

LÖNAR DET SIG ATT SPEKULERA I BÖRSFUSIONER?

Av Bengt Rydén



Det tycks löna sig att göra korttidsspekulationer i aktier med anledning av fusionsrykten. Civilekonom Bengt Rydén har undersökt den effekten av börsnoterade företags fusioner under 60-talet och kommit till intressanta resultat.

Antalet samgåenden genom aktieförvärv eller fullständig fusion mellan börsnoterade företag har under de senaste åren ökat markant. I samband därmed tycks också intresset för kortsiktig spekulation i aktier i tilltänkta fusionsobjekt ha vuxit. Det är inte svårt att finna motiv för detta intresse. En del erbjudanden har uppenbarligen varit mycket förmånliga för innehavarna av aktier i de uppköpta företagen. Andra har däremot varit mindre förmånliga och ett fall till och med oförmånligt om man utgår från värdet av erbjudandet i relation till kursen på det tilltänkta fusionsobjektets aktie vid anbuds-tillfället.

Syftet med denna artikel är att presentera en undersökning som jag gjort av 1960-talets fusioner mellan börsföretag i avsikt att försöka belysa börsfusionernas ekonomiska intresse från kortsiktig aktieägarsynpunkt och utröna om det finns något enhetligt mönster under denna period beträffande förhållandet mellan anbuds värde och kursen på fusionsobjektets aktie.

De synpunkter som beaktas är huvudsakligen aktieägarnas i de uppköpta företagen. Köparföretagets aktieägare har naturligtvis också ekonomiska intressen i en fusion men de är av del-

vis annan karaktär och behandlas därför inte explicit i denna undersökning.

Under 1960-talet har 13 kända fusioner mellan börsnoterade företag varit aktuella. Tio av dem ingår i undersökningen. Två har uteslutits eftersom de tycks ha beslutats efter förhandlingar mellan köparen och en majoritetsägare i det köpta företaget. De ekonomiska villkoren för de enskilda aktieägare som senare kommit att inlösas är inte heller kända. Det tredje utelämnade fallet avser ett fusionsanbud som avlogs och som sedermera återtagits. Av de totalt 10 undersökta fallen har fyra inträffat under åren 1960—65 och de resterande sex därefter, flertalet under 1966. De uppköpta företag som ingår i undersökningen är följande med köpare och tidpunkt angivna inom parentes:

Svenska Diamantbergborrnings AB (Atlas Copco, 1960)

AB Stockholms Bryggerier (AB Pripp & Lyckholm, 1963)

Boxholms AB (AB Iggesunds Bruk, 1965)

Wifstavarfs AB (Svenska Cellulosa AB, 1965)

AB Svensk Filmindustri (Fastighets AB Hufvudstaden, 1966)

Wikmanshytte Bruks AB (Stora Kopparbergs Bergslags AB, 1966)

AB Addo (Facit AB, 1966)

Ström-Ljusne AB (Bergvik och Ala AB, 1967)

AB Iföverken (Skånska Cement AB, 1967)

Kohlswa Jernverks AB (Asea, 1968)

De två genomförda börsfusioner som inte ingår i undersökningen är följande:

Reymersholms Gamla Industri AB (Boliden AB, 1963)

Svenska Oljeslageri AB (Mo och Domsjö AB, 1963)

Fusioner — bra för vem?

Fusioner tycks ha en magisk förmåga att framkalla seglivade rykten med åtföljande spekulationsfeber på fondbörserna över hela världen. Bakom detta tycks ligga en mer eller mindre

grumlig tanke om att fusioner är någonting bra för aktieinnehavare. Ett enkelt ekonomiskt resonemang visar att denna tro långtifrån kan ges allmängiltighet. Bra för vem? För aktieägare i köparföretaget eller i det köpta företaget? Bättre än andra alternativ i eller utanför börsen?

Det är givet att en fusion från ekonomisk synpunkt *kan* vara positiv för aktieägarna i båda de fusionerade företagen (eller alla om det rör sig om fler än två). Summan av 1 plus 1 kan alltså bli större än 2. När det gäller värdet av en fusion för aktieägare i köparföretaget krävs i första hand en bedömning av företagsledningens skicklighet t ex när det gäller att bedöma teknisk utveckling och marknadsutsikter på längre sikt samt att genomföra och absorbera besvärliga organisatoriska förändringar inom den nya enheten. Bristande förmåga eller felaktiga prognoser i bl a dessa avseenden från köparföretagets sida kan förvandla potentiella fusionsvinster till belastande produktivitetsförluster. Enbart riskerna för att någon av dessa eller andra väsentliga uppgifter i samband med fusioner inte klarats av tillfredsställande borde stämna den genomsnittlige fusionspekulanten till eftertanke. Det gäller naturligtvis ägare av köparföretagets aktier.

"Att betala litet extra..."

