



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

FEKP01 Examensarbete Magisternivå
Lunds Universitet
Företagsekonomiska institutionen
2011-01-10

Förvärv som tillväxtstrategi

- Carlsbergs och Heinekens köp av Scottish & Newcastle

Handledare:

Matts Kärreman

Författare:

Thomas Bergström

Joakim Moser

Carl Thomson

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till Er som har ställt upp på intervjuer till vår uppsats. Utan Er engagemang hade inte uppsatsen varit möjlig.

Vi vill även tacka vår handledare Matts Kärreman för dina synpunkter och kommentarer under skrivandets gång.

Thomas Bergström

Joakim Moser

Carl Thomson

Sammanfattning

Titel:	Förvärv som tillväxtstrategi - Carlsbergs och Heinekens köp av Scottish & Newcastle
Seminariedatum:	2011-01-14
Kurs:	FEKP01, Examensarbete magisternivå, Företagsekonomi, Avancerad nivå, 15 Högskolepoäng (HP)
Författare:	Thomas Bergström Joakim Moser Carl Thomson
Handledare:	Matts Kärreman
Nyckelord:	Förvärv, synergieffekter, tillväxtstrategier, beslutsfattande, agent-principal-problemet
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att studera vilka strategier som kan ligga bakom förvärv som görs av stora börsnoterade företag samt vilka aktörer som driver igenom ett uppköp och vilka tänkbara drivkrafter dessa har.
Metod:	Undersökningen har gjorts utifrån en kvalitativ metodansats med ett induktivt angreppssätt. Datainsamlingen består främst av semi-strukturerade intervjuer och artiklar samt Heinekens och Carlsbergs årsrapporter.
Teoretiska perspektiv:	Vår teoretiska referensram bygger på tidigare forskning kring förvärv.
Empiri:	Vår primärdata består av intervjuer med Christopher Fägerskiöld, Head of Merger & Aquisitions på KPMG, Jonas Lundgren, Senior manager & Associate Director Corporate Finance på KPMG. Vi har även intervjuat Svante Schriber, ekonomie doktor och forskare vid Handelshögskolan i Stockholm.
Slutsatser:	Ökad omsättning, lönsamhet och en högre aktiekurs som konsekvens av tillväxt genom förvärv ser vi som den främsta orsaken till ett uppköp.

Abstract

Title:	Acquisition as a growth strategy – Carlsberg and Heinekens purchase of Scottish & Newcastle
Seminar date:	2011-01-14
Course:	Major in Strategic Management. Master Thesis in Business Administration, 15 University Credit Points (15 ECTS).
Authors:	Thomas Bergström Joakim Moser Carl Thomson
Advisors:	Matts Kärreman
Key words:	Acquisition, synergies, growth strategies, decision making, agent-principle
Purpose:	The purpose of this thesis is to study possible strategies leading up to acquisitions made by quoted companies as well as which possible stakeholders that is pushing for a takeover and what possible intentions they may have.
Methodology:	The study was conducted with a qualitative method with an inductive approach. The data collection consists mainly of semi-structured interviews and articles as well as Heinekens and Carlsberg's annual reports.
Theoretical perspectives:	Our theoretical framework is based upon previous research on merger and acquisitions.
Empirical foundation:	Our primary data consists of interviews with Christopher Fägerskiöld, Head of Merger & Acquisition of KPMG, Jonas Lundgren, Senior Manager & Associate Director Corporate Finance at KPMG. We have also interviewed Svante Schriber, PhD and researcher at the Stockholm School of Economics.
Conclusion:	An increase in revenue, profitability and a higher share price as a result of growth through acquisition is the main reason for a takeover.

Innehållsförteckning

Inledning.....	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	3
1.3 Presentation av problemet	5
1.4 Problemformulering.....	5
1.5 Syfte.....	6
1.6 Disposition.....	7
Metod.....	8
2.1 Metodansats	8
2.2 Induktiv datainsamling.....	9
2.3 Trovärdighet.....	10
2.4 Avgränsning.....	11
2.5 Intervju	11
2.6 Intervjuobjekt.....	12
2.7 Källkritik.....	14
Teori	15
3.1 Tillväxtstrategier.....	15
3.2 Principal-agent-problemet	16
3.3 Vem gynnas av förvärv?	17
3.4 Förvärvsprestationer och direktörlöner	17
3.4.1 Effekt på aktiekurser	18
3.4.2 Direktörlöner	18
3.5 Intellectuellt kapital	19
3.6 Strategier för marknadsledare	20
3.6.1 Strategier för marknadsutmanare	20
3.7 Defensiva strategier	21
3.8 Tillväxtföretag enligt Hamberg.....	22
3.9 Typer av förvärv	22
3.10 Skatteeffekter.....	23
3.11 Två typer av bud vid ett uppköp	23
3.12 Synergieffekter	24
3.12.1 Kostnadsbesparande synergier	25
3.12.2 Intäktsgenerering synergier	25

3.13 Vd:ns påverkan vid uppköpsbeslut?	26
3.14 Branschförutsättningar	27
Empiri	28
4.1 Bryggeribranschen	28
4.2 Aktörerna i bryggeribranschen	29
4.3 Varför Scottish & Newcastle?.....	30
4.4 Carlsbergs identifierade synergier vid köpet av S & N	31
4.5 Heinekens identifierade synergier vid köpet av S & N.....	32
4.6 Ägarstruktur och ersättning	33
4.6.1 Heineken	33
4.6.2 Carlsberg	35
4.7 Aktiekurser i samband med förvärvet.....	36
4.7.1 Scottish & Newcastle.....	37
4.7.2 Carlsberg A/S.....	38
4.7.3 Heineken	39
4.8 Intervjuer.....	40
4.8.1 Intervju med Christopher Fägerskiöld, KPMG Head of M & A.....	40
4.8.2 Intervju med Jonas Lundgren, KPMG Senior Manager & Associate Director Corporate Finance, M&A.....	42
4.8.3 Intervju med Svante Schriber, ekonomie doktor och forskare vid Handelshögskolan i Stockholm.....	45
Analys	47
Slutsats	54
6.1 Diskussion.....	54
6.2 Metodologiska slutsatser	56
6.3 Teoretiska slutsatser	56
6.4 Empiriska slutsatser	57
6.5 Framtida forskning	57
Källförteckning	58
Figurer	58
Publicerade källor.....	58
Finansiella källor.....	60
Elektroniska källor	60
Muntliga källor - Intervjuer	61

Christopher Fägerskiöld, KPMG Head of Mergers & Acquisitions (Fusioner & Förvärv)	61
Jonas Lundgren, KPMG Senior Manager & Associate Director Corporate Finance, M&A.....	61
Bilaga 1 – Intervjuguide.....	62
Bilaga 2 – Intervjuguide.....	63

Kapitel 1

Inledning

Det inledande kapitlet presenterar studiens ämne via bakgrund och problemdiskussion. Problempresentationen leder sedan fram till formulering av problem och uppsatsens syfte. För att även ge en klar bild över uppsatsen uppbyggnad kommer dennes struktur att presenteras i ett dispositionsavsnitt.

1.1 Bakgrund

Att förvärva företag är en vanlig tillväxtstrategi och vi hör praktiskt taget varje dag i media om uppköp av företag för summor allt ifrån en spottstyver till astronomiska belopp. Till skillnad från organisk tillväxt ser företag chansen att kunna växa snabbt och bland annat öka omsättningen och ta marknadsandelar. Nackdelen är svårigheten att få en stadigvarande tillväxt då flera studier har visat att företag som förvärvat har samma eller sämre tillväxtmönster som konkurrerande företag, som vuxit organiskt, 3-5 år efter förvärvet.¹ Något som dock talar för en användning av tillväxt via förvärv för stora företag är den svårighet att växa organiskt som ofta uppstår när ett företag har vuxit sig tillräckligt stort på en marknad.² För stora noterade bolag ligger fokus ofta på att växa, vare sig det gäller marknadsandelar, omsättningen eller lönsamhet.

Enligt en undersökning av Citigroup år 2008 har antalet samt värdena relaterade till fusioner och förvärv ökat avsevärt de senaste åren vilket kan ses i nedanstående tabell.

	2003	2004	2005	2006	2007
Globalt	1361	1864	2674	3607	4376
Norden	62	70	137	158	163

Figur: Uppskattade siffror i miljarder dollar (Schriber 2009)

Den 25:e januari 2008 blev det officiellt att det danska bryggeriet Carlsberg tillsammans med holländska Heineken köper det skotska bryggeriet Scottish & Newcastle (S & N) genom deras nyligen startade samriskföretag, Sunrise Acquisitions, där Carlsberg tog över 54,5 % och Heineken resterande. Efter att S & N tackat nej till ett flertal bud kunde parterna slutligen komma överens om en köpesumma på 7,8 miljarder pund (cirka 86 miljarder SEK) vilket

¹ Kwangmin Park (2011)

² Kwangmin Park (2011)

motsvarar 8 pund per aktie³ (cirka 88 SEK). Tanken med detta köp var att de båda bryggerierna delade upp S & N så att Carlsberg främst tar kontroll över Baltic Beverages Holdings AB (BBH) som tidigare ägdes av Carlsberg och S & N tillsammans och som främst är verksamt i Östeuropa och Asien.

För Heinekens del innebar affären ett övertagande av S & N's verksamhet i Storbritannien, Irland, Portugal, Finland, Belgien, USA och Indien. Jean-Francois van Boxmeer, VD och ordförande för Heineken, sade att avtalet även skulle göra bryggeriet till Europas ledande samt att affären skulle innebära möjligheter för Heineken som varumärke att växa på lönsamma marknader.⁴

Carlsberg fick i och med köpeavtalet stå som ensam ägare till Baltic Beverages Holding (BBH), ett samriskföretag som tidigare ägdes tillsammans med S & N.⁵ Förutom ägandet av BBH som är en ledande aktör inom bryggeriindustrin i Ryssland, Ukraina, Kazakstan samt de baltiska länderna tar Carlsberg bland annat över S & N's franska, grekiska och kinesiska verksamhet.⁶

Efter en utdragen köpprocess med diverse dispyter mellan parterna angående ägarförhållanden och köpeskilling slöts alltså slutligen ett avtal. De högsta cheferna för de båda köpande bryggerierna, Carlsberg och Heineken, har båda uttalat sig om vilka möjligheter köpet öppnar upp. Samtidigt som intentionerna med köpet av Scottish & Newcastle skall vara till fördel för respektive företag visar studier, som tidigare nämnts, att över hälften av de förvärv som görs misslyckas, åtminstone i någon mån.

