

SPILLET OM KVÆRNER

av Lars Sørgard

For en utenforstående er det vanskelig å ha full oversikt over hva som foregår i spillet om Kværner. Men gitt den informasjon som er tilgjengelig for utenforstående, hvordan kan vi tolke trekk og mottrekk i kampen mellom Kværner og Aker Maritime?

Som bakgrunn for det spillet som foregår, er det relevant å se på den litteraturen som studerer effekten av fusjoner og oppkjøp (bedriftsserverv). Studier basert på børskurser før og etter bedriftsserverv finner typisk at den selgende part, det vil si aksjonærer i det selskapet som blir kjøpt opp, realiserer en betydelig gevinst. De vil ofte få realisert en salgspris på sine aksjer som er 30-50 % over den aksjepris som var gjeldende før oppkjøpet. Den som kjøper opp realiserer typisk ingen eller kun en begrenset gevinst forbundet med oppkjøpet. Studier basert på bedrifters faktiske inntjening etter fusjon eller oppkjøp gir mer tvetydige resultater, men finner ofte at fusjoner og oppkjøp er ulønnsomme. Hvordan forklarer en at bedriftsserverv ofte kan være ulønnsomt, og at det typisk er den selgende part som kaprer gevinsten forbundet med oppkjøp? La meg nevne to forhold som er trukket fram i litteraturen. For det første pekes det på at en rekke bedrifter, typisk store bedrifter, er lederstyrte. Aksjonærene er mange og kan vanskelig opptre koordinert og samlet, noe som gir handlingsrom for lederne i bedriften til å påvirke beslutningene. Lederne kan ha en genuin interesse av at bedriften vokser; det kan være en større utfordring å lede en stor enn en liten bedrift. Dette kan for eksempel skje ved fusjoner og oppkjøp. Dermed kan det bli gjennomført flere fusjoner og oppkjøp enn det som er i eiernes (aksjonærenes) interesse. Det finnes flere eksempler på at det motivet, for eksempel i norsk og nordisk bank- og finansnæring, er av betydning for fusjoner og oppkjøp.

Vinnerens forbannelse

For det andre kan usikkerhet om bedriftens framtidsutsikter gi en systematisk skjevhet i utfallet av oppkjøpet eller fusjonen. La oss for eksempel anta at to bedrifter vurderer å slå seg sammen, men at det er stor usikkerhet forbundet med hvor stor kostnadsbesparelse som kan realiseres etter en eventuell sammenslåing. Hver av de to selskapene ønsker å legge inn bud på det andre selskapet. La oss nå anta at begge parter er villige til å strekke seg maksimalt i betydningen å betale en pris som også avspeiler den kostnadsgevinsten de forventer å realisere etter overtakelsen. Det er en farefull strategi. Det kan tenkes at den som vinner kampen viser seg å være den som er mest optimistisk med hensyn på framtidsutsiktene for det fusjonerte selskapet, blant annet med hensyn til hvor stor kostnadsbesparelse som kan realiseres. I så fall kan seieren ha vært dyrekjøpt. Den mest optimistiske kan være for optimistisk, og oppkjøpet kan være direkte tapsbringende for den vinnende part. Dette fenomenet er kalt vinnerens forbannelse. En nærliggende grunn til at fusjoner og oppkjøp ofte kan være ulønnsomme er nettopp at den kjøpende part har overvurdert potensialet for kostnadsbesparelse, og at dette først blir konstatert en tid etter at oppkjøpet er gjennomført. En rekke spesifikke studier av enkeltsaker viser også at kostnadsbesparelser er vanskelig å implementere.

Svært forenklet kan vi se på kampen mellom Kværner og Aker Maritime som en konkurranse om å få kontrollen over et fusjonert Kværner og Aker Maritime. Røkke, som er hovedaksjonæren i Aker Maritime, vurderer på sin side om han skal kjøpe seg ytterligere opp i Kværner og dermed oppnå full kontroll, mens Kværner på sin side vurderer om de skal legge inn et bud på Aker Maritime som er høyt nok til at aksjonærene i Aker Maritime sier ja til å

selge selskapet. Begge vet at dersom de overtar kontrollen, kan de realisere kostnadsgevinsten forbundet med å koordinere de to selskaperes aktiviteter.

Lederstyrte bedrifter

Etter min mening bør lærdommene fra studiene av fusjoner og oppkjøp også være relevante i denne aktuelle saken. I kampen om å overta makten bør hver av partene ta høyde for at de kan ha vært for optimistiske i sine anslag av fremtidige verdier. Men det er flere forhold som kompliserer dette bildet. For det første er Kværner lederstyrt i den forstand at det (bortsett fra Røkke) ikke finnes noen aksjonærer med dominerende innflytelse. Lederne vil som nevnt over ofte ha en genuin interesse i å sikre sine posisjoner, gjerne lede en enda større bedrift. Jeg ser ingen grunn til at ikke lederne av Kværner er som mange andre ledere og har interesse av å sikre sine egne posisjoner. Det vil ytterligere være et faremoment sett fra eierne i Kværner sitt ståsted. Det vil bety at lederne vil være villige til å strekke seg enda lenger enn det tilfellet er for eierne. Eierne har vanskelig for å gjennomskue dette, fordi de har ofte enda mindre informasjon om det aktuelle oppkjøpet enn ledelsen i bedriften.

