare aktøren med verdifordel byr på objektet. Fusjonen mellom Glaxo og Wellcome er blitt benyttet til å illustrere problemstillingen over (Klemperer (1998)). Glaxo la i 1995 inn et bud på 9 mrd. pund for farmasiselskapet Wellcome. Den eksakte verdien av Wellcome var usikker, men trolig hadde selskapet tilnærmet lik verdi for et tosifret antall andre selskaper. Spesifikke synergier gjorde derimot at Wellcome hadde større verdi for Glaxo enn for de andre potensielle budgiverne. To andre aktører (sannsynligvis Zeneca og Roche) var villige til å by hhv. 10 og 11 mrd pund, men ingen av disse la inn noe bud til tross for at Glaxo sitt bud var lavere enn deres egen betalingsvilje. Dette skjedde på grunn av at ingen av de andre aktørene ønsket å ta del i en budkonkurranse de forventet å tape. For det første var det sannsynlig at Glaxo hadde en verdifordel i budrunden, som gjorde at de kunne by mer aggressivt¹⁹ samtidig som konkurrentene stod overfor en forverret ”vinnerens forbannelse”. For det andre er det kostnader knyttet til budgivingen, og de andre selskapene var forsiktige med å legge inn bud. Konkurransen endte med at Glaxo fikk kjøpe Wellcome

¹⁹ Glaxo hadde stått frem i media og uttalt at de mest sannsynlig ville toppe et hvilket som helst rivaliserende bud.

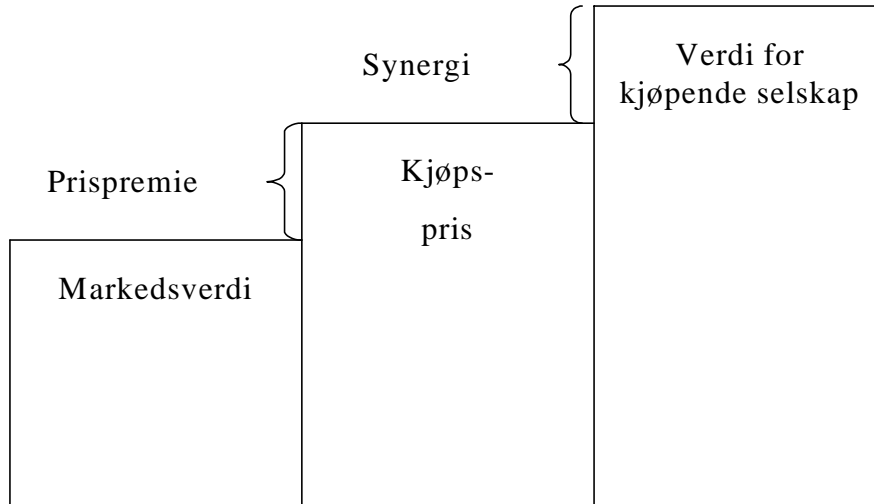
for 9 mrd pund til tross for at andre aktører (mest sannsynlig også Glaxo) hadde langt større betalingsvilje.

Dette eksempelet viser først at selskaper med (offentlig kjente) verdifordeler har større sannsynlighet for å vinne budrunder. For det andre gir relativt små kostnader ved budgivningen potensielt store gevinster for selskapet med verdifordelen. Til tross for at kostnadene ved budgivningen er store (tosifret million pund), var de små relativt til budene som ble lagt frem.

2.4 Oppsummering

Hittil har vi sett på ulike økonomiske begrunnelser for å gjennomføre fusjoner og oppkjøp. Vi har klassifisert argumentene i tre kategorier, og oppsummerer her diskusjonen så langt. Som utgangspunkt for diskusjonen tar vi utgangspunkt i følgende figur.

Figur 1 : Selskapsverdier.



- Søylen til venstre gir markedsverdien til selskapet som representert i markedet (for eksempel børsverdi). Forutsatt at markedet er effisient, plukker denne verdien opp all fremtidig profitt til oppkjøpskandidaten.
- Den midtre søylen gir kjøpsprisen. Denne må være større enn markedsverdien for at det skal være muligheter for oppkjøp. Kjøpsprisen reflekterer den verdien som oppkjøper forventer må til for at eksisterende aksjonærer skal være villig til å selge selskapet.
- Søylen til høyre gir verdien oppkjøpskandidaten har for kjøperen. Denne verdien må være større enn kjøpsprisen for at transaksjonen skal skape verdi for kjøperen (eierne), og vil da samtidig være høyere enn markedsverdien til selskapet.

Verdidifferanse

Differansen mellom ”verdi for kjøpende selskap” og ”markedsverdi” (her kalt verdidifferansen) er sammensatt av prispremien selskapet betaler over markedskurs og

forventede synergier ved sammenslåingen. ”Kjøpsprisen” bestemmer hvordan gevinstene ved transaksjonen fordeles mellom kjøper og selger. Kjøpende selskap søker å presse prisen så langt ned mot markedspris som mulig, for dermed å kapre mest mulig av verdidifferansen. Aksjonærene i det selgende selskapet ønsker på den andre siden å maksimere prispremien. Når ”verdi for kjøpende selskap” er større enn ”markedsverdi”, skapes verdier for eierne. Vi har sett på to teoretiske årsaker til at verdidifferansen er positiv.

Økte inntekter

Vi har sett på flere økonomiske modeller som predikerer økt markedspris som følge av økt konsentrasjon i markedet, og dermed gi økte priser etter selskapssammenslåinger. Oligopolmodellene predikerer at store selskaper reduserer produksjonen, men samtidig er det fare for at andre selskaper øker produksjonen, og inntektseffekten kan bli negativ for selskapene som forsøker å øke prisen. Et fåtall bedrifter i en bransje kan også øke sannsynligheten for prissamarbeid, noe som også gir prisøkning.

Reduserte kostnader

Det er samtidig flere årsaker til at kostnadene kan falle som følge av sammenslåing. Ved å slå sammen administrative oppgaver kan selskapene redusere de faste kostnadene, mens effektene på variable kostnader er mer tvetydig når det gjelder selskapsintegrasjon. En kan også hevde at fusjoner og oppkjøp er verdiforringende for eierne.

Det er ikke alltid ønskede inntektsøkninger inntreffer, eller forventede kostnadsreduksjoner lar seg realisere. I tillegg har vi også påpekt at det kan oppstå kostnader ved integrasjon av selskaper, samt at mange fusjoner og oppkjøp kan være gjennomført med feilaktige motiver. I slike tilfeller kan kjøpsprisen overgå verdien for kjøpende selskap, og kjøperen taper på transaksjonen.

Ledelsesmotiverte oppkjøp

I situasjoner hvor *ledelsesmotiver* (ikke økonomiske begrunnelser) ligger til grunn for at en fusjon eller oppkjøp skal gjennomføres, kan en godt finne at synergigevinsten er negativ, og at verdien av selskapet på kjøpers hånd er lavere enn kjøpsprisen. Verdien av et integrert selskap er ikke større enn verdien av selskapene atskilt, men ledelsen har personlige gevinster ved å lede et større selskap.

Vinnerens forbannelse

Til tross for at det er en positiv verdidifferanse, kan kjøpende selskap komme i en situasjon hvor i) de tidligere eierne tar hele verdidifferansen (verdidifferansen består utelukkende av prispremie) eller ii) verdier overføres til tidligere eiere (kjøpsprisen overgår verdi for kjøpende selskap, og synergigevinsten blir negativ). Vi illustrerte også at det motsatte kunne inntreffe. At selskap med verdifordeler som tar del i en budkonkurranse, ikke møter motstand og dermed presser prispremien ned til et minimum.

3 KONSEKVENSER AV FUSJONER OG OPPKJØP

Fra diskusjonen om økonomiske teorier som forklarer fusjoner og oppkjøp, hadde vi tre ulike teoriretninger (profittmotivert, ledelsesmotivert og irrasjonelle). I dette kapitlet legger vi frem empiriske arbeider som undersøker i hvilken grad selskapsintegrasjon er lønnsomt. Også her blir generelle empiriske resultater benyttet som bakgrunnsmateriale for å si noe om selskapsintegrasjon i kraftnæringen. Først legger vi frem arbeider som søker å måle verdiskapning ved fusjoner og oppkjøp. Dernest omtales empiri som undersøker ulike årsaker til at fusjoner og oppkjøp (ikke) er lønnsomme, med spesiell fokus på gevinster ved kostnadsreduksjoner og prisøkning.

3.1 Lønnsomhet

I den teoretiske gjennomgangen la vi frem flere teorier som tilsa at bedrifter burde kjøpe opp eller fusjonere med andre bedrifter. Først la vi frem teorier som baserte seg på profittmotiverte begrunnelser, og dette kunne komme av enten reduserte kostnader eller økte priser. Det er i hovedsak tre typer undersøkelser som er benyttet for å måle lønnsomheten til fusjoner og oppkjøp. For det første undersøkes selskapenes aksjekurser i perioden rundt fusjoner og oppkjøp, og prisutviklingen benyttes som mål på gevinst eller tap ved integrasjon. For det andre søker en å måle i hvilken grad diversifiserte selskaper er mer lønnsomme enn fokuserte selskaper. Den siste typen studier bruker regnskapsmessige mål på lønnsomhet for å bestemme i hvilken grad selskapsintegrasjon er lønnsomt eller ei. I dette avsnittet ser vi på to typer mål på lønnsomheten ved selskapsintegrasjon. Først ser vi på ex ante indikatorer for lønnsomhet (børskurser). Dernest ser vi på ex post indikatorer, som forsøker å måle prestasjonene til selskaper i etterkant av sammenslåinger (profittmål).