Uppmärksamheten är som sagt stor i media när ett företagsförvärv görs, ekonomisk dagspress som Dagens Industri och Affärsvärlden ger ämnet stort utrymme både i sina tidningar och på deras hemsidor. En anledning till denna uppståndelse är att ett företagsförvärv medför strategiska förändringar och är därför viktiga för ett samhälle.⁷ Exempel på en strategisk förändring kan vara att en fabrik vid ett förvärv flyttar utomlands vilket är betydelsefullt för samhället och uppmärksammas därför i media. När detta händer så kopplar folk förloppet till att uppsägningar kommer att ske, eller att den väldigt omtyckta företagskulturen kommer att förändras med de nya ägarna. Folk upplever en känslomässig oro vid strategiska förändringar. En oro som kan vara befogad då en annan förklaring till den stora uppmärksamhet som ges i media är att ett företagsförvärv innefattar stora risker. Om förvärvet inte faller väl ut kan

³ www.beverageworld.com

⁴ Ibid

⁵ Ibid

⁶ Ibid

⁷ Sevenius (2003)

kostnaderna bli större än väntat då synergieffekterna inte blir som förväntat. Följden av detta kan då bli minskad personalstyrka för att kapa de oönskade kostnaderna som nu har uppstått. En annan förklaring till uppmärksamheten i media är naturligtvis också de svindlande köpeskillingar som ofta är aktuella vid företagsköp.

Forskning på området förvärv sker på flera håll där de flesta studier är av finansiell karaktär även om forskning också bedrivs inom områden som management, organisation och redovisning.⁸ Inom det för ämnet mest aktuella området, finansieringsområdet, så har forskningen visat på två erkända anledningar till varför företag anser sig kunna tjäna något genom ett förvärv.⁹ Den första är att både kostnader kan kapas och vinster skapas genom synergieffekter som förväntas falla in. Den andra anledningen är att det finns företagsledare med stora egon som vill tillgodose sina personliga mål och uppnå personliga fördelar. Detta kan då handla om att företagsledarna får en högre ersättning eller bonus om företaget växer sig större, vilket det gör genom ett förvärv.¹⁰ En annan förklaring till företagsförvärv kan vara att det handlar om att öka sin maktposition på marknaden vilket kan leda till en reducerad risk att det egna företaget själv blir föremål för ett uppköp.

Men det finns fler anledningar till att förvärv genomförs. Det kan handla om att effektivisera verksamheten i det uppköpta bolaget genom att byta ut ledningen som inte anses vara effektiv, uppnå diversifiering i sin företagsportfölj eller enbart att göra en vinst på förvärvet då marknaden anses ha gjort en felaktig värdering av företaget ifråga.¹¹ Den allmänna uppfattningen om företag som blir uppköpta är att dem är ineffektiva och mindre lönsamma i jämförelse med det företaget som agerar uppköpare.¹²

1.2 Problemdiskussion

Traditionellt sett finns det två typer av tillväxtstrategier för företag: organisk (intern) och genom förvärv (extern).¹³ Organisk tillväxt kommer genom företagets egna styrkor och resurser. Tillväxten tar ofta lång tid då det är svårt att åstadkomma snabba förändringar för interna tillväxtprocesser. Extern tillväxtstrategi är effektiv då ett företag genom uppköp och

⁸ Olve (1988)

⁹ Cheng & Leung (2004)

¹⁰ Ibid

¹¹ Belkoui (1978)

¹² Ibid

¹³ Kwangmin Park (2011)

förvärv snabbt kan skaffa sig dess önskade storlek.¹⁴ Företagsuppköp och förvärv ger det uppköpande företaget tillgång till redan existerande materiella samt immateriella tillgångar.

Grundtanken med ett företagsförvärv är att uppnå en snabbare tillväxt än vad som hade varit möjligt genom organisk sådan tack vare stordriftsfördelar, tillvaratagande av befintlig kunskap och andra resurser inom det förvärvade företaget. Förutom att stordriftsfördelarna kan sätta företaget i en bättre position kostnadsmässigt kan det även ge företaget större tillväxtpotential då det blir en större aktör på marknaden med mer inflytande.¹⁵

Dock är det inte sällan stora hinder måste övervinnas för att en snabbare tillväxttakt skall kunna bli verklighet. Arbetet efter ett företagsuppköp är en tidskrävande process och integrationsarbetet för att åstadkomma synergieffekter är ofta komplicerat.¹⁶ Dessutom tar det ofta mycket tid att rekonstruera det förvärvade företaget då vissa delar av det förvärvade företaget kan förefalla som mindre önskvärda. Genom att köpa ett företag som inte tillhandahåller exakt vad som är önskvärt för det uppköpande företaget finns det en risk att affären leder till en försämring av produktionen av varor eller tjänster.¹⁷ Svårigheter att integrera företagsförvärvet kan bli dyrbara och kostnaderna kan överskugga fördelarna av affären.

Huruvida uppköp och förvärv av företag är ett verkligt effektivt verktyg att åstadkomma en stabil tillväxt på längre sikt är inte riktigt verifierat enligt Park och Jang. Kulturella skillnader, både inom företaget och också området där det verkar, mellan det förvärvande och förvärvade företaget kan bli mycket kostsamt.¹⁸ Tidigare studier visar att efterarbetet av ett företagsförvärv är kostsamt, både tids- och pengamässigt, och att företag inte bör förvänta sig några omedelbara synergieffekter.¹⁹

Det finns många olika siffror på hur stor andel av de förvärv som görs som får anses vara lyckade kontra misslyckade. De oftast nämnda siffrorna är en andel på mellan 50-80% som anses vara misslyckade där till exempel Martin Orrbeck, i hans bok "Företagsförvärv i praktiken" ifrån 2006, hävdar att två tredjedelar av alla förvärv inte lever upp till de förväntningar som det köpande företaget hade innan uppköpet. Det finns självklart inte bara en anledning till att så blir fallet, det kan vara allt ifrån en för stor skillnad i företagskultur till

¹⁴ Ibid

¹⁵ Kwangmin Park (2011)

¹⁶ Ibid

¹⁷ Ibid

¹⁸ Ibid

¹⁹ Ibid

felräknade intäktssynergier eller andra uteblivna synergieffekter av olika anledningar. Klart är i alla fall att det i princip alltid är en stor risk förknippat med ett uppköp och ju större uppköp desto större risk.

Det är också intressant att ställa sig frågan om vem som ligger bakom uppköpen när statistiken säger att en majoritet inte blir så lyckade som det var tänkt från början. Här finns många tänkbara aktörer så som ägare, beslutsfattare på höga positioner inom företaget och styrelse. Vad kan de tänkas ha för drivkraft bakom ett beslut att förvärva ett företag?

1.3 Presentation av problemet

Statistiken säger alltså att flertalet av de förvärv som görs inte faller så väl ut som det var tänkt. Då anser vi det intressant att undersöka vad som ligger bakom uppköp, vilka som är drivande i en sådan process och vilka tänkbara motiv de kan ha för att motivera ett uppköp. När det finns relativt mycket risk relaterat till uppköp anser vi också att det är intressant att stora uppköp sker där företag till viss utsträckning sätter det egna företaget på spel, till exempel i form av nyteckning av lån med delar av det egna företaget som säkerhet. Ett exempel på ett sådant förvärv anser vi är Carlsbergs och Heinekens gemensamma köp av Scottish & Newcastle som vi kommer att undersöka utifrån frågeställning nedan.

I denna uppsats definierar vi begreppet strategi som de aktiviteter och processer som utförs av företaget i fråga för att uppnå uppsatta kort- och långsiktiga mål.

1.4 Problemformulering

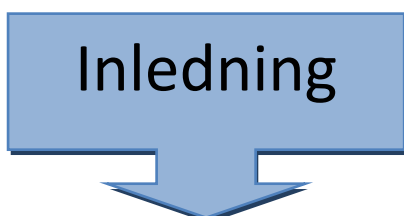
- **Vilka orsaker och möjliga strategier kan ligga bakom stora horisontella förvärv gjorda av noterade bolag och hur påverkar branschförutsättningar storleken av förvärv?**
- **Vilka är de drivande krafterna och aktörerna bakom uppköp och vilka tänkbara motiv kan de ha?**
 - Hur påverkar ägarstrukturen beslutet?
 - Vem är intresserad av att nå tillväxt via förvärv?
 - Vilka tar beslutet att förvärva?

1.5 Syfte

Syftet med uppsatsen är att studera vilka strategier som kan ligga bakom förvärv som görs av stora börsnoterade företag samt vilka aktörer som driver igenom ett uppköp och vilka tänkbara drivkrafter dessa har.

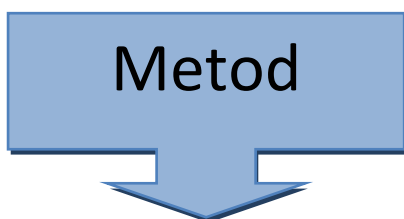
1.6 Disposition

För att tydliggöra och ge läsaren en klar överblick illustreras här uppsatsens struktur. Varje kapitel ges en kort presentation.



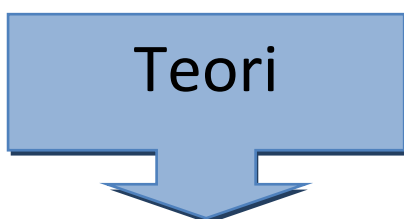
Inledning

Inledningskapitlet ämnar till att ge läsaren en bild av vad uppsatsen behandlar om och ge nödvändig information för att förstå kommande kapitel.



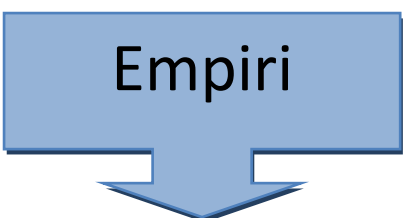
Metod

Detta kapitel innehåller resonemang kring tillvägagångssätt för studien samt metodval.



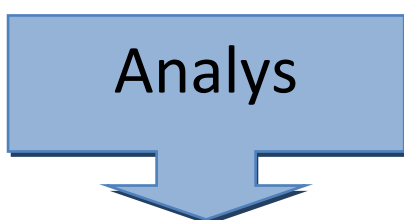
Teori

I detta avsnitt ges en presentation av de teorier som har använts för att analysera empirin.



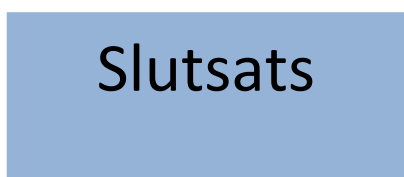
Empiri

I empirikapitlet presenteras de empiriska fakta som analysen baseras på.



Analys

I det här kapitlet knyter vi samma teori- och empirikapitlet utifrån vår teoretiska referensram som i tidigare kapitel har presenterats.



Slutsatser

I det avslutande kapitlet presenteras slutsatserna kring vår frågeställning. Här framförs även förslag till framtida forskning samt kritik till vår uppsats.

Kapitel 2

Metod

I metodkapitlet redogör vi för vårt tillvägagångssätt samt val av metod för att angripa vår frågeställning. Kapitlet syftar till att ge läsaren en förståelse för de val av tillvägagångssätt och själv kritiskt värdera dessa för att kunna göra en bedömning om studiens trovärdighet.