Aktieägare i köparföretaget och det köpta företagen *kan* alltså ha gemensamma intressen. Men deras intressen kan också vara motsatta. Det gäller framför allt frågan om fusionens ekonomiska villkor. Köparföretaget är intresserat av att göra en så bra affär som möjligt, dvs att vid given värdering av det köpta företaget betala ett så lågt pris som möjligt för dess aktier. Ägarna av det köpta företagets aktier har det motsatta intresset: att få ett så högt pris som möjligt för sina aktier. Två börsnoterade företags ledningar är naturligtvis medvetna om dessa intressen och krav från sina aktieägare när de ställer sina villkor under förhandlingar-

nas gång. Regeln torde vara att en för alla parter tillfredsställande kompromiss blir uppnådd. Det antyds bl a av att av prisskäl spruckna förhandlingar eller öppna stridigheter i samband med fusioner tycks vara mycket ovanliga i Sverige jämfört med i utlandet, t ex Storbritannien och USA. Det är rimligt att tänka sig att normalfusionen bedöms medföra vissa uppskattade integrationsvinster som delas ungefär lika beroende på förhandlingsparternas relativa skicklighet och styrka i förhandlingarna. Det är också rimligt att tänka sig att köparen känner sig tvungen att betala litet extra för att vara tillräckligt säker på att få en majoritet eller ofta minst 90 procent av aktiekapitalet i det tilltänkta fusionsobjektet säkrad. Aktieägarnas bedömningar kan ju avvika från företagsledningens och andra hinder än ekonomiska kan också bromsa. Trots svårigheten att göra en allmängiltig bedömning av aktieägarens ekonomiska intresse i fusioner skulle detta resonemang kunna tyda på att aktieägare i tilltänkta köpobjekt i normalfallet borde kunna räkna med att göra en vinst på affären. Det innebär i praktiken att värdet av anbudet per aktie i det köpta företaget som regel borde överstiga den vid anbudstillfället aktuella köpkursen på samma företags aktier. Det är naturligt att dessa vinstmöjligheter innebär en stimulans på börsen till kortsiktig spekulation i tilltänkta fusionsobjekts aktier.

Teorin och verkligheten — stämmer de?

Hur stämmer nu verkligheten med denna teori? — Väl medveten om svårigheter och risker har jag försökt finna svar på den frågan genom att för de tio ovannämnda fusionerna under 1960-talet jämföra värdet av förvärsanbudet per aktie i det tilltänkta köpobjektet med detta företags kursutveckling. Dessa båda värden har jämförts för tre olika tidpunkter: anbudsvärdet vid anbudstillfället med förvärsobjektets köpkurs samma dag samt en vecka och tre månader dess-

förrinnan. Huvudsyftet med de båda senare tidsjämförelserna är i första hand att eliminera effekten av ryktesspridning på grund av läckage om pågående förhandlingar m m. Sådana rykten har i flera fall visat sig kunna få betydande styrka just dagarna före offentliggörandet av anbudet. Det är därför rimligt att de eventuella vinsterna för aktieägarna i det tilltänkta köpobjektet minskar under dagarna närmast innan anbudet offentliggörs. Som nämnts har jag genomgående använt fusionsföretagens köpkurser. Eftersom det i samtliga fall har varit frågan om aktiebyten gäller detta även köparföretagen vid beräkningen av anbudets värde per köpt aktie.

Goda vinster — och snabba

Resultatet är mycket entydigt. De som av ett eller annat skäl ägt aktier i de köpta företagen — på grund av korttidsspekulation, som led i en långsiktig placeringspolitik eller av andra skäl — har i flertalet av de undersökta fallen också på mycket kort sikt (en dag) gjort stora vinster.

För de tio undersökta fusionsfallen var differensen mellan de båda värdena vid anbudstillfället i genomsnitt 18 procent. I några fall var fusionsryktena under dagarna närmast före anbudets offentliggörande uppenbarligen så starka och bedömdes så trovärdiga att skillnaden mellan de båda värdena så gott som helt uttraderades. I ett fall var kursstegringen nämligen 0 procent och i ytterligare ett fall drygt en procent. Det tyder på att ryktena i dessa fall var särskilt starka, bedömdes trovärdiga och var så preciserade att de till och med avsåg fusionens ekonomiska villkor. I ett fall låg differensen mellan 5 och 10 procent, i två fall mellan tio och 20 procent, i fyra fall mellan 20 och 25 procent och i ett fall över 30 procent. I typfallet var den kortsiktiga, d v s endags, vinsten för aktieägarna i de uppköpta företagen så hög som nära 25 procent vilket från dessas synpunkt måste betraktas som mycket förmånligt.

