



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Fusioner och förvärv

- en fallstudie av fusionen mellan Total och PetroFina
samt TotalFina och Elf Aquitaine

Kandidatuppsats i företagsekonomi
Extern redovisning och företagsanalys
Vårterminen 2007
Handledare: Andreas Hagberg
Författare: Björn Rapp 81
Magnus Svensson 83

Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet Extern redovisning och Företagsanalys, Kandidatuppsats, VT 2007

Författare: Björn Rapp och Magnus Svensson

Handledare: Andreas Hagberg

Titel: Fusioner och förvärv – en fallstudie av fusionerna mellan Total och PetroFina samt TotalFina och Elf Aquitaine

Bakgrund och problem: Förekomsten av fusioner och förvärv har vuxit exponentiellt under 90-talet och gått från att vara ett amerikanskt fenomen till att förekomma över hela världen. Fem fusionsvågor kan urskiljas och den sista vågen inträffade under 1990-talet där storleken på fusionerna ökade kraftigt jämfört med tidigare vågor. Oljeindustrin påverkades i stor omfattning och fusionerna mellan Total och PetroFina samt TotalFina och Elf Aquitaine är två exempel på mycket stora fusioner under denna tidsperiod. Denna uppsats fokuserar på att analysera de motiv som låg bakom storleken på den premie Total betalade för PetroFinas aktier samt hur TotalFinas och Elf Aquitaines agerande i media kan förklaras i samband med budgivningsprocessen företagen emellan.

Syfte: Uppsatsen syftar till att analysera Totals motiv till premien företaget betalade för PetroFinas aktier samt företagets agerande i media i samband med fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine.

Avgränsningar: Vid fusionen mellan Total och PetroFina avgränsar vi oss till att analysera motiven till premien, eftersom en heltäckande analys hade varit för tidskrävande. Vid fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine avgränsar vi oss till att analysera utspelen i media under budgivningsprocessen av samma anledning som ovan.

Metod: Uppsatsen är utformad som en deskriptiv fallstudie där en kvalitativ metod använts för att besvara frågeställningarna. Vidare baseras studien uteslutande på sekundärdata såsom årsredovisningar och artiklar från affärspress. I uppsatsen förs en diskussion om studiens validitet och reliabilitet samt att källorna granskas kritiskt.

Resultat och slutsatser: Vid fusionen mellan Total och PetroFina fanns potential till synergieffekter men dessa kunde inte i tillräckligt stor utsträckning motivera storleken på den premie Total betalade för PetroFinas aktier. Det fanns incitament hos Totals ledning som spelade in när företaget förvärvade PetroFina. Det är ledningens incitament att förvärva PetroFina som förklarar storleken på premien Total betalade och synergieffekterna förstörades upp av ledningen för att övertyga aktieägarna om affären. Detta för att möjliggöra ett förvärv av Elf Aquitaine. Vid fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine gav TotalFina ett fientligt bud. Elf Aquitaine försökte försvara sig med ett pac-man- försvar i form av ett motbud. Detta kan förklaras av att de inte ville bli uppköpta samt personlig prestige då Totals CEO Desmarest lyckats förvärva PetroFina före Elf Aquitaines CEO Jaffre.

Förslag till fortsatt forskning: Det skulle vara intressant att utföra en liknande studie med tillgång till primärdata samt djupare utreda de potentiella synergieffekterna i samband med den första fusionen.

Förord

Vi vill tacka vår handledare Andreas Hagberg för hans hjälp under uppsatsens gång. Vi vill även tacka opponentgrupperna för deras bidrag till vår uppsats.

Göteborg den 1 juni 2007

Björn Rapp

Magnus Svensson

Innehållsförteckning

1 INLEDNING.....	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	2
1.3 FRÅGESTÄLLNINGAR.....	3
1.4 SYFTE.....	3
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	3
2 METOD	5
2.1 VAL AV METOD	5
2.2 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT.....	6
2.3 VALIDITET.....	7
2.4 RELIABILITET	8
2.5 KÄLLKRITIK	9
3 TEORETISK REFERENSRAM	10
3.1 MOTIV TILL FUSIONER	10
3.1.1 Synergieffekter.....	10
3.1.1.1 Kompletterande resurser	10
3.1.1.2 Skalfördelar.....	11
3.1.1.3 Economies of scope	11
3.1.1.4 Management.....	11
3.1.2 Dåliga skäl till fusioner.....	12
3.1.2.1 Hybrishypotesen	12
3.1.2.2 Imperiebyggande.....	13
3.1.2.3 Diversifiering.....	13
3.1.2.4 Undvika uppköp	13
3.2 FÖRVÄRVSTAKTIKER.....	14
3.2.1 Vänliga förvärv.....	14
3.2.2 Aggressiva förvärv.....	14
3.2.2.1 Bear hug	15
3.2.2.2 Proxy Fights	15
3.2.2.3 Pre-tender offer tactics.....	16
3.2.2.4 Tender offer	16
3.3 FÖRSVARSTAKTIKER MOT FIENTLIGA FÖRVÄRV.....	16
3.3.1 Förebyggande åtgärder.....	17
3.3.2 Aktiva åtgärder.....	17
3.3.2.1 Greenmail.....	17
3.3.2.2 Standstill agreements.....	18
3.3.2.3 White knight.....	18
3.3.2.4 White Squire	18
3.3.2.5 Litigation	18
3.3.2.6 Pac-man- försvar	19
3.4 SAMMANFATTNING	19
4 EMPIRI.....	20
4.1 OLJEINDUSTRIEN	20
4.1.2 90-talet	20
4.1.2.1 Strömlijeformning.....	20
4.1.2.2 Förvärv	21
4.1.2.3 Nya marknader	21
4.2 TOTAL	21
4.2.1 Historia	21
4.2.2 Affärsområden	22
4.3 PETROFINA	23
4.3.1 Historia	23
4.3.2 Affärsområden	23
4.4 ELF AQUITAINE	24
4.4.1 Historia	24

4.4.2 Affärsområden	25
4.5 TOTALS SKÄL TILL FÖRVÄRVET AV PETROFINA	25
4.6 FUSIONEN MELLAN TOTAL OCH PETROFINA	26
4.7 FUSIONEN MELLAN TOTALFINA OCH ELF AQUITAINE	27
4.8 ARTIKLAR	28
4.8.1 Fusionen mellan Total och PetroFina	28
4.8.2 Fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine	29
5 ANALYS	32
5.1 TOTAL OCH PETROFINA	32
5.1.2 Synergieffekter	32
5.1.3 Dåliga skäl till fusioner	33
5.2 TOTALFINA OCH ELF AQUITAINE	34
6 SLUTDISKUSSION	36
6.1 FÖRSLAG TILL FORTSATT FORSKNING	37
KÄLLFÖRTECKNING	38
BILAGA 1	42
BILAGA 2	43

Ordlista

I ordlistan tas begrepp upp inom fusioner och förvärv som kan fungera som stöd till läsaren genom att en kortare förklaring ges.

Fusion – När ett företag köper upp aktierna i ett annat företag och tillsammans bildar de båda bolagen *ett* nytt företag.

Förvärv – När ett företag köper upp en aktiemajoritet i ett annat bolag och det förvärvade bolaget blir ett dotterbolag till förvärvaren. Förekommer ofta synonymt med fusion.

Premie – Den summa ett företag betalar utöver marknadens pris vid förvärvandet av ett annat bolags aktier. Uttrycks ofta i procent.

Förvärvare – Det företag som köper upp ett företags aktier.

Målföretag – Det företag som utsätts för ett uppköp.

Upstream – Det första steget inom oljebranschen vilket omfattar aktiviteterna prospektering, borrhning och produktionen av petroleum.

Downstream - Downstream innefattar aktiviteterna transport, raffinering och de processer som innebär att produkten når kunderna.

Petrokemikalier - Petrokemisk industri är benämning på den tunga processindustri som framställer kemiska produkter med petroleum som råvara

1 Inledning

Kapitlet inleds med en bakgrund som ska ge läsaren en inblick i ämnet. Bakgrunden följs av en problemdiskussion där problematiken konkretiseras och ämnesvalet motiveras. De inledande styckena mynnar ut i en frågeställning som följs av syfte och de avgränsningar vi som författare valt att göra.

1.1 Bakgrund

Tillväxten av fusioner och förvärv har under 1900-talet vuxit exponentiellt och från att främst ha varit ett amerikanskt fenomen är det numera vanligt förekommande världen över.¹ En starkt bidragande orsak till detta är den ökade globaliseringen samt avvecklingen av handels- och investeringsbarriärer. Företag konkurrerar inte längre bara på sin hemmamarknad utan måste även vara konkurrenskraftiga globalt.² Inte bara förekomsten av, utan även storleken på de fusioner och förvärv som genomförts har vuxit under årens lopp. Under 1900-talet kan fem vågor av fusioner identifieras där vågen på 90-talet kraftigt överstiger de tidigare i fråga om både antal och storlek.³ Under 1998 var inte bara antalet fusioner mycket stort utan framförallt tilltog storleken på en rad sammanslagningar vilket fick tidigare fusioner att framstå som små.⁴ Aktiviteten inom fusioner och förvärv har fortsatt att slå rekord även in på 2000-talet och även detta år ser ut att kunna bli ett rekordår. Ämnets aktualitet avspeglas inte minst i affärspress där nya potentiella fusioner och förvärv avlöser varandra på förstasidorna. Bland uppmärksammade potentiella sammanslagningar som nyligen diskuterats kan nämnas Scania och MAN samt SSAB och Ipsco.

Den grundläggande målsättningen med en fusion eller ett förvärv är att öka aktieägarnas värde på innehavet genom att skapa hållbara konkurrensfördelar. Ett förvärvande företag kan till exempel uppnå högre försäljning, högre marknadsandel och synergieffekter vilket stärker dess konkurrenskraft. Det förvärvande företaget kan till exempel applicera sin egen, som de själva anser, effektivare ledningsstil på det förvärvade företaget för att förbättra dess lönsamhet. Fusioner och förvärv sker dock inte alltid utifrån ett objektiva synsätt där företagets bästa sätts i första rummet. Ledningens personliga incitament inom företaget spelar också en väsentlig, ibland även en dominerande roll, vid beslut om en fusion eller ett förvärv.⁵

Ett företag som bestämt sig för att förvärva ett annat bolag står inför en rad utmaningar där det kan vara svårt att finna en optimal lösning i varje situation. Exempel på sådana utmaningar vid fusioner eller förvärv kan vara planeringen av uppköpet, att hitta ett lämpligt företag att förvärva, värderingen, prisstrategin, finansieringen och det integreringsarbete som krävs då fusionen eller förvärvet genomförs. Att hitta en lämplig kandidat kan vara svårt men även om det faller ut väl kan situationen försvåras betydligt om det bolag som företaget har för avsikt att förvärva är negativt inställda till sammanslagningen. Läggs ett bud vilket förkastas blir

¹ Mergers and acquisitions : a guide to creating value for stakeholders / Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland, New York : Oxford University Press, 2001

² The essence of mergers and acquisitions / P.S. Sudarsanam, London ; New York : Prentice Hall, 1995

³ Mergers and acquisitions : a guide to creating value for stakeholders / Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland, New York : Oxford University Press, 2001

⁴ Ibid.

⁵ The essence of mergers and acquisitions / P.S. Sudarsanam, London ; New York : Prentice Hall, 1995

budet fientligt⁶ vilket innebär att en affär kan vara långt ifrån säker. Vid ett förvärv av ett bolag blir värderingen av yttersta vikt när företaget ska bestämma det pris som ska erbjudas för aktierna i det bolag som ska förvärfvas. Ofta tas en utgångspunkt i aktuell börskurs varpå en premie läggs ovanpå densamma.

Uppsättningen företag inom olje- och gasindustrin förändrades under den femte fusions- och förvärvsvågen under 90-talet. I slutet av 90-talet var aktiviteten som störst och enbart under en sexmånadersperiod 1999 skedde åtta stora fusioner och förvärv inom olje- och gasindustrin. Skälet var nedgångar i oljepriset i över ett års tid mycket beroende på Asienkrisen samt en större efterfrågan på renare bränslen.⁷ Nedgången i oljepriset fick till följd att företagets vinstmarginal kraftigt sänktes vilket företagen försökte komma tillrätta med genom att konsolidera industrin. Nedgången i oljepriset kan ha påskyndat den konsolidering av branschen som pågått sedan 80-talet. Målet var att företagen skulle ges möjlighet att växa genom strömlinjeformade organisationer, förvärv av andra bolag och expansion till nya marknader. Exempel på stora sammanslagningar inom oljeindustrin är BP och Amoco, Exxon och Mobil, Total och PetroFina samt senare TotalFina och Elf Aquitaine.⁸

1.2 Problemdiskussion

Fusionen mellan det franska oljebolaget Total och det belgiska oljebolaget PetroFina skedde 1999 då Total gav ett bud på PetroFinas aktier. Utöver börskursen för PetroFinas aktier betalade även Total en premie. I artiklar från tiden kring fusionen diskuteras storleken på denna premie och framförallt om den var för hög, vilket i så fall skulle ha varit negativt för aktieägarna i Total. Storleken på denna premie skulle kunna indikera hur starka Totals motiv var vid förvärvandet av PetroFina. Ju starkare vilja att förvärva Petrofina desto högre premie kan Total varit villiga att betala. Det nya bolag som uppkom genom fusionen mellan Total och PetroFina fick namnet TotalFina. Detta nybildade bolag gav under 1999 ett fientligt bud på det franska oljebolaget Elf Aquitaines aktier. Trots att budet var fientligt lyckades till slut TotalFina fusionera med Elf Aquitaine i början av 2000⁹. Det nya bolaget fick namnet TotalFinaElf vilket under 2003 ändrades till att bara heta Total.

Dessa båda fusioner är intressanta att analysera ur ett flertal olika synvinklar, dels för att fusionerna skedde inom en mycket kort tidsperiod men även för att vi tror det kan finnas ett samband mellan fusionerna. Trots det eventuella sambandet mellan fusionerna skiljde sig inställningen och tillvägagångssätten markant åt i de båda fallen. Från det att Total bekräftade fusionen med PetroFina lade företaget strax efter ett bud på en av dess konkurrenter, Elf Aquitaine. Det är möjligt att den första fusionen påverkade hur agerandet vid den andra fusionen såg ut. Artiklar ur affärspress från tiden kring fusionerna förklarar att även Elf Aquitaine förberedde ett bud på PetroFina men blev snuvade på mållinjen då Total var snabbare med att lägga sitt bud. Total och Elf Aquitaine var två jämnstarka konkurrenter och det är då intressant att analysera hur bolagen agerade vid den andra fusionen. En analys kan göras av Elf Aquitaine för att utröna motiven bakom deras agerande vid den andra fusionen,

⁶ The art of M&A : a merger acquisition buyout guide / Stanley Foster Reed and Alexandra Reed Lajoux, London : McGraw-Hill, 1998

⁷ Mergers and acquisitions : a guide to creating value for stakeholders / Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland, New York : Oxford University Press, 2001

⁸ Petrofina is set to merge with Total of France

Country Report. Belgium, 1999 1st Quarter Issue 1, pN.PAG, 0269-4158

⁹ http://www.total.com/en/press/press_releases/pr_1999/991201_totalfinaelf_group_1713.htm 20070408

och på samma sätt kan en analys göras av motiven bakom Totals agerande. Med konkurrensen mellan Total och Elf Aquitaine i åtanke är det också intressant att analysera de motiv som låg bakom Totals uppköp av det mindre oljebolaget PetroFina. Det blir viktigt att analysera om det verkligen fanns förutsättningar till synergieffekter, som företagen själva hävdade, eller om fusionen berodde på ledningens incitament för att skydda sig mot en konkurrent, i det här fallet Elf Aquitaine. Vi ser det som en fördel att analysera två fusioner som skedde för ett antal år sedan snarare än aktuella fusioner. Det är lättare att vetenskapligt analysera en tid efter, då hela händelseförloppet kring fusionerna skett, eftersom det går att relatera fusionerna till de förutsättningar som företagen agerade utefter. Det är först en tid efter som situationen inom oljeindustrin i slutet av 90-talet fanns beskriven samt den femte fusionsvägen kunde urskiljas. Information om dessa förutsättningar bidrar starkt till en analys av enskilda fusioner, eftersom de troligen påverkade företagens agerande.

1.3 Frågeställningar

I en tid då fusioner och förvärv slår nya rekord är det intressant att få en förståelse för vad som kan ligga bakom de premier företag betalar vid fusioner. Det är också av intresse att få en förståelse för hur företag agerar vid en potentiell fusion genom medias bevakningar och tolkningar. Detta problemresonemang mynnar ut i våra två frågeställningar som presenteras nedan.

- Vad kan ha motiverat den premie Total betalade vid förvärvet av PetroFina?
- Hur kan de båda bolagens agerande förklaras utifrån ett mediaperspektiv då TotalFina förvärvade Elf Aquitaine?