2.1 Metodansats

I litteraturen skiljs det mellan kvalitativ och kvantitativ metod vid val av metodansats för en undersökning.²⁰ Emellertid finns det inget som utesluter en kombination av ansatserna dock anser vi att den kvalitativa ansatsen lämpar sig bäst för vår studie. En kvantitativ ansats lämpar sig bäst när undersökningens syfte är att beskriva hur ofta ett visst fenomen inträffar eller dess omfattning.²¹ Den information eller data som samlas in är ofta enkel att behandla och kännetecknas också av en hög extern giltighet då denna typ av undersökningar ofta har en större grupp informationskällor vilket gör den lätt att generalisera.²² Å andra sidan gör den höga generaliserbarheten det svårare att gå på djupet i frågor vilket begränsar studien till att mäta relativt enkla förhållanden.²³ Fördelen med en kvalitativ forskningsmetod är att den sätter upp få hinder för de svar en respondent kan ge. Den lämnar utrymme för detaljer och nyanser vilket öppnar upp för en hög intern giltighet.²⁴ Respondenten bestämmer själv i stor utsträckning vad som är en "korrekt" uppfattning om ett problem.²⁵ Den främsta nackdelen blir att den respons som erhålls blir tämligen svår att generalisera samt att den kan vara ganska svårtolkad och komplex då uppgiftslämnaren har stort utrymme för att måla ut sin egen bild och har sin egen individuella tolkning av problemet.²⁶ En kvalitativ ansats lämpar sig väl då intresset bakom undersökningen ligger i att underlätta eller skapa en förståelse bakom ett begrepp eller fenomen.²⁷

²⁰ Jacobsen (2007)

²¹ Ibid

²² Ibid

²³ Ibid

²⁴ Ibid

²⁵ Ibid

²⁶ Ibid

²⁷ Ibid

Bakom företagsförvärv eller förvärvsstrategi ligger mänskligt arbete och tanken bakom dessa grundar sig i intressenters uppfattningar och förväntningar om vilket resultat företagsuppköpet kan ge. Av denna anledning, att grunden ligger i mänskligt arbete, är det ytterligare en motivering till att använda sig av en kvalitativ ansats.²⁸

2.2 Induktiv datainsamling

När vi har samlat in data för att kunna besvara vår problemformulering har vi i huvudsak använt oss av ett induktivt angreppssätt. Med det menas att utgångspunkten för en empirisk undersökning ligger i verkligheten. Den data som erhålls genom datainsamlingen testas mot olika teorier, modeller och begrepp och generella slutsatser dras utifrån detta.²⁹ Informationen som samlas in skall inte begränsas av forskarens egna förväntningar och uppfattningar utan skall resultera i att nya teorier kan formuleras.³⁰ För vår undersökning innebär detta angreppssätt att vi med hjälp av intervjuer och teorier som behandlar strategier samt vilka drivande krafter som finns bakom företagsuppköp skall besvara vår problemformulering. Utifrån detta kan vi sedan komma fram till förklaringar till köpet av Scottish & Newcastle.

Vår ambition med undersökningen är naturligtvis att den skall vara så trovärdig som möjligt varför vi undviker att måla upp förväntningar eller generella hypoteser kring förvärvet av Scottish & Newcastle. Vi skall snarare på ett objektiva och neutralt sätt, analysera hur Heineken och Carlsbergs strategier bakom företagsförvärvet ser ut och vilka de drivande krafterna bakom köpet var.

Ett alternativ till ett induktivt angreppssätt är att arbeta utifrån en deduktiv ansats. Att arbeta deduktivt innebär att teorier prövas mot den data som har samlats in.³¹ Med andra ord ställs redan existerande förväntningar och uppfattningar mot det insamlade materialet för att se om det finns en kongruens där emellan. Kritik som ofta riktas till att arbeta utifrån en deduktiv ansats är att forskaren, i stort sett oundvikligen, söker sådan information och data som i dennes tycke anses vara relevant och ge stöd för den aktuella undersökningens hypoteser vilket ger upphov till en risk att kanske vital information förbises.³²

²⁸ Bryman & Bell (2005)

²⁹ Rienecker, L et al. (2004)

³⁰ Jacobsen (2007)

³¹ Rienecker et al.(2004)

³² Jacobsen (2007)

Vilka slutsatser vi drar från vår analys är antagligen inte specifikt för just köpet av Scottish & Newcastle utan kan generaliseras till många företagsförvärv.

Den viktigaste och mest betydelsefulla primärdata för vår undersökning består av de öppna individuella intervjuer vi har gjort med experter på förvärv. Vår uppfattning är att intervjuer är mest passande då det även ger utrymme för individuella och personliga synpunkter på ett fenomen eller förhållande.³³ Det tillhör inte ovanligheten att observationer eller enkäter fungerar som ett komplement till intervjuer men detta faller utanför de ramar för vad vi finner intressant för vår undersökning. Vi motiverar detta med vår strävan efter att ha en öppenhet under våra intervjuer, något enkäter inte sällan begränsar.³⁴ Den sekundära data som har använts i vår undersökning består till största delen av litteratur, artiklar samt respektive företags offentligt gjorda information till marknaden. I referenslistan framgår vilka dessa är. En nackdel med studien är att material i olika former inte alltid är tillgängligt eller ger tillräckligt uttömmande svar även om de undersökta företagen är börsnoterade och tillhandahåller mer information till marknaden än privatägda sådana.

2.3 Trovärdighet

Naturligtvis ligger det i vår ambition att vår undersökning skall vara så tillförlitlig och representativ som möjligt. Vi vill med andra ord att vår uppsats skall uppnå en hög grad av validitet och reliabilitet. Validitet innebär huruvida undersökningens insamlade empiri är giltig och relevant och delas ofta in i två delkomponenter som behandlar intern och extern giltighet.³⁵ Med intern giltighet menas att undersökningen faktiskt mäter det som forskaren tror sig och har som avsikt att mäta.³⁶ Den yttre giltigheten handlar om huruvida resultaten från undersökningen går att generalisera eller om de är svåra att applicera och således är begränsade i andra sammanhang.³⁷ För att nå en hög grad av yttre giltighet har frågor till intervjuobjekten inte bara rört deras uppfattningar och funderingar kring Heinekens och Carlsbergs uppköp av Scottish & Newcastle utan formuleringen har varit på ett mer generellt plan om stora företagsförvärv. Dock är vi medvetna om att vi till vår nackdel, genom att använda oss av en kvalitativ metodansats, kan få svårt att generalisera resultaten på ett bredare plan då kvalitativa ansatser riktar in sig på att ge en rik beskrivning av situationen som

³³ Jacobsen (2007)

³⁴ Bryman & Bell (2005)

³⁵ Jacobsen (2007)

³⁶ Ibid

³⁷ Ibid

sådan.³⁸ Vi har riktat in oss på ett företagsköp inom en viss bransch men ställer generella frågor till intervjuobjekten om förklaringar till förvärv som företagsövertagelse. För att öka den interna giltigheten har majoriteten av datainsamlandet från sekundära källor hämtats direkt från Heinekens och Carlsbergs hemsidor, exempelvis årsrapporter och publika meddelanden.

Reliabilitet handlar om till vilken grad undersökningens resultat går att lita på.³⁹ En hög grad av reliabilitet likställs ofta med hög trovärdighet. Mer konkret handlar frågan om reliabilitet eller tillförlitlighet om huruvida resultaten skulle vara jämförbara om undersökningen hade gjorts ett flertal gånger med samma metod för datainsamling.⁴⁰

2.4 Avgränsning

Denna uppsats är avgränsad till bryggeribranschen och vidare till förvärvet av Scottish & Newcastle av de två, av oss, undersökta företagen Carlsberg och Heineken. Förvärvet är av horisontell karaktär (*definition återfinns i teorikapitlet*) och eventuella generaliseringar gällande de resultat vi får fram kan därför främst appliceras på förvärv av samma typ och inom liknande bransch, till exempel inom livsmedelsindustrin.

2.5 Intervju

För en undersökning av kvalitativ karaktär lämpar sig kvalitativa intervjuer bäst vilka tar form av att vara antingen ostrukturerade eller semistrukturerade. En tredje form av intervjuer, den strukturerade, passar bäst till kvantitativa studier.⁴¹

När det gäller den kvalitativa forskningen riktas fokus mot det generella vid formuleringarna av frågeställningarna. Här läggs istället tonvikten på den intervjuades syn och ståndpunkter på frågorna medan meningen bakom intervjun i en kvantitativ studie är att spegla forskarens intressen.⁴² Med andra ord finns det en distans i en kvalitativ studie mellan den som intervjuar och respondenten. Eftersom intresset vid kvalitativa intervjuer är riktat mot vad respondenten anser vara viktigt och relevant är det till intervjuens fördel om denna inte håller en för fast form utan kan röra sig i olika riktningar. Av denna anledning förhåller sig behovet av en färdigställd intervjuguide lågt vilket istället öppnar upp för att ställa uppföljningsfrågor till vad som

³⁸ Jacobsen (2007)

³⁹ Ibid

⁴⁰ Ibid

⁴¹ Bryman & Bell (2005)

⁴² Ibid

uppfattas som viktiga svar.⁴³ Annorlunda uttryckt är en kvalitativ intervju mer flexibel än en kvantitativ. Denna flexibilitet ger i sin tur utrymme för respondenten att måla ut och ge en mer detaljberikad bild av svaren denne ger. Den intervjuade får svara och associera fritt och intervjun tenderar ofta till att mer eller mindre bli som ett vanligt samtal.

Ett mellanting av den ostrukturerade och strukturerade formen av intervjuer finns den semi-strukturerade varianten som vi har använt oss av där intervjun i viss utsträckning bygger på en intervjuguide. Specifika områden som skall beröras har stått listade (*se bilagor*) men respondenten har lämnats med stor frihet att på eget sätt utforma svaren. Även om vi i viss mån har använt oss av en mall för våra intervjuer har vi inte sett det som en nödvändighet att ställa frågorna i en viss ordning utan har laborerat utifrån vad vi har ansett bäst för intervjuens riktning. Frågor som inte ingått i mallen har också ställts när vi har sett det nödvändigt få att få en större klarhet. Samtliga intervjuer som vi har genomfört har gjorts via telefon och även spelats in för att därefter transkriberas. Detta för att minimera risken om att gå miste om detaljer som har spelat en betydande roll för vår analys. Eftersom vi har genomfört muntliga intervjuer har det även gett oss möjlighet att kontrollera intervjusituationen vilket har varit till vår fördel då vi har haft möjlighet att klargöra eventuella missförstånd eller misstolkningar, både från vår och från intervjupersonens sida.

2.6 Intervjuobjekt

Då uppsatsen är koncentrerad kring bakomliggande strategier och motiv till varför ett uppköp görs så har våra intervjuer koncentrerats till personer med stort kunnande, insikt och lång erfarenhet inom just förvärvs- och fusionsområdet. Intervjuerna har därför skett med personer som har arbetat inom rådgivning till stora börsnoterade företag när dessa har genomfört förvärv. Detta är till vår fördel då rådgivarna ifråga har medverkat vid ett stort antal olika förvärv i olika branscher och har följaktligen en övergripande generell bild om förvärvsstrategier, motiv och de bakomliggande drivande krafterna.

Intervjuerna har genomförts med Christopher Fägerskiöld som är huvudansvarig för fusioner och förvärv på KPMG (*Head of Mergers & Aquisitions*) samt Jonas Lundgren som är verksam på samma avdelning på KPMG (*Senior manager & Associate Director Merger & Aquisitions*). Anledningen till att vi valde personer hos KPMG är på grund av deras goda rykte inom branschen.