3.1.1 Ex ante indikatorer (børskurser)

I kapittel 2 illustrerte vi med utgangspunkt i klassisk økonomisk teori at verdien av integrerte selskaper må overstige verdien av de separate selskapene for at fusjoner og oppkjøp skal lønne seg. Børskursene kan gi en indikasjon på hvordan verdien av selskapene endres ved integrasjon²⁰. Analyser av børskurser i forbindelse med fusjoner og oppkjøp gir tre observasjoner (se for eksempel Schmalensee (1989)).

²⁰ Se for eksempel kapittel 4 i Campbell m.fl. (1997).

- For det første viser det seg at børskursen til oppkjøpskandidaten øker når oppkjøpet blir annonsert.
- For det andre viser det seg at i situasjoner hvor kjøpet annulleres, faller verdien av oppkjøpskandidaten tilbake til utgangspunktet.
- Den tredje og siste innsikten en har fått ved analyser av børskurser, er at verdien av det oppkjøpende selskapet endres lite eller svakt positivt.

Den første observasjonen indikerer at det er eierne av oppkjøpskandidaten som tjener på sammenslåingen, da det er de gamle eierne som får en kursgevinst. Siden børskursen på oppkjøpskandidatene øker etter annonsering av oppkjøpet, tilsier dette at det er potensial for økt verdiskapning, enten gjennom lavere kostnader eller økte priser.

Observasjonen om at børskursene faller tilbake til sitt opprinnelige nivå når kjøpene annulleres, indikerer at oppkjøpskandidatene ikke er underpriset. Om oppkjøpskandidaten er underpriset, skulle ikke verdien falle tilbake til det opprinnelige nivået. Denne observasjonen, sammen med det faktum at det kjøpende selskapet har liten (eller ingen) gevinst ved oppkjøpet, tyder også på at kjøperen ikke tapper selskapet for verdier på bekostning av de opprinnelige eierne.

Siden det kjøpende selskapet ikke tjener på integrasjonen, tilsier dette at det er konkurranse om oppkjøpskandidatene, og at vinneren av oppkjøpsrunden ikke realiserer noen gevinst ved transaksjonen. Siden verdien på det kjøpende selskapet ikke faller ved annonsering av integrasjon, kan en si at de kjøpende selskapene er rasjonelle i analysene av kandidatene, og at problemet med ”vinnerens forbannelse” ikke er av stor betydning.

Det viser seg også at børskursene til konkurrerende selskaper ikke ser ut til å endres som følge av at to selskaper slås sammen. Om markedet forventer at prisene skal øke som følge av selskapsintegrasjonen (markedsrett) burde konkurrenters aksjekurser gå opp. Om markedet på den andre siden forventer at det er store kostnadsgevinster ved en selskaps sammenslåing, burde aksjekursene falle. Eckbo (1983) finner at det er en svak positiv effekt på konkurrenters aksjekurser som følge av integrasjon, mens andre igjen finner motsatt resultat.

Undersøkelsene som er vist til over måler – gitt effisiente kapitalmarkeder – ex ante forventede effekter av sammenslåingene. En forutsetter implisitt at aksjekursene fullstendig

tar til seg all relevant informasjon vedrørende effektene av selskapsintegrasjonen. Det kan være at forventninger om fusjoner og oppkjøp er ”innbakt i” selskapskursene ved tidspunktet for når sammenslåingen offentliggjøres, noe som svekker resultatene til studiene over.

I studiene som vist til over benyttes en kort tidshorisont (ofte noen dager). Bruk av lengre tidsserier indikerer at markedet ikke klarer å ta til seg all relevant informasjon vedrørende selskapsintegrasjon etter så kort tid. Det viser seg at avkastningen i etterkant av at integrasjonen er fullført (3 til 5 år) er negativ (Andrade m.fl. (2002)). Videre finner mange forfattere at den negative utviklingen til kjøpende selskaper overgår den positive reaksjonen til de oppkjøpte selskapene, og at den totale effekten dermed er negativ. Det er en rekke statistiske problemer knyttet til bruk av langsiktige børsserier som benyttet over, og (de statistiske) resultatene er mer usikre enn ved bruk av korte tidsintervall. Se for eksempel Campbell m. fl. (1997) for en kritisk gjennomgang av bruken av slike tester.

Kritikk

Nyere forskning viser at lønnsomheten ved selskapsintegrasjon sannsynligvis avhenger av flere faktorer. Empiriske undersøkelser viser at både finansieringsformen og ”type” selskap som gjennomfører oppkjøp legger føringer på resultatene. Finansieringsmåten har stor innvirkning på lønnsomheten i etterkant av en integrasjon. Ved å skille mellom oppkjøp finansiert med aksjer og kontantvederlag, finner en et klart skille i lønnsomhet mellom disse gruppene. Oppkjøp finansiert med aksjer gjør det dårlig (sterk negativ avkastning), mens kontantvederlag gir en (tilnærmet) like sterk positiv effekt. Det er verdt å merke seg at denne effekten ikke gjelder for alle land, mellom annet finner en ikke denne effekten i empiriske undersøkelser fra Norge. Eckbo (1998) indikerer at resultatet kan ha sammenheng med markedets reaksjon på at selskaper utsteder nye aksjer (uten fusjon). Utstedelse av nye aksjer kan tolkes som at ledelsen i selskapet mener at selskapet er overvurdert, og dermed faller aksjekursen. I USA gir aksjeemisjoner en negativ effekt, mens denne er fraværende i Norge, og dette kan derfor også være sammenfallende for aksjefinansierte oppkjøp.

En annen effekt som kan forklare de dårlige resultatene, er et mål på selskapets markedsverdi i forhold til bokført verdi (Pris/Bok-forholdstallet: P/B). Se for eksempel Gjesdal og Johnsen (1999) for dette. Selskaper med høy P/B (såkalte vekstaksjer) har oftest høyere avkastning enn selskaper med lav P/B (såkalte verdiselskaper). Det viser seg at vekstselskaper som

gjennomfører oppkjøp har lavere lønnsomhet enn verdiselskaper etter offentliggjøring av integrasjon.

Flere studier, mellom annet Andrade m. fl. (2002), bekrefter at fusjoner og oppkjøp skjer i bølger. Det illustreres hvordan fusjoner og oppkjøp skjer i klynger, både når det gjelder tid, regioner og bransjer. Det påpekes også at integrasjonsbølger skjer etter uventede sjokk i bransjen. Eksempler på sjokk kan være teknologiske innovasjoner, tilbudssjokk og deregulering. Andrade m. fl. (2002) illustrerer at nesten halvparten av alle fusjoner og oppkjøp på 90-tallet skjer i bransjer som nylig har blitt deregulert. Dette kan dermed forklare den sterke konsolideringen en har sett i elektrisitetsbransjen de senere årene. Deregulering, konkurranse på produksjonssiden, samt åpning av markedene for internasjonal konkurranse gir alle teoretiske begrunnelser for konsolidering.

3.1.2 Ex post indikatorer (profitt)

Mens undersøkelsene over til en viss grad målte lønnsomheten ved selskapsintegrasjon indirekte gjennom markedets forventninger, er det også gjennomført noen studier som direkte søker å måle effekten av fusjoner og oppkjøp. Denne typen undersøkelser bygger på antagelsen om at en eventuell verdiskapning som følge av selskapsintegrasjon før eller siden må slå ut i selskapenes kontantstrømmer. På 80-tallet gjennomførte David Ravenscraft og Frederic Scherer (Ravenscraft og Scherer (1987)) en stor undersøkelse av 5.000 selskapssammenslåinger i perioden 1950 og 1975. Flere resultat fremkom i denne samlingen med undersøkelser, og spesielt to er av interesse her. Først finner forfatterne at oppkjøpskandidater i en femårsperiode i forkant av oppkjøpet hadde en unormal positiv profitt i forhold til den gjennomsnittlige profitten til kontrollgruppen. Forfatterne fant også en nedgang i profitabilitet (i en femårsperiode etter oppkjøp) i de deler av selskapene som hadde gjennomført fusjoner og oppkjøp. Disse resultatene står i kontrast til resultatene som fremkommer i undersøkelser som tar i bruk børskurser, og indikerer at selskapsintegrasjon ikke gir noen positiv effekt på kontantstrømmene til selskapene.

Mens Ravenscraft og Scherer ser på endringer i lønnsomheten til selskapene i absolutt forstand, vurderer Healy m.fl. (1992) lønnsomhet relativt til bransjens gjennomsnitt. Deres studie indikerer at fusjonerte selskaper oppnår en forbedret effektivitet i forhold til industriens gjennomsnitt. Effektiviteten til integrerte selskaper forverres, men relativt til bransjen

forbedres effektiviteten. Denne studien indikerer således at det kan være rasjonelt å slå sammen selskapene til tross for at profitten går ned. Om selskapene ikke ble slått sammen, kunne resultatet vært enda dårligere (f. eks. representert ved profitten til bransjens gjennomsnitt²¹). Hasbrouck (1985) illustrerer i tillegg at oppkjøpte selskaper i stor grad er selskaper i nedgang. Samtidig viser andre studier at en kan forvente at mange selskaper som kjøpes opp, har middelmådig regnskapsmessig lønnsomhet i etterkant av integrasjon²².