1.4 Syfte

Uppsatsens syfte är att analysera motiven bakom förvärvet av PetroFina som låg till grund för den premie Total betalade vid fusionen. Uppsatsen syftar även till att analysera hur TotalFina och Elf Aquitaine agerade under budgivningsprocessen, och motiven bakom detta, genom artiklar och de utspel företagen gjorde i media vid tidpunkten för fusionen. Med denna uppsats syftar vi som författare att kunna ge praktisk nytta till aktieägare vars företag är delaktiga i fusionsdiskussioner genom en ökad förståelse vad som motiverar premier företag betalar samt hur företag kan agera i media vid fusionsdiskussioner.

1.5 Avgränsningar

Vi avgränsar oss i vår undersökning att endast analysera vad som kan ha motiverat Totals storlek på den premie företaget betalade för PetroFina. En mer omfattande studie av fusionen hade varit alltför tidskrävande och svår att genomföra med den tidsram vi haft till vårt förfogande. Vi ämnar även analysera TotalFinas och Elf Aquitaines agerande under budgivningsprocessen i fusionen företagen emellan. I denna fråga väljer vi också en

avgränsning i form av att följa artiklar skrivna av media då en heltäckande undersökning vore för tidskrävande.

2 Metod

I detta kapitel avser vi förklara hur vi gått tillväga praktiskt vid genomförandet av vår uppsats. Detta är av stor dignitet för att en eventuell framtida replikering ska kunna genomföras och därmed möjliggöra en jämförelse studierna emellan. Metoddelen är även viktig för att diskutera de olika faktorer som kan påverka studiens kvalitet. Det första avsnittet ämnar beskriva det val av metod vi använt oss av för att besvara frågeställningarna. Detta följs av tillvägagångssätt samt en diskussion om validitet och reliabilitet. Kapitlet avslutas med att våra källor granskas kritiskt.

2.1 Val av metod

Flera olika typer av studier kan genomföras, men två huvudtyper kan urskiljas, explorativa och deskriptiva. En explorativ studie används då kunskap och information inom ett specifikt ämne är mycket knapphändig och studien syftar till att samla in information som även kan användas till vidare forskning inom ämnet. När forskning och information redan finns att tillgå inom ett ämnesområde resulterar det i att undersökningen blir mer deskriptiv till sin utformning. Deskriptiva studier är mer avgränsade till att studera specifika händelser, till exempel genom en fallstudie.¹⁰ Inom fusioner och förvärv finns ett extensivt utbud av litteratur och forskningsmaterial varför vår studie kan ses som deskriptiv. Vi använder oss av redan existerande material såsom årsredovisningar, artiklar samt redan befintlig teori inom området fusioner och förvärv vilket motiverar den deskriptiva ansatsen. Vi systematiserar befintlig teori och sekundärdata om fusionerna i fråga för att analysera ett fåtal aspekter vilket karakteriserar den deskriptiva metoden, som står i kontrast till explorativ undersökning där problemområdet belyses mer allsidigt.

Vår undersökning bygger på en fallstudie där vi undersöker två sammankopplade fusioner som skedde inom en kort tidsperiod. När en fallstudie genomförs innebär det att ett fåtal objekt som till exempel företag eller beslutssituationer undersöks i en rad olika avseenden, vilket är tvärtemot en statistisk undersökning.¹¹ Fallstudien lämpar sig väl då vi avser att undersöka två fusioner vilka kan ses som en process eller förändring.¹² Fördelen vi ser med att undersöka fusioner och förvärv genom en fallstudie är att vi får en djupare förståelse och ett helhetsperspektiv utifrån vår problemformulering. Detta ser vi som en nödvändighet för att få en förståelse för de verkliga motiven till fusioner och hur agerandet i media kan förklaras. Detta hade varit svårt att uppnå om en statistisk undersökning genomförts med många undersökningsobjekt då de verkliga motiven inte hade synliggjorts på samma sätt. Vi måste dock vara medvetna om att de fusioner vi avser att studera kan vara unika till sin art och därmed inte vara giltiga som underlag till generella slutsatser om fusioner och förvärv. Däremot tror vi som författare ändå att en fallstudie är ett bra sätt att utröna motiv och ageranden i samband med fusioner som sedan kan ge aktieägare en ökad förståelse för de fusionsdiskussioner deras företag är involverade i.

¹⁰ Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning / Runa Patel, Bo Davidson, Lund : Studentlitteratur, 2003

¹¹ Att utreda, forska och rapportera / Lars Torsten Eriksson, Finn Wiedersheim-Paul, Malmö : Liber, 2006

¹² Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning / Runa Patel, Bo Davidson, Lund : Studentlitteratur, 2003

Ett annat metodval vi som författare stått inför är det mellan kvalitativ och kvantitativ metod. En kvantitativ studie genomförs med hjälp av en statistisk undersökning där målet är att beskriva ett genomsnitt av en population. Ett kvalitativt angreppssätt avser att ge en djupare förståelse för ett ämne.¹³ Vår undersökning karakteriseras av en kvalitativ utgångspunkt där vi som författare har försökt analysera händelserna som ligger till grund för de frågeställningar vi formulerat. Anledningen till att vi valde en kvalitativ metod var för att få en djupare förståelse för just de fusioner vi valt att analysera vilket hade varit svårt om en kvantitativ metod använts som mer syftar till att dra generella slutsatser. Vi analyserar endast två fusioner i vår fallstudie och då lämpar sig en kvalitativ studie bättre än en kvantitativ då detta hade krävt fler undersökningsobjekt. De data vi använder är svår att kvantifiera vilket ytterligare motiverar valet av en kvantitativ metod. Eftersom en kvalitativ undersökning bygger på hur vi som författare uppfattar och tolkar informationen blir inte resultatet objektivt i samma utsträckning som när en kvantitativ studie genomförs. Det förekommer även utrymme för tolkningar i kvantitativa studier men numerisk analys som den typen av studier bygger på minskar denna felmarginal.

2.2 Tillvägagångssätt

För att kunna analysera Totals motiv till den premie företaget betalade för PetroFina, samt TotalFinas och Elf Aquitaines agerande vid fusionen företagen emellan sammanställdes en teoretisk referensram. I denna referensram tar vi upp relevanta begrepp vilket ger läsaren en bättre förståelse för fusioner och förvärv. Teorin bygger på information hämtad från framförallt böcker men även artiklar och Internetsidor. Böckerna är lånade i ekonomiska biblioteket vid Handelshögskolan i Göteborg och hittades med hjälp av sökprogrammet GUNDA. Sökord som användes var exempelvis ”mergers and acquisitions”, ”fusioner” och ”förvärv”. Artiklar som behandlas i teorin är inhämtade med hjälp av artikelsökning i databaser vid ekonomiska biblioteket. För att ge oss författare en kort introduktion till de olika begrepp som förekommer inom ämnet användes boken ”The art of M&A : a merger acquisition buyout guide”, skriven av Stanley Foster Reed och Alexandra Reed Lajoux vilken fungerade som ett uppslagsverk under uppsatsens gång.

Den empiri vi använder oss av baseras uteslutande på sekundärdata såsom böcker, artiklar och årsredovisningar. På grund av tidsschemat, geografiska avstånd och den tid som passerat sedan händelserna utspelade sig, har primärdata inte varit prioriterat. Fördelen med primärdata hade varit att få en direkt kommunikation med inblandade personer, vilket hade kunnat ge bra material till vår studie genom att vi hade kunnat få en mer heltäckande redogörelse för händelserna vi ämnar analysera. Dock hade denna information kunnat vara vinklad och sannolikheten att de berörda personerna skulle ställa upp bedöms som liten. Fördelen med att använda sekundärdata, och framförallt artiklar, är att information inhämtas från flera olika källor vilket kan bidra till en mer nyanserad bild av händelserna. Artikelförfattarna kan dock vara vinklade i vad de skriver vilket påverkar användbarheten. Det kan även vara så att företagen medvetet gjort offentliga uttalanden som ett rent ”spel för galleriet” vilka sen har varit bestsellermaterial för pressen och som därför inte avspeglar den egentliga situationen.

¹³ Forskningsmetodik : om kvalitativa och kvantitativa metoder / Idar Magnus; Holme Bernt Krohn Solvang; översättning: Björn Nilsson, Lund : Studentlitteratur, 1997

I empirikapitlet sammanställs den information vi samlat in för att möjliggöra besvarandet av våra frågeställningar. Information om oljeindustrin samlades in i samråd med en bibliotekarie vid ekonomiska biblioteket, eftersom detta område visade sig komplicerat att hitta rätt information inom. Genom den informationssökning som genomfördes i GUNDA, LIBRIS och "samsök" där sökord som "oil industry", "oljeindustri" och "oljebranschen" användes resulterade i att vi fann två böcker. Informationen om företagen är insamlad från årsredovisningar från tiden precis innan fusionerna, det vill säga 1998, dokument publicerade av SEC (securities exchange commission) i Washington samt från Totals hemsida. Vi har även använt det "exchange offer" som Total framställde vid fusionserbjudandet till PetroFina. Dokumentet hittades genom databasen annualreports.info via ekonomiska biblioteket. Vår insamling av artiklar gjordes med hjälp av artikelsökning i databaser vid ekonomiska biblioteket. De databaser som användes var "Business source premier", "Factiva" och "Affärsdata". De sökord som användes var "Total", "PetroFina", "TotalFina", "Elf Aquitaine" i olika kombinationer. I artikelavsnittet i empirikapitlet har vi sammanställt enligt oss relevant information vilken hämtats från de artiklar vi funnit gällande fusionerna. Information om samtliga artiklar vi använt oss av finns att tillgå i källförteckningen.

I analyskapitlet har vi med hjälp av våra befintliga kunskaper och den inhämtade teorin i kapitel tre valt att kvalitativt analysera den empiri som återfinns i kapitel fyra. För att kunna svara på varför Total betalade den premie företaget gjorde för PetroFinas aktier inleds analysen med vilka motiv som låg bakom fusionen. Först analyseras förutsättningarna till synergieffekter och följs sedan av en analys av ledningens möjliga incitament till en fusion. Nästa del av analysen behandlar fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine och vad som ligger bakom deras agerande. Till en början analyseras TotalFinas förvärvstaktik då Elf Aquitaine attackerades. Sista delen i vår analys kommer att beröra Elf Aquitaines aktiva defensiv mot TotalFinas bud. Analysen i den senare delen kommer framförallt att utgå ifrån företagets utspel i media. I slutsatsen sammanställs sedan resultatet av analysen för att svara på de bägge frågeställningarna. Efter det att vi genomfört slutsatsen identifierades områden där ytterligare forskning kan vara av intresse, vilket presenteras i förslag till fortsatt forskning.

2.3 Validitet

Eriksson, Wiedersheim-Paul¹⁴ definierar validitet som "ett mätinstruments förmåga att mäta det som man avser att det ska mäta". Det innebär att veta att det vi verkligen undersöker stämmer överens med vad vi säger att vi ska undersöka.¹⁵ För att uppnå en hög validitet är det viktigt att ha en väldefinierad frågesällning med klara avgränsningar som tydliggör vad som ska mätas. Om frågeställningen är vag och avgränsningarna otydliga är det lätt att ta ut fel riktning från början vilket leder till att siktet inte blir inställt på det som ska undersökas.

För att kunna svara på våra frågeställningar anser vi att en kvalitativ metod är lämplig, eftersom det är genom en djupare förståelse det går att mäta de verkliga motiven till premien samt agerandet i media i samband med den andra fusionen. För att uppnå en bra mätbarhet har vi i vår litteraturstudie sökt och funnit de begrepp som är aktuella inom det område som ska studeras vilket sammanfattas i den teoretiska referensramen. För att empirin ska ha en hög

¹⁴ Att utreda, forska och rapportera / Lars Torsten Eriksson, Finn Wiedersheim-Paul, Malmö : Liber, 2006

¹⁵ Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning / Runa Patel, Bo Davidson, Lund : Studentlitteratur, 2003

validitet har den valts ut med den teoretiska referensramen i åtanke för att informationen ska vara av rätt karaktär för våra frågeställningar. Genom att frågeställningarna, teorin och empirin är sammankopplade och följer en röd tråd kan en relevant analys och slutsats genomföras. En bra överensstämmelse mellan slutsats och frågeställningarna fungerar som en kontroll för att vi verkligen mätt det vi avsåg att mäta. Vi anser oss ha kommit fram till slutsatser som har en bra kongruens med de frågor vi formulerat i inledningen vilket tolkas som att validiteten i vår uppsats är av god kvalitet. Anledningen till detta är att vi haft ett bra underlag för vår analys i form av artiklar och oljebranschhistorik i kombination med företagsfakta. För att undersöka motiven till premien har artiklar där både företagen samt analytiker uttalat sig. Genom att undersöka ett större antal artiklar har vi som författare kunnat bilda oss en uppfattning om åsikterna från både företag och analytiker. Gällande besvarandet av fråga två inkluderas ett mediaperspektiv i frågeställningen och det faller då naturligt med att studera artiklar skrivna av media för att utröna denna fråga. De artiklar vi använt oss av är giltiga för att besvara våra två frågeställningar då de är skrivna kring tiden vid fusionerna och behandlar motiven till fusionerna, motivet till premien samt analyserar företagens agerande i samband med den andra fusionen. Ett alternativt angreppssätt som kan ha resulterat i en starkare validitet är primärdata i form av intervjuer med de personer som var involverade i de båda fusionerna för att få direkta svar på vilka motiv som fanns och varför de agerade som de gjorde. Som vi tidigare nämnt begränsar tidschemat och det geografiska avståndet oss från att använda detta angreppssätt.

2.4 Reliabilitet

Följer vi Eriksson, Wiedersheim-Pauls¹⁶ definition innebär reliabilitet ”att ett mätinstrument ska ge tillförlitliga och stabila utslag”. Om ett mått, till exempel genom en skala, på reliabilitet är svårt att uppnå får vi försöka försäkra oss detta på ett annat tillförlitligt sätt. Om observationer används i en studie beror undersökningens tillförlitlighet i hög grad på observatörens förmåga.¹⁷ Detta är fallet i vår studie, eftersom den baseras på en kvalitativ utgångspunkt. Vi i rollen som observatörer gör bedömningar när vi registrerar de observationer vi gör och här kan flera olika typer av bedömarfel uppkomma. En förutsättning för bättre reliabilitet är att observatörerna är tränade och att observationerna är strukturerade.¹⁸ Vi anser oss inte ha någon större erfarenhet som tränade observatörer i det specifika ämnet, men besitter en relevant kompetens inom ekonomi och ämnet fusioner och förvärv. Det faktum att vi är två observatörer som registrerat informationen medför en bättre tillförlitlighet än vad en enskild observatör hade gett. Dessutom finns de källor vi använt väl dokumenterade i källförteckningen och gör en replikering av studien möjlig, vilket stärker reliabiliteten. Däremot har vi som författare gjort personliga och därmed subjektiva tolkningar av informationen vi använt oss av vilket innebär en negativ påverkan på reliabiliteten. För att nå en hög validitet i vår metod förutsätter det att vi har en hög reliabilitet¹⁹. Då vår analys grundar sig i stor utsträckning på våra artiklar är det av vikt att reliabiliteten för dessa är satisfierande. En kritisk granskning av artiklarna sker under rubriken 2.5 Källkritik.

¹⁶ Att utreda, forska och rapportera / Lars Torsten Eriksson, Finn Wiedersheim-Paul, Malmö : Liber, 2006

¹⁷ Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning / Runa Patel, Bo Davidson, Lund : Studentlitteratur, 2003

¹⁸ Ibid.

¹⁹ Ibid

2.5 Källkritik

För att vi som författare ska kunna göra en bedömning om fakta och upplevelser är sannolika är det viktigt att vi förhåller oss kritiska till informationen i de dokument vi använder oss av.²⁰ Ett kritiskt förhållningssätt kan uppnås genom att granska om informationen som används är valid, relevant och reliabel.²¹ Litteraturen som behandlar fusioner och förvärv bidrar till att få en vetenskaplig bild av motiven bakom deras förekomst samt vilket agerande i media företag kan använda sig av vid fusioner. Teorin har i mycket stor omfattning inhämtats från amerikansk litteratur vilket kan färga den generella uppfattningen av ämnet som presenteras i dessa böcker. Detta skulle i sådana fall inverka negativt på böckernas validitet, eftersom vi undersöker två europeiska fusioner. Europeisk litteratur hade varit ett bra komplement för att upptäcka eventuella skillnader i beskrivningen av ämnet. Tyvärr är utbudet av litteratur ur ett europeiskt synsätt begränsat då fusioner och förvärv främst varit ett amerikanskt fenomen och litteraturen därifrån dominerar utbudet. Den mindre mängd europeisk litteratur vi använt oss av har dock en god överensstämmelse med den amerikanska litteraturen och vi tror inte att validiteten påverkas negativt i någon större omfattning. Teoribegreppen inom fusioner och förvärv är i stor utsträckning lika och även om empirin skiljer sig mellan kontinenterna är fortfarande samma teori tillämpbar. För att uppnå en god relevans har vi valt ut litteratur som behandlar begrepp som är väsentliga för våra frågeställningar. De teoretiska begreppen inom ämnesområdet är standardiserade och skiljer sig inte mellan litteraturen vilket ger en hög reliabilitet.