⁴³ Bryman & Bell (2005)

KPMG är den globalt ledande rådgivaren sett till antalet genomförda affärer varför vi tror att deras åsikter och erfarenheter inom detta område är av dignitet. Personerna vi har intervjuat är idag bland KPMG:s mest erfarna personer inom M&A i Sverige med nästan 15 års bakgrund inom området. Fördelen med att intervjua ansvariga för rådgivningen vid M&A hos ett av världens mest erfarna företag inom området är att vi får svar från personer som har haft stor inblick i många olika förvärv, och följaktligen också kunnat se likheter och skillnader i de bakomliggande förvärvsstrategierna. De har också kunnat se om det finns samband mellan olika förvärv inom samma branscher eller vid ett jämförande mellan branscher.

För att styrka uppsatsens trovärdighet genomförde vi även en intervju med Svante Schriber, ekonomie doktor och forskare vid Handelshögskolan i Stockholm. Han har skrivit boken "Att realisera synergier" som vi använt som ämnesbakgrund till denna uppsats. Anledningen till att vi genomförde denna intervju var för att Svante Schriber får anses vara expert på området synergier vid fusioner och förvärv, där synergier är ett känt begrepp inom M&A-branschen och finns med som bakgrund till varje genomfört förvärv. Schriber har studerat synergier och effekter av dessa vid olika förvärvssituationer och är grundligt insatt på området. Vi anser att hans bild av ett stort uppköp och synergier som då kan realiseras ger en tillförlitlig bild av de bakomliggande anledningarna till varför ett förvärv genomförs. Vi anser även att han inte har någon anledning att ge oss en friserad bild av förvärvsprocesser. Han kunde ge oss ärliga och uppriktiga svar kring hans uppfattning om synergier och dess bakomliggande orsaker från en akademisk synvinkel.

Det optimala för oss hade varit att få intervjua både Heinekens VD Jean-François van Boxmeer, och Carlsbergs VD Jörgen Buhl Rasmussen tillsammans med någon person ur vardera ledning, men på grund av deras pressade schema var detta ej möjligt. Vi har pratat med pressansvariga på både Heineken och Carlsberg men blev där hänvisade till deras pressrelease i samband med förvärvet och respektive årsredovisningar. Vi kunde dock tillgodose oss den information vi ansåg oss behöva genom prospektet på uppköpet av Scottish & Newcastle som Carlsberg och Heineken har presenterat för sina respektive styrelser innan dessa godkände förvärvet, tillsammans med pressmeddelanden och årsredovisningar.

Vidare ville vi ha en intervju med en person hos PwC som är insatt på förvärvs- och fusionsområdet, dels för att PwC verkar som rådgivare inom fusioner och förvärv men också för att Svante Schriber har författat sin bok i samarbete med PwC. Vi blev först lovade en intervju med Jan-Olof Lindberg som är verksam inom synergier och förvärv, och som idag sitter i PwC:s ledningsgrupp. Dock drog Lindberg sig ur med hänvisning till ett mycket pressat

schema. Vi anser att förlusten av detta är av begränsad karaktär då vi dels har kunnat tillgodose oss information om området genom Svante Schribers bok om synergier som PWC har gett ut samt för att KPMG är en större aktör på området.

2.7 Källkritik

Att ha ett kritiskt förhållningssätt vid val av källor är av central betydelse. Det är av största vikt att det finns en överensstämmelse mellan den information som samlas in och användningssyftet i uppsatsen samt vilken trovärdighet källorna har.⁴⁴ Under processen med sökandet av källor sällas mycket information bort vilket ligger utom läsarens kontroll.⁴⁵ I och med detta finns det en risk att beskrivningen kan bli subjektiv.

Informationen som har legat till grund för uppsatsen är hämtad från både primära och sekundära källor. Till de primära källorna vi har använt oss av hör de intervjuer vi har genomfört med rådgivare inom förvärvsprocesser från KPMG och en forskare tillika ekonomie doktor vid Handelshögskolan i Stockholm. Eftersom informationen från intervjuerna baseras på intervjupersonernas personliga erfarenheter gör detta källorna svårare att bedöma. Även om våra intervjupersoner inte var med på något håll i köpet av S&N utesluter vi inte att deras positioner som rådgivare vid företagsförvärv kan påverka den bild de ger av förvärvsstrategier och motiv bakom dessa. Vi inser att våra intervjupersoner kan vara influerade av deras ställningar inom respektive. Naturligtvis ligger det i vår ambition att framställa en uppsats som är så objektiv som möjligt vilket vi har strävat efter under hela skrivandeprocessen.

Skillnaden mellan nedtecknade källor och intervjuer är att de senare tenderar att vara mer spontana. Å andra sidan kan de nedtecknade källorna vara mer genomtänkta och bearbetade.⁴⁶ Fördelar med sekundära källor är tillgången till redan insamlad data vilket har stort värde tidsmässigt. Att informationen redan är insamlad kan även vara en nackdel då informationen kan vara svårförståelig eller komplex i sin natur, att det kan ta tid att göra sig bekant med materialet samt att läsaren inte har någon kontroll över datamängdens kvalitet.⁴⁷ Dock anser vi, som studenter på magisternivå, ha tillräckligt med kunskap för att kunna sätta oss in i materialet och bedöma relevansen för vår undersökning.

⁴⁴ Jacobsen (2007)

⁴⁵ Ibid

⁴⁶ Ibid

⁴⁷ Bryman & Bell (2005)

Kapitel 3

Teori

I detta kapitel presenteras den valda teoretiska referensram som består av för uppsatsen relevanta teorier. Avsikten med kapitlet är att förbereda och ge läsaren en förståelse för efterföljande kapitel.

3.1 Tillväxtstrategier

För att utveckla en plan om företagets tillväxt och överlevnad kan ledningen utifrån analysen av företagets strategiska situation bedöma hur denna bäst skall förändras. Nedan beskriver Aaker olika tillväxtstrategier:⁴⁸

		Marknad	
		Existerande	Ny
Produkt-portfölj	Existerande	Marknadspenetration Inhemsk expansion	Marknadsutvidgning Internationell expansion
	Ny	Produktutveckling Sortimentsutvidgning	Diversifiering Konglomerat

Tillväxt på existerande produktmarknader; ett försök att uppnå tillväxt på marknaden som företaget redan är verksam på, detta görs med den existerande produktportföljen. Här krävs det att kunderna erbjuds något unikt i jämförelse med företagets konkurrenter för att uppnå långsiktig tillväxt. Olika marknadsföringsverktyg kan också vara ett sätt att nå tillväxt, dock är denna ofta kortsiktig och kan kräva stora resurser.

Produktutveckling på existerande marknad; detta gäller utveckling av nuvarande såväl som nya produkter, mer eller mindre i linje med den existerande produktportföljen. Utveckling av existerande produkter kan gälla såväl nya produkttegenskaper, utseende och tjänster kopplade till produkten.

Marknadsutveckling med existerande produkter; Att penetrera nya marknader i egenskap av ett stabilt företag med erfarenhet från den egna marknaden vilket gör det enklare att lyckas då företaget har användning för det intellektuella kapitalet som har uppkommit genom att vara verksam en längre tid. Märk väl att den kunskap som har uppkommit om den egna marknaden inte behöver vara användbar på den nya marknaden.

⁴⁸ Aaker (1998)

Nya produkter på nya marknader; det går inte att i samma utsträckning använda sig av det intellektuella kapitalet då företaget inte har samma kunskap om vare sig den nya produkten eller den nya marknaden vilket därför kan verka vara något av en lottdragning. De nya produkterna kan dock vara mer eller mindre besläktade med kärnverksamheten och nyttan av den förkovrade kunskapen är därför relativ till hur nära produkten och marknaden ligger den gamla verksamheten.

3.2 Principal-agent-problemet

I agentmodellen ses företagsledningen som agenter för ägarna, eller principalerna, som skall handla för deras intressen.⁴⁹ Eftersom kontrollen och ägandet av ett företag hålls åtskilda hävdar många att det finns en risk för att ledningen inte agerar efter aktieägarnas intressen utan snarare agerar så att det gagnar deras egenintressen. Detta kan då resultera i en agentkostnad, en för ägarna förlust av värde.⁵⁰ I praktiken är det vanligt att riskerna med problemet minimeras genom att begränsa antalet beslut som ledningen fattar där intressekonflikter kan uppstå. Det tillhör inte heller ovanligheten att utforma ledningens kontrakt på ett sådant sätt att det fungerar som en försäkring mot att de skulle sätta sitt egenintresse i första hand. Ofta binds ledningens kompensation mot företagets avkastning eller mot företagets aktiepris.⁵¹ Dock finns det en begränsning med denna strategi då det kan äventyra det rationella tänkandet vid beslutsfattande. Genom att binda ledningens kompensation mot prestation kan det få en sådan effekt att de tar beslut som är förenliga med stor risk. Det kan även få den effekten att det kan bli svårt att finna kompetent personal som är villiga att sitta i ledningen.⁵²

Agenter som verkar som rådgivare eller som på andra sätt är involverade i processen av förvärv av tillgångar, till exempel externa parter såsom revisionsbyråer, får inte betalt utifrån kvalitén på råden de ger. Istället grundar sig deras arvode på ett engångsbelopp som kan verka för att rådgivaren vill ha förvärvet igenom så snabbt som möjligt vilket kan försämra processen. Rådgivarens ersättning kan också baseras på att köpet verkligen går igenom eller kanske till och med en procentsats på köpesumman vilket gör att agenten har ett incitament att få upp köpesumman och därmed inte agerar utifrån arbetsgivarens bästa. Ett annat alternativ är att de fakturerar per timme vilket gör att de har ett incitament att få köpet att dra

⁴⁹ Orrbeck (2006)

⁵⁰ Berk et al. (2007)

⁵¹ Ibid

⁵² Ibid

ut på tiden. Oavsett kan det uppstå problem då de agerar utifrån deras egna intressen och har incitament att göra så.⁵³

3.3 Vem gynnas av förvärv?

Studier har visat att ägare av företag som köps upp ofta gynnas mer än beslutsfattare inom organisationen samtidigt som ägare inom det förvärvande bolaget ofta antingen inte gynnas eller till och med förlorar på ett uppköp. Detta samtidigt som beslutsfattare inom bolaget får mer makt då organisationen växer sig större och har därmed också argument för att höja sina förmåner.⁵⁴ Utifrån detta är det därför lätt att ställa sig frågan varför inte ägare röstar ner genomförandet av förvärv oftare.