Som nämnts hinner ibland ryktesspridning och korttidsspekulation dämpa eljest möjliga vinster för innehavare av aktier i tilltänkta fusionsobjekt. Det framgår av att differensen mellan fusionsanbudets värde per aktie i det köpta företaget och köpkursen på dessa en vecka före anbudet var så stor som 27 procent genomsnittligt för de tio undersökta fallen, d v s nära 10 procentenheter större än motsvarande differens vid anbudstillfället. I det fall där de båda värdena hade utjämnats helt vid anbudstillfället var differensen mellan anbudsvärdet och kursvärdet en vecka tidigare drygt 20 procent, vilket skulle kunna ses som en indikation på ryktesspridningens och korttidsspekulationens omfattning just i det fallet. I det andra fallet med låg differens vid anbudstillfället var enveckasdifferensen drygt fem procent men beträffande det fallet är det känt att rykten cirkulerat under lång tid och att också spekulationer pågått länge. I samtliga fall utom ett var enveckasdifferensen större, ofta betydligt större, än differensen vid anbudstillfället. I tre fall översteg skillnaden 30 procent, i ytterligare tre fall låg den runt 25 procent, i ett fall runt 20 och i två kring drygt 10 procent.

Fusioner som inte blir av

För att eliminera effekter av ryktesspridning och korttidsspekulation under längre tid än veckan närmast före anbudstillfället gjordes samma differensanalys för en tidpunkt tre månader före anbudstillfället. Resultatet blev i stort sett det samma som för enveckasanalysen. Genomsnittsdifferensen blev drygt 26 procent men med betydligt större amplitud för värdena. I ett fall rörde det sig om en negativ skillnad, d v s en förlust för aktieägarna, på ett par procent, och i ett annat ytterlighetsfall rörde det sig om en vinst på över 40 procent. Den långsiktiga placeraren eller spekulanten kan alltså generellt sett inte sägas ha vunnit mer på fusioner i de undersökta fallen än den kortsiktiga (d v s minst

en vecka). I vissa fall har vinsten varit större, i andra fall mindre. När det rör sig om så lång tid som tre månader måste man emellertid komma ihåg att en rad olika inflytanden på kursutvecklingen försvårar jämförelsen.

De här siffrorna pekar på att det verkligen kan löna sig att till och med på mycket kort sikt spekulera i tilltänkta fusionsobjektsaktier — givetvis förutsatt att de tilltänkta fusionerna verkligen blir av. En fullständigt rättvis bedömning av lönsamheten i denna typ av spekulation måste också omfatta spekulationer i sådana fusioner som aldrig blir av. Exempel finns och om man tittar närmare på det senast kända fallet förefaller det knappast egendomligt att anbudet förkastades. Vid anbudstillfället var anbudsvärdet hela 28 procent lägre än köpkursen. Enveckas-differensen var 30 procent och tremånaders-differensen hela 78 procent. Av de undersökta fallen tycks man kunna dra den slutsatsen att det fordras betydligt större incitament för att få aktieägare att i vissa fall skiljas från sina aktier.

Marknad och motstånd

Resultatet av den här undersökningen kan jämföras med en motsvarande engelsk undersökning som jag kortfattat refererat i en tidigare artikel i denna tidskrift (nr 3/1968). I den undersökningen hade man räknat ut differensen mellan anbudsvärdet och kursvärdet en vecka före anbudet för ett urval fusioner som inträffade i England under våren 1967. Differensen uppgick till 20 procent, d v s något mindre än för det svenska materialet. Men den engelska undersökningen kunde dessutom ge den intressanta upplysningen att differensen var hela 60 procent i de fall där fusionen inte skedde som en "deal", d v s som ett avtal mellan de båda företagens ledningar, utan som ett "bid", d v s ett anbud direkt till det tilltänkta köpobjektets aktieägare, och där dettas ledning rekommenderade ägarna att inte acceptera anbudet. I de fall där ett nytt



företag kom in i bilden och bjöd blev genomsnittshöjningen 55 procent. I gruppen av förkastade anbud höjdes det ursprungliga anbudsvärdet med ända nio till 30 procent. Det tyder på att det kan löna sig att göra ett visst, till och med ganska svagt, motstånd mot ett fusionsanbud för aktieägarna i det tilltänkta fusionsobjektet. Det tyder också på att det för sådana aktieägare troligen är fördelaktigt om det finns en tillräckligt stor marknad för fusioner för att flera potentiella fusionspartners skall kunna uppträda och i konkurrens driva upp värdet av fusionsanbud. Uppenbarligen är denna marknad betydligt mindre i Sverige än i både Storbritannien och USA. Det tycks också som om den svenska benägenheten att nå samförståndslösningar genom kompromisser och därmed undvika öppna konflikter kan spela en viss roll också i fusionssammanhang. Om detta i det långa loppet är av godo eller ondo för enskilda aktieägare är naturligtvis omöjligt att säga på rak arm. Mycket tyder dock på att det minskar lönsamheten för kortsiktig spekulation i börsfusioner.

Men det spelar kanske ingen större roll. Den lönsamheten tycks ändå vara god nog.