Som nämnt ovan grundar sig vår analys till stor del på våra inhämtade artiklar. Under rubriken validitet diskuterades artiklars förmåga att besvara frågorna samt deras relevans. Vid användandet av artiklar som källor är det även viktigt att kritiskt granska reliabiliteten i dessa. Våra artiklar är inhämtade via artikelsökning vid ekonomiska biblioteket. Sökningen har skett i välrenommerade tidskrifter som till exempel Wall Street Journal och Dagens Industri vilka vi bedömer ha en god tillförlitlighet. Artiklarna är även hämtade från såväl allmänna ekonomiska tidskrifter som branschspecifika tidskrifter. Ytterligare säkerhetsställande av reliabiliteten har skett genom att vi medvetet har sökt artiklar från olika geografiska områden för att undvika en nationell subjektivitet. Diversifieringen av våra artikelkällor medför en mer tillförlitlig empiri där skillnader i uppfattning beroende på geografiskt område eller tidskriftens art kan uppfattas. Däremot har vi sett en bred överensstämmelse mellan artiklarna vilket pekar på en god reliabilitet.

Årsredovisningar är framtagna av företagen själva vilket kan vara problematiskt trots regler och rekommendationer, eftersom det kan finnas incitament från ledningen att manipulera redovisningsinformationen efter önskat resultat. Det är viktigt att vi är medvetna om detta faktum vid informationshämtning direkt från företaget. Detsamma gäller pressmeddelanden och annan information som finns på Totals hemsida.

²⁰ Ibid.

²¹ Att utreda, forska och rapportera / Lars Torsten Eriksson, Finn Wiedersheim-Paul, Malmö : Liber, 2006

3 Teoretisk referensram

Detta kapitel beskriver den teori vi använder vid analysen av de båda fusionerna. Kapitlet är indelat i två huvudavsnitt där det första ämnar förklara de huvudmotiv som kan ligga till grund för en fusion. Det andra avsnittet beskriver vilka möjliga förvärvstaktiker TotalFina kan ha använt sig av vid fusionen med Elf Aquitaine men även vilka försvarsåtgärder, såväl förebyggande som aktiva, vilka Elf Aquitaine kan ha använt sig av vid TotalFinas fjentliga bud.

3.1 Motiv till fusioner

Detta avsnitt syftar till att beskriva vad det är som driver företag att förvärva eller fusionera med andra företag. Det finns ett antal skäl, vilket kan styrkas empiriskt, till varför fusioner sker och två huvudperspektiv kan urskiljas; aktieägarperspektivet och ledningsperspektivet. I det första perspektivet sker samtliga beslut i ett företag, således även beslut om fusioner, för att maximera aktieägarnas värde på deras innehav. Det andra huvudperspektivet utgår ifrån att ledningen i ett företag har egna incitament som ligger bakom de beslut som tas. Dessa incitament kan leda till fusioner som inte gynnar företaget utan snarare skadar företaget och därmed även aktieägarna.²² Vid fusioner som iscensätts med aktieägarnas intressen i första rummet är målet att uppnå synergieffekter. De vanligaste sätten att skapa synergier tas upp i stycket 3.1.1 *Synergieffekter*. Mindre goda skäl till att fusionera, vilka stödjer perspektivet om ledningens incitament, är hybrishypotesen, ledningens imperiebyggande, diversifiering och att hindra att själva bli uppköpta. Dessa förklaras närmare i stycket 3.1.2 *Dåliga skäl till fusioner*.

3.1.1 Synergieffekter

Ett viktigt begrepp vid fusioner, framförallt ur aktieägarperspektivet, är synergieffekter. När fusioner sker utifrån kompletterande resurser, skalfördelar, economies of scope och management är det synergier som är målet, det vill säga att det båda företagen tillsammans ska bli starkare än summan av de båda bolagen innan sammanslagningen, vilket förklaras med att $2+2=5$.²³

3.1.1.1 Kompletterande resurser

Ett motiv till att fusionera, men även en av förutsättningarna för att en fusion ska bli lyckad, är att företaget som förvärvas innehar resurser som kan komplettera det förvärvande bolagets befintliga resurser. Med resurser avses ett företags alla tillgångar, kompetenser, kännetecken, information, kunskap med flera. Det existerar kompletterande resurser när två företags resurser är av olika slag men där de kan dra nytta av varandra för att stärka företagets konkurrenskraft.²⁴ Studier som gjorts av fusioner och förvärv indikerar att det blir ett bättre resultat, sett till ekonomiskt värdeskapande för aktieägarna, om företagen har kompletterande resurser snarare än att resurserna är av liknande karaktär. Det kan förklaras av att företag med

²² The essence of mergers and acquisitions / P.S. Sudarsanam, London ; New York : Prentice Hall, 1995

²³ Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan, New York : HarperCollins, 1991

²⁴ Mergers and acquisitions : a guide to creating value for stakeholders / Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland, New York : Oxford University Press, 2001

liknande resurser har ungefär samma typ av strategiska styrkor och svagheter vilket innebär att det nya företaget utsätts för precis samma möjligheter och hot i omgivningen som tidigare, med den enda skillnaden att kvantiteten ökar.²⁵

3.1.1.2 Skalfördelar

En annan anledning till varför fusioner sker är på grund av de skalfördelar som kan uppstå, det vill säga att en ökning av produktionen leder till lägre kostnad per enhet. Med andra ord kan detta förklaras med att de fasta kostnaderna slås ut på fler enheter. Skalfördelar kan uppkomma på olika sätt, exempelvis vid standardisering av produktionsteknologi eller då mycket stora inköp leder till rabatterade priser.²⁶ Skalfördelar kan i många fall överlappa så kallade economies of scope vilket tas upp i nästa stycke.

3.1.1.3 Economies of scope

Ett företag kan vara mycket framgångsrika inom ett speciellt affärsområde. Genom en fusion finns möjligheten att tillämpa styrkan inom det affärsområdet till ett närliggande område och därmed kunna erbjuda ett bredare spektra av produkter eller tjänster. Om så sker kan företaget dra nytta av så kallade economies of scope vilka skapar synergier och ett lönsammare företag. Styrkor vilka ett företag kan överföra till ett annat företag inom ett annat affärsområde är till exempel stor kompetens inom management eller omfattande distributionskanaler.²⁷

Ett exempel där economies of scope förväntades uppkomma var i fusionen mellan Boeing Co och Rockwell International (tillverkare av stridsflygplan för den amerikanska armén) gällande Rockwells flygdivision. Boeing ville använda sin kunskap inom flygplanstillverkning till att inte bara tillverka flygplan för kommersiellt bruk utan även stridsflygplan. Boeing kunde applicera sina konkurrensfördelar till att effektivisera Rockwells flygdivision och på så sätt uppnå synergieffekter.²⁸ Samtidigt som Boeing uppnådde synergieffekter genom economies of scope är det även troligt att företaget vann skalfördelar då vissa delar av produktionen säkerligen kunde samköras för båda flygplanstyperna. Detta är ett exempel på överlappning mellan dessa två synergier som inte är så lätta att urskilja, eftersom de i mångt och mycket uppstår i symbios.

3.1.1.4 Management

Ytterligare ett skäl till att fusionera är då ett företag besitter mer effektiv management och därför har bättre förutsättningar att driva ett företag. Kan ett företag med bristande kompetens inom management ta till sig ett annat företags ledarstil kan resurserna användas effektivare vilket gynnar helheten. Detta argument till varför fusioner sker är främst relevant i fallet då stora företag förvärvar mindre, växande bolag som inte längre klarar av att växa med den organisation och ledning som bolaget innehar. Det kan röra sig om att exempelvis få tillgång till ett större distributionsnät eller kompetens inom marknadsplanering. Ett litet snabbväxande företag har inte kompetens inom speciellt många områden och hjälper ett större företag till kan det mindre bolaget fortsätta att växa och samtidigt behålla sin konkurrenskraft.²⁹

²⁵ Ibid.

²⁶ Economics, Case, Fair, Gärtner, Heather, 1999, Prentice Hall Europe

²⁷ Ibid.

²⁸ Ibid.

²⁹ Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan New York : HarperCollins, 1991

Fusioner kan också ske då aktieägarna anser att ledningen i företaget är inkompetent. Om inte aktieägarna kan finna en bättre ledning inom företaget är det motiverat att söka denna kompetens utanför företaget genom att bli uppköpta. Det kan ske genom en så kallad proxy fight där tillräckligt många aktieägare går ihop och röstar ut den sittande ledningen och blir uppköpta av ett annat bolag.³⁰

3.1.2 Dåliga skäl till fusioner

Det är svårt att identifiera företagsledningens verkliga motiv bakom en fusion, såväl före som efter köpet. De kan vara mycket övertygande i sin framställning av det värdeskapande som fusionen kommer att ge upphov till. Företagsledare kan även förvrida uppfattningen om vad som orsakat en misslyckad fusion vilket gör det svårt att utkräva ansvar i efterhand.³¹

3.1.2.1 Hybrishypotesen

En alternativ syn på varför fusioner sker har presenterats av Richard Roll³² i en artikel i "Journal of Business" 1986. Där förklarar han hur hybris eller stolthet kan inverka på de fusionsbeslut som fattas av företagsledare. Dessa önskar förvärva företag, inte först och främst för att det gynnar företaget, utan för att det gynnar deras egna karriärer. Roll använder sig av hypotesen för att förklara varför företagsledare är villiga att betala höga premier för att förvärva ett annat bolag. På grund av sina egenintressen övervärderar de företagen som är målet för uppköp vilket rubbar den värdering som redan gjorts av marknaden. Ledningen har hybris och anser sig själva vara bättre på att värdera företag än vad marknaden kan göra vilket i deras ögon motiverar köpet.³³

För att empiriskt kunna bevisa att fusioner inträffar på grund av hybris eller stolthet ska enligt Roll följande inträffa:

- 1) Aktiekursen i det förvärvande företaget ska falla efter det att marknaden tagit del av budet. Priset sjunker, eftersom fusionen inte sker utifrån aktieägarnas bästa i det förvärvande bolaget och därmed borde innebära ett lägre värde för dem.
- 2) Aktiekursen i företaget som är målet för uppköpet stiger när budet når marknaden. Detta inträffar på grund av att det förvärvande företaget kommer att betala en premie som ligger över det värde som marknaden objektivt värderat företaget till.
- 3) Den kombinerade effekten, det vill säga det ökade värdet i målet och det sänkta värdet i förvärvaren, ska vara negativ. Anledningen är att hänsyn tas till de transaktionskostnader som medföljer vid genomförande av en fusion.³⁴

Hybrishypotesen avser inte förklara alla fusioner eller förvärv utan är framtagen för att visa på effekter då den enskilda människan får makt över en förvärvsprocess och har möjlighet att själv förhandla om villkoren. Därför är det inte lätt att utröna hur stor andel av de fusioner som sker där påverkan av hybris eller stolthet förekommer. Däremot finns det bevis på att den faktiskt existerar då företagsledare ger sig in i fusioner och förvärv.³⁵

³⁰ Ibid.

³¹ Ibid.

³² Richard Roll, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business, 59, no. 2 (April 1986): 197-216

³³ Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan New York : HarperCollins, 1991

³⁴ Ibid.

³⁵ Ibid.

3.1.2.2 Imperiebyggande

En företagsledares ersättning kan bero på storleken på det företag han eller hon driver, eftersom stora företag är mer komplexa än små. Ledningen för ett stort företag erhåller immateriella förmåner såsom makt och status vilket kan vara incitament för att öka bolagets storlek. Det kan vara storleken på både försäljning eller tillgångar som ersättningen baseras på och denna behöver inte ha någon koppling till hur bra det går för företaget. På så vis kan företagsledare fatta beslut som bara gynnar dem själva och inte medför något extra värdeskapande för aktieägarna.³⁶

3.1.2.3 Diversifiering

Diversifiering av risk kan uppnås då två företag går ihop som har kassaflöden där korrelationen är låg, vilket minskar variationen i det nya företags inbetalningar. När det ena företaget upplever sjunkande inbetalningar kan det andra företaget ha en positiv trend med konstanta eller till och med stigande inbetalningar. Denna typ av motiv till fusioner skapar ofta inte något extra värde för aktieägarna utan görs av ledningen för att de själva ska försäkra sig om att få behålla jobbet. I en fullt fungerande kapitalmarknad kan aktieägarna själva köpa aktier i de båda bolagen och därmed sprida riskerna. Dessutom kan aktieägarna förmodligen göra det billigare än vad företaget kan på grund av de kostnader som en fusion medför.³⁷

Företagsledare är ofta beroende av det företag de jobbar på vilket beror av tre omständigheter. För det första får de sin ersättning från företaget i form av lön och bonusar. För det andra kan de ha byggt upp ett förtroende och erkännande hos sina medarbetare vilket inte skulle värderas lika högt utanför företaget. För det tredje kan de få ersättning i form av aktier eller aktieoptioner i företaget vilket ytterligare ökar beroendet av företaget och således även behovet av riskspridning. Just den tredje omständigheten är extra viktig, eftersom företagsledare ofta har stora aktieposter i de företag de jobbar för vilket innebär att risken i deras portföljer är högre än för den genomsnittliga aktiespararen.³⁸

3.1.2.4 Undvika uppköp

Att förvärva eller fusionera med ett annat bolag enbart för att hindra att själv bli uppköpt och därmed riskera att förlora jobbet är det minst förtroendeingivande som en företagsledare kan ange som motiv. Därför kläs ofta en sådan fusion in i mycket avancerad retorik om hur sammanslagningen ska skapa värde och hur företagets fortsatta självständighet är en förutsättning för framtida värdeskapande. Om företaget har mottagit ett fientligt bud är företagsledare ofta villiga att gå mycket långt för att hindra ett övertagande av deras företag och använder de möjliga försvarstaktiker som står till buds och där förvärv av andra bolag är en av dem. De tror, ibland felaktigt dock, att det är mindre sannolikt att ett större företag blir mål för ett uppköp.³⁹

³⁶ The essence of mergers and acquisitions / P.S. Sudarsanam, London ; New York : Prentice Hall, 1995

³⁷ Ibid.

³⁸ Ibid.

³⁹ Ibid.

3.2 Förvärvstaktiker

Förvärvande av företag kan klassificeras i två grupper, vänliga samt fientliga förvärv. Vänliga förvärv kommer från förhandlade lösningar som karakteriseras av köpsländen från förvärvaren samt målföretaget. Dessa förhandlingar förblir öppna tills en överenskommelse av köpet och försäljningen är signerad. Ett exempel på ett vänligt förvärv är ett företag som bestämmer sig för att förvärvas och medvetet söker efter en förvärvspartner. Ett fientligt förvärv karakteriseras av att ett oönskat bud läggs på målföretaget av en potentiell förvärvare samt att det attackerade företagets ledning initialt svarar nej till budet. Fientliga förvärv och transaktioner avslöjas och debatteras ofta i media vilket så också var fallet med TotalFinas fusion med Elf Aquitaine. Trots ovan nämnda skillnader på vänliga samt fientliga förvärv är gränserna i verkligheten svåra att se och det finns en gråzon som är djupt mer komplicerad än de ovan nämnda extremerna.⁴⁰ För att visualisera för läsaren de vägval ett förvärvande bolag kan stå inför finns en bild att tillgå i bilaga 2.

En aggressiv offentlig förkastelse av ett bud är ofta ett första steg för målföretaget i förvärvsprocessen. Detta agerande behöver inte alltid medföra att de attackerade företaget ej är intresserat av att förvärvas utan kan också vara en del i spelet som i slutet ändå leder till en förhandlingsbar lösning. Offentliga uttalanden är mycket vanliga i förhandlingsstrategin. Budgivaren kan välja att offentliggöra sitt bud om de kan tänkas sätta press på målföretagets ledning. Men ett offentliggörande av ett fientligt bud kan också ligga i målföretagets intresse då det kan frambringa fler intressenter som i sin tur kan trissa upp budgivningen.⁴¹

3.2.1 Vänliga förvärv

I den vänliga förvärvsprocessen för förvärvaren en dialog med målföretagets ledning och de båda parterna når tidigt i processen viktiga överenskommelser i nyckelfrågorna. Dessa nyckelfrågor består ofta av hur det eventuella nya företagets management, strategi och ledning skall konstrueras och verka. En så kallad standstill agreement är ofta framförhandlad vilket resulterar i att den vänliga förvärvaren avsäger sig möjligheten att köpa fler aktier i målföretaget för en viss tidsperiod framåt i tiden. Denna överenskommelse framtvingar förvärvaren att rätta sig efter målföretagets krav och förvärvet sker på vänskapliga villkor, åtminstone under den avtalade tidsperioden. Genom dessa avtal kan förvärvsprocessen fortgå utan att mer aggressiva förvärvsmetoder måste tillhandahållas, som tender offers eller proxy fights. Ur målföretagets perspektiv är en standstill agreement också ett bevis på förvärvarens sanna intentioner.⁴²

3.2.2 Aggressiva förvärv

Ett lyckat fientligt förvärv är beroende av premien förvärvaren bjuder över målföretagets aktiepris, kompensationen till ledningen i målföretaget, kompensationen till målföretagets aktieägare och målföretagets potential i försvar mot fientliga förvärv.