Kritikk

Det har fremkommet tre ankepunkter mot bruken av regnskapsmessige tallstørrelser ved undersøkelser av fusjoner og oppkjøp. For det første er det reist kritikk mot tallmaterialet. Det blir hevdet at nøyaktigheten til regnskapstall er for svak til at en kan bruke disse til å fastslå i hvilken grad fusjoner og oppkjøp er lønnsomme eller ikke. For det andre kan fusjoner og oppkjøp skape verdier til tross for at den oppkjøpte delen av det integrerte selskapet gjør det utilfredsstillende i etterkant av sammenslåingen²³. Til sist kan regnskapsmessige prestasjoner til de oppkjøpte selskapene virke middelmådige på grunn av at utvalget av oppkjøpte selskaper som er med i studiene i utgangspunktet er veldig dårlige. Om markedet for selskapskontroll fungerer er det de dårlige selskapene som blir kjøpt opp, og derfor kan en forvente at disse selskapene også i nær fremtid gjør det utilfredsstillende. Til tross for at selskapene gjør det (relativt) dårlig som et integrert selskap, kan alternativet – å fortsette på egen hånd – resultere i et enda dårligere resultat.

3.1.3 Kritisk drøfting av empiri

Som teorikapitlet illustrerte er det en rekke ulike motiv som ligger til grunn for å gjennomføre fusjoner og oppkjøp, og ved empiriske analyser, må en blande (til dels) ulike integrasjonstyper i en og samme undersøkelse. Dette problemet kan være en kilde til de svake resultatene en har fått gjennom empirien hittil. I tillegg har begrunnelsene for å gjennomføre oppkjøp og fusjoner endret seg over tid. Mens en på 60 og 70 tallet i stor grad etablerte store diversifiserte (urelaterte) konglomerat, gikk en på 80-tallet over til å slå sammen relaterte selskapsenheter. I

²¹ Det er *ikke* korrekt å si at alternativet (uten integrasjon) til de integrerte selskaperes profitt er profitten til bransjens gjennomsnitt.

²² Denne står også i kontrast til Ravenscraft og Scherer.

²³ Dette kan begrunnes med overføringer fra det oppkjøpte selskapet til det kjøpende selskapet.

tillegg fikk en gjeldsfinansierte oppkjøp²⁴, hvor en skilte ut deler av store konglomerat, og således reverserte noe av integrasjonen i tiårene forut. På 90-tallet har en i større grad observert strategiske selskapsintegrasjoner, hvor målsetningene oftere har vært å overføre synergier innen selskapenes kjerneområder. Med andre ord kan en si at forskere har hatt tilgang til store mengder data (børsdata og regnskapsdata), men har i mindre grad hatt informasjon om de enkelte transaksjonenes særegenheter (se Gretland (1998)).

Det er også problematisk at undersøkelsene bare tar med et utvalg av potensielle fusjoner. Både (frykt for) politiske inngrep og bedriftsinterne forhold gjør at en rekke mulige oppkjøpsforslag aldri blir offentliggjort. Om det er spesifikke karakteristika ved disse anstrengelsene for sammenslåinger som aldri blir offentliggjort, står økonometriske analyser overfor et potensielt problem.

I tillegg er analysene over kontrafaktiske av natur. Det eksisterer ulike måter å fremstille indikatorer for å måle effektene av sammenslåinger. Ved for eksempel børsstudier, kan en bruke en markedsindeks, eller en indeks av andre selskap i samme bransjen. Slike benchmarks vil uansett ikke måle effekten på selskapene om de ikke ble sammenslått. Det samme gjelder for studier som anvender regnskapsmessige data. Utifra empiriske studier måles prestasjonene til selskapene i etterkant av selskapsintegrasjon, men en har ingen mulighet til å måle hvordan prestasjonene ville være om selskapene ikke ble slått sammen. Som omtalt over kan selskapene – til tross for at de gjør det dårligere enn før sammenslåingen – fått en enda verre utvikling om de ikke hadde slått seg sammen.

3.1.4 Oppsummering

Den empiriske litteraturen viser at det er stor usikkerhet knyttet til i hvilken grad selskapsintegrasjon skaper verdier eller ikke. Mens noen undersøkelser gir indikasjoner på at fusjoner og oppkjøp skaper verdier, viser andre undersøkelser at selskapsintegrasjon er verdiforringende for eierne. Spesielt forvirrende kan det være at en type undersøkelse, børsstudier, gir positiv verdiøkning for selskapene samlet, mens undersøkelser av regnskapsdata gir negative resultater. I den grad en tar begge typer studier på alvor, finner en at aksjekursen øker samtidig som følge av profitten faller. Hvorfor skjer så ikke-lønnsomme fusjoner og oppkjøp? Vi har tidligere sett på teorier forklarer dette fenomenet med overmot

²⁴ Leveraged buyouts og management buyouts.

fra ledelsens side, eller at ledelsen forfølger egne målsetninger. Disse teoriene støtter imidlertid bare at profitten faller i etterkant av selskapsintegrasjoner, ikke hvorfor aksjekursene samtidig øker. Fridolfsson og Stennek (2001) foreslår en "pre-emptive merger" hypotese. I følge denne teorien kan to selskap (A og B) integreres til tross for at den kombinerte profitten faller i forhold til utgangspunktet. Om alternativet er at et annet foretak (C) slår seg sammen med B, og reduserer A's profitt enda mer enn integrasjonen mellom A og B ville gjort, kan dette være et rasjonelt valg for selskap A. Dette forklarer at profitten faller som følge av sammenslåingen, men samtidig kan det gi en begrunnelse for at aksjekursen øker. Dette fordi profitten (til selskap A) øker i forhold til alternativet som er sammenslåing av de to andre selskapene. Verdien av selskapene, diskontert fremtidig forventet profitt, øker som følge av at et risikomoment er fjernet fra selskapet. I forkant av integrasjonen prises selskapet (B) med risikoen for at selskapene A og C slås sammen (reduert verdi), noe som faller bort ved fusjon. Denne teorien illustrerer at de sprikende resultatene fra den empiriske litteraturen kan være konsistente, men fortsatt gir det et negativt syn på konsekvensene av fusjoner og oppkjøp. En kan argumentere med at kostnadseffektiviseringer og markedsrett er andreordens begrunnelser for å gjennomføre selskaps sammenslåinger, mens overmot (hubris), ledelsespreferanser og forsøk på å unngå å bli stående alene etter en fusjonsbølge (pre-emptive) danner begrunnelsene for å fusjonere.

Energi

En amerikansk studie av fusjoner og oppkjøp innen elektrisitet (Diamond og Edwards (1997)) gir sterke indikasjoner på at oppkjøp ikke lønner seg for eierne av det kjøpende selskapet. Samtidig hevder de at eneste muligheten til å tjene unormal høy profitt, er å eie aksjer i selskaper som blir kjøpt opp²⁵. Bare 15% av selskaps sammenslåingene når de finansielle målsetningene som var forventet ved initiering av integrasjonene (Anderson (1999)).

Ifølge en undersøkelse av McKinsey er prisene på energiselskaper i Europa i dag langt over de økonomiske verdiene til selskapene (Allas (2001)). Ved en undersøkelse av 8 transaksjoner av distribusjons- og sluttalgselskaper i Tyskland var den gjennomsnittlige prisen per kunde 2.200 euro, mens McKinsey's beste estimat var i intervallet 900 til 1.400 euro. Det er indikasjoner på at kjøpeiveren i den europeiske kraftbransjen grunner i strategiske motiver knyttet til styrket geografisk posisjon, rask inngang i markedet eller rask tilgang til nye

²⁵ Dette gjelder regulerte selskaper, og er ikke direkte anvendbare her.

markeder. Det er store forskjeller mellom prispremier mellom ulike typer kraftselskaper, og prispremien for oppkjøp av produksjonsaktiva er lavere. Her viser det seg at produksjonsanlegg omsettes for i gjennomsnitt 700 euro per kilowatt installert kapasitet, mens McKinseys beste estimat ligger i intervallet 450 til 500 euro. Dette er like fullt en høy premie å betale for strategiske motiver. Til tross for at synergigevinster blir kalkulert med stor varsomhet, og disse ikke gir noe grunnlag til å gjennomføre noen fusjon eller oppkjøp, blir strategiske årsaker ofte tillagt tilstrekkelig vekt til at investeringen forsøkes gjennomført. Eccles m.fl. (1999) mener at i slike situasjoner bør en unnlate å foreta seg noe, og siterer en regel selskapet ABN AMRO benytter i styret: "We have a rule on the Executive Committee. When someone says 'strategic', the rest of us say, 'too expensive'". Til tross for at en stor del av empirien viser at selskapsintegrasjon ikke lønner seg (60% er ulønnsomme ifølge Gretland (1998)), gjennomføres årlig et stort antall fusjoner og oppkjøp. Det er grunn til å tro at flere investeringer gjennomføres til tross for at økonomiske beregninger viser at de ikke bør det. Brealey og Myers (1996) stiller i denne sammenheng et interessant spørsmål (s. 271): "Are projects proposed because they have positive NPV's, or do they have positive NPV's because they are proposed?"