3.4 Förvärvsprestationer och direktörlöner

Det har visat sig i en undersökning att direktörernas prestationer vid uppköp av företag är kopplade till hur ägarstruktur och direktörernas löner ser ut. I denna undersökning togs det av tidigare forskning fram sex olika hypoteser som forskaren hoppades att få stöd för, vilket han också fick i samtliga. Resultatet av analysen presenterades i två olika delar, den första delen visar en signifikant skillnad mellan uppköpets prestationer och kopplingen till företagets ägarstruktur och strategier framtagna av dessa ägare. Den andra delen visar sedan resultaten av de använda regressionsmodellerna för att bedöma ett eventuellt samband mellan uppköpets prestationer och storleken på direktörernas ersättningar. Där delades företagen in i tre olika grupper, företag med starka ägare, företag med svaga ägare som leds av direktörer, och företag där den starka ägaren även är direktör. Med en stark ägare menas här ett aktieinnehav som överstiger 5 %, med svag ägare menas ett aktieinnehav som understiger 5 %. Mätningarna av aktiekursen bestod sedan utav 3 tidsperioder, 1 dag innan och 1 dag efter, 3 dagar innan och 3 dagar efter och den sista var 5 dagar innan och 5 dagar efter att ett företag gick ut med att det hade lagt ett bud på ett annat företag. Det skall tilläggas att undersökningen är gjord på större börsnoterade företag samt att omgivningarna som förvärv genomförs i kan förändras på grund av politiska eller juridiska förändringar som också kan påverka aktiekursen. Det togs för givet att kapitalmarknaden är effektiv och direkt kan uppskatta de relativa fördelarna med ett förvärv som görs av ett börsnoterat företag, men

⁵³ Mcallister et al. (2008)

⁵⁴ Martos-Vila (2007)

slutligen skall sägas att information som är relevant för en händelse av intresse (t.ex. ett förvärv) kan läcka före tillkännagivandet, vilket redan då kan skapa reaktioner på kapitalmarknaden, och i förlängningen göra reaktionen i direkt anslutning till detta tillkännagivande obetydligt.

3.4.1 Effekt på aktiekurser

Effekten av att ett företag meddelar marknaden om ett uppköp är både betydande och negativ i form av sjunkande aktiekurs i alla tre tidsperioder för aktieägarna hos företag som har svaga ägare (>5%) och kontrolleras av direktörer.⁵⁵ Uppköp som däremot meddelas av företag där ägaren även är direktör, och företag med starka ägare (<5%) visar på en stigande aktiekurs över dessa tre tidsperioder.⁵⁶

3.4.2 Direktörlöner

Kopplingen till direktörernas löner vid ett förvärv i de olika företagsstrukturerna är också intressant. Vid företag med svaga ägare (>5%) som kontrolleras av direktörer visar resultatet att direktörlönerna har en positiv koppling till en ökning av företagets omsättning och storlek vid ett förvärv. Ju större tillväxt och omsättning desto högre lön.⁵⁷

Vid företag med starka ägare (<5%) så är istället kopplingen mellan direktörlönerna och större avkastning till aktieägarna. Det förväntas att förvaltarna (direktörerna) av dessa företag skapar mervärde för aktieägarna och när detta mervärde skapas, så stiger direktörernas ersättningar.⁵⁸

Slutligen menades att vid företaget som har en ägare som också är direktör och leder företaget gynnas ägaren när organisationen blir större på grund av ett förvärv eftersom det har en positiv effekt på aktiekursen. Men kopplingen till direktörernas ersättningar är även här att ju större företaget blir, desto större blir ersättningen, och följaktligen växer då också ägarens ersättning.⁵⁹

⁵⁵ Kroll et al. (1997)

⁵⁶ Ibid

⁵⁷ Kroll et al. (1997)

⁵⁸ Ibid

⁵⁹ Ibid

3.5 Intellectuellt kapital

Från industrialismen med mätbara påtagliga värden är vi nu i en tid där immateriella tillgångar såsom kunskap och varumärken är i fokus.⁶⁰ Något som i vissa sammanhang kallas ett kunskapssamhälle. Detta intellektuella kapital är all den information som finns inom organisationen eller företaget som densamma kan dra nytta av och som ger det en konkurrensfördel gentemot andra aktörer på marknaden.⁶¹

Enligt Tolleryd och Frykman finns det sju värde drivare som ökar värdet på ett företag och driver det framåt, varav fyra är inom det intellektuella kapitalet.⁶² Dessa är:

Varumärkets styrka; ett starkt varumärke är speciellt viktigt att ha i en marknad där aktörernas produkter är lika eller där företag kopierar varandras konkurrensfördelar så att de till slut är så pass lika varandra att varumärket är det enda särskiljande draget. Det fungerar också som en inträdesbarriär för nya aktörer som har svårare att ta marknadsandelar än på en marknad med svaga existerande varumärken. Precis som med andra immateriella tillgångar och intellektuellt kapital är det svårt att mäta exakt hur starkt ett varumärke är, men det vanligaste är att mäta antalet återkommande kunder samt antalet som har kännedom om varumärket.

Företagsledningens styrka och motivation; denna del avser den kunskap, erfarenhet med mera som de beslutsfattande personerna inom ett företag innehar, samt hur motiverade de är att göra ett bra jobb. Författarna, Tolleryd och Frykman, ger exempel på hur företag kan mäta dessa i form av ledningens bransch erfarenhet och utbildningsnivå. Motivationsnivån menar de kan mätas i andelen prestationsbaserad lön samt personalomsättningsgraden.

Innovationskraften; här menas hur innovativt företaget är i form av utveckling av nya och existerande produkter, inträden på nya marknader, hur företaget arbetar etc. Detta kan lätt bli subjektivt då det aktuella företaget ofta hävdar att de är innovativa. Tolleryd och Frykman menar att en del av innovationskraften kan mätas i hur stor del av omsättningen som härstammar från nyutvecklade produkter.

Den icke-personberoende kunskapen; här menas de icke-påtagliga värden som finns stadigvarande inom företaget och som inte är knutna till personalen.

⁶⁰ Jhunjhunwala (2009)

⁶¹ www.investopedia.com

⁶² Tolleryd et al. (2000)

3.6 Strategier för marknadsledare

När ett företag har en stor marknadsandel eller rent utav är marknadsledare är det självfallet att det finns en vilja att försvara den positionen. Kotler nämner flera olika försvarsstrategier för att göra detta:⁶³

- **Position defense (positionsförsvar);** företaget ser sin produkt som ovärderlig och en kassako även i det långa loppet och gör allt för att försvara denna.
- **Mobile defense (rörligt försvar);** företaget försöker bredda och diversifiera sin marknad för att växa sig större.
- **Pre-emptive defense (förekommande försvar);** ett försök att manövrera ut kommande hot innan de hunnit etablera sig, till exempel genom kraftiga prissänkningar. Detta är dock något som kan medföra kraftiga kostnader och får anses som en nödlösning.
- **Counter-offensive defense (anfallande försvar);** när ett hot identifierats attackeras detta (företaget) ofta med sikte på dess svaga punkt, till exempel kvalitet eller pris.
- **Flank-position defense (flankerande försvar);** vid hot av det egna företagets svaga punkter utökas sortimentet för att kunna konkurrera direkt med det attackerande företaget.
- **Strategic withdrawal (reträtt);** avveckling av de svaga punkter som finns inom den egna organisationen för att kunna fokusera på de egna styrkorna eftersom det annars skulle kräva för stora kapitalinsatser för att försvara något företaget anser sig kunna vara utan.

3.6.1 Strategier för marknadsutmanare

De aktörer som ligger strax efter marknadsledaren när det kommer till marknadsandel har två strategier att välja mellan för att säkerställa sin tillväxt eller för att i alla fall säkra den innehavande marknadsandelen. De kan antingen försöka ligga lågt för att inte verka som ett hot för sina konkurrenter, det vill säga som marknadsföljare, eller så kan de attackera marknadsledaren och andra aktörer inom branschen för att därmed förhoppningsvis kunna ta

⁶³ Kotler et al. (1999)

marknadsandelar. Att attackera marknadsledaren är ofta riskabelt, men eftersom det finns mycket att vinna görs detta ändå. En tillgång i kampen mot marknadsledaren är det som kallas *second-mover advantage*, vilket innebär att det attackerande ser vad marknadsledaren gör bra för att sedan göra det bättre samt undvika de som inte fallit väl ut. En attack mot mindre aktörer är ofta kombinerat med mindre risk och är vanligare inom branscher där marknaden består av ett fåtal stora aktörer och många mindre aktörer där de stora aktörerna ofta har vuxit genom att absorbera de mindre aktörerna. Dessa olika attacker kan ske på många sätt, till exempel en frontal attack. Detta innebär att ett företag attackerar en konkurrents styrkor så som pris och kvalitet där det är viktigt att det attackerande företaget kan matcha det utsatta företagets styrkor. En indirekt attack innebär ett angripande på det utsatta företagets svagheter för att undvika dess styrkor där det de snabbt kan få hårt motstånd.⁶⁴

3.7 Defensiva strategier

Begreppet defensiv strategi kommer från de aktiviteter som företagsledningarna kan ägna sig åt då de upplever att de är på väg att bli uppköpta mot sin vilja, en av dessa kallas för "*poison pills*" och den taktiken har fått sitt namn eftersom ledningen gör allt i deras makt för att förstöra för de tänkta köparna. Andra taktiker som har fått egna namn är "*stand still agreements*" och "*Green mail*". *Stand still agreements* innebär att det uppköpande företaget efter överenskommelse får en summa pengar för att inte utöka sitt aktieinnehav i det tilltänkta förvärvet. *Green mail* innebär att det uppköpta företaget köper tillbaka aktierna från det köpande företaget. Två andra defensiva strategier kallas "*white knight*" och "*white squire*", det förstnämnda innebär att företaget som riskerar att bli uppköpta av ett annat företag vänder sig till ett tredje företag som de föredrar att bli uppköpta utav när det föreligger uppköpshot. *White squire* betyder att ett företag blir erbjudna att köpa aktier till ett förmånligt pris, med motprestationen att de inte kommer köpa ytterligare aktier och lovar att rösta med styrelsens framtida förslag och inte emot. Företag kan även köpa eller sälja tillgångar i sitt företag för att göra sig själva mindre attraktiva och därigenom undvika ett förvärv vilket också kan ses som en defensiv strategi. Den absolut vanligaste strategin utgår från en viss form av spelteori, det vill säga att ett företag inser att ett köp inte är särskilt lönsamt men också att om en konkurrent köper företaget är det mindre lönsamt för det egna företaget på lång sikt. Här har företag två dåliga alternativ att välja på och väljer då det minst dåliga.⁶⁵

⁶⁴ Kotler et al. (1999)

⁶⁵ Ross et al. 2008

3.8 Tillväxtföretag enligt Hamberg

Det organisk växande: Företaget växer på marknaden utifrån dess egna resurser och erbjuder produkter som efterfrågas mer än marknadsgenomsnittet. Företag i denna kategori är känsliga för hur marknaden går i stort.⁶⁶

Tillväxt genom förvärv: Företaget ökar sina marknadsandelar genom förvärv av företag på den egna marknaden eller andra. De kan då även utnyttja eventuella synergieffekter. Nackdelen med den här strategin är ofta den oförmåga att bibehålla långsiktig tillväxt, till skillnad ifrån vid organisk tillväxt. Detta beror oftast på kapandet av kostnader i samband med köpet som är direkta och inte långsiktiga.⁶⁷

Det cykliska tillväxtföretaget: Här existerar det aktuella företaget i en bransch med stora svängningar i efterfrågan samt där det ofta finns stora fasta kostnader för företaget. Efterfrågan och därmed tillväxten är därmed alltså cyklisk.⁶⁸

Det stabila tillväxtföretaget: Detta är ofta en stor aktör på en mogen marknad där tillväxten korrelerar med genomsnittet för marknaden i stort. Den framtida tillväxten är därmed relativt förutsägbar.⁶⁹

3.9 Typer av förvärv

Även om det är vanligast att förvärva företag som är verksamma inom samma marknad eller en annan marknad men med liknande eller samma produkter finns det också exempel på företag som köper upp företag för att vertikalt integrera verksamheten. Det vill säga att istället för att använda sig av utomstående aktörer vid till exempel transport av sina produkter köper företag upp ett transportföretag och tar därmed ägande av en större del av värdekedjan för att på så sätt kapa kostnader i det långa loppet. Nedan följer en lista på olika typer av uppköp:⁷⁰

- **Horisontella uppköp:** ett företag förvärvar ett annat företag som verkar inom samma bransch och är ofta en direkt konkurrent men kan också verka, till exempel, på en annan geografisk marknad.