⁴⁰ Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions / Donald M. DePamphilis, San Diego : Academic Press, cop. 2003

⁴¹ Ibid

⁴² Ibid

Premie: Målföretagets ledning får det allt svårare att neka budet från förvärvaren om det föreligger en substantiell premie utöver marknadspriset på målföretagets aktie.

Kompensation till ledning: Trots en attraktiv premie utöver aktiens marknadspris är ledningens uppfattning av stor betydelse då de starkt influerar aktieägarna. En ledning dominerad av självständiga direktörer eller familjemedlemmar är mer villiga att motsätta sig bud i hopp om att framkalla ett högre bud samt vinna tid till att söka fler intressenter, vilket oftast ökar priset på målföretaget.⁴³

Aktieägare: Det slutliga resultatet av ett lyckat fientligt förvärv är också starkt kopplat till hur målföretagets aktieägarstruktur ser ut samt hur deras inställning råder till den sittande ledningen i företaget. För att bedöma dessa faktorer måste förvärvaren sammanställa listor av aktieägarinnehavet för olika kategorier som arbetarnas innehav, institutioners innehav samt ledningens innehav av aktier. Tillgängliga aktier tenderar att förekomma i större volymer bland de företag som underpresterat en tid och av denna anledning förekommer ofta ”tender offers” på företag vars prestation varit bristfällig under denna tid.⁴⁴

3.2.2.1 Bear hug

Om ett vänligt förvärvsförfarande anses olämpligt eller svår genomförbart kan förvärvaren välja att försöka begränsa målföretagets flyktvägar genom att ge ledningen ett pris på målföretagets aktie som är mycket högre än vad marknaden har värderat aktien till. Detta bud inkluderar ofta ett offentligt uttalande. Avsikten är att få målföretagets ledning till förhandlingsbordet och där snabbt nå ett avslut.⁴⁵ Bear hugs används oftast när det kan finnas tvivel om att målföretagets ledning är villiga att sälja ut aktierna. Genom att erbjuda ett attraktivt pris på målföretaget når förvärvaren ofta en överenskommelse med förvärvets ledning. Målföretagets ledning är i hög grad pressade att acceptera ett sådant attraktivt bud då de är juridiskt bundna att se efter aktieägarnas intressen.⁴⁶

3.2.2.2 Proxy Fights

Ett förvärvsförsök som bygger på Proxy fights går ut på att en eller en grupp av aktieägarna försöker ta kontroll över företaget genom omröstning i företaget. Budgivaren försöker alliera sig och övertala aktieägarna att rösta enligt budgivarens önskemål för att kunna vinna röstningen. Genom att finna bundsförvanter hos de existerande aktieägarna kan de attackerande företaget rösta ut målföretagets försvarande ledning, vilket resulterar i ett enklare övertagande av företaget. Proxy Fights är en politisk process där sittande ledning samt attackerande revoltörer försöker vinna aktieägarnas förtroende genom reklam i affärs- och nyhetspress. Ett exempel på detta var när ett stort antal av Disneys aktieägare gick samman och röstade bort den extremt välbetalade verkställande direktören Michael Eisner.⁴⁷ Ett mindre exempel men väl så aktuellt är ”proxy fight- kuppen” i Note som skedde i april 2007

⁴³ Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions / Donald M. DePamphilis, San Diego : Academic Press, cop. 2003

⁴⁴ Ibid

⁴⁵ Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions / Donald M. DePamphilis, San Diego : Academic Press, cop. 2003

⁴⁶ Mergers, acquisitions, and corporate restructurings / Patrick A. Gaughan, Hoboken, N.J. : Wiley, 2007

⁴⁷ Mergers, acquisitions, and corporate restructurings / Patrick A. Gaughan, Hoboken, N.J. : Wiley, 2007

då de större aktieägarna gick samman och avsatte den sittande VD:n och styrelsen under kuppertade former.⁴⁸

3.2.2.3 Pre-tender offer tactics

Potentiella förvärvare köper ofta aktier i målföretaget innan det formella budet är lagt, detta för att köpa aktier till lägre pris än det eventuella aktiepriset som följer med i budet. Sådant aktieuppköp sker normalt under hög sekretess för att undvika att inte marknadspriset på målföretagets aktie ökar utav bara ryktet⁴⁹. Sådana aktieuppköp sker ofta genom komplexa företagskonstruktioner med skalbolag och diverse partners, allt för att försöka dölja den egentliga köparen.⁵⁰ Den primära fördelen som tillfaller förvärvaren genom detta agerande är ett ökande inflytande vid en eventuell röstning i målföretaget. Denna röstkraft är av stor dignitet i en så kallad proxy fight angående borttagande av defensiva försvarsåtgärder, att vinna aktieägarnas förtroende i frågan om att bli förvärvad, eller för valet av medlemmar till ledningen i målföretaget. Sammantaget kan även de aktieköpen som gjordes innan förvärvet senare säljas till en troligen högre kurs än vad de köptes för, om budgivaren skulle misslyckas med sitt förvärvande. Detta möjliggör den fientliga förvärvaren att täcka en del av sina investmentbankkostnader och rättsliga kostnader som förvärvsprocessen medfört (transaktionskostnader).⁵¹

3.2.2.4 Tender offer

Under början 80-talet visade sig tender offers vara en väldigt effektiv förvärvsstrategi. Denna förvärvsstrategi går ut på att den potentiella förvärvaren går förbi målföretagets ledning och istället vänder sig direkt till aktieägarna med budet. Trots att förvärvaren kan ha i avsikt att behålla sittande ledning i målföretaget så är tender offer en väl avvägd metod att kringgå den sittande ledningen i det tilltänkta förvärvet. Förvärvare tillgriper ofta denna metod då en fredlig förvärvslösning ej är tänkbar. Eftersom denna förvärvsstrategi fick ett relativt tidigt genombrott har effektiva försvarsåtgärder utvecklats som skydd. Dessa skydd har lett till att tender offer som ensamt verktyg sällan leder till en snabb kapitulation hos målföretaget men förekommer ofta i kombination med "Proxy fights" eller andra förvärvsverktyg. Kombinationer av förvärvsmetoder har under 1990-talet utvecklats och använts flitigt.⁵²

3.3 Försvarstaktiker mot fientliga förvärv

Under 1980-talet ökade fientliga företagsförvärv, metoderna och tillvägagångssätten blev allt mer genomarbetade och sofistikerade. Trots att förvärvstaktikerna avancerade snabbt utvecklades inte den defensiva taktiken vid fientliga bud i samma takt. Som ett resultat av att hotade företag efterfrågade finansiell hjälp för att möta de fientliga buden började de defensiva taktikerna mot förvärv att utvecklas och bli allt mer förfinade och därmed svårare att upptäcka och bemöta. I slutet av 1980-talet hade utvecklingen av defensiva

⁴⁸ <http://www.di.se/Nyheter/2007-04-26>

⁴⁹ Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions / Donald M. DePamphilis, San Diego : Academic Press, cop. 2003

⁵⁰ Mergers, acquisitions, and corporate restructurings / Patrick A. Gaughan, Hoboken, N.J. : Wiley, 2007

⁵¹ Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions / Donald M. DePamphilis, San Diego : Academic Press, cop. 2003

⁵² Ibid

företagstaktiker blivit väldigt sofistikerade. De största investmentbankerna organiserade försvarsteam som var specialiserade på defensiva försvarsåtgärder vid fientliga bud.⁵³

Defensiva företagstaktiker kan indelas i två grupper bestående av förebyggande- och aktiva åtgärder. Förebyggande åtgärder är designade att reducera möjligheten av ett lyckat finansiellt förvärv vid ett fientligt bud medan aktiva åtgärder används efter ett fientligt bud lagts.⁵⁴

3.3.1 Förebyggande åtgärder

Förebyggande åtgärder mot fientliga företagsförvärv har utvecklats starkt de senaste decennierna och har länge varit av stor betydelse i USA. Idag är även detta fenomen av stor dignitet i större företag världen över. De flesta "Fortune 500" företagen har en genomtänkt försvarsplan hur de ska handla vid en eventuell attack från en fientlig budgivare. De flesta av dessa försvarsplaner är konstruerade att reducera värdet på målföretaget för den fientliga budgivaren. Efterfrågan på högre och mer svåröverkomliga förvärvshinder ökar i takt med att förvärvarna och deras investmentbanker utvecklar allt mer förfinade tekniker att övervinna dessa förvärvshinder.

Golden Parachutes är en vanlig förekommande förebyggande åtgärd gentemot fientliga förvärv. Dessa fallskärmar är speciella kompensationer som utgår till högre ledningspersonal vid eventuell uppsägning. Tanken är att utlösningen av dessa "Golden Parachutes" skall skydda målföretaget genom att förvärvet blir mycket dyrt för förvärvaren om målföretagets ledning får lämna sin befattning, vilket är vanligt i fientliga förvärv. Resultatet av detta skydd är att målföretaget blir mindre attraktivt i förvärvarens ögon.⁵⁵

3.3.2 Aktiva åtgärder

Installationen av förebyggande försvarsåtgärder mot fientliga bud kommer att medföra oönskade fusioner och förvärv blir alltmer komplicerade och kostsamma för de förvärvande företagen. Det leder dock inte till någon immunitet gentemot fientliga bud hos de hotade företagen men kanske avleds den fientliga förvärvaren. Företag som använder sig av förebyggande försvarsåtgärder kan också behöva komplettera sitt försvar mot fientliga förvärvare med aktiva försvarsåtgärder för att minska risken att bli fientligt förvärvad. En aktiv försvarsåtgärd är en handling som det hotade företaget kan tillgripa då ett fientligt bud lagts på företaget. De finns ett antal olika varianter av dessa aktiva försvarsåtgärder och vi kommer här nedan beskriva några av de mest frekvent använda aktiva åtgärderna

3.3.2.1 Greenmail

Greenmail utspelar sig i en situation där ett stort antal aktier i målföretaget kontrolleras av ett fientligt företag. Denna oönskade aktieägare tvingar målföretaget att återköpa dessa åtråvärda aktier med en substantiell premie för att förebygga fientligt förvärv. I detta återköp av aktier godkänner den fientliga aktieägaren överenskommelsen att inte initiera bud som medför kontroll på målföretaget.⁵⁶ Ett av de tidigast observerade fallen av greenmail skedde i juli

⁵³ Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan, New York : HarperCollins, 1991

⁵⁴ Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan, New York : HarperCollins, 1991

⁵⁵ Mergers and acquisitions / Terence E. Cooke, Oxford : Basil Blackwell, 1986

⁵⁶ <http://www.investopedia.com/terms/g/greenmail.asp> 2007-04-27

1979, när Carl Ichan köpte 9,9 % av Saxon Industries aktier för 7,21 \$ styck. Saxon återköpte Ichans aktier för 10,50\$ styck ett halvår senare, 13 februari 1980.⁵⁷

3.3.2.2 Standstill agreements

Standstill agreements sker när målföretaget når en överenskommelse med en potentiell förvärvare att inte öka sitt aktieinnehav i målföretaget under en bestämd tidsperiod. En sådan överenskommelse inträffar när den potentiella förvärvaren innehar en tillräckligt stor andel aktier i målföretaget för att anses vara ett hot. Flera standstill agreements är åkompanjerade av målföretaget att ge den potentiella förvärvaren förhandsrätt att återsälja sina aktier för att undvika att de säljs vidare till en ytterligare potentiell fientlig förvärvare.

3.3.2.3 White knight

När ett företag blir mål för ett fientligt bud eller hotad av en potentiell fientlig förvärvare, kan målföretaget söka hjälp hos en så kallad white knight, ett annat företag som är mer accepterat som fusionspartner. En white knight kommer därefter att lägga ett bud på hela eller delar av målföretaget till mer fördelaktiga villkor än vad den ursprungliga förvärvaren lade. Dessa mer fördelaktiga villkor kan vara högre pris eller att målföretaget söker efter en white knight som inte har i avsikt att stycka företaget eller göra sig av med personal. Det kan vara svårt att finna en lämplig white knight som är villig att ställa upp på alla de önskvärda kraven målföretaget har. Ofta får målföretaget inför förvärvet förhandla och anpassa sig till den bästa situationen för att undvika det första budet som var fientligt. Målföretagets ledning bibehåller kontroll över företaget genom att nå en överenskommelse med sin white knight om att hålla kvar sina positioner i företaget. Ett alternativ är att sälja vissa utvalda delar av målföretaget till sin white knight och behålla kontrollen av resterande delar av företaget

3.3.2.4 White Squire

Försvartekniken white squire påminner i stora drag om försvartekniken white knight. I användandet av white squire söker målet en försvarsstrategi som de kan implementera för att upprätthålla företagets självständighet. white squire är likt scenariot white knight, en tredje part som köper en stor post aktier i det hotade målföretaget. Men ett företag som agerar white squire köper inte hela målföretaget eller någon majoritet av aktierna eftersom de inte har som avsikt att överta kontrollen av företaget.⁵⁸ Typiskt för en white squire är att företaget går med på att alliera sina röster med målföretagets management samt avsäger sig rätten att köpa fler aktier i målföretaget under en begränsad tidsperiod.⁵⁹ Ur målföretagets synvinkel är denna strategi positiv i den mening att ett stort antal röster (aktier) läggs i händerna på en investerare som inte säljer till den fientliga uppköparen.⁶⁰

3.3.2.5 Litigation

Rättstvister är en av de mest frekvent använda försvarsåtgärder vid fientligt bud. Under 1970-talet var taktiken tämligen effektiv för att på senare tid minska sitt inflytande av resultatet. Idag är rättstvister en av de många olika försvarstaktiker som används i hopp om att förhindra önskade företagsövertaganden. Ett huvudmål i användningen av rättstvister är att få en

⁵⁷ Mergers, acquisitions, and corporate restructurings / Patrick A. Gaughan, Hoboken, N.J. : Wiley, 2007

⁵⁸ Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan, New York : HarperCollins, 1991

⁵⁹ Applied mergers and acquisitions / Robert F. Bruner., Hoboken, N.J. : J. Wiley, 2004.

⁶⁰ Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan, New York : HarperCollins, 1991

domstol att anslå ett förbud på samgående eller övertagande mellan budgivaren och målet, om så är fallet upphör förvärvsprocessen. Ett annat syfte med att använda sig av rättstvist är att förhåla och försena processen för att vinna mer tid och därmed kunna omgruppera starkare försvar gentemot angriparen, ett sätt är att finna en white knight.

Den extra tid som målföretaget skapar genom rättstvisten kan ge utveckling i budprocessen då fler intressenter hinner beakta ett bud på målföretaget. Detta torde resultera i högre bud för målföretaget. En annan fördel med att fördröja förvärvet med en rättstvist är att ge den första budgivaren tid att höja sitt bud. Målföretaget kan indirekt signalera att om villkoren och priset blir mer fördelaktigt kommer målföretaget att lägga ned sin rättstvist och affären kan bli av.⁶¹

3.3.2.6 Pac-man- försvar

Pac-man- försvaret uppkallat efter det populära tv-spelet Pac-man, där de tävlande försöker äta upp den andra motspelaren samt hans tillgångar innan han själv blir uppäten, med andra ord målföretaget replikerar med ett motbud på den fientliga förvärvaren. Försvarstaktiken förekom för första gången 1980 i det fientliga övertagandet av Midway Manufacturing Company men det mest kända fallet är fusionsbråket Bendix/Martin-Marietta 1982. Bendix, förvärvaren la ett fientligt bud på Martin-Marietta, vilket i sin tur svarade med ett fientligt motbud på Bendix, finansierat av en allierad white squire. Pac-man som försvarstaktik är ett av de mest spektakulära alternativen och används vid hotande situationer men används dock sällan i verkligheten. Fördelarna med ett motbud kan vara att de hotade företaget visar klart och tydligt att man aktivt och aggressivt kommer att kämpa mot att bli förvärvad. Detta kan i sin tur leda till bättre förhandlingsposition med den ursprungliga budgivaren.⁶²

3.4 Sammanfattning

I detta kapitel har vi presenterat de teoretiska begrepp som vi bedömt vara av väsentlighet för tolkandet av empirin och genomförandet av analysen. Urvalet av begrepp gällande fusioner och förvärv är mycket stort och vi har därför som författare varit tvungna att selektera ut de begrepp som vi anser ge läsaren förståelse för vår fallstudie.