I tillegg faller tilsynelatende amerikanske selskapers interesse for europeiske kraftselskaper, delvis på grunn av høye priser på selskapene (PricewaterhouseCoopers (2000)), men er fortsatt det største kontinentet for investeringer fra andre kontinent. Dette indikerer at selskapene betaler en høy pris for energiselskapene, noe som er konsistent med den første observasjonen om at eierne av oppkjøpskandidatene tjener på oppkjøp. Siden prisene ved oppkjøpene til dels ligger langt over verdiesestimaterne, sannsynliggjør dette at observasjon tre – at kjøperne ikke tjener på oppkjøp – også gjelder her. Gitt de motstridende resultatene ved undersøkelser som søker å måle lønnsomheten ved fusjoner og oppkjøp, samt at studiene referert hittil ikke gir entydige resultater, fortsetter vi med å se på resultater som fokuserer på effekter på henholdsvis inntekter og kostnader etter integrasjon av selskaper.

3.2 Inntektsøkning

I det forrige avsnittet så vi på den generelle lønnsomheten ved å slå sammen selskaper, mens vi i de to påfølgende avsnittene skal se på årsaker til eventuell lønnsomhet. Som omtalt i den teoretiske gjennomgangen kan fusjoner og oppkjøp begrunnes med ønsket om å kunne øke inntektene. I kapitlet "*Drivkrefter bak fusjoner og oppkjøp*" fokuserte vi på to typer

integrasjon som kunne påvirke markedsmakten i elektrisitetssektoren, vertikal og horisontal integrasjon²⁶. For å vurdere effekter på inntektene til selskapene må en vurdere både effekter på pris og markedsandeler (kvantum solgt).

3.2.1 Preiseffekt

Bare et fåtall studier undersøker direkte effektene av fusjoner og oppkjøp på pris. Men det eksisterer en rekke studier som undersøker sammenhengen mellom pris og antall bedrifter²⁷. Resultatene fra disse studiene viser at det er en svak negativ sammenheng mellom tallet på bedrifter og prisen i markedet (Schmalensee (1989)). Dette gir altså at fusjoner og oppkjøp kan gi høyere pris, men at denne sammenhengen er usikker. Disse resultatene støtter oligopolmodellenes fremstilling av markedene. De ovennevnte studiene sammenligner bedrifter fra en rekke ulike næringer, noe Sutton (1991) hevder kan gi feilaktige resultat. Sutton skiller mellom ulike typer næringer og finner da en sterkere sammenheng mellom antall bedrifter og pris. Det er også gjennomført studier hvor en ser på den samme bransjen i ulike geografiske områder, og disse studiene gir en klar positiv sammenheng mellom markedsprisen og tallet på bedrifter (Schmalensee (1989)). Til sist er det også gjennomført studier som undersøker sammenhengen mellom konsentrasjon og markedsmakt. Disse utredningene finner at det er en betydelig reduksjon i markedsmakt når bedrift nummer to eller tre etablerer seg i markedet, mens nyetableringer utover dette har mindre effekter på konkurransen. For vårt formål kan dette være en indikasjon på at store foretak som fusjonerer får mer å si for konkurranseintensiteten enn når mindre bedrifter integrerer. En robust prediksjon fra den empiriske litteraturen er at økt markedsmakt (økt konsentrasjon) som følge av fusjoner og oppkjøp gir høyere pris. Effekten på pris ser også ut til å øke med størrelsen på selskapene som slås sammen.

3.2.2 Markedsandeler

Det er også gjennomført (et fåtall) studier som ser på om fusjoner og oppkjøp påvirker selskapenes markedsandeler. Gitt at prisene forventes å øke svakt som følge av fusjoner og oppkjøp, må en kreve at selskapene som slås sammen beholder produksjonsnivået (fra før sammenslåingen). Oligopolmodellene forfekter at prisen øker som følge av at de

²⁶ Vi ser hovedsaklig på vertikal integrasjon.

²⁷ Bain (1956) var først med å undersøke sammenhengen mellom pris og tallet på bedrifter.

sammenslåtte selskapene reduserer sin produksjon. Fra den empiriske litteraturen ser det også ut til at bedrifter som tar del i horisontale sammenslåinger taper markedsandeler, mens vertikal integrasjon gir blandede resultater. Begge disse observasjonene støtter oligopolmodellenes fremstilling av markedet. Om mange små aktører opererer sammen med de store aktørene, vil dette redusere prisen og redusere produksjonen, og effekten på inntekten faller. Mueller (1985) finner at selskaper som tar del i konglomerate og horisontale fusjoner mister markedsandeler relativt til en kontrollgruppe av selskaper. Videre finner Mueller at nedgangen i markedsandel er størst for bedrifter som tar del i horisontal integrasjon, noe som støtter den teoretiske begrunnelsen av at selskapene må redusere salget for å øke prisen²⁸.

3.2.3 Modeller for elektrisitet

Som omtalt i teorikapitlet benyttes en rekke teoretiske modeller for analyser av markedsrett i energimarkedet. Ifølge denne diskusjonen, må en eller flere aktører redusere produsert kvantum for at prisen skal øke. I et vannkraftbasert system må aktørene flytte vann over tid for at verdien av vannet skal økes. Vi ser her kort på noen utvalgte studier som har sett på markedsrett innen elektrisitet.

Priseffekt

Hjalmarson (1999) benytter en økonometrisk modell for å analysere markedsretten innen hele det nordiske elektrisitetsmarkedet. Basert på tallmateriale fra 1996 til 1999 forkaster forfatteren muligheten for markedsrett innen det nordiske elektrisitetsmarkedet. Johnsen m.fl. (1999) bruker også en økonometrisk modell for å analysere mulighetene for markedsrett i det norske elektrisitetsmarkedet. De finner at det er potensial for markedsrett i en av de fem prissonene, Sør-Norge (Kristiansand). Forfatterne finner at i 120 timer (med kapasitetsrestriksjoner om natten) i 1998 presses prisene 15% opp i denne prissonen. Det er reist spørsmål om dette virkelig indikerer markedsrett i det norske elektrisitetsmarkedet. Hogan (2000) skriver :”Does a 15% increase in price in one of the regions, for the constrained nighttime hours in 1998, suggest a major policy problem? Would curing the disease kill the patient? We should look carefully at the side effects of any medicine we prescribe”.

²⁸ At også konglomerate fusjoner gir fall i markedsandelene kan ikke forklares med faktorer på inntektssiden, men heller at fusjoner gir kostnadsulempere.

Internasjonale empiriske resultater illustrerer at markedsrett har blitt utnyttet i elektrisitetmarkedene både i England og California. For elektrisitetmarkedene i England og Wales illustrerte Wolak og Patrick (1997) at både National Power og PowerGen la inn bud godt over hva kostnadskurvane tilsa. Catherine Wolfram (Wolfram (1998) og Wolfram (1999)) fant at prisene lå over hva kostnadene tilsa, men samtidig at produsentene ikke utnyttet markedsrett i den grad de teoretiske modellene predikerte. Hun fant også at National Power (det største selskapet) la inn høyere bud enn den mindre konkurrenten (PowerGen). Borenstein m.fl. (1999b) finner at markedsretten ble utnyttet i California. De sammenlignet realiserte priser med estimerte frikonkurransespriser, og finner at markedsretten utnyttes i høylast perioder. Armstrong m. fl. (1994) benytter en Bertrandmodell med kapasitetsrestriksjoner for å modellere det engelske spotmarkedet for elektrisitet. Til tross for at forfatterne bruker en enkel modellering av markedet, hevder de at modellen er tilstrekkelig til å plukke opp duopolistiske trekk ved det engelske markedet etter privatiseringen²⁹. Konklusjonen i Armstrong m. fl. (1994) tilsier at markedet ikke kan forventes å fungere som et frikonkurransemarked, og at prisen ikke kan forventes å tilsvare grensekostnad.

Markedsandel

Som omtalt over er det bare et fåtall studier som undersøker i hvilken grad markedsandelene til selskaper faller etter integrasjon. På kort sikt må en kreve at andre aktører har ledig kapasitet (termisk produksjon) for at markedsandelene skal falle. På lang sikt kan andre aktører øke produksjonskapasiteten når den integrerte aktøren reduserer sitt kvantum for å øke prisene. Dette medfører at prisene ikke øker tilstrekkelig til at det fusjonerte selskapets inntekter øker. Dette er ser ut til å være tilfellet for det britiske elektrisitetmarkedet, som preges av to store aktører på produksjonssiden, samt flere småprodusenter. Newbery (1999) (side 222) viser hvordan de to store produsentene i England og Wales (PowerGen og National Power) har redusert sin produksjonskapasitet etter privatiseringen av det britiske elektrisitetmarkedet. Samtidig har det vært en stor økning i uavhengige produsenters produksjonskapasitet, noe som støtter de teoretiske betraktningene over³⁰. Wolak og Patrick (1997) gir også indikasjoner på at de to store produsentene i det britiske markedet, National Power og PowerGen, holdt tilbake kapasitet. I tillegg vil økt utbygging av transmisjonskapasitet redusere potensialet for å utøve markedsrett i lokale markeder, jfr.

²⁹ Se Fehr og Harbord (1998) for kritikk av bruken av denne modellen.