⁶⁶ Hamberg (2002)

⁶⁷ Hamberg (2002)

⁶⁸ Ibid

⁶⁹ Ibid

⁷⁰ Cartwright & Cooper (1996)

- **Vertikala uppköp:** de två aktuella företagen befinner sig på olika stadier i värdekedjan. Till exempel en tillverkare som köper upp en transportfirma.
- **Konglomerat:** ett företag som köper upp ett företag i en helt annan bransch.
- **Koncentrisk:** de förvärvande företaget och det som köps upp är inte i exakt samma bransch och därmed inte heller direkta konkurrenter men är ändå relaterade med varandra.

3.10 Skatteeffekter

Att genom ett förvärv minska sina skatteeffekter kan vara en stark drivkraft till varför ett uppköp genomförs. Denna skattereduktion kan då uppnås av att företag använder sig utav skattemässiga förluster som förvärvet har. Skattereduktion genom ett förvärv uppnås genom att det förvärvande företaget efter uppköpet nu har en företagsdel som går med vinst och en som går med förlust. Dessa kvittas mot varandra då förlusterna kan dras mot vinsterna och därigenom minskas skatten. Ett annat sätt för att uppnå reduktion av skatten är att företag börjar använda en outnyttjad upplåningsförmåga. Den outnyttjade upplåningsförmågan kan på olika sätt skapa fördelar, t.ex. att det uppköpta företaget har skulder som efter uppköpet skulle skapa en optimal kapitalstruktur. Det kan även vara så att båda företagen redan har en optimal kapitalstruktur vilket då leder till en ökad riskminskning då företaget också blir större som i sin tur öppnar möjligheter till att låna upp mer pengar. Den ökade räntekostnaden kan sedan dras av från resultatet.

För att förtydliga kan det sägas att ett företag med hög risk generellt sett har svårare att låna upp pengar jämfört med ett företag med låg risk, och vice versa. Därför kan den totala risken sjunka om två företag slås samman, vilket bygger på teorier om diversifiering.⁷¹

3.11 Två typer av bud vid ett uppköp

Fientligt bud;

Fritt översatt från engelskans "*hostile takeover*" vilket innebär att det aktuella uppköpet ej är förankrat i det tänkta förvärvets styrelse.

⁷¹ Ross et al. 2008

Vänligt bud;

Fritt översatt från engelskans "*friendly takeover*" där köpet istället är helt förankrat och sanktionerat i det tilltänkta uppköpets styrelse och hos dess aktieägare. Det kan även sägas att ett vänligt bud har betydligt mer gemensamt med en fusion än vad ett fientligt bud har.

3.12 Synergieffekter

De två vanligaste anledningarna till ett förvärv brukar förklaras i att företag antingen betalar mindre än vad företaget som blir uppköpt är värt, vilket naturligtvis alltid är intressant, eller för att komma åt synergieffekter vilket är ett vanligt begrepp att tala om i sådana här sammanhang. Med det menas de samordningsfördelar som det uppköpande företaget tror skall komma med förvärvet i och med att de två fristående organisationerna sätts samman till en. Detta medför möjligheter att kapa kostnader och att effektivisera många delar inom den "nya" organisationen. Något som ofta nämns är personalnedskärningar då det inte längre är nödvändigt att ha dubbla funktioner i form av marknadsavdelningar, huvudkontor, ekonomiavdelningar för att nämna några.

Ett känt begrepp inom ekonomisk teori är den om skalekonomier, där ju större ett företag är desto mer fördelar finns att utvinna. Detta gäller allt ifrån möjligheten att sätta större press på leverantörer till effektivare produktion då tillverkningen ökar samtidigt som de fasta kostnaderna är konstanta. Högre omsättning brukar också nämnas som en naturlig konsekvens av ett förvärv, inte enbart tack vare det förvärvade företags omsättning som kommer till, utan den möjlighet att öka försäljningen med hjälp av en starkare och större säljstyrka som kan erbjuda fler produkter samt den eventuella minskade konkurrensen som pressar priser.

Något som det inte talas lika ofta om i förvärvssammanhang, i alla fall inte ifrån det aktuella företaget som förvärvar, är den minskade konkurrens som uppstår som naturlig konsekvens vid uppköpet av en konkurrent. Detta är något som får antas är en av anledningarna till ett uppköp. Istället väljer företag att framförallt kommunicera de synergieffekter de tror att köpet skall leda till. Vidare finns det anledningar som kan vara marknadsandelsberoende då företaget ifråga genom ett förvärv vill öka sin marknadsandel. Ett annat sätt att se på det är viljan att motverka att en konkurrent istället gör förvärvet och expanderar. Synergieffekter som är tänkta att uppkomma av en strukturomvandling brukar ta en tid innan effekten visar sig på företags lönsamhet. Huruvida denna effekt kommer vara positiv eller negativ för företags ägare är svårt att säga i ett initialt läge.

När en sammanslagning görs så kommer med all sannolikhet ett antal olika dubbletter att uppstå i form utav huvudkontor, forskning och utvecklingsenheter osv. En av dessa dubbletter blir då överflödiga och kan säljas vidare och företaget får en intäkt. Det som händer är att det ej behövs lika mycket sysselsatt kapital i förhållande till omsättning som det behövdes tidigare, samma sak händer med inventarier i förhållande till försäljning. När företag sedan börjar sälja ut dessa dubbletter så kan de få igen en del av den på köpet spenderade summan och på så sätt minskas köpeskillingen då onödiga delar avyttras.⁷²

Effekter av synergier som är tänkt att komma utav uppköp är som tidigare nämnts antingen besparingsmöjligheter eller att sammanslagningen skall öka intäkterna och omsättningen. Normalt är det två olika sorters synergier som menas, den kostnadsbesparande och den intäktsgenererande synergieffekten.

3.12.1 Kostnadsbesparande synergier

Synergieffekter på kostnadssidan hos det uppköpta bolaget är ofta att företaget förflyttar administrativa enheter och huvudkontoret. Dessa slås antingen samman med det uppköpande bolagets enheter eller så läggs de ned om de anses vara överflödiga. Hos det uppköpande bolaget kan synergieffekter hämtas genom att företaget till exempel reducerar den totala säljavdelningen efter sammanslagningen av de båda. Även vanligt förekommande är att forsknings och utvecklingsarbete reduceras av samma anledning. Detta är exempel på synergier som ofta blir aktuella vid fusioner i läkemedelsbranschen där en stor del av kostnaderna ofta är förlagt till just utvecklingsarbete och säljavdelningen.⁷³

3.12.2 Intäktsgenerering synergier

Synergieffekter på intäktssidan är helt beroende på hur stor effekten av förvärvet kommer att ha på försäljningstillväxten, den är därför svår att beräkna. Skall en sådan tillväxt prognostiseras så finns det många aspekter som måste tas med i beräkningen. Det kan handla om reaktioner från företagets konkurrenter och myndigheter i omgivningen. Har företagen gemensamma kunder så kan tillväxtprognosen störas, och hur kommer dessa att reagera på uppköpet. Även beslut från konkurrensmyndigheter kan också få stor betydelse.⁷⁴

⁷² Ross et al. 2008

⁷³ Landelius et al. (1998)

⁷⁴ Ibid

Det har visat sig att företag har en tendens att överskatta både vart synergieffekter kommer att uppstå och värdet på dessa.⁷⁵ Svårigheter verkar ofta uppstå genom att det blir kulturkrockar när två företag slås samman och det tar både tid och kraft från företaget som nu måste koncentrera sig på interna frågor vad gäller integreringen av företagen.⁷⁶ Andra negativa frågor är den osäkerhet i bland personalen på grund av rationaliseringar som ofta görs i samband med fusioner och förvärv. Det kan dock ur en rent ekonomisk synvinkel vara en god idé att genomföra dessa rationaliseringar men risken är överhängande att det kommer skapa oro och dålig atmosfär i företaget.⁷⁷

3.13 Vd:ns påverkan vid uppköpsbeslut?

När studier visar att över två tredjedelar av alla uppköp och sammanslagningar misslyckas är det naturligt att ställa sig frågan vilka orsaker som ligger bakom dessa utfall. Studier har visat att en VD med en nästan överdriven självsäkerhet är mer benägen att driva igenom företagsuppköp av lägre kvalitet.⁷⁸ De övervärderar sin egen förmåga att generera avkastning och som ett resultat av detta betalar de ett för högt pris för det önskvärda företaget och genomför sammanslagningar av företag som inte är till fördel värdemässigt.⁷⁹ Det kan alltså handla om vinnarens förbannelse, där den högstbjudande mycket sannolikt har övervärderat företagets värde och bjuder därför mer än vad någon annan är villig att betala.⁸⁰

Under de senaste två decennierna har företag i USA spenderat mer än 3,4 triljoner dollar på över 12000 företagsuppköp. De stora förlorarna här har ofta varit aktieägarna för det uppköpande företaget. Mellan år 1980 och 2001 förlorade aktieägarna över 220 miljarder dollar när buden till köpen tillkännagavs.⁸¹

När en VD klassas som överdrivet självsäker är sannolikheten att ett företagsuppköp genomförs 65 % högre än om någon annan med samma position utan samma självsäkerhet. Reaktionen på marknaden blev betydligt mer negativ vid en tillkännagivande av ett bud på ett företag ifall Vd:n är överdrivet självsäker än om så inte skulle vara fallet.⁸²

⁷⁵ Landelius et al. (1998)

⁷⁶ Svenska dagbladet: Fusionsfebern gynnar aktieägarna mest, 1999-04-03

⁷⁷ Ibid

⁷⁸ Malmendier et al. (2007)

⁷⁹ Ibid

⁸⁰ Beck & DeMarzo (2007)

⁸¹ Malmendier & Tate (2007)

⁸² Ibid

Sammanfattningsvis innebär en överdriven självsäkerhet hos en VD att uppköpsfrekvensen ökar vilket också innebär att det i överlag sänker kvaliteten på företagsuppköpen och sammanslagningarna samt sänker förväntningarna på marknaden genom tillkännagivanden av sina bud.⁸³