Den inledande delen av teorikapitlet behandlade de motiv till fusioner. Två huvudperspektiv kan urskiljas, aktieägarperspektivet och ledningsperspektivet där det första perspektivet syftar till att gynna företaget vilket sker genom sökande efter synergieffekter. Det andra perspektivet domineras av ledningens personliga incitament vilket snarare skadar mer än hjälper. Andra delen av kapitel tre delar in förvärv i kategorierna vänliga eller fientliga. Vänliga förvärv föregås utan hot och tillgripande av proxy- fights, tender offer eller litigation. Fientliga förvärv, där målföretagets ledning avvisar budet, tillgrips då ett förvärv anses omöjligt eller att det vänliga försöket har misslyckats. Alternativen till att undvika att bli förvärvad kan som vi tidigare nämnt delas in i förebyggande- samt aktiva försvarstaktiker. Förebyggande försvarstaktiker syftar mestadels till att ge företaget mer betänketid och eventuellt arrangera ett starkare aktivt försvar om så önskas.

⁶¹ Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan, New York : HarperCollins, 1991

⁶² Applied mergers and acquisitions / Robert F. Bruner., Hoboken, N.J. : J. Wiley, 2004

4 Empiri

I detta kapitel återfinns den information vi samlat in för att kunna besvara de båda frågeställningarna. Inledningsvis ges en beskrivning av oljeindustrin under 90-talet för att få en förståelse för de förutsättningar som rådde vid tiden för fusionerna. Detta följs av beskrivningar av de tre företagen som deltog i fusionerna. Sedan följer fakta främst från affärspress vilken i stor utsträckning används för att svara på frågeställningarna.

4.1 Oljeindustrin

För att kunna förstå och analysera motiven bakom Totals fusion med PetroFina och TotalFinas och Elf Aquitaines handlande i samband med den andra fusionen är det av vikt att känna till de förutsättningar som rådde inom oljeindustrin under 90-talet. I detta avsnitt följer en beskrivning av oljeindustrin under decenniet.

4.1.1 90-talet

Sedan mitten av 70-talet och fortsatt in på 90-talet har inte längre energianvändningen ökat lika kraftigt som den gjort tidigare, vilket illustreras i diagrammet i bilaga 1. Företagen inom industrin vill generellt växa för att skapa värde för sina aktieägare. Företagsledningar är rädda för att deras företag ska stagnera, eftersom tillväxt är det aktieägarna först och främst eftersöker, och om det kriteriet inte uppfylls hittas andra, mer lämpliga investeringsalternativ. Om ett företag inte växer sjunker aktiekursen vilket leder till att bolaget blir mer sårbart för uppköp eller styckning eller i värsta fall nedläggning. Under perioden av minskande tillväxttakt i världens energianvändning sökte energiföretag strömlinjeforma organisationen, förvärva andra bolag eller expandera till nya områden.⁶³

4.1.1.1 Strömlinjeformning

På 70-talet och framåt har företagen jobbat mot att strömlinjeforma sin verksamhet, det vill säga att bara satsa på kärnverksamheten. Kärnverksamheten innebär i stora drag olja, gas och kemikalier. Tidigare hade energiföretagen verksamheter som sträckte sig utanför dessa tre, exempelvis inom utvinning av kol och metaller men dessa avyttrades i och med det nya tankesättet. Den största effekten som kom av företagets strömlinjeformning var den kraftiga minskningen av personal. Företag gick ihop och kunde på så sätt minska sin personalstyrka och öka nyttan per anställd. En anledning utöver sammanslagningar som påverkade personalstyrkan var att fler och fler funktioner blev föremål för outsourcing vilket istället ökade entreprenörernas personalstyrka. De besparingar som uppkom berodde till stor del på att företagen slapp lönekostnader inom de avyttrade verksamheterna som inte hörde till bolagens kärna.⁶⁴

⁶³ Oil politics : a modern history of petroleum / Francisco Parra, London : I. B. Tauris, cop. 2004

⁶⁴ Ibid.

4.1.1.2 Förvärv

Företagen försökte även nå tillväxt genom förvärvande av bolag. Förvärv inom oljeindustrin har varit mycket vanliga sedan åttiotalet och antalet bolag har hela tiden minskat. På 90-talet skedde dock fusioner som var betydligt större än tidigare. Det hade inte heller tidigare varit möjligt för stora amerikanska bolag att fusionera på grund av den konkurrenslagstiftning som rådde. Attityden i USA förändrades dock och ett fåtal stora företag som dominerade en marknad sågs inte längre som någonting negativt, utan ansågs snarare kunna gynna effektiviteten på marknaden och därmed sänka priserna. Företagen tilläts växa så länge det inte ledde till högre priser, och tillväxten möjliggjorde att företag skulle kunna konkurrera globalt vilket inte existerat tidigare inom oljeindustrin.⁶⁵

4.1.1.3 Nya marknader

Ett annat sätt att expandera var att söka nya områden att bedriva verksamhet inom, dock fortfarande inom kärnverksamheten. De stora olje- och gasbolagen var beroende av inköp av råmaterial från främst OPEC-länder, vilket medförde volatila och höga priser. Företagen ville ersätta de förluster av tillgångar som drabbat dem då de förlorat utvinningsrätten i OPEC-länderna. Detta gjordes genom upptrappad prospektering runt om i världen vilket på grund av OPECs instabilitet blivit betydligt mer attraktivt. Det blev alltså en större fokus på prospektering för att hitta olja utanför OPEC-länderna. Det geografiska område som blev mest attraktiv var forna Sovjetunionen vilket ansåg vara det mest lönsamma området på sikt. Ett annat område som fick större uppmärksamhet var handel med råvarorna. Företagen köpte in råvaror och kunde med hjälp av god marknadsföring sälja dem vidare till andra bolag inom oljeindustrin.⁶⁶

4.2 Total

För att förstå motiven till varför Total ville gå samman med PetroFina är det centralt att ha en bild av vad Total var för företag och framförallt förutsättningarna i slutet av 90-talet. Först ges en kort historik som sedan följs av en beskrivning av Totals affärsområden och ekonomiska fakta.

4.2.1 Historia

Det företag som idag heter Total bildades 1924 i Frankrike under namnet Compagnie Française des Pétroles (CFP). Det var på den franske presidenten Raymond Poincarés begäran som Ernest Mercier grundade CFP för att agera i Frankrikes intressen inom oljeindustrin. Företaget noterades på börsen i Paris 1929.⁶⁷

För att ytterligare stärka företaget på världsmarknaden skapas varumärket Total vilket inledde en satsning mot marknader inom Europa, Afrika, Australien och Kanada. CFP expanderade 1968 sin verksamhet till att även innefatta kemikalier vilket senare kom att omfatta

⁶⁵ Ibid.

⁶⁶ Ibid.

⁶⁷ Totals hemsida, www.total.com 20070506 11:50

tillverkning av exempelvis polystyren och PVC. 1973 introducerades CFP-aktien på Londonbörsen.⁶⁸

1991 introduceras Total på New York Stock Exchange och de följande åren minskar den franska staten sin andel till att endast omfatta 0,97 %. Under 1999 sker fusionen mellan Total och PetroFina och det nya bolaget TotalFina skapas. Följande år sker fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine och det nya företaget får namnet TotalFinaElf vilket blir det fjärde största oljebolaget i världen. Syftet med fusionen var att skapa ett större, starkare och mer konkurrenskraftigt företag. Under 2003 byter företaget namn till att bara heta Total.⁶⁹

4.2.2 Affärsområden

Informationen i detta stycke är hämtad från Totals årsredovisning 1998, för att få en bild av företagets status tiden innan fusionerna genomfördes. Företaget har verksamhet inom de tre stora affärsområdena, det vill säga upstream, downstream och kemikalier. I årsredovisningen presenterar Total den strategi företaget hade inom de tre affärsområdena. Det viktigaste innehållet beskrivs nedan.

Total var kring 1998 en av de snabbast växande storföretagen inom oljeindustrin avseende produktion och reserver av olja och gas (upstream) och målsättningen var att fortsätta växa under de efterföljande åren. Total ville utöka sin produktion och samtidigt förbättra kostnadsstrukturen för att bättre kunna motstå fluktuationer i priset på råolja. Inom downstream jobbade Total med att förbättra lönsamheten för sin raffineringsverksamhet och sina marknadsföringsaktiviteter. Marknaden var mycket konkurrensutsatt och en stark fokus fanns på det åtgärdsprogram som syftade till att minska raffinaderiernas "breakeven". Affärsområdet kemikalier bidrog stort till Totals vinst och ansågs också vara stabilt. Området förväntades växa både på grund av externa och interna skäl samt öka sin lönsamhet via produktivhetsprogram, forskning inom produkter med höga marginaler samt synergieffekter från företagsförvärv.

Nedan följer ekonomiska fakta om Total under fem år från 1994-1998. Siffror som vi ansåg intressanta att titta på är omsättning, vinst och räntabilitet på eget kapital. Siffrorna är hämtade från Total- från olja till energi och redovisas i miljoner euro (1 Euro= 6,56 FRF).⁷⁰

Total	1994	1995	1996	1997	1998
Intäkter	20846	20707	26919	29131	24333
Vinst	516	343	861	1160	1046
Re %	11,7	12,43	15,51	18,51	12,94

Övergripande ekonomisk fakta om Total

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ Ibid.

⁷⁰ Total- från olja till energi, 2005, Fredric Holm, Frida Jönsson, Bokförlaget BAS Handelshögskolan

4.3 PetroFina

Beskrivningen av PetroFina börjar som Total med en kort redogörelse för företagets historia. Sedan förs en beskrivning av PetroFinas affärsområden vilken i analysen kan jämföras med Totals strategier för att få en förståelse för de affärsmässiga motiv som låg bakom Totals bud.

4.3.1 Historia

PetroFina grundades 1920 av en grupp investerare med verksamhet i Antwerpen. Till en början ägnade sig företaget åt prospektering, produktion och raffinering av olja i Rumänien.⁷¹ Efter andra världskriget låg PetroFinas fokus på att stärka dess verksamhet inom downstream genom att öka kapaciteten i raffinaderierna. Under femtiotalet började företaget expandera allt mer globalt och genom intensiv prospektering hittas stora fyndigheter i Mexico, Kanada, Angola och Egypten. Under samma årtionde utökas företaget nätverk av återförsäljare och PetroFina gynnas av den explosiva utvecklingen av bilismen. Företaget expanderar också sin verksamhet till att omfatta petrokemikalier för att dra nytta av den nya trenden med plastprodukter.⁷²

I början av 70-talet expanderar PetroFina till färgtillverkning och tack vare en lönsam försäljning av dess kanadensiska dotterbolag lyckas företaget ta sig igenom oljekriserna utan att bli allt för sargat. I början av 90-talet uppgraderas företaget raffinaderi i Antwerpen vilket placerade anläggningen främst i konkurrensen, samt uppnådde en effektivitet som aldrig åstadkommits tidigare. 1997 introducerades aktien på New York Stock Exchange och 1999 skedde fusionen med Total vilket bildade det nya bolaget TotalFina.⁷³

4.3.2 Affärsområden

Utöver de tre stora affärsområdena upstream, downstream och kemikalier hade PetroFina även verksamhet inom färg. PetroFina ville diversifiera sin verksamhet geografiskt och ökade sin prospekteringsverksamhet i Kapiska havet, Mexikanska golfen och Vietnam, vilka skulle komplettera deras verksamheter i Nordamerika, Östasien och Afrika.⁷⁴

Inom downstream fanns raffinering och försäljning av råolja och oljeprodukter som exempelvis bil- och jetbränsle, samt handel och transport av dessa produkter. PetroFina iscensatte ett stort investeringsprogram vid sitt raffinaderi i Antwerpen, vilket var en av de största anläggningarna i Europa. Investeringsprogrammet bidrog till att modernisera produktionsutrustningen och öka raffineringens kapacitet. Även PetroFinas distributionsverksamhet hade strukturerats om för att minimera kostnader för leveranser samt modernisera företagets bensinstationer.⁷⁵ Affärsområdet kemikalier innehöll en rad produkter och företaget räknades som ett av de ledande företagen på marknaden för petrokemikalier. I slutet av 90-talet var kombinationen av raffinering och tillverkning av kemikalier gynnsam då fortsatt låga produktionskostnader gick att upprätthålla vilket bidrog till att göra affärsområdet

⁷¹ Totals hemsida www.total.com 20070507 11:00

⁷² Ibid.

⁷³ Ibid.

⁷⁴ Total-PetroFina Exchange Offer 1999

⁷⁵ Ibid.

mycket lönsamt.⁷⁶ PetroFinas närvaro inom affärsområdet färg syntes genom dess dotterbolag Sigma. Verksamheten innehöll produktion och försäljning av marina och antikorrosiva produkter för ytbehandling samt dekorativa färger.⁷⁷

Vi har valt att även ta med översiktliga ekonomiska fakta för PetroFina, vilka är hämtade från samma källa som de ekonomiska fakta för Total.

Total	1994	1995	1996	1997	1998
Intäkter	14395	13961	15483	18057	17093
Vinst	254	288	398	547	466
Re %	22,39	22,14	25,31	27,09	15,17

Övergripande ekonomisk fakta om PetroFina

4.4 Elf Aquitaine

För att ge läsaren en bättre förståelse för vad som senare diskuteras i analysen följer nedan en kort historik av Elf Aquitaine samt en beskrivning av dess affärsområden likt de tidigare nämnda företagen.

4.4.1 Historia

Den 14 juli 1939 upptäcktes ett gasfält i Saint-Marcel beläget i sydvästra Frankrike. Detta gasfynd kom till att utgöra starten av de tre företag som senare skulle bilda Elf Aquitaine. Under de följande tre åren efter den lyckliga upptäckten skapades Elf Aquitaines föregångare, först ut var Régie Autonome des Pétroles (RAP - Independent Oil Authority). 1941 startades det andra företaget Société Nationale des Pétroles d'Aquitaine (SNPA) som senare skulle komma utgöra den andra byggstenen i formandet av Elf Aquitaine. Sist ut i denna grund av Elf Aquitaines föregångare skapades 1945 The Bureau de Recherches de Pétroles (BRP). 1965 fusioneras RAP och BRP till Enterprise de Recherches et d'Activités Pétrolières (ERAP), ett holdingbolag vilket senare fick namnet Elf Aquitaine. Detta nya sammanslagna företag innefattade hela aktivitetskedjan från prospektering till slutprodukt.

1970 startades de första industriella applikationerna av plast i Frankrike och ett år senare gav sig Elf genast in i det lovande plast- och kemisegmentet med sin kreation av Ato Chimie. Elf Aquitaine kom att ställas mot kanske den största utmaningen 1972 när den första oljekrisen slog in med sjunkande oljepriser och hårdare konkurrens klimat. Som gensvar på denna kris valde Elf att diversifiera sig med aktiviteter inom kemirelaterade segment genom att förvärva företaget Sanofi med verksamhet inom läkemedel och kosmetika. Efter att konsoliderat sin oljeverksamhet under 70-talet samt utökat sin diversifiering i läkemedelsindustrin genom Sanofi bestod Elf under början av 80 talet av tre huvudverksamheter; Olja och gas, läkemedel och kosmetika samt kemikalier.

1991 introduceras Elf på New York Stock Exchange och tre år senare inleddes en privatiseringsprocess som nådde sitt avslut 1996. Detta innebar att den Franska staten sålde ut

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ Ibid.

hela sitt aktieinnehav i Elf Aquitaine som när på den ”gyllene aktien” staten blivit delgiven. Denna ”gyllene aktie” gav staten vetorätt att neka rätten till aktieuppköp i Elf om volymen i fråga överskred 10 % av bolaget. År 2000 fusioneras TotalFina med Elf Aquitaine och tillsammans skapar de TotalFinaElf, världens fjärde största oljebolag.

4.4.2 Affärsområden

Elf var ett internationellt olje- och gasföretag med förgreningar inom hela petroleumindustrin. I slutet av 1999 var Elf ett av världens tio största företag inom den privata olje- och gassektorn med över 57 000 anställda i 90 länder. 1999 var Elf aktiv världen över inom upstreamsegmentet såväl som downstreamsegmentet. Elf var en av pionjärerna inom gas och oljeindustrin i Frankrike, och fortsatte senare att bedriva sin verksamhet främst i Västafrika. 1999 bedrev Elf prospektering av olja och gas i 25 länder varav 14 av dem där Elf sedan tidigare hade befintlig upstreamverksamhet.

Till och med slutet av 80-talet bedrev Elf nästan uteslutande sin downstreamverksamhet med raffinaderier och marknadsföring i hemlandet Frankrike. Under 90-talet expanderade Elf sin downstreamverksamhet i Europa då främst genom nya raffinaderier i Tyskland, England och Spanien. Genom dotterbolaget Elf Autochem rankades Elf som en av de ledande Europeiska kemiföretagen främst känt för sitt utvecklande av specialkemikalier. Elf var också involverad i läkemedelsbranschen genom dotterbolaget Sanofi.

Nedan presenteras ekonomiska fakta för Elf Aquitaine. Källan är samma som för Totals ekonomiska fakta.