³⁰ Det er vanskelig å fastslå *hvor stor effekt* dette har på prisene, men en forventer at *retningen på effekten* er negativ (prisfall).

Borenstein m. fl. (2000). Det er vanskelig å generalisere denne observasjonen til et vannkraftbasert elektrisitetmarked, men like fullt vil de samme kreftene potensielt være skadelige for integrerte selskaper også i et vannkraftbasert system.

3.3 Kostnadsreduksjoner

I det forrige avsnittet så vi på inntektseffektene ved selskapsintegrasjon. Vi skal nå se på i hvilken grad kostnadseffektivisering kan være en kilde til lønnsomhet ved fusjoner og oppkjøp. I den teoretiske delen skilte vi mellom reduksjoner i faste og variable kostnader. Reduksjon i faste kostnader gir skalafordeler, men ingen priseffekter. Reduksjon i variable kostnader gir derimot forventede prisreduksjoner³¹.

Først er det forsøkt å kartlegge om det eksisterer stordriftsfordeler i ulike næringer. Om dette er tilfellet, vil fusjoner og oppkjøp gi lavere enhetskostnader. Empirien gir også her motstridende resultater, men det viser seg at resultatene avhenger av næringen som blir undersøkt. To undersøkelser på norske distribusjonsselskaper (innen elektrisitet), Salvanes og Tjøtta (1990) og Salvanes og Tjøtta (1991), gir indikasjoner på at mulighetene til å realisere stordriftsfordeler ved fusjoner og oppkjøp er små. Resultatene viser at integrasjon av små selskaper (under gjennomsnitt) kan realisere effektivitetsgevinster, men at middels store og store selskaper har små effektiviseringsmuligheter. Forfatterne tolker resultatene fra de norske distribusjonsselskapene som at de er godt tilpasset størrelsen på markedet de opererer i. I kraftproduksjon er det ikke gjennomført noen studier av norske vannkraftprodusenter, men det er gjennomført studier fra USA (Christensen og Greene (1976)), som viser at selskapene produserer i et intervall hvor gjennomsnittkostnadene er stabile med hensyn på kvantum. De illustrerer også at området hvor gjennomsnittkostnadskurven er flat er relativt stort. Med bakgrunn i dette konkluderer forfatterne at det ikke er nødvendig med et fåtall store selskaper. Diamond og Edwards (1997) hevder også at gevinster ved skalaøkonomi bare er knyttet til mindre selskaper, og at disse i liten grad gjelder for større selskaper.

Det er også gjennomført studier som ser på faktorer som konkurranse internt i bedriften, produktivitet og lønnsforhold ved fusjoner og oppkjøp. Disse studiene bygger i utgangspunktet på tvetydig teori, og empirien gir heller ingen sikre holdepunkter for å fastslå verken kostnadsreduksjoner eller kostnadsøkninger. Det er derfor ikke lett å fastslå om

³¹ Se for eksempel konsekvensene av kostnadseffektivisering under Cournotkonkurranse.

marginale kostnader faller som følge av selskapsintegrasjoner. Ved store fall i grensekostnadene venter en (fra Cournomodellen) at prisene skal falle, men som vi fant fra det forrige avsnittet er det en svak negativ sammenheng mellom antall bedrifter og pris.

I tillegg finnes en rekke kvalitative studier (dybdeintervju) som undersøker i hvilken grad fusjoner og oppkjøp gir kostnadsbesparelser. Disse studiene indikerer at kompleksiteten ved fusjoner og oppkjøp reduserer potensialet for kostnadsreduksjoner, og endog kan gi kostnadsøkninger. Studier av integrasjonen av DnC og Bergen Bank gir indikasjoner av at kompleksiteten gjør det vanskelig å realisere ønskede kostnadsbesparelser.

Eksisterende litteratur gir med andre ord ingen sikre holdepunkter for å fastslå om fusjoner og oppkjøp gir grunnlag for kostnadsreduksjoner. Dette bygger nok delvis på de store forskjellene mellom bransjene som er med i disse undersøkelsene, men det er også klart at mange fusjoner og oppkjøp som var forventet å gi store kostnadsreduksjoner ikke ga ønsket resultat. Michaels (1996) hevder også at den pågående konsolideringen i USA ikke gir de forventede gevinstene som forfektes ved initiering av sammenslåingene. Verken kostnadsbesparelser eller strategiske motiv er tilstrekkelig overbevisende for å gjennomføre et så stort og risikabelt prosjekt som en selskapsintegrasjon er.

3.4 Irrasjonelle transaksjoner

I kapittel 3.3 la vi frem fire potensielle irrasjonelle sider ved selskapsintegrasjon. Det mest alvorlige problemet vedrørende irrasjonell integrasjon knytter seg til "vinnerens forbannelse" ved selskapsoppkjøp. Roll (1986) anvender vinnerens forbannelse på oppkjøp av selskaper. Han ser på hvorfor selskaper er villige til å betale en relativt stor premie over markedsprisen for å kjøpe opp et annet foretak. Roll legger frem en overmothypotese (hubris hypothesis), som sier at selskaper identifiserer potensielle oppkjøpskandidater, estimerer verdien og byr på selskapet om verdien for kjøper overgår prisen. Overmothypotesen predikerer at a) verdien av det integrerte selskapet skal være marginalt lavere enn selskapene atskilt, b) verdien på det kjøpende selskapet skal falle, og c) verdien av oppkjøpskandidaten går opp.

Også motsatt resultat kan oppstå ved budrunder. I den grad en aktør besitter verdifordeler i budrunder, oppnås et konkurransefortrinn i oppkjøpskampen. Det er vanskelig å si i hvilken grad dette er et alvorlig problem. En rekke empiriske arbeider viser at det er aksjonærene i det

oppkjøpte selskapet som tjener på integrasjon, noe som tyder på at dette ikke er et stort problem i gjennomsnitt. Men i de tilfeller hvor en aktør har verdifordeler, kan dette få dramatiske følger for utfallet av budrundene (hvem som vinner). Vi viste til tre kilder til verdifordeler i budrunder (synergi, tidligere eierskap og rykte for å være aggressiv). Betton og Eckbo (1995) finner at selskaper med tidligere ervervet aksjepost har større sannsynlighet for å vinne oppkjøpskamper enn selskaper uten såkalte "toeholds". Det er naturlig nok vanskeligere å måle virkningen av de to andre kildene til verdifordeler.

I tillegg til at utfallet av budrundene påvirkes av verdifordeler, kan også fordelingen av gevinstene ved integrasjon endres radikalt. Empirien indikerer at det er det selgende selskapet som får gevinstene, mens kjøpende selskap går i null. Med bakgrunn i figur 1 (side 20) kan dette illustreres ved at prispremien presses opp inntil gevinster ved synergi mellom selskapene blir tilnærmet null. En kan tolke dette som at det er kamp om å få eierskap i selskapet, og at prisen presses opp inntil det kjøpende selskapet ikke tjener unormal profitt ved transaksjonen. Som tidligere diskutert (i eksempelet med oppkjøpet av Wellcome) kan verdifordeler endre hvordan gevinstene fordeles. Andre aktører som ser at selskaper med verdifordel tar del i budkampen vegrer seg for å legge inn bud. Kampen om eierskapet i oppkjøpskandidaten svekkes og oppkjøpende selskap tar en større del av integrasjonsgevinsten. Dette medfører (kfr. figur 1) at prispremien ikke presses opp (gjennom budkonkurransen), og at verdidifferansen i større grad tilfaller kjøperen.

4 DISKUSJON

I det forrige kapitlet la vi frem teorier som forklarte eksistensen av fusjoner og oppkjøp, og deretter presenterte vi resultater fra litteratur som forsøker å fastslå i hvilken grad teoriene klarer å forklare observasjonene i markeder.

Først hevdet vi at ifølge økonomisk teori, måtte verdien av selskapene samlet være større enn verdien av selskapene atskilt. Empiriske undersøkelser basert på aksjekurser bekreftet hypotesen om at fusjoner og oppkjøp økte verdien av de to selskapene. Men det viser seg at det er i hovedsak eierne i selgende selskap som tjener på sammenslåing. Undersøkelser basert på faktisk inntjening gav et annet resultat, at fusjoner og oppkjøp er ulønnsomme. Det er stor usikkerhet knyttet til resultatene.

Eventuelle verdiøkninger kan oppstå på inntektssiden. Det viser seg at det er en klar negativ sammenheng mellom antall bedrifter og prisnivå. Det viser seg også at horisontal integrasjon gir høyere lønnsomhet enn vertikal integrasjon. Om det er tilfellet at inntektene øker som følge av fusjoner og oppkjøp, bør en også forvente at de resterende bedriftene får økte inntekter. Det er også her tvetydige resultater, og det er derfor vanskelig å fastslå om selskapsintegrasjon virkelig gir høyere inntekter.

Dernest forsøkte vi å forklare om en eventuell verdiøkning skyldes kostnadsbesparelser som følge av selskapsintegrasjon. På teoretisk grunnlag kan en hevde at selskapsintegrasjon gir muligheter for store kostnadseffektiviseringer. Men det viser seg empirisk at fusjoner og oppkjøp ikke gir lavere kostnader. Resultatene er tvetydige, men generelt er det ingen tegn til verken realisering av stordriftsfordeler eller produktivetsforbedringer ved integrasjon av bedrifter.