Røkkes forretningsmetoder

For det andre er Kjell Inge Røkke kjent som en mildt sagt svært aktiv eier som ser ut til å ha utnyttet makten maksimalt der han har fått kontroll. Han har blant annet innsatt sine egne folk i ledende posisjoner, og blitt beskyldt for å utnytte muligheten til å overføre midler mellom selskaper. Det har blitt hevdet at han ved å utnytte til sin egen fordel de muligheter som finnes for den som sitter i kontrollen over et selskap har han oppnådd større fortjeneste enn hva han ellers ville hatt, og minoritetsaksjonærene i det aktuelle selskap har oppnådd tilsvarende reduksjon i sin fortjeneste. Hvis dette er riktig vil det snarere svekke enn styrke Kværners mulighet for å nå fram i kampen mot Aker Maritime. Røkke vet i så fall at han kan kapre en ekstra gevinst dersom han vinner oppkjøpskampen, den gevinst han kan oppnå på bekostning av minoritetsinteressene. Det innebærer at han vil ha en enda høyere terskel for å godta et tilbud fra Kværner. Følgelig vil Kværner måtte legge enda mer penger på bordet enn hva ellers hadde vært tilfelle for at de skal få Røkke til å godta et tilbud.

For det tredje har den voldsomme oppmerksomheten som Røkke og hans forretningsmetoder har fått ytterligere svekket Kværners muligheter for å vinne oppkjøpskampen. Her tenker jeg for eksempel på Folketrygdfondets leder sitt utspill etter at Røkke fikk kontroll over 26% av Kværner, der han kritiserer ham for å opptre i strid med minoritetsinteressene. La oss nå anta at advarslene gjør inntrykk på aktørene i markedet. En typisk Kværner-aksjonær vil som følge av advarslene mot Røkke frykte hva som vil skje etter en eventuell Røkke-overtakelse. Hans subjektive vurdering av verdien av å sitte på en Kværner-aksje kan dermed synke. Hvis det har noen effekt på Kværnerkursen, så vil det dra i retning lavere aksjekurs. Røkke får dermed mulighet til å kjøpe opp selskapet til en lavere pris enn hva som ellers ville vært tilfellet.

Sist, men ikke minst, er det en fundamental forskjell mellom de to partenes posisjoner og interne koordinering. Røkke har en betydelig aksjepost i Kværner allerede, noe hans motpart Kværner ikke har i Aker Maritime. Røkke kan spille på at Kværners eiere er mange og vanskelig kan koordinere sine handlinger. En aksjonær i Kværner kan selvsagt ikke stoppe en annen aksjonær fra å selge sine aksjer, og Røkke har dermed mulighet for å kjøpe seg gradvis ytterligere opp uten at Kværner-ledelsen kan direkte kontrollere det. Røkke kan dermed ikke bare helt enerådende bestemme om han skal si ja til et tilbud fra Kværner, men han kan oppnå full kontroll over Kværner ved å kjøpe opp flere aksjer i det selskapet.

Pyrrhos-seier?

Det er altså flere forhold som taler for at prisen Kværner må betale for å få Røkke til å selge seg ut av Aker Maritime kan være høy. Et vinnende bud kan i ettertid vise seg å være for høyt, og seieren blir i så fall en pyrrhos-seier. I en slik situasjon kommer Kværner-ledelsen med et bud på Aker Maritime. Dette kan tolkes som et signal om at de muligens er villige til å strekke seg så langt som de må for at Røkke aksepterer. Prisen på Kværner aksjer har falt og prisen på Aker Maritime aksjer har steget etter at budet ble lagt frem i begynnelsen av august, noe som kan tolkes som at markedet forventer et dyrt oppkjøp. Kan det være i Kværner-eiernes interesse? Min tolkning er at bak et slikt utspill ligger et genuint ønske om å hindre Røkke å få kontroll over Kværner, med andre ord en genuin interesse fra Kværners ledelse i å sikre sine posisjoner.

Vi har observert at det har blitt fremmet forslag til andre konstellasjoner, for eksempel at andre enn Aker Maritime kan være aktuelle partnere for Kværner. Kanskje ledelsen jobber intens med dette, uten at omverdenen har full innsikt i det? Kværners eiere burde ha interesse av at ledelsen jobber mer med slike alternative løsninger snarere enn at den gjør forsøk på å kjøpe opp Aker Maritime. Ved å bringe på banen en konkurrent til Røkke vil en kunne presse opp prisen på Kværner-aksjene.

Folketrygdfondets strategi

Folketrygdfondet har i lengre tid hatt en aksjepost i Kværner, og responderte på Røkkes oppkjøp tidlig i juli med å kjøpe seg ytterligere opp i selskapet. Dette siste har isolert sett bidratt til å drive opp prisen på Kværner-aksjene. Muligens er tanken å gjøre det så dyrt for Røkke å kjøpe seg ytterligere opp at han av finansielle grunner må gi opp forsøket. Det kan i utgangspunktet være en rasjonell strategi. Men dette synes å være et svært høyt spill fra Folketrygdfondets side. Med en større aksjepost enn før Røkkes oppkjøp står Folketrygdfondet i fare for å måtte betale en enda større del av prisen for en eventuell overtakelse av Aker Maritime dersom Kværner vinner fram med sitt oppkjøpsforsøk. Hvis i stedet Røkke overtar Kværner, står minoritetsaksjonæren Folketrygdfondet i følge Folketrygdfondets leder i fare for å bli utnyttet av Røkke. I stedet for en slik risikofylt strategi, med stor fare for tap, hvorfor har ikke Folketrygdfondet solgt seg ut av selskapet? Det vil sannsynligvis finnes andre aksjonærer som er mindre pessimistiske med hensyn til hvor stor mulighet Kjell Inge Røkke vil ha til å opptre på en måte som er i strid med minoritetsinteressene i selskapet. Hvorfor solgte ikke Folketrygdfondet seg ut etter at Røkke presset opp prisen og dermed tok ut den gevinst som da var til stede, og lot Røkke sitte igjen med risikoen forbundet med å tjene penger på et oppkjøp?