Total	1994	1995	1996	1997	1998
Intäkter	32489	31754	36649	40066	33596
Vinst	-829	768	1064	854	540
Re %	-2,44	15,60	24,68	23,03	12,65

Övergripande ekonomisk fakta om Elf Aquitaine

4.5 Totals skäl till förvärvet av PetroFina

I det dokument som togs fram i samband med aktieswapen då Total förvärvade PetroFina presenterades från företagets sida de skäl som låg till grund för fusionen. Det främsta skälet till fusionen från företagets sida var att de ansåg att det fanns potential till synergieffekter. Oljeindustrin vid tidpunkten beskrevs som ökat konkurrensutsatt på grund av volatiliteten i utländska valuta- och varumarknader samt en våg av omstruktureringar som svepte genom industrin som helhet. Både Totals och PetroFinas aktieägare ansågs kunna dra nytta av fusionen då den både baserades på strategiska och finansiella motiv. PetroFina skulle bli en del av en större internationell grupp och därmed bli starkare inom prospektering och produktion. Total skulle gynnas genom att dess strategi på medellång sikt, tillväxt och produktivitetsförbättringar, bättre skulle kunna genomföras vid en fusion med PetroFina.⁷⁸

⁷⁸ Total-PetroFina Exchange Offer 1999

Värdet av synergieffekterna som förväntades uppkomma ansågs vara väsentligt. Fusionen förväntades ge kostnadsbesparingar före skatt på cirka 320 miljoner Euro vilka skulle bli realiserade fullt ut 2002. Besparingarna skulle uppkomma främst på grund av kompletterande resurser inom downstream som enligt beräkningarna skulle stå för 71 % av besparingarna. Konkret bestod de exempelvis av sammanslagningar av centrala enheter, gemensam logistik, optimering av raffineringens verksamhet och en centraliserad inköpsfunktion.⁷⁹

Utöver besparingarna skulle det nya bolaget gynnas av produktivitetsförbättringar inom företagets finansieringsverksamhet såväl som genom ett gemensamt varumärke och IT-system. Det ansågs även finnas produktivitetsförbättringar inom företagets management. Det totala värdet av dessa synergieffekter beräknades ligga mellan 150-300 miljoner Euro. Fusionen skulle även skapa synergier genom en ökad operativ inkomst på 380 miljoner Euro till en början och senare med ytterligare 840 miljoner Euro på grund av tillväxt och produktivitetsförbättringar.⁸⁰

4.6 Fusionen mellan Total och PetroFina

Texten är hämtad från det "Offer Document" som togs fram i samband med Totals fusion med PetroFina.

Sommaren 1998. Företagsledningarna i Total och PetroFina träffades för att diskutera och identifiera möjliga synergieffekter inom downstream som skulle kunna uppstå vid en fusion mellan företagen samt värdet av dessa.

13 augusti 1998. Le Figaro citerar styrelseordföranden i PetroFina, baron Frère. Han säger att PetroFina inte kan ignorera rådande marknadstrender och den ökade konkurrensen de medför. Baron Frère företrädde bolaget Electrafina, den största aktieägaren i PetroFina, och signalerade med detta offentliga uttalande att det eventuellt var aktuellt att sälja andelarna i PetroFina.

24 september 1998. Thierry Desmarest, styrelseordförande i Total, och Robert Castaigne, CFO i Total, träffar Electrofinas representanter baron Frère och Thierry de Rudder för att uttrycka Totals intresse samt fortsätta förhandlingarna om en fusion företagen emellan.

9 oktober 1998. Förhandlingarna skjuts upp till följd av att parterna inte lyckades komma överens om förutsättningarna för fusionen.

Under oktober fortsätter Total att undersöka förutsättningarna till synergieffekter för att eventuellt kunna höja budet på PetroFina.

20 november 1998. Förhandlingarna återupptas med Frère och de Rudder med avsikt att förvärva en betydande andel av aktierna i PetroFina. Den följande veckan förhandlade Total med Credite Suisse First Boston och ägarna till 42 % av PetroFinas aktiekapital.

⁷⁹ Ibid.

⁸⁰ Ibid.

26 november 1998. En principiell överenskommelse gällande de finansiella villkoren nåddes. En överenskommelse nåddes även gällande villkoren för aktieswapen, det vill säga vilken ”exchange ratio” som skulle gälla. Total fick ge nio aktier för två aktier i PetroFina.

27 november 1998. Total förhandlade tillsammans med sina finansiella rådgivare innehållet i det dokument som ska tillhandahållas vid börsnoteringen av TotalFina med de företag som sålde sina andelar i PetroFina.

30 november 1998. Styrelsen i Total, tillsammans med de säljande företagen godkände förutsättningarna för transaktionen.

26 mars 1999. Europakommissionen godkänner fusionen med utgångspunkt från rådande konkurrenslagstiftning.

4.7 Fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine

5 juli 1999. TotalFina lägger ett önskat bud på Elf Aquitaine. Budet bygger på en aktieswap där villkoret var fyra TotalFina-aktier för tre Elf Aquitaine-aktier. Efter att ha granskat budet klargör Elf Aquitaines styrelse sitt motstånd till förslaget och förkastar budet. Detta avvisande medförde att TotalFinas bud kan klassificeras som fientligt.

19 juli 1999. Elf Aquitaines styrelse godkänner ett motbud som överlämnas till TotalFina. Villkoren i motbudet är följande, 3 Elf Aquitaine aktier plus en kontant utbetalning på 190 euro mot fem stycken TotalFina-aktier. För att kunna realisera detta motbud tar Elf Aquitaine hjälp av flera kreditgivare, vars tillskott överstiger 18 miljarder euro.

13 september 1999. Både styrelsen i Elf Aquitaine och TotalFina lyckas föreslå sina aktieägare en lösning som leder till ett vänligt förvärv mellan företagen. För att försäkra sig om förvärvets genomförande förbättrar TotalFina sina villkor från det första budet de lade den 5 juli 1999. Det nya budet som också leder till det vänliga förvärvet innehar villkoren 19 TotalFina aktier mot 13 Elf Aquitaine.

25 oktober 1999. TotalFina äger direkt och indirekt 94,93 % av kapitalet i Elf Aquitaine. Två månader senare förvärvar TotalFina ytterligare 0,5 % och besitter då 95,5 % av Elf Aquitaine.

9 februari 2000. Europakommissionen godkänner fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine, vilket tillåter projektet att fulländas. Som en del av godkännelseprocessen förband sig TotalFina att följa ett antal krav från Europakommissionen för att förhindra brott mot den Europeiska konkurrenslagstiftningen.

22 mars, 2000 Aktieägarna i TotalFina S.A. godkänner namnbyte till TotalFinaElf S.A.

25 maj 2000. TotalFinaElf offentliggör ett erbjudande om att köpa resterande 4,44 % av aktierna i Elf Aquitaine.

4.8 Artiklar

För att få en bra bild av fusionerna har vi inhämtat information från artiklar via databaser på ekonomiska biblioteket. Syftet är att få en överblick av vad som skrevs i affärspressen om de båda fusionerna, exempelvis vad analytiker ansåg om de möjliga synergieffekterna i Totals fusion med PetroFina eller TotalsFinas attack- respektive Elf Aquitaines försvarsteknik.

4.8.1 Fusionen mellan Total och PetroFina

Vid sökandet efter artiklar har fokus framförallt legat på att hitta information om Totals motiv till fusionen och de möjliga synergieffekterna samt vad som kan förklara den premie företaget betalade för PetroFinas aktier. I en artikel beskrivs de generella orsakerna till varför fusionerna skedde just när de gjorde, det vill säga under 1999. Oljebolagen hade höga fasta kostnader, överkapacitet och oljepriset vid tidpunkten var lågt, på grund av Asienkrisen, och rationaliseringar uppnåddes genom sammanslagningar. Sammanslagningar är den klassiska metod som används då en bransch brottas med höga kostnader, speciellt i en mogen bransch som i fallet olja.

Gällande Totals och PetroFinas affärsområden nämndes att det inte fanns någon större överlappning mellan de bådas kemisegment vilket sades vara negativt ur besparingssynpunkt. Kritik riktades också mot att Total i och med köpet av PetroFina blev mer inriktad mot downstream där företaget inte varit så stora tidigare. Total var främst starka inom upstream och tanken var att komplettera styrkan inom det segmentet med PetroFinas styrka inom downstream. En annan artikel påpekade de begränsade möjligheterna till besparingar, eftersom båda företagens huvudkontor skulle finnas kvar, vilka var belägna i Paris och Bryssel. Däremot ansågs affären ge synergier inom upstream i framförallt Nordsjön som skulle minska Totals beroende av Mellanöstern. I en artikel från Dow Jones & Company Inc. nämndes att Total och PetroFina var under hårt tryck på grund av det låga oljepriset vilket pressade företagen mot en fusion. Dock påpekades att de båda bolagen tillsammans ändå inte skulle ha mycket att sätta emot de verkligt stora globala oljebolagen, för att klara det skulle det krävas ytterligare en fusion. I ytterligare en artikel från samma källa menade analytiker att fusionen skulle ge upphov till vissa besparingar, dock inte av någon signifikant storlek. Företagens ansågs passa bra ihop geografiskt, industriellt och på grund av att de besatt en liknande företagskultur. I denna artikel påpekade en analytiker styrkan i att Total hade stor verksamhet inom upstream och PetroFina inom downstream, vilket i en artikel citerad ovan sågs som negativt. Analytikern menade att Totals styrka inom prospektering och produktion samt försäljning till konsument skulle komplettera PetroFina styrka inom raffinering och petrokemikalier. De båda företagen ansågs efter fusionen på allvar kunna konkurrera med de allra största oljebolagen. En artikel skrev om just de olika uppfattningar som rådde om fusionen mellan Total och PetroFina. Vissa menade att företagen inte passade varandra och att fusionen var påtvingad på grund av de andra mycket stora fusioner som initierats mellan Exxon Corp. och Mobil Corp. samt BP och Amoco Corp. Möjligheten till synergier ansågs finnas men inte alls i samma utsträckning som i affären mellan BP och Amoco, och en möjlig anledning till att Total valde PetroFina ansågs vara bristen på andra alternativ. En artikel citerar New York Times vilka menade att Totals jakt på synergier inte bara var ett önsketänkande. Totals CEO Thierry Desmarest ansågs kompetent att både öka produktiviteten och samtidigt hålla kostnaderna nere. Dock nämndes att förvärvet av PetroFina var ett

agerande direkt motsatt bolagets strategi med att strömlinjeforma företaget, vilket även Desmarest skälvt erkände.

I media diskuterades även huruvida premien Total betalade för PetroFina var motiverad. Total betalade en premie på 37 % vilket innebar att de köpte aktierna för ett pris som låg 37 % över den aktuella aktiekursen vid tidpunkten. En artikel skrev att anledningen till den höga premien kan ha varit att hinna före andra konkurrenter som eventuellt också ville köpa PetroFina, framförallt Elf Aquitaine. Ytterligare en artikel kommenterade Totals aktiekurs som föll kraftigt vid offentliggörandet av förutsättningarna för budet, vilket innebar att Totals aktieägare ansåg att budet var för högt. Budet gynnade aktieägarna i PetroFina vilkas aktier steg på börsen med 18,4 %. En analytiker uttalade sig och menade att budet var något av det värsta överbudet som någonsin lagts och inte alls var motiverat. En annan analytiker menade också att priset var för högt och skulle påverka Total på kort sikt men ansåg ändå att affären skulle gynna Totals aktieägare på längre sikt. Dock verkade uppfattningen att premien Total betalade var för hög dominera och i en artikel ansåg en analytiker att premien var dubbelt så hög jämfört med vad denne kunde identifiera som rimlig. Thierry Desmarest gick ut och försvarade premien med att PetroFinas aktier var undervärderade samt de kostnadsbesparingar fusionen skulle medföra.

Det hade spekulerats i media om PetroFina skulle bli uppköpta av ett större bolag eller ej, speciellt efter att PetroFinas störste ägare, baron Frère, uttalat ett intresse av att sälja sitt innehav. Diskussionerna hade dock handlat mycket om Elf Aquitaine, ett av Frankrikes största bolag, och inte så mycket om Total. I en artikel från tiden sade författaren att Elf Aquitaine också hade varit ute efter PetroFina men hamnat på efterkälken, vilket också nämndes i ytterligare en artikel där Total ansågs ha genomfört köpet av PetroFina framför näsan på Elf Aquitaine. Thierry Desmarest ville inte svara på frågan om Total konkurrerat med Elf Aquitaine vid budgivningerna utan hänvisade frågan till PetroFina. I en artikel publicerad i Svenska Dagbladet nämns att Elf Aquitaine var tippat att förvärva PetroFina tills det att Total offentliggjorde affären. Författaren menade att PetroFinas huvudägare Albert Frère spelat ut Total och Elf Aquitaine mot varandra för att driva upp priset på aktierna.

4.8.2 Fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine

I detta stycke följer en sammanställning av den informationen vi tagit del av gällande fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine. Vid sökandet av artiklarna har vi riktat fokus på att försöka hitta artiklar som berör de två olika företagens attack- samt förvarstaktiker.

Fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine är den i särklass största företagssammanslagningen i fransk historia och fusionen kom att bilda det fjärde största oljebolaget i världen. Det hela började den femte juli 1999 med att TotalFina lade ett bud på ärkekonkurrenten Elf Aquitaine värt 47 miljarder dollar. Budet byggde på en aktieswap där förhållandet var fyra Total-aktier mot tre Elf-aktier. Desmarest, TotalFinas CEO, uttalade sig kort därpå och sade att TotalFina inte förväntade sig någon fusionsstrid, men Philipp Jaffre, CEO på Elf, var av en annan åsikt. Förhandlingarna strandade väldigt fort uppgav Jean-Marc Fonéri, president på Credite Suisse. I media deklarerade Elf Aquitaines ledning klart och tydligt sitt avvisande av TotalFinas fientliga bud. Jaffre uttryckte sig: "Totals fientliga bud kommer att misslyckas, det är jag övertygad om". I ytterligare en artikel signalerade Jaffre tydligt sin ståndpunkt gentemot TotalFinas bud genom citatet "Elfs öde ligger i dess egna händer". Elf ville visa sin styrka och var nu villiga att försvara sig och fann att "anfall är bästa

försvar”. Kort efter TotalFinas fientliga bud lades, kontrade Elf med ett motbud på TotalFina, ett så kallat pac- man- försvar. Budet var ett tender offer som gick direkt till TotalFinas aktieägare med villkoren tre Elf-aktier plus 190 euro för fem TotalFina-aktier. Journalister och analytiker beskrev affären som en högoctanig blandning som precis tagit eld. Genom Elfs tydliga markerande med pac- man-försvaret visade Elf att en lång och utdragen budstrid var att vänta. Ledningarna i de bägge företagen var inte speciellt goda vänner vid tidpunkten och striden mellan företagen tog även rättsliga former då förutsättningarna för Elf Aquitaines motbud mötte reaktioner från TotalFinas sida.

Elfs ledning var dock inte den enda aktören i denna affär som besatt möjligheten att sätta käppar i hjulen för TotalFinas fusionsplaner. Den franska staten ägde nämligen en så kallad gyllene aktie i Elf vilket berättigade staten att lägga sitt veto mot en fusion. Men denna högst viktiga röst var inget som oroade TotalFinas CEO Desmarest då han uttryckte sig enligt följande: ”Jag har varit i kontakt med den franska regeringen och jag har all anledning att vara optimistisk”. Men det fanns även fler hinder på vägen i denna gigantiska fusion och utöver de ovan nämnda fanns även EU-kommissionens beslut gällande brott mot EU: s konkurrensregler. Karl van Miert som ansvarade för konkurrensfrågor inom EU uttryckte en oro över de stora fusioner som svepte över oljebranschen vilket minskade konkurrensen väsentligt.

Elfs aggressiva försvar mot TotalFina var inte oväntat men genom den kraftiga signalen Elf använde genom att lägga ett motbud överraskade marknaden. Den 26 juli 1999 skrev The Oil and Gas Journal att den franska staten ämnade lägga in sitt Veto om utländska investerare skulle försöka förvärva Elf Aquitaine och samtidigt gav staten klartecken till TotalFina att de inte skulle stå i vägen för en fusion företagen emellan. Royal Dutch Shell, Chevron Corp och Ente Nazionale Idrocarbun (ENI) identifierades av flertalet analytiker som potentiella white knights vilka skulle kunna komma till Elfs undsättning. Men genom statens utspel försvann alla dessa möjligheter då dessa bolag inte är franska, vilket begränsade Elfs handlingsvägar.

Tidningarna beskrev att de franska oljegiganternas strid allt mer kom att likna en personlig maktkamp mellan de båda företagens ledare. Elfs styrelseordförande, byråkraten och före detta politikern Philippe Jaffre, slogs med näbbar och klor mot oljemannen Thierry Desmarest på TotalFina. Enligt oljeanalytikern Marcel Mizrahi på Wargny låg inte de primära drivkrafterna i affären i de sjunkande oljepriserna som framtvingade en rad andra fusioner i oljebranschen, utan detta var en ren maktkamp mellan två av Frankrikes mäktigaste företagsledare.