Ledelsesmotiverte teorier legger enten til grunn at selskapene er ledelsesstyrt, eller at det eksisterer et marked for selskapskontroll hvor lite effektive selskap blir kjøpt opp av effektive selskaper. Informerte aktører ser – etter denne teoriretningen – et eventuelt potensial for økt inntjening, og overtar kontrollen over selskapet. Ledelsen ser denne trusselen, og må drive selskapet effektivt, noe som reduserer omfanget av markedet for selskapskontroll. De empiriske studiene basert på børldata indikerer at denne teorien holder. Et signal om oppkjøp, øker verdien på det oppkjøpte selskapet med mellom 30-40%. Kjøperne tjener derimot

tilnærmet null på handelen. Siden det sjelden er verdiskapende for eierne å kjøpe opp andre selskaper, kan en stille spørsmål om det er ledelsen som har sterkest insentiver til å øke størrelsen på selskapet.

En rekke studier undersøker om det er lønnsomt eller ikke å gjennomføre selskaps-sammenslåinger. Men i tilfeller hvor fusjoner har vært lønnsomt, har det vært mindre forskning på hvilke kilder som gir gevinster. Siden kildene til gevinstene ikke har blitt identifisert, har det også i mindre grad vært mulig å måle konkurrerende hypoteser om lønnsomhet ved selskapsintegrasjon. I tillegg observeres store oppkjøpspremier og små gevinster ved sammenslåinger. Disse to observasjonene, samt fravær av identifiserte kilder til gevinster, gir indikasjoner om at gevinster ved oppkjøp systematisk overvurderes av kjøperne. Utelukkende teoretiske betraktninger ligger til grunn ved begrunnelser for å gjennomføre oppkjøp, men empiri gir få (eller ingen) holdepunkter som sannsynliggjør slike gevinster. Videre kjøpes selskap til overpris i forhold til prisen som selskapene omsettes for i markedet, og det viser seg at gevinstene uteblir for kjøper. Betraktningene over gir støtte til teorien om ”vinnerens forbannelse”, som omtalt i kapittel 2.3.

Deregulering ser ut til å være en viktig faktor for å gjennomføre fusjoner og oppkjøp. Dette kan også være en drivende kraft bak selskapsintegrasjonene en ser i elektrisitetsbransjen i dag. I seg selv er dette derimot ikke en tilstrekkelig begrunnelse for å gjennomføre fusjoner og oppkjøp. Påviselige kostnadsbesparelser eller inntektsøkninger må ligge til grunn for å slå sammen to selskaper. Om en i tillegg ser på empiri over investeringer for økt kapasitet, og skiller mellom eksterne investeringer (selskapsintegrasjon) og interne investeringer (kapitalutvidelser), viser det seg at disse påvirkes av kapasitetsutnyttelsen i bransjen. En forventer en positiv sammenheng mellom kapasitetsutnyttelsen og begge typer investeringer. Men samtidig vil overskuddskapasitet i produksjon gi større andel fusjoner og oppkjøp, og bransjer nær kapasitetsgrensen gir i større grad interne investeringer for kapasitet (se for eksempel Andrade og Stafford (2000)). Om en i elektrisitetsbransjen innen kort tid forventer lav produksjonskapasitet, gir resultatene over indikasjoner om økte investeringer i kapasitet. Dette svekker inntektsbegrunnelsene for å gjennomføre selskapsintegrasjon. Langsiktige investeringer – som fusjoner og oppkjøp er – må også ta hensyn til effektene fra forventede markedsforhold, som for eksempel effekter av underskuddskapasitet.

Resultatene i dette kapitlet viser at det er stor usikkerhet knyttet til potensialet for verdiskapning ved fusjoner og oppkjøp. I utgangspunktet er det heller ikke så underlig at fusjoner og oppkjøp ikke skaper store verdier for de kjøpende selskapene. Når selskapene opererer i en velfungerende frikonkurransøkonomi med et effektivt kapitalmarked, forventer en at gode investeringsprosjekter prises slik at de gir en forventet avkastning som står i forhold til risikoen i prosjektet. En forventer ikke at enkeltstående selskaper over tid klarer å investere i prosjekter som gir høyere avkastning enn markedets avkastning (justert for risiko). Unormal avkastning som følge av fusjoner og oppkjøp må reflektere fremtidige gevinster som følge av transaksjonen, mens en unormal avkastning lik null gir oppkjøpende selskap en risikojustert normalavkastning. Empiriske studier av andre investeringsbeslutninger (FoU, Joint Ventures, produktintroduksjoner og lignende) gir heller ikke stor unormal avkastning for selskapene som gjennomfører disse (se Andrade m. fl. (2002)). Med andre ord er det vanskelig for selskaper over tid å oppdrive og gjennomføre investeringer som gir unormal avkastning, uansett hvilken type investeringer det er snakk om.

5 IMPLIKASJONER FOR STATKRAFT

Statkraft har som kjent som målsetting å vokse, og herunder bli en ledende aktør i det nordeuropeiske energimarkedet. Fusjoner og oppkjøp er virkemidler som er aktuelle for nettopp å bli større. I denne rapporten er et viktig budskap at fusjoner og oppkjøp kan være en svært dyr og i mange tilfeller en lite lønnsom måte å vokse på. Det store spørsmålet er: Vil Statkraft stå i fare for å ende i samme situasjon som vi opplever at en rekke bedrifter i en andre næringer har havnet i?

Mønsteret i kraftnæringen synes å passe godt inn i vår generelle lærdom. Deregulering og markedsåpning fører i mange markeder til økt aktivitet hva angår fusjoner og oppkjøp, og så er også tilfellet i energimarkedene i Europa. Studier av fusjoner og oppkjøp i europeisk kraftnæring tyder på at prisen som betales for oppkjøp er høy, og enkelte stiller spørsmålet om de selskapene som kjøpes opp virkelig er verdt så mye. Dette mer enn antyder at det er en reell fare for at et selskap som har som målsetting å vokse i det europeiske energimarkedet gjennom oppkjøp ender opp med å involvere seg i tapsbringende prosjekter. Vi vil særlig fremheve tre advarsler som vi kan lese ut av erfaringene fra litteraturen.

For det første er det grunn til å være forsiktig med å tro at en kan fusjonere eller kjøpe opp for derved å øke inntektsgrunnlaget. Det er ikke umulig at en i en del markedssituasjoner kan lykkes i å oppnå noe høyere priser etter en eventuell sammenslåing. Men selv om en lykkes i så henseende, er det langt fra klart at en har oppnådd økte inntekter. Det grunnleggende problemet er responsen fra de andre markedsaktørene. For å kunne oppnå økt pris må en selv produsere mindre enn det en ellers ville gjort. Alt annet likt vil det bidra til økt pris. Men problemet er at dine konkurrenter utnytter dette. Hvis du bevisst bygger opp mindre kapasitet, kan det skape rom for større utbygginger av kapasitet hos dine konkurrenter. Du har da muligens lyktes i å heve prisen noe, men prisen du betaler er reduksjon i markedsandeler.

Et godt eksempel på dette er Elkem sin opptreden i markedet for ferrosilisium på 80-tallet. Selskapet gjennomførte en bevisst oppkjøpsstrategi med det formål å få dominans i markedet og derigjennom oppnå lønnsomhet gjennom høyere priser. På slutten av 80-tallet konstaterte Elkems egen ledelse at strategien hadde mislyktes (fra intervju i Dagens Næringsliv, november 1987):

'Elkem skulle bli så dominerende innen ferro .. at de kunne styre prisene. Elkem er blitt dominerende, men har ikke klart å styre prisene til et for dem selv lønnsomt nivå.'

Det sentrale problemet for Elkem var nettopp responsen fra dets rivaler, både eksisterende og potensielle rivaler. Oppkjøpene gjorde det mulig for Elkem å redusere den totale produksjon i markedet ved at anlegg ble lagt ned. Isolert sett førte det til høyere priser. Men i neste omgang gjorde dette det mer attraktivt med økt produksjon av andre bedrifter, herunder både utvidelse av kapasitet for eksisterende konkurrenter og inntreden av nye konkurrenter. Resultatet var at Elkem i liten grad lyktes i å heve prisen, og satt tilbake med en mindre andel av markedet enn tilfellet var før oppkjøpene startet. Kort fortalt endret Elkem fra da av strategi til i stedet for å satse på dominans til å satse på å bli en mest mulig kostnadseffektiv produsent.

For det andre er det grunn til å advare mot å ha store forhåpninger om å gjennomføre store kostnadsbesparelser etter en eventuell bedriftssammenslåing. På papiret kan en muligens se store besparelser, for eksempel ved å slå sammen fellesfunksjoner som sentraladministrasjon og annet. Men i realiteten har det vist seg at det er store og til dels uoverstigelige hindre en kan møte på når en skal realisere slike potensielle kostnadsbesparelser. Detaljerte studier av fusjoner og oppkjøp i norsk banknæring har nettopp illustrert at kompleksiteten forbundet med å slå sammen ulike organisasjoner kan gi lite rom for kostnadsbesparelser og endog i visse situasjoner føre til kostnadsøkninger.