3.14 Branschförutsättningar

Företag opererar i branscher som till naturen både har skillnader och likheter med varandra, företag inom dessa branscher har därför lika eller olika förutsättningar för tillväxt. Vissa branscher kräver till exempel större initiala kapitalinsatser vid en nyetablering. Det går alltså att finna branschtypiska tillvägagångssätt och bakomliggande strategier gällande förvärv och hur detta visar sig.⁸⁴

⁸³ Malmendier & Tate (2007)

⁸⁴ Hamberg (2002)

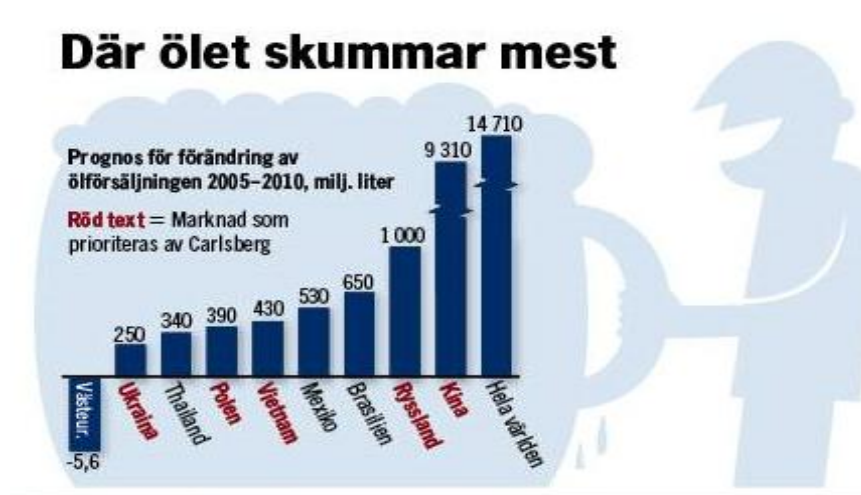
Kapitel 4

Empiri

Detta avsnitt består av insamlad relevant primär- och sekundärdata som ligger till grund för vår slutsats.

4.1 Bryggeribranschen

Ölbranschen har generellt sett bestått av många uppköp och fusioner då det har varit enkelt att kunna behålla varumärken för att nå olika segment samtidigt som företagen gemensamt har kunnat utnyttja distributionskanalerna för att relativt enkelt kunnat kapa kostnader. Väst- och Östeuropa är de marknader förutom U.S.A. som är mest konkurrensintensiva för ölbryggerier men det är också där som största delen av försäljningen ligger. Carlsberg har till exempel 62 % av sin omsättning som härstammar ifrån marknader i Västeuropa. Dock är marginalerna på dessa marknader i regel låga till skillnad från i Asien där Carlsberg har en genomsnittlig marginal på försäljningen på 31 % jämfört med i Västeuropa där marginalen är cirka 10 %. Dock så härstammar endast cirka 6 % av den totala omsättningen i Carlsberg ifrån den asiatiska marknaden 2009.⁸⁵



Figur: Veckans affärer: "Carlsberg fyller nya vattenhål" 2006-10-02

Asiens och Östeuropas ölkonsumtion är dock på uppgång samtidigt som Västeuropas konsumtion stadigt är sjunkande.

⁸⁵ Carlsbergs årsredovisningar 2006-2009

Ett exempel på detta är Storbritannien och Tyskland som är de största konsumenterna i Europa där ölkonsumtionen gick ned med drygt 5- respektive cirka 7 % mellan åren 2006 och 2008. Några undantag är Norge och Grekland där ölkonsumtionen gick upp med runt 10 % mellan samma år, de får dock anses som i sammanhanget små marknader. Även demografin i Västeuropa talar emot en tillväxt då befolkningen blir äldre samt att befolkningsökningen är så gott som obefintlig. Många ölbryggerier satsar därför mycket på att etablera sig på allvar på den östeuropeiska och asiatiska marknaden.⁸⁶ År 2006 gav dåvarande VD:n för Carlsberg en kommentar kring detta i en artikel i Veckans Affärer:

”I Västeuropa fortsätter vi att rationalisera produktionen och se över distribution och lagerhållning. Det är enda sättet att hålla uppe och öka vinsten.”⁸⁷ – Nils S Andersen, dåvarande VD Carlsberg

Carlsbergs största fokus ligger i att ha den snabbaste tillväxten på marknaden vilket kan utläsas i årsredovisningar och på den egna hemsidan men också i citatet nedan, ifrån Vd:n för Carlsberg, där han kommenterar förvärvet av Scottish & Newcastle.

“This is a truly transformational transaction for Carlsberg. In a single step we have created the world’s fastest growing global brewer. We now have full control of our destiny in Russia and other BBH territories and I am truly excited about the new opportunities this will present to us.”⁸⁸

–Jörgen Buhl Rasmussen, VD Carlsberg Group

4.2 Aktörerna i bryggeribranschen

Bryggeribranschen ser relativt sett likadan ut oavsett vilken marknad det gäller, på det sätt att marknaden består främst av ett mindre antal stora aktörer som har en majoritet av den totala marknaden med flertalet varumärken i sina portföljer.⁸⁹

⁸⁶ www.brewersofeurope.org

⁸⁷ Veckans affärer: “Carlsberg fyller nya vattenhåll” 2006-10-02

⁸⁸ Carlsbergs börsmeddelande 25/01-2010

⁸⁹ www.svenskaolframjandet.se

Resten består av till största del importerade ölsorter samt mindre bryggerier samt mikrobryggerier där tillverkningen sker i liten skala. Så är det även i Sverige som kan ses i listan nedan. Detta visar på, som vi tidigare konstaterat, att ölbryggerier köper upp varandra eller går samman för att kunna utnyttja de olika varumärkena för att nå flera segment samtidigt som företagen drar nytta av synergieffekter så som åtgång till distributionskanaler och en större produktion. Dessa stora svenska ölbryggerier är:

Carlsberg; har bland annat, de för svenskar kända varumärkena, Pripps och Falcon men även en stor del av systembolagets sortiment.⁹⁰

Spendrups; tillverkar bland annat Norrlands Guld och Mariestads.⁹¹

Åbro; tillverkar främst olika varianter av Åbro-öl men har också öl med lägre kvalitet såsom Anderssons och Kung.⁹²

Kopparbergs; har störst fokus på tillverkning av cider men tillverkar också ölmärkena Sofiero och Zeunerts.⁹³

Kronleins; Three Hearts och Crocodile som de mest kända varumärkena i portföljen.⁹⁴

4.3 Varför Scottish & Newcastle?

Förvärvet är från Carlsbergs sida sett en del i deras strategi att bli det snabbast växande ölföretaget i världen med tanken att nå nya marknader samt att ta marknadsandelar på existerande marknader, men också att nå nya distributionskanaler på dessa marknader. Det kanske mest attraktiva med köpet för Carlsberg är att stå som ensam ägare till BBH vilket enligt dem själva skall stärka deras positioner i Östeuropa och Asien. Carlsberg betraktar BBH som nyckeln till en stark tillväxt. Företaget ville också åt vissa av S & N's varumärken som skall stärka Carlsbergs varumärkesportfölj med både lokalt och internationellt förankrade ölmärken.⁹⁵

För Heineken är målet att vara det ledande bryggeriet på varje marknad de är verksamma på samt att ha världens mest framstående varumärkesportfölj som stärks ytterligare genom köpet

⁹⁰ www.carlsberg.se

⁹¹ www.spendrups.se

⁹² www.abro.se

⁹³ www.kopparbergs.se

⁹⁴ www.kronleins.se

⁹⁵ www.carlsberg.dk

av S&N då de får en starkare ställning på den Västeuropeiska, Amerikanska och Indiska marknaden med de förvärvade öl- och cidermärkena. Tillgången till cidermärkena är en diversifiering som särskilt stärker Heinekens närvaro på den brittiska cidemarknaden som växer med nästan 20 % årligen.⁹⁶

4.4 Carlsbergs identifierade synergier vid köpet av S & N

- Effektivisering av produktionen i det förvärvade bolaget
- Skalfördelar
- Åtkomst till explicit och implicit kunskap hos S & N
- Åtkomst till distributionskanaler
- Kunskap om nya marknader

Carlsberg räknade med att kunna använda sig av den erfarenhet som finns inom det egna företagets produktion för att effektivisera produktionen hos S & N, och kanske framförallt hos BBH, och därmed kunna kapa kostnader. Företaget räknade ytterligare med att dra nytta av de stordriftsfördelar där de till exempel får större möjligheter att kunna sätta press på leverantörer.⁹⁷ I ett slag förvärvar de även stor kunskap om de marknader som Carlsberg antingen inte varit verksamma på eller där verksamheten varit blygsam. De förväntade sig även att kunna använda sig av de nya distributionskanalerna för de redan innan existerande varumärkena.⁹⁸

Carlsberg beräknar att de identifierade synergier skall kunna uppgå till cirka 1,3 miljarder DKK om året tre år efter förvärvet där integrationen av BBH skall ge 1 miljard DKK och en effektivisering av verksamheterna i framförallt Frankrike och Grekland skall ge cirka 0,3 miljarder DKK.⁹⁹

Enligt Carlsbergs årsrapporter 2008 och 2009 har företaget uppnått de värden som de ansåg sig kunna uppnå som konsekvens av de synergier som företaget identifierade i samband med köpet av S & N.

⁹⁶ www.beverageworld.com

⁹⁷ Carlsbergs börsmeddelande 25/01-2008

⁹⁸ Carlsbergs börsmeddelande 25/01-2008

⁹⁹ Carlsbergs kallelse till aktieägarstämma 10/03-2008

De uppstod framförallt vid inköp och implementering av Carlsbergs ”*excellence program*” på de nya verksamheterna vilket innebär en rationalisering och strömlinjeformning av alla delar i organisationen.¹⁰⁰

4.5 Heinekens identifierade synergier vid köpet av S & N

- Starkare position genom ökad marknadsandel i Västeuropa
- Starkare position genom starkare ställning i USA, Kanada och export till Karibien
- Kostnadssynergier i Västeuropa och Nordamerika genom effektivare inköpscentraler, större inköp
- Effektivare produktion
- Effektivare distribution genom åtkomst till nya distributionskanaler

Även Heineken räknar främst med att kunna kapa kostnader inom den förvärvade produktionen och distributionen.¹⁰¹ De totala synergierorna skall enligt företagets ledning (Heineken) uppnå till cirka 1,3 miljarder SEK årligen det fjärde året efter att köpet gick igenom. Det vill säga från och med år 2012.¹⁰²