Elfs ordförande reste innan motbudet lades till USA för att försöka övertyga de stora internationella investerarna att hjälpa dem men fick ett svalt mottagande. Elf lyckades ändå presentera ett motbud på TotalFina vilket innebar ett bud på 50,3 miljarder dollar, vilket skulle realiserars med en aktieswap samt en kontantbetalning till TotalFinas aktieägare. Analytikerna och investerarna visade dock skepsis gentemot Elf och Jaffres motbud då TotalFinas bud ansågs enklare och mer transparant. Delar av Elfs förslag möttes med hård kritik av TotalFinas CEO Desmarest, journalister och analytiker. Desmarest ansåg att Jaffres förslag skulle innebära en ”finansiell katastrof” och att detta förslag ansågs som nonsens. Trots hård kritik gentemot Elfs förslag sade Desmarest till pressen att han ville hitta en ”vänligt sinnad lösning” på affären. Desmarest förslög diskussioner på direktionnivå men inte med Jaffre själv. De två högsta cheferna Desmarest och Jaffre beskrevs som hund och katt. Desmarest föreslog i mer eller mindre förtäckta ordalag att Phillipe Jaffre borde se sig

om efter ett nytt jobb, eftersom det inte fanns plats för två chefer i ett sammanslaget TotalFinaElf.

Trots en intensiv förvärvskamp ifrån de båda oljebolagen var de flesta analytikerna eniga om att de slutligen skulle komma att mötas i en vänlig fusion, men att det även skulle komma bli en segdragen kamp innan bolagen enats sinsemellan. Carole Massuci, fondbörsvaktare på Ofima Gestion, sade till Bloombergs att "striden är långt ifrån över med Elfs motbud och TotalFina besitter definitivt resurser att komma med ytterligare ett motbud". Detta var precis vad TotalFina gjorde i början september. TotalFina hade då bättrat sitt första bud från den femte juli med drygt 10 % och Elfs aktieägare erbjöds 19 Totalaktier för 13 Elfaktier. Budet var värt 54 miljarder dollar och detta bud kunde varken Jaffre eller Elfs aktieägare motstå. Så efter drygt två månaders strid lade de båda oljebolagen ned sina stridsyxor och TotalFina med Desmarest i spetsen sågs som vinnare ur striden då fusionen skett på TotalFinas villkor. Även den franska staten uttryckte en glädje att "familjesilvret" stannade i landet.

5 Analys

Vår analys är indelad i två avsnitt varav det första behandlar fusionen mellan Total och PetroFina. Här tittar vi på motiven till fusionen utifrån synergieffekter och vilka incitament som kan ha påverkat ledningen i Total. Det andra avsnittet analyserar fusionen mellan TotalFina och Elf Aquitaine. Fokus ligger på att försöka klargöra det agerande de båda bolagen använde sig av under budgivningsprocessen.

5.1 Total och PetroFina

Den första delen av detta avsnitt analyserar i hur stor utsträckning synergieffekter kan ha motiverat den premie som Total betalade för PetroFina. Den andra delen analyserar hur starka motiv ledningen i Total kan ha haft till att betala den premie företaget gjorde för aktierna i PetroFina. Analysen utgår ifrån den teoretiska referensramen och följer teorikapitlets upplägg.

5.1.2 Synergieffekter

I slutet av 90-talet var Total ett av de snabbast växande företagen inom oljebranschen och strategin var fokuserad mot fortsatt tillväxt. Företaget var framförallt starka inom upstream men var betydligt svagare inom downstream. Eftersom Total ville fortsätta växa krävdes det en ökad lönsamhet inom downstream och företaget strävade efter en förbättrad kostnadsstruktur inom detta segment. PetroFina hade genom ett stort investeringsprogram moderniserat sitt stora raffinaderi i Antwerpen vilket hade ökat lönsamheten och ansågs vara ett av de ledande företagen inom downstream. Just raffinaderiet kan ha varit den kompletterande resurs som Total sökte efter för att komplettera sin styrka inom upstream och även bli mer lönsamt inom downstream, något som företaget tryckte på vid sitt offentliggörande av budet. Detta bidrog även till att skapa en bättre konkurrenskraft för företaget som helhet. Det fanns delade meningar bland analytiker. Vissa hävdade att företagets olikheter gynnade den nya helheten genom att de kompletterade varandra. Andra menade dock att potentialen till synergier inte var så stora och att Total gick ifrån sin strategi som innebar strömlinjeformning, vilket präglade branschen vid tiden.

Som nämntes i empirin påverkades oljeindustrin i slutet av 90-talet av överkapacitet och sjunkande oljepriser vilket ledde branschen in i en konsolideringsfas. Företagen blev färre och större med hjälp av sammanslagningar vilket var det klassiska sättet för en mogen industri att bemöta ett hårdare branschklimate. På så vis försökte företagen uppnå skalfördelar för att förbättra sin kostnadsstruktur och kunna överleva på sikt. Total var inget undantag från detta fenomen och på grund av de stora fusionerna mellan till exempel Exxon och Mobil samt BP och Amoco pressades Total att söka en fusionspartner. PetroFina dök upp som en lämplig fusionspartner då Frère (största aktieägare i PetroFina) signalerade att han var villig att sälja sitt innehav på grund av de allt tuffare förutsättningarna i branschen. Skalfördelarna skulle till stor del uppkomma genom att företagen kunde ha gemensam logistik, optimering av raffineringsverksamheten samt en centraliserad inköpsfunktion. Förutsättningarna till economies of scope fanns i viss utsträckning och vi tror att Total ville dra nytta av PetroFinas kompetens och styrka inom downstream för att utveckla sin egen verksamhet inom området.

Synergieffekter genom bättre management ser vi inte som ett av de huvudsakliga motiven till fusionen. Både Total och PetroFina hade visat plusresultat de senaste fem åren innan fusionen och ansågs framgångsrika inom upstream respektive downstream. Anledningen till att Total gavs möjlighet att förvärva PetroFina var snarare att Frère ansåg att PetroFina inte kunde överleva på egen hand på grund av de nya tuffare branschförutsättningarna. Vi kan inte urskilja om något av bolagen besatt en bättre management än det andra, dock hade Thierry Desmarest i Total ett rykte av att vara en mycket kompetent företagsledare som ansågs skicklig på att öka produktiviteten samt kostnadsbesparingar.

5.1.3 Dåliga skäl till fusioner

Skäl till fusioner som inte gynnar företaget är när ledningens egenintressen får ett större inflytande över de beslut som fattas än beslut som gynnar aktieägarna. En analys kan ske utifrån hybrishypotesen där företagsledare anser sig kunna göra en bättre företagsvärdering än marknaden och därför betalar för höga premier vid fusioner. I affärspressen riktades kritik mot den premie Desmarest var villig att betala för PetroFina. Det spekulerades i att Desmarest, som ansågs vara en karismatisk företagsledare, fått en släng av storhetsvansinne och ej agerade rationellt. Analyseras börsens reaktion vid offentliggörandet av budet styrks påståendet om överpris då Totals aktie sjönk kraftigt. Det tyder på att marknaden tyckte att Total betalade för mycket för PetroFina och att den inte såg samma potential till synergieffekter som Desmarest. Samtidigt steg PetroFinas aktie kraftigt vilket kan tolkas som att aktieägarna fått ett mycket attraktivt bud på sina aktier.

Några stora diversifieringsmotiv förelåg inte enligt oss. Företaget hade en strategi som innebar strömlinjeformning av verksamheten och var inte ute efter diversifiering. En viss geografisk diversifiering uppkom dock vilket gjorde Total mindre beroende av mellanöstern, eftersom PetroFina besatt stora fyndigheter i Nordsjön. Detta låg i linje med trenden på 90-talet då de stora olje- och gasbolagen försökte minska sitt beroende av OPEC-länderna i mellanöstern.

Ett skäl som kan ha spelat en stor roll till att Total betalade en hög premie för PetroFinas aktier var företagsledningens rädsla för att själva bli uppköpta. På grund av konsolideringen av branschen var företagen väl införstådda med att antalet bolag skulle minska. Något som vi anser ha påverkat den höga premien är att även ärkerivalen Elf Aquitaine i affärspress utmålades som spekulant på PetroFina. Om Elf hade lyckats förvärva PetroFina hade Totals tillväxtplaner kraftigt reducerats och själva blivit föremål för uppköp. Vi tror att Total redan innan fusionen med PetroFina hade börjat planera ett förvärv av Elf Aquitaine. För att dessa planer skulle bli genomförbara krävdes dock en sammanslagning för att bli större och starkare. Premien i den enskilda fusionen mellan Total och PetroFina var väldigt hög men Totals ledning ansåg troligen fusionen som ett första nödvändigt steg i en process som även innefattade fusionen med Elf Aquitaine. Detta skulle i sådana fall kunna ha motiverat storleken på premien om de båda fusionerna vägs samman och ses som en helhet. Enligt oss visste Totals ledning om att premien var för hög och fick arbeta intensivt med att försöka övertala marknaden om de synergieffekter som skulle uppstå vid fusionen. En analys kan även göras utifrån imperiebyggande där företagsledare vill öka storleken på det företag de driver, eftersom det genererar högre inkomster till dem själva. Om Total själva hade blivit förvärvat på ett annat företags villkor hade troligen Desmarest och de andra i ledningen inte

kunnat påverka deras ersättning i samma utsträckning. Detta skäl tror vi kan ha spelat en viss roll vid fusionen.

5.2 TotalFina och Elf Aquitaine

I detta avsnitt kommer vi att analysera hur TotalFina förvärvade Elf Aquitaine samt hur Elf Aquitaine försökte försvara sig gentemot detta till en början fientliga bud. Texten i detta avsnitt kommer att utgå från den teoretiska referensramen som appliceras på de artiklar som sammanställts i empirikapitlet.

Kort efter att Total fusionerats samman med PetroFina och bildat bolaget TotalFina lade företaget ett bud på konkurrenten Elf Aquitaine. TotalFinas ledning med Desmarest i spetsen gick till Elf Aquitaines ledning med sitt första bud och försökte på så vis nå en vänligt sinnad lösning. I media berättade Desmarest att han inte förväntade sig något större motstånd från Elf Aquitaine till fusionen. Av denna anledning iscensatte inte TotalFina några större pre-tender offer tactics, det vill säga att de inte innan budet försökte förvärva stora aktieposter under sekretess via skalbolag. Elf Aquitaines CEO Jaffre förkastade tidigt budet och deklarerade klart och tydligt att budet var fientligt samt sitt ointresse till en fusion. Initialt kan Desmarest upplevas som naiv när han trodde att denna fusion skulle löpa på friktionsfritt när Total precis snuvat Elf Aquitaine på PetroFina. Men enligt vår analys var Desmarest och TotalFinas ledning mycket väl förberedda på det kraftiga avståndstagande Jaffre uttryckte och var förberedda på den tuffa fusionstriden som väntade. Genom sitt första uttalande samt undvikande av pre-tender offer tactics och proxy fights utmålades inte Desmarest som någon ”ful fisk” som försökte ta över Elf Aquitaine på ojusta villkor.

Det fientliga budet från TotalFina kom troligen som en chock för Elf Aquitaine då de var Frankrikes största bolag och sågs som ett topprovdjur som ej kunde attackeras av andra franska bolag. Dessutom ägde staten en så kallad gyllene aktie i Elf Aquitaine varpå de kunde lägga in sitt veto mot investerare som ville förvärva mer än 10 %. Vi tror att Elf Aquitaines förebyggande försvarsåtgärder var mindre utvecklade just på grund av statens inflytande samt en relativt kort historia som publikt bolag. Detta resulterade i att endast aktiva försvarsåtgärder skulle verka effektivt.

Som aktiv försvarsåtgärd var inte greenmail eller standstill agreements något alternativ för Jaffre då Desmarest verkligen ville förvärva hela företaget och inte bara köpa delar av bolaget för att sedan sälja dem dyrt likt en ”corporate raider”. Istället försökte Elf Aquitaine i ett första skeende stoppa fusionen genom att använda rättsliga åtgärder. Detta är enligt oss bara ett sätt att vinna tid och på så vis möjliggöra sökandet efter en så kallad white knight eller white squire vilket kunde komma till Elf Aquitaines undsättning. Enligt analytiker målades utländska bolag som Royal Dutch Shell, Chevron Corp och ENI som potentiella white knights. Kort därefter kom en stor motgång för Jaffre då staten med sin vetorätt deklarerade att de ej skulle godkänna en utländsk investerare. Detta dråpslag lämnade enligt oss Jaffre i en återvändsgränd och var tvungen till allt mer desperata försvarsåtgärder och fann attack vara bästa försvar. Mottacken kom i det motbud Elf Aquitaine lade på TotalFina, ett så kallat pac-man försvar. Motbudet bestod av ett tender offer där Jaffre gick förbi TotalFinas ledning och gav ett smickrande bud direkt till TotalFinas aktieägare. Vi tror att anledningen till detta kuppertade motbud var att Jaffre insåg att Desmarest förmodligen aldrig skulle rekommendera budet till sina aktieägare. Något vi ifrågasätter är om Jaffre verkligen trodde att budet skulle

accepteras av TotalFinas aktieägare då budet kritiserades och ansågs svagt i affärspress. Enligt vår analys var detta spektakulära motbud mer ett sätt för ledningen i Elf Aquitaine att trissa upp TotalFinas bud då det troligen insett att fusionen ej var möjlig att avvärja. Till en början trodde förmodligen Jaffre och Elf Aquitaines ledning att de skulle kunna undvika eller själva förvärva TotalFina men med alla dråpslag de mötte från investerare till franska staten tror vi att Jaffres tankar gick mer mot att trissa upp priset på företaget.

Elf Aquitaines motbud utgjorde aldrig något större hot mot TotalFina då företaget hade ytterligare resurser att höja sitt bud på Elf Aquitaine. I början av september 1999 lämnade TotalFina sitt slutgiltiga bud som innehöll villkoren 19 Totalaktier mot 13 Elfaktier. Efter två månaders intensiv fusionsstrid var Desmarest troligen trött på Jaffres envisa motstånd och gav ett sockrat bud vilket enligt oss var väldigt snarlik en bear hug. I samband med budet uttalande sig Desmarest i media och hotade att gå förbi Jaffre, till Elf Aquitaines styrelse, om han fortsatte att trilskas. Detta sista drag i det strategiska maktspelet ledde Jaffre till förhandlingsbordet där de slutligen accepterade budet. Trots att fusionsförhandlingarna började mycket fientligt kom parterna i slutändan att enas i en vänlig fusion. TotalFina och Desmarest ansågs efter sammanslagningen som de riktiga vinnarna då fusionen skett på deras villkor. Efter vi nu studerat de båda fusionerna kan vi konstatera att Desmarest lyckats väl med sitt strategiska stärkande av Total i konsolideringsfasen av oljebranschen. Företaget hade nu lyckats växa från ett stort oljebolag i Europa till att verkligen bli en av de fem giganterna i världen.

Som tidigare nämnts genomfördes fusionerna på helt olika vis där den första fusionen med PetroFina var vänlig och där en lösning nåddes relativt fort. PetroFinas huvudägare ville sälja sitt innehav och parterna satte sig vid förhandlingsbordet direkt utan stora utspel i media. Vi tror att den generösa premien Total lade vid första budet ansågs av PetroFina som satisfierande och några större utspel i media skulle inte trissa upp premien nämnvärt utan kanske snarare väcka motstånd hos Totals aktieägare. En anledning som vi tror kan ha bidragit med den redan höga premien vid förhandlingsbordet var att Elf Aquitaine förväntades lägga ett bud och Total var högst angelägna om att ta hem affären snabbt för att möjliggöra nästa offensiv.

6 Slutdiskussion

I det sista kapitlet avser vi svara på de båda frågeställningarna som presenterades i inledningen. I tidigare kapitel har teori och empiri presenterats vilket låg till grund för den analys vi genomfört för att kunna besvara frågorna. Vi besvarar frågorna i den ordning de presenterats i inledningen och avslutar kapitlet med en slutkommentar om de båda fusionerna samt förslag till fortsatt forskning.

Vad kan ha motiverat den premie Total betalade vid förvärvet av PetroFina?

En starkt bidragande orsak till att så många fusioner skedde vid den här tiden var sjunkande oljepriser. De europeiska oljebolagen pressades till sammanslagningar på grund av de megafusioner som skett i USA. Av den anledningen tror vi att det främsta skälet till varför Total var villiga att betala en hög premie för PetroFina var att de ville förhindra att själva bli uppköpta. Det kan förklaras med ordspråket ”äta eller ätas”. Detta skäl för en fusion beskrivs i teorin som ett mindre bra, eller dåligt skäl och i just den enskilda fusionen mellan Total och PetroFina anser vi att premien var omotiverat hög. Det fanns visserligen synergieffekter att vinna vilket vi konstaterat i analysen, men vi anser att dessa inte var tillräckligt stora för att motivera den 37 % höga premien som Total betalade. Vi tror att denna fusion var ett första steg i en tvåfusionsprocess som skulle komma att skapa det Total som finns idag. Den första fusionen var helt avgörande för att uppnå en storlek som skulle krävas för att förvärva Elf Aquitaine i det andra steget av processen. Därför var Desmarest villig att betala ett överpris för att säkra förvärvet av PetroFina. Enligt oss lyckades Desmarest väl med att övertala sina aktieägare att det var synergieffekterna som var motivet bakom fusionen och få dem välvilligt inställda, utan att behöva offentliggöra sina planer på en fusion med Elf Aquitaine.