For det tredje er det grunn til peke på de store faremomentene det er forbundet med å delta i en oppkjøpskamp. Det er et systematisk mønster at det er den selgende part som stikker av med gevinsten forbundet med et oppkjøp, og den som vinner oppkjøpskampen sitter tilbake med ingen gevinst og i verste fall et tap. En viktig grunn til dette er at en oppkjøpskamp kan lede til at den som er mest optimistisk hva angår fremtidsutsiktene for oppkjøpskandidaten er den som til slutt har det høyeste budet. Den mest optimistiske kan fort vise seg å være for optimistisk, og det hele ender med tap. Dette er så velkjent at det i litteraturen har fått sitt eget begrep: vinnerens forbannelse.

Gitt disse lærdommene, hvordan kan det da i det hele tatt lønne seg med fusjoner og oppkjøp? En mulig tolkning – i forlengelsen av erfaringene fra Elkem – er at i visse situasjoner kan et selskaps mest lønnsomme strategi være å ikke involvere seg i fusjoner og oppkjøp og heller satse på å bli en mest mulig kostnadseffektiv bedrift. Også i dette tilfellet kunne en tenkt seg

at en slik strategi var aktuell. Statkraft er uten tvil en svært kostadseffektiv aktør hvis vi sammenligner med andre aktører som ikke benytter vannkraft. Kunne dette implisert at Statkraft kunne oppnådd god lønnsomhet ved å holde seg til dagens størrelse og la andre aktører med høyere kostnader definere prisnivået i markedet? I så fall ville Statkraft fulgt en strategi som i litteraturen er kalt kostnadslederstrategi.

Men gitt at en ønsker å vurdere oppkjøp som en mulighet, hva kan erfaringene fra andre næringer si oss? Poenget er at lærdommene gir klare hint om at det er fallgruver, men de kan i neste omgang benyttes som utgangspunkt for å utforme en strategi som faktisk kan lede til lønnsomme fusjoner og oppkjøp. La oss illustrere dette, og begynne med å ta utgangspunkt i den siste advarselen.

Vinnerens forbannelse er noe en i prinsippet kan gardere seg mot. Hvis det er slik at det er usikkerhet om den fremtidige verdien av oppkjøpskandidaten og det er flere som konkurrerer om å kjøpe opp, bør en praktisere såkalt '*bid shaving*'. En kalkulerer hva en tror er verdien av selskapet, og setter et maksimumsbeløp for hva en er villig til å by som er *lavere* enn verdianslaget. På den måten tar en høyde for at en tilfeldigvis har kommet i skade for å være for optimistisk i verdianslaget. Hvor stor skal nedjusteringen være? Det er det umulig å svare generelt på. Men det eneste en kan si generelt er at desto flere som deltar i oppkjøpskampen og desto større usikkerheten er, desto mer skal en nedjustere sitt verdianslag.

Regelen gitt over referer typisk til en situasjon der budgiverne er relativt likeverdige i den forstand at de alle har samme potensial for å oppnå fortjeneste ved å overta oppkjøpskandidaten. Straks det er en viss asymmetri, kan situasjonen forandre seg dramatisk. Tenk på en situasjon der alle vet at bedrift A har en gevinst ved et eventuelt oppkjøp av bedrift X som ingen andre har. Hvem vil da ønske å by over bedrift A i kampen om å kjøpe opp bedrift X? I slike situasjoner skal en være ekstra forsiktig. Hvis den som beviselig har fordeler ved å vinne oppkjøpskampen kaster inn håndkleet, er det et faresignal for de andre budgiverne. Da bør en tenke seg svært nøye om før en velger å by over.

Hva er implikasjonen for Statkraft av dette? Det innebærer at oppkjøp på områder hvor Statkraft selv ventelig ikke har samme potensiale for å utnytte synergieffekter som det andre selskaper har er en særdeles farefull strategi. I et slikt perspektiv kan det være grunn til å advare mot oppkjøp på kontinentet på områder som er nye for Statkraft. Kanskje vil det da i

svært mange tilfeller finnes andre budgivere som driver med nettopp den type aktivitet og dermed har et fortrinn på det området? I så fall bør det være svært gode grunner for Statkraft å involvere seg i en slik type oppkjøpskamp.

Advarselen mot å by over en overlegen motsander kan snus til Statkrafts fordel der hvor selskapet selv er den overlegne. Hvis alle vet at Statkraft har fordeler forbundet med et oppkjøp som ingen andre kan realisere, er det grunn til å tro at de andre potensielle budgiverne vil være svært forsiktige dersom Statkraft velger å kaste seg inn i budkampen. Det kan bety at Statkraft ender opp med å vinne budkampen til en pris som er gunstig sett fra Statkrafts side, fordi de andre potensielle budgiverne innser at de ikke bør overby og dermed trekker seg tidlig eller eventuelt velger å avstå helt fra å by.

Det helt avgjørende for hvorvidt det kan være lønnsomt med oppkjøp er altså hvorvidt en selv kan betraktes som en såkalt overlegen aktør eller ikke, det vil si har verdifordeler sammenlignet med andre potensielle budgivere.. Hvis en selv er av den oppfatning at en faktisk er overlegen og andre potensielle budgivere er overbevist om det samme – dette siste er helt avgjørende – bør det være oppkjøpsituasjoner der Statkraft har mulighet til å oppnå en pris som gir gevinst ved oppkjøp. To eksempler illustrerer dette. For det første situasjonen med *Hjemfall*. Så lenge den ordningen er gjeldende, vil utenlandske selskaper helt klart ha en ulempe sammenlignet med Statkraft, da de i motsetning til Statkraft vil måtte akseptere at fossefall etter en viss periode vil hjemfalle til staten. For det andre *produksjonsoptimalisering*. Statkraft kan ha en potensiell gevinst forbundet med å samkjøre og koordinere ulike kraftverk, og små verk kan ha fordel med å tilknyttes Statkrafts system og opplegg. Statkraft har en geografisk spredning av sine verk og har dermed en god kunnskap om den totale vannmengde i systemet. En aktør som kun er aktiv i ett geografisk område eller kommer utenfra vil ikke på samme måte kunne forvente å realisere like store samordningsgevinster.

Det å være i en overlegen situasjon kan også ha sin bakgrunn i at de bydende selskapene har ulike utgangsposisjoner før oppkjøpet til tross for at selskapene ellers er helt identiske. Dersom et selskap har tidligere ervervet aksjer i den potensielle oppkjøpskandidaten, har det vist seg at det typisk er dette selskapet som til slutt vinner oppkjøpskampen. Forklaringen kan da være at den som har allerede en aksjepost forventes å ha bedre informasjon om oppkjøpskandidaten. I tillegg har aktøren med fotfeste (i form av eierskap) gevinst ved å presse opp prisen dersom vedkommende taper. Aktøren med fotfeste blir mer aggressiv, og de

andre blir redd for å utsettes for vinnerens forbannelse. Dette gjør at de andre budgiverne er tilbakeholdne med å overby denne bedriften.

Betydningen av tidligere ervervede aksjeposter har to mulige implikasjoner for en bedrifts strategi. For det første kan det tale for at bedriften involverer seg i oppkjøpskamp i bedrifter hvor den allerede har et fotfeste i form av en aksjepost ('*toehold*'). For det andre kan en gå enda et skritt tilbake, og argumentere for at en langsiktig strategi vil da være å være tidlig ute med å kjøpe aksjeposter i bedrifter for på den måten å sikre seg et gunstig utgangspunkt for en eventuell oppkjøpskamp på et senere tidspunkt. Kan dette være et mulig argument for å sikre en sterk posisjon i hjemmemarkedet, slik Statkraft argumenterer? Jeg har vansker for å se at dette med en sterk posisjon i hjemmemarkedet har noen slik effekt.

Hittil har vi drøftet implikasjonene av vinnerens forbannelse og hva det betyr for når en bør involvere seg i en budkamp. Uavhengig av dette er det grunn til å rette et kritisk søkelys mot hvorvidt selskapet faktisk kan realisere potensielle kostnadsbesparelser etter et eventuelt oppkjøp. Erfaringene fra andre næringer gir som sagt grunn til varsomhet. I den forbindelse synes det å være grunn til å fokusere på hvilken type kostnadsbesparelse det er tale om. Der det er tale om å smelte sammen ulike organisasjoner har det vist seg ofte å oppstå problemer med å implementere det som på papiret fremstår som en mulig kostnadsbesparelse. Derimot kan andre typer koordinering forventes å være lettere å gjennomføre i praksis. Et eksempel fra Statkraft kan muligens illustrere dette. Produksjonsoptimalisering er noe som slik vi forstår det kan skje ved at Statkraft etter et eventuelt oppkjøp overtar den aktiviteten fra et mindre selskap som den har kjøpt opp. Hvis det er en korrekt beskrivelse, synes det som mer realistisk at Statkraft kan realisere potensielle på det området enn hva tilfellet er med tilsynelatende kostnadsbesparelser forbundet med å smelte sammen ulike organisasjoner.