¹⁰⁰ Carlsbergs årsredovisning 2008, 2009

¹⁰¹ Heinekens årsredovisning 2008

¹⁰² www.reuters.com

4.6 Ägarstruktur och ersättning

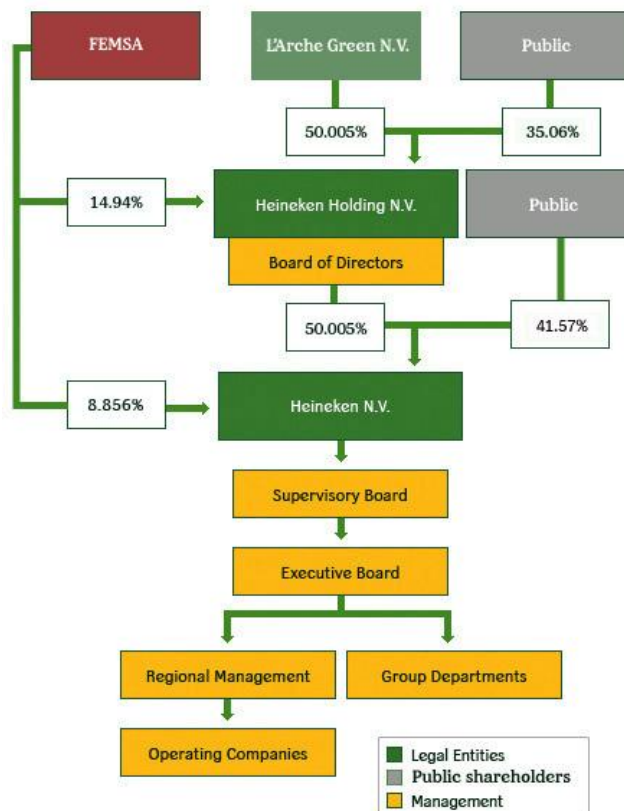
4.6.1 Heineken

Heineken N.V. ägs till hälften av Heineken Holding N.V. För den näst största andelen av ägarintresse står olika aktieägare som motsvarar drygt 41 %. Det resterande andelsinnehavet står FEMSA för, som är ett ledande konsumentföretag i Latinamerika.¹⁰³ Majoritetsägaren i Heineken N.V., holdingbolaget Heineken Holding N.V., ägs i sin tur till drygt hälften av L'Arche Green N.V. som huvudsakligen ägs av Heineken (88,42 %).¹⁰⁴ FEMSA står även för en del av ägandet av Heineken Holding N.V., närmare 15 %. Den resterande ägarandelen är publik.

Heinekens holdingbolags uppgift är att övervaka och kontrollera ledningen för Heinekenfamiljen och fungera som en

stöttepelare för Heineken N.V. genom att lägga

en grund för en kontinuitet och ett oberoende samt en stabilitet för Heineken och dess dotterbolag. Detta för att skapa förutsättningar för Heineken att växa under stabila och kontrollerade former och för att försäkra företagets långsiktiga policy gentemot aktieägarnas intressen.¹⁰⁵ Holdingbolaget tar avstånd från aktiviteter på det operationella planet utan det står Heineken N.V., dess dotterbolag och andra bolag som associeras med Heineken för. Heineken Holding N.V.s består nästan uteslutande av den avkastning som ägandet av Heineken N.V. ger.¹⁰⁶



Figur: www.heinekeninternational.com

¹⁰³ <http://www.femsa.com/>

¹⁰⁴ <http://www.heinekeninternational.com>

¹⁰⁵ www.heinekeninternational.com

¹⁰⁶ Ibid

Varje aktie som innehas av Heineken Holding N.V. i Heineken N.V. motsvaras av en aktie som ges ut av Heineken Holding N.V. Därför är nettovärdet för aktierna emellan bolagen identiska och likaså avkastningen.¹⁰⁷ Historiskt sett har dock aktierna för Heinekens holdingbolag handlats till ett lägre pris på aktiemarknaden på grund av marknadsspecifika tekniska faktorer.¹⁰⁸

Ersättningen till styrelsens medlemmar bestäms av aktieägarna på aktieägarstämman. Styrelsen strävar efter att hålla på principen om att styrelsens medlemmar skall kunna handla på ett kritisk och oberoende sätt utan att påverkas av intressen från ledningen.¹⁰⁹

Heinekens ersättningspolicy utgår från fyra punkter. För det första måste ersättningen stödja företagsstrategin. Ersättningen skall vara inriktad på att skapa en långsiktig tillväxt och värde för aktieägarna samtidigt som den skall verka för att bibehålla en stram inriktning på kortsiktiga finansiella resultat.¹¹⁰ För det andra skall ersättningen motsvara prestation. Högre ersättning ges när målsättningarna nås och tvärtom när de inte nås. Ett tredje villkor är att ersättningen skall vara jämförbar med vad andra multinationella företag av liknande karaktär som Heineken ger. Slutligen skall ersättningen vara rättvis och hålla en intern konsekvent nivå.¹¹¹

Heineken har incitamentprogram på både kort och lång sikt. Incitamentsprogrammen på kort sikt motiverar att nå Heinekens årliga målsättningar vilket för Vd:n kan innebära en fördubbling av baslönen. Till största del baseras detta incitamentsprogram på målsättningen av nettovinsttillväxten och bygger dessutom även på personliga målsättningar. Styrelsen har dock sista ordet vid beslut om slutlig ersättning och kan justera kortsiktiga incitament som skulle kunna ses som orättvis beroende på omständigheterna. Styrelsen har även rätt att återta ersättning till ledningen om felaktiga ekonomiska eller andra uppgifter har legat till grund för beslut om ersättningar.¹¹²

Heineken tillhandahåller även incitamentsprogram på lång sikt vilka är designade på ett sådant sätt att förena och rikta in ledningens och aktieägarnas intressen och premiera värdeskapande på lång sikt.

¹⁰⁷ Ibid

¹⁰⁸ Ibid

¹⁰⁹ Heinekens årsredovisning (2009)

¹¹⁰ Ibid

¹¹¹ Ibid

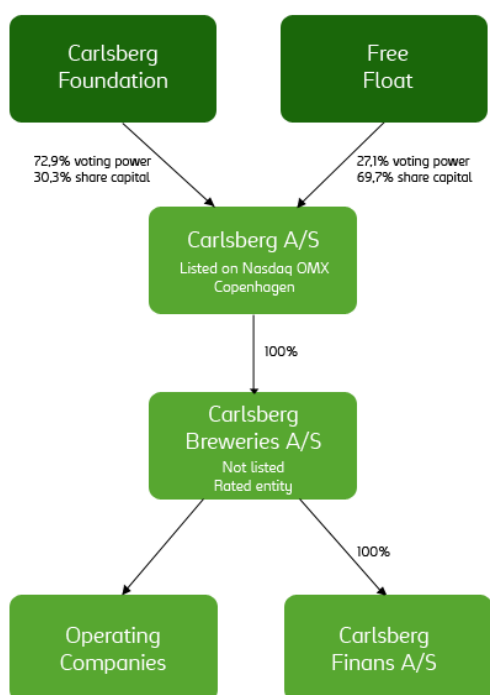
¹¹² Heinekens årsredovisning (2009)

Varje år ges ett bestämt antal aktier ut som en betingad belöning vilka skall motsvara vissa prestationsmål och som är kopplade till den totala aktieägaravkastningen under en treårsperiod vilken skall stå i förhållande till avkastningen i jämförbara företag.¹¹³

Årligen görs en utvärdering av företagen som Heineken använder som jämförelseobjekt som en försäkring om att jämförelserna håller sig på en relevant nivå.¹¹⁴

4.6.2 Carlsberg

Carlsberg A/S största ägare är Carlsberg Foundation som måste inneha mer än 25 % av aktiekapitalet samt hålla minst 51 % av rösterna enligt stiftelsens stadgar.¹¹⁵ Idag står Carlsberg



Carlsberg Group legal structure as of 31 December 2009

Figur: www.carlsberggroup.com

Foundation för 30 % av aktieinnehavet och 70 % av rösterna.¹¹⁶ Den resterande andelen står till aktiemarknadens förfogande.

I slutet av september 2010 hade Carlsberg A/S ungefär 55 000 registrerade aktieägare som tillsammans stod för 91 % av aktiekapitalet.¹¹⁷

Ersättningen till ledningen baseras på vilka uppgifter de ansvarar för, hur väl de sköter sitt jobb och vad de tillför samt hur lönesättningen ser ut i jämförbara företag.¹¹⁸ Utformningen av ersättningen är också till för att locka och behålla expertis inom företaget.

¹¹³ Heinekens årsredovisning (2009)

¹¹⁴ Ibid

¹¹⁵ <http://www.carlsberggroup.com>

¹¹⁶ Ibid

¹¹⁷ Ibid

¹¹⁸ Carlsbergs årsredovisning (2009)

Till ersättningen räknas också incitamentsprogram som skall fungera som stöttepelare för att liera företagens aktieägares och ledningens intressen liksom att fungera som support för olika målsättningar både på kort och på lång sikt.¹¹⁹ Ersättningen till ledningen omfattar lön, bonus i kontanter och betalningar i aktier.¹²⁰

Lönen till ledningen ökade under maj månad år 2008 till följd av förvärvandet av delar av S & N. Dock har varken lönen eller någon annan form av ersättning ökat under perioden 2009-2010.¹²¹ Ersättningen till ledningen och andra innehavare av högre positioner baseras på en fast lön samt kontanta bonusar som får uppgå till 60 % av den fasta lönen. Till ytterligare förmåner som dock inte har monetär karaktär omfattas telefon, firmabil med mera. Dessutom förekommer aktieoptionsprogram och bonusprogram för ledningen och andra chefer av högre rang.¹²² Denna grupp av chefer omfattar personer som direkt eller indirekt har ett inflytande och ansvar för planering, implementering och kontrollering av koncernens aktiviteter.¹²³

Ersättningen till styrelsen är en bestämd årlig summa. Styrelsen inkluderas inte i optionsprogram, ersättning vid pension eller andra bonusar.¹²⁴

4.7 Aktiekurser i samband med förvärvet



Förvärvandet av Scottish & Newcastle gjordes strax innan finanskrisen bröt ut på allvar i slutet av 2008, vilket gjorde att kurserna på de två förvärvande företaget sjönk kraftigt. Nedan har vi försökt spåra de aktierörelser vid tidpunkten för de olika buden som gjordes samt när köpet gick igenom.

¹¹⁹ Carlsbergs årsredovisning (2009)

¹²⁰ Ibid

¹²¹ Ibid

¹²² Ibid

¹²³ Ibid

¹²⁴ Ibid

4.7.1 Scottish & Newcastle



I slutet på mars 2007 börjades det att ryktas om att Scottish & Newcastle var en aktuell uppköpskandidat för flertalet företag vilket gjorde att aktiekursen steg betydligt, från en nivå på runt 530 pence, vilket kan ses i grafen ovan. Men det var inte förrän den 17 oktober som Carlsberg tillsammans med Heineken gav ett officiellt bud på 720 pence vilket gjorde att marknadspriset justerades upp över den nivån till 756 pence. Budet godtogs dock inte varpå budet höjdes den 15 november till 750 pence som inte heller det accepterades. Marknadspriset var då 757 pence, alltså väldigt nära det givna budet. Den 10 januari 2008 kom Carlsberg med sitt tredje bud på 780 pence vilket även det inte antogs men som ledde till förhandlingar om ett bud på 800 pence vilket den 28 april 2008 gick accepterades. Vid första ryktena om ett eventuellt uppköp stod kursen i cirka 530 pence och när det slutgiltiga budet gick igenom på 800 pence var marknadspriset 798,5 pence.

Sammanfattningsvis ser vi att aktiekursen började röra sig upp i samband med ryktesspridningen i slutet av mars 2007 och fortsatte sedan upp i takt