Hur kan de båda bolagens agerande förklaras utifrån ett mediaperspektiv då TotalFina förvärvade Elf Aquitaine?

TotalFinas Desmarest uttalade sig i media och förklarade att han inte förväntade sig något större motstånd från ledningen i Elf Aquitaine till en fusion. Han ville inte använda sig av ”fula” metoder som pre- tender offer tactics eller proxy fights för att förvärva Elf Aquitaine vilket skulle kunna ha svärtat ner Desmarest och TotalFinas rykte. Innerst inne var han förmodligen högst medveten om att det skulle bli en fusionsstrid, men trodde ändå att TotalFina skulle ha en finansiell styrka att ro affären i hamn till slut. Förklaringen till Jaffres häftiga motstånd var att Elf Aquitaine likt Total inte heller ville bli uppköpta samt att Total stal PetroFina framför ögonen på Jaffre och Elf Aquitaine. Det första naturliga steget för Jaffre var att försöka finna en white knight eller en white squire, men när den franska staten utslöt utländska investerare samt sade ja till TotalFina blev Jaffres handlingsmöjligheter få. I ett desperat försök att värja sig från TotalFina gav företaget ett spektakulärt motbud genom sitt pac-man- försvar. Jaffre hade två stora motgångar bakom sig i fusionsstriden med TotalFina; statens nekande till utländska investerare och investmentbankernas ljumna intresse att hjälpa till att finansiera motbudet. Anledningen till pac-man- försvaret ser vi snarare som ett sätt att trissa upp priset på Elf Aquitaines aktier än att Jaffre verkligen trodde att företaget skulle lyckas förvärva TotalFina. Desmarest såg förmodligen desperationen i Jaffres agerande och var trött på den utdragna fusionsprocessen och höjde slutligen budet för att nå en lösning. Jaffre såg nu inte längre några utvägar utan var tvungen att acceptera budet och genomförandet av en vänlig fusion var ett faktum.

Slutkommentar

Dessa båda fusioner hade varit svåra att analysera och förstå om de studerats var för sig. För att nå en rättvisande bild av vad som hände krävs att fusionerna ses tillsammans, eftersom det fanns ett starkt samband mellan dem. Fusionerna avspeglar hur svårt det kan vara för aktieägare att förstå företagets verkliga intentioner via utspel i media samt de dokument som publiceras i samband med fusioner. Dessa fusionsprocesser är långt mer komplicerade än vad som först kan tydas på ytan och kräver en djupare analys. Detta medför att situationen blir komplex för aktieägare som har mycket svårt att införskaffa den information som krävs för att ta ett rationellt beslut i frågan.

6.1 Förslag till fortsatt forskning

Vi har i vår uppsats gjort en fallstudie av de båda fusionerna där vi försökt få en övergripande bild av motiven till premien Total betalade för PetroFina samt TotalFinas och Elf Aquitaines agerande i samband med budgivningsprocessen företagen emellan.

Det skulle även vara intressant att utföra en liknande studie med tillgång till primärdata. Intervjuer med personer som besatt ledande befattningar inom de berörda företagen skulle innebära en möjlighet att få direkta svar på de frågor som rör de båda fusionerna. Resultatet av en sådan studie skulle vara intressant att jämföra med vårt resultat.

Ytterligare forskning där en djupare analys av synergieffekterna vid den första fusionen skulle även vara intressant. En analys av vilka synergieffekter som verkligen existerade och en mer exakt uppskattning av storleken i monetära termer skulle kunna jämföras med den premie Total betalade. Detta skulle på ett bra sätt spegla om Total betalade ett överpris eller ej.

Källförteckning

Böcker

- Applied mergers and acquisitions / Robert F. Bruner., Hoboken, N.J. : J. Wiley, 2004.
- Att utreda, forska och rapportera / Lars Torsten Eriksson, Finn Wiedersheim-Paul, Malmö : Liber, 2006
- Economics, Case, Fair, Gärtner, Heather, 1999, Prentice Hall Europe
- Forskningsmetodik : om kvalitativa och kvantitativa metoder / Idar Magnus; Holme Bernt Krohn Solvang; översättning: Björn Nilsson, Lund : Studentlitteratur, 1997
- Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning / Runa Patel, Bo Davidson, Lund : Studentlitteratur, 2003
- Mergers, acquisitions, and corporate restructurings / Patrick A. Gaughan, Hoboken, N.J. : Wiley, 2007
- Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions / Donald M. DePamphilis, San Diego : Academic Press, cop. 2003
- Mergers and acquisitions / Terence E. Cooke, Oxford : Basil Blackwell, 1986
- Mergers and acquisitions / Patrick A. Gaughan, New York : HarperCollins, 1991
- Mergers and acquisitions : a guide to creating value for stakeholders / Michael A. Hitt, Jeffrey S. Harrison, R. Duane Ireland, New York : Oxford University Press, 2001
- Oil politics : a modern history of petroleum / Francisco Parra, London : I. B. Tauris, cop. 2004
- The art of M&A : a merger acquisition buyout guide / Stanley Foster Reed and Alexandra Reed Lajoux, London : McGraw-Hill, 1998
- The essence of mergers and acquisitions / P.S. Sudarsanam, London ; New York : Prentice Hall, 1995
- The politics of the global oil industry : an introduction / Toyin Falola and Ann Genova, Westport, Conn. : Praeger, 2005
- Why carbon fuels will Dominate the 21st century's global energy economy / Peter R. Odell Multi-Science publishing Co.Ltd 2004

Uppsatser

Total- från olja till energi, 2005, Fredric Holm, Frida Jönsson, Bokförlaget BAS Handelshögskolan

Årsredovisningar

PetroFina, årsredovisning, 1998

Elf Aquitaine, årsredovisning, 1998

Artiklar

ANALYS: TOTAL/ELF Högoktanig blandning, Affärsvärlden, 1999-09-29

Business news: Petrofina is set to merge with Total of France, Country Report. Belgium, utgåva 1:a kvartalet 1999

ELF AQUITAINE COMMENCES TENDER OFFER FOR TOTALFINA SHARES, AMERICAN DEPOSITARY SHARES (ADS) AND WARRANTS IN THE UNITED STATES, API EnCompass: News, 1999-08-30

Elf Aquitaine Vows to Fend Off Suitor, New York Times Company, 1999-07-09, sidan 5, kolumn 1

Elf counterbids for TotalFina, Chemical Week International, 1999-07-26

Elf drops merger counter-bid for TotalFina, Petroleum Review, 1999-10-06

Eriksson, Robert, Elf hett byte i oljebolagens jakt på fusioner, Finanstidningen, 1999-07-06

Eriksson, Robert, Nytt bränsle till franskt oljekrig, Finanstidningen, 1999-07-20

Esposito, Frank, Total acquires Petrofina in \$12.9 billion deal, Plastics News, 1998-12-07, Volym 10, utgåva 43, sidan 35

FOCUS ON TOTAL AS PETROFINA SUITOR, Platt's Oilgram News, 1998-12-01, Volym 76, Nummer 231

Hedander, Isabelle , Totalfina tar hem spelet i franska oljebataljen, Finanstidningen, 1999-09-14

Hellblom, Ola, Total och Fina in i ännu en oljefusion, Dagens Industri, 1998-12-02

Håstad, Disa, Vänlig fusion Total Fina-Elf, Dagens Nyheter – ekonomi, 1999-09-15

Knott, David, Elf's counterattack, The Oil and Gas Journal, 1999-07-26, ISSN: 0030-1388; Volym 97, utgåva 30

Ledare: Oljekrisen 1998, Dagens Industri, 1998-12-03

Macdonald-Smith, Angela, Petrofina/Total/Rationalize -2: Could Optimize Refining, Dow Jones Energy Service, 1998-11-30

Macdonald-Smith, Angela, Total, Petrofina Cost Cuts -3: Total Seen Too Hasty, Dow Jones Energy Service, 1998-12-01

MERGERS II: Total-Petrofina Shouldn't Be Written Off, Daily Energy Briefing, 1998-12-14

Michelson, Marcel, FOCUS-Total buys PetroFina in share swap, Reuters News, 1998-12-01

Milmo, Sean, Elf Aquitaine Resists Total's Takeover Bid, Chemical Market Reporter, 1999-07-19, Volym 256, utgåva 3, sidan 8

Norée, Britt, Fransk oljekonflikt har nått kokpunkten, Dagens Industri, 1999-08-04

Norée, Britt, Total vinnare i oljesåpa, Dagens Industri, 1999-09-14

Oljefusionsfebern håller i sig, Svenska Dagbladet Näringsliv, 1998-12-02

Selander, Johan, Oljejätte fortsätter att växa, Svenska Dagbladet Näringsliv, 1999-04-03

Petrofina, Total Link Seen Offering Scope To Rationalize, Dow Jones Energy Service, 1998-11-30

Petrofina and Total catch merger mania, Petroleum Review, 1999-01-05

Petrofina strengthens Total's global upstream credentials. (merger of Petrofina S.A. and Total Compagnie Francaise des Petroles S.A.), Offshore, 1999-01-01

Raghavan, Anita and Woodruff, David, Elf CEO Hints At White Knight In Merger Fight, The Asian Wall Street Journal, 1999-08-12

Roll, Richard, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business, 59, nummer 2 (April 1986): sidan197-216

Rosin, Björn Erik, Fransk uppstickare utmanar oljejättarna, Svenska Dagbladet Näringsliv, 2000-02-25

Rönnow, Hans-Henrik, Fusioner: Oljejättarna vill bli färre men större, Dagens Nyheter – ekonomi, 1998-12-02

Strehlenert, Erika, EUROPABÖRSER: FÖRNYAT FOKUS PÅ FRANSK OLJEFUSION, Nyhetsbyrån Direkt, 1999-09-10

Swann, Richard, Washer, Jim, ELF AQUITAINE COUNTER-BIDS FOR TOTALFINA Raises stakes with "Pac-Man" defense, Platt's Oilgram News, 1999-07-20

Total and Petrofina merge oil divisions, Asian Chemical News, 1999-01-05

Takeover - TotalFina makes bid for Elf Aquitaine, European Chemical News, 1999-07-12

TotalFina attacks Elf to form fourth-biggest world oil giant ATTENTION - RECASTS ///,
Agence France-Presse, 1999-07-05

TotalFina makes 841.2 billion bid for Elf, The Oil and Gas Journal, 1999-06-12, ISSN: 0030-
1388; Volym 97, utgåva 28

Urquhart, Frank och Shand, David, TotalFina in hostile bid for Elf Aquitaine, The Scotsman,
1999-06-06

Young, Ian, Total to acquire PetroFina, Chemical Week, 1998-12-09, Volym 160, utgåva 47,
sidan 7

Internetsidor

Totals hemsida, www.total.com 20070506 11:50

Totals hemsida www.total.com 20070507 11:00

<http://www.di.se/Nyheter/> 2007-04-26, 20070429 13:00

Övriga dokument

Total-PetroFina Exchange Offer 1999

Elf Aquitaine, Form, 1999

Bilaga 1

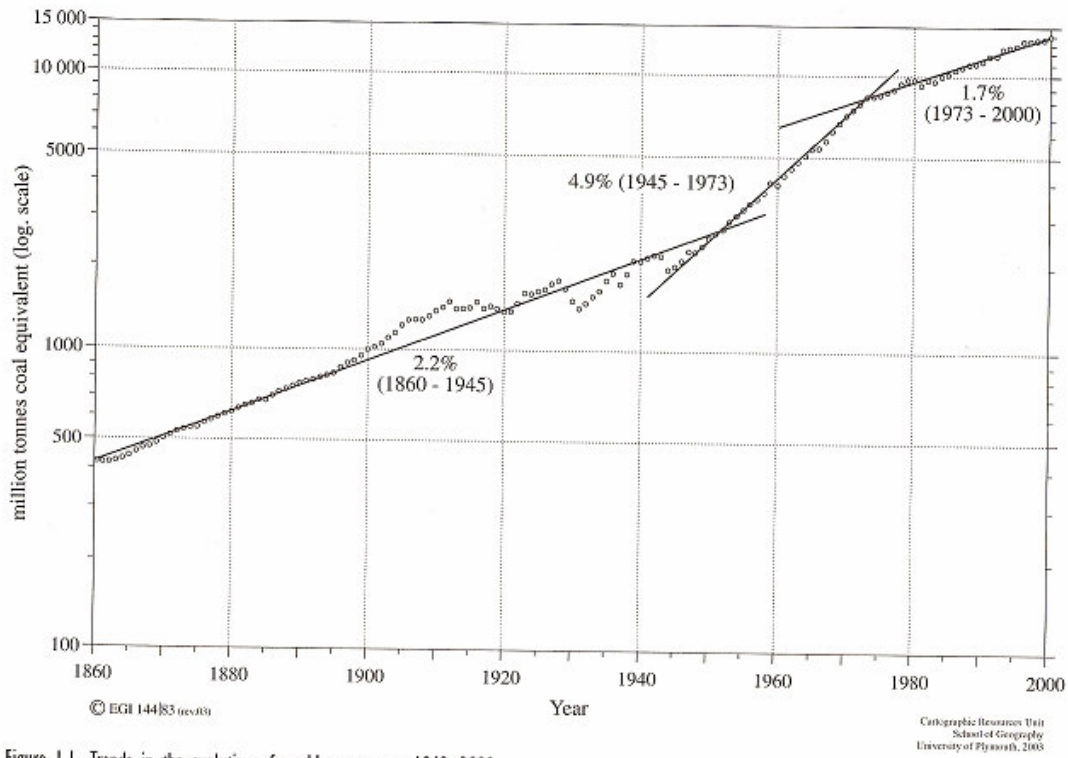


Figure 1.1 Trends in the evolution of world energy use, 1860–2000

Bilden är hämtad från Why carbon fuels will Dominate the 21st century's global energy economy av Peter R. Odell och beskriver världens energianvändning från 1860 till 2000.

Bilaga 2

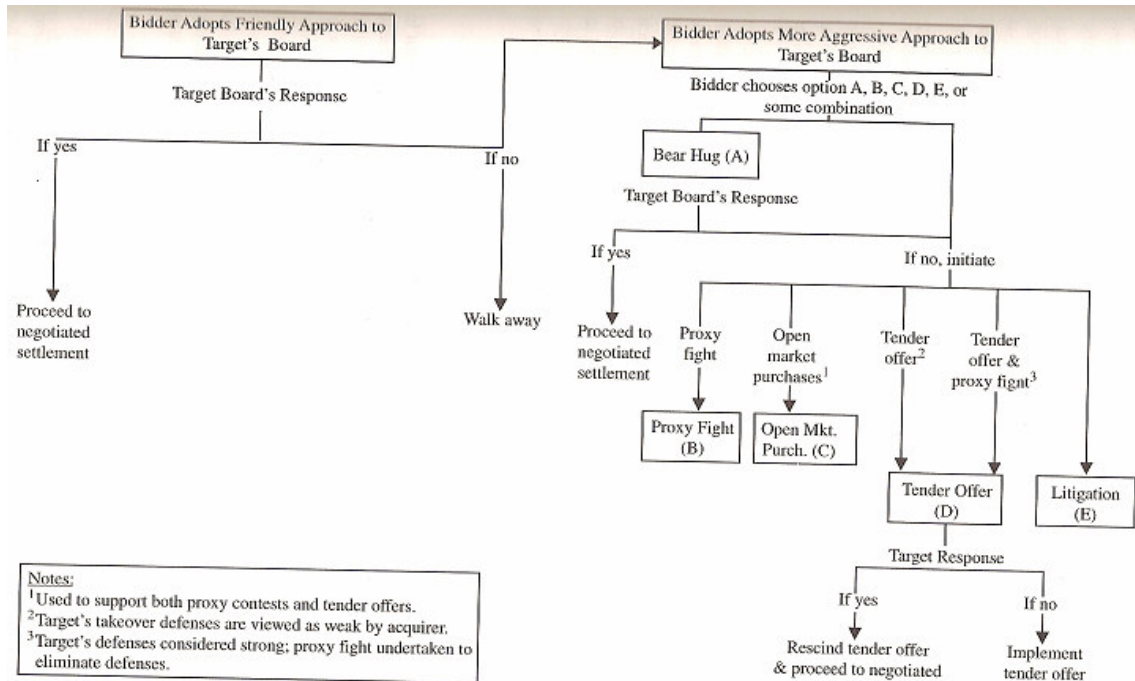


FIGURE 3-1. Alternative takeover tactics.

Bilden är hämtad ur Mergers & Acquisitions and other restructuring activities av Donald DePamphilis och beskriver möjliga vägval vid en förvärvssituation.