Oppsummert så er det relativt enkle og lettfattelige råd vi her har kommet med. Det kan endog fremstå som rett og slett sunt folkevett. Men saken er at det faktisk gjennomføres en rekke fusjoner og oppkjøp som synes å bryte med nettopp disse enkle rådene og sluttresultatet er ikke sjelden tapsbringende fusjoner og oppkjøp. Det er da viktig at en sikrer at en beslutning om fusjon eller oppkjøp er basert på en analytisk vurdering av vinning og eventuelt tap forbundet med et slikt valg. Vær kritisk til vage argumenter, og prøv å tallfeste så langt det er mulig. Hvis det på toppen av dette kommer argumenter slik som '*strategisk verdi*', så kan det

være all mulig grunn til å opptre slik den nederlandske banken ABN AMRO gjør ifølge selskapets direktør:

We have a rule on the executive committee. When someone says 'strategic', the rest of us say 'too expensive'

REFERANSER

- Allas, Terra. 2001. "The M&A trap for utilities." *The McKinsey Quarterly* ; Iss 3 ; Sidene 21-24.
- Allas, Terra og Keith Leslie. 2001. "Sizing Power." *The McKinsey Quarterly* ; Iss 1 ; Sidene 138-145.
- Anderson, James Earl. 1999. "Making Operational Sense of Mergers and Acquisitions." *The Electricity Journal* ; Iss 7 ; Sidene 49-59.
- Andrade, Gregor, Mark Mitchell og Erik Stafford. 2002. "New Evidence and Perspectives on Mergers." *The Journal of Economic Perspectives* ; Iss 2 ; Sidene 103-120.
- Andrade, Gregor og Erik Stafford. 2000. "Investigating the Economic Role of Mergers." Working Paper, 00-006. Harvard Business School. Boston
- Armstrong, Mark, Simon Cowan og John Vickers. 1994. *Regulatory Reform - Economic Analysis and UK Experience*: MIT Press.
- Bain, Joe S. 1956. *Barriers to New Competition*. Cambridge: Harvard University Press.
- Bergman, Lars, Gert Brunekreeft, Chris Doyle, Nils-Henrik von der Fehr, David M. Newbery, Michael Pollitt og Pierre Règibeau. 1999. *A European Market for Electricity*. Stockholm: Centre for Economic Policy Research og Center for Business and Policy Studies.
- Betton, Sandra og Espen B. Eckbo. 1995. "Toeholds, competition and state-contingent payoffs: an experimental investigation." *Journal of Economics and Management Strategy* ; Iss 6 ; Sidene 573-603.
- Borenstein, Severin, James Bushnell og Christopher R. Knittel. 1999a. "Market power in electricity markets: Beyond concentration measures." *ENERGY JOURNAL* ; Iss 4 ; Sidene 65-88.
- Borenstein, Severin, James Bushnell og Steven Stoft. 2000. "The competitive effects of transmission capacity in a deregulated electricity industry." *RAND JOURNAL OF ECONOMICS* ; Iss 2 ; Sidene 294-325.
- Borenstein, Severin, James Bushnell og Frank A Wolak. 1999b. "Diagnosing Market Power in California's Deregulated Wholesale Electricity Market." Working Paper, PWP-064. University of California. Berkeley
- Brealey, Richard A. og Stewart C. Myers. 1996. *Principles of corporate finance*. New York: McGraw-Hill.

- Campbell, John Y., Andrew W. Lo og A. Craig MacKinlay. 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Carlton, Dennis W. og Jeffrey M. Perloff. 1994. *Modern Industrial Organization*. New York: HarperCollins College Publishers.
- Christensen, Laurits R. og William H. Greene. 1976. "Economies of Scale in U.S. Electric Power Generation." *The Journal of Political Economy* ; Iss 4 ; Sidene 655-676.
- Diamond, Joseph og Jon D. Edwards. 1997. "Mergers, Acquisitions and Market Power in the Electric Power Industry." Report, California Energy Commission.
- Eccles, Robert G., Kersten L. Lanes og Thomas C. Wilson. 1999. "Are You Paying Too Much for That Acquisition?" *Harvard Business Review* ; Iss 4 ; Sidene 136-147.
- Eckbo, B. Espen. 1983. "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth." *Journal of Financial Economics* ; Iss 11 ; Sidene 241-273.
- Eckbo, B. Espen. 1998. "Bedriftsoppkjøp og verdiskapning." Sidene. 244-278 i *Fusjoner og oppkjøp*, (red) Boye, Knut og Christine B. Meyer. Bergen: Cappelen Akademisk Forlag.
- Farrell, Joseph og Carl Shapiro. 1990. "Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis." *American Economic Review* ; Iss 1 ; Sidene 107-126.
- Fehr, Nils-Henrik von der og David Harbord. 1998. "Competition in Electricity Spot Markets: Economic Theory and International Experience." Memoranda, University of Oslo. Oslo
- Fridolfsson, Sven-Olof og Johan Stennek. 2001. "Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices -." Working Paper, Research Institute of Industrial Economics, IUI. Stockholm
- Gjesdal, Frøystein og Thore Johnsen. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Gretland, Børge. 1998. "Verdiskaping og oppkjøpsprosess - fusjoner, oppkjøp og restruktureringer." Sidene. 13-43 i *Fusjoner og oppkjøp*, (red) Boye, Knut og Christine B. Meyer. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Hasbrouck, Joel. 1985. "The Characteristics of Takeover Targets." *Journal of Banking and Finance* ; Iss 3 ; Sidene 351-362.
- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu og Richard S. Ruback. 1992. "Does Corporate Performance Improve after Mergers?" *Journal of Financial Economics* ; Iss 2 ; Sidene 135-175.

- Hogan, William W. 2000. "Market Power in Theory and Practice." Comment, University of Berkeley. Berkeley
- Johnsen, Tor Arnt, Shashi Kant Verma og Catherine Wolfram. 1999. "Zonal Pricing and Demand-Side Bidding in the Norwegian Electricity Market." Working Paper, PWP-063. University of California Energy Institute. Berkeley
- Kleinert, Jörn og Henning Klodt. 2002. "Causes and Consequences of Merger Waves." Kiel Working Paper, 1092. Kiel Institute of World Economics. Kiel
- Klemperer, Paul. 1998. "Auctions with Almost Common Values: The "Wallet Game" and its Applications." *European Economic Review* ; Iss ; Sidene 757-769.
- Meyer, Christine B. og Lasse B. Lien. 1998. "Verdiskapning og ødeleggelse." Sidene. 194-208 i *Fusjoner og oppkjøp*, (red) Boye, Knut og Christine B. Meyer. Bergen: Cappelen Akademisk Forlag.
- Michaels, Robert J. 1996. "Electric utility mergers: the wrong strategy at the wrong time." *The Electricity Journal* ; Iss 1 ; Sidene 28-36.
- Mueller, Dennis C. 1985. "Mergers and Market Share." *Review of Economics and Statistics* ; Iss 3 ; Sidene 259-267.
- Newbery, David M. 1999. *Privatization, Restructuring, and Regulation of Network utilities*. Cambridge: MIT Press.
- PricewaterhouseCoopers. 2000. "ELECTRIC DEALS Cross-border Mergers and Acquisitions in the Global Electricity Market 2000." Report, PricewaterhouseCoopers. London
- Ravenscraft, David og Frederic M. Scherer. 1987. *Mergers, Selloffs and Economic Efficiency*. Washington DC: Brookings Institution.
- Roll, Richard. 1986. "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers." *Journal of Business* ; Iss 2 ; Sidene 197-216.
- Salvanes, Kjell Gunnar og Sigve Tjøtta. 1990. "Benefits from merging: A short run hedonic cost function for Norwegian electricity distribution." Working Paper, 17. Stiftelsen for samfunns og næringslivsforskning. Bergen
- Salvanes, Kjell Gunnar og Sigve Tjøtta. 1991. "Cost Differences in Electricity Distribution: A Multioutput Cost Function Approach with Robustness Tests of the Results." Working Paper, 37. Stiftelsen for samfunns og næringslivsforskning. Bergen
- Schmalensee, Richard L. 1989. "Inter-Industry Studies of Structure and Performance." Sidene. 951-1009 i *Handbook of Industrial Organization*, (red) Schmalensee, Richard L. og Robert D. Willig: North Holland.

- Sutton, John. 1991. *Sunk Costs and Market Structure. Price Competition, Advertising, and the Evolution of Concentration*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Sørgard, Lars. 1993. "Produsentsamarbeide i kraftsektoren." Rapport, 103/93. SNF, Samfunns- og næringslivsforskning. Bergen
- Sørgard, Lars. 1997. *Konkurransestrategi - eksempler på anvendt mikroøkonomi*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Thaler, Richard H. 1988. "Anomalies: The Winner's Curse." *Journal of Economic Perspectives* ; Iss 1 ; Sidene 191-202.
- Tirole, Jean. 2000. *The Theory of Industrial Organization*: MIT Press.
- Varaiya, Nikhil P. 1988. "The "Winner's Curse" Hypothesis and Corporate Takeovers." *Managerial and Decision Economics* ; Iss ; Sidene 202-219.
- Wolak, Frank A. og Robert H. Patrick. 1997. "The Impact of Market Rules and Market Structure on the Price Determination Process in the England and Wales Electricity Market." Working Paper, PWP-047. University of California. Berkeley
- Wolfram, Catherine D. 1998. "Strategic Bidding in a Multiunit Auction: An Empirical Analysis of Bids to Supply Electricity in England and Wales." *RAND journal of Economics* ; Iss Winter ; Sidene 703-725.
- Wolfram, Catherine D. 1999. "Measuring Duopoly Power in the British Electricity Spot Market." *American Economic Review* ; Iss 4 ; Sidene 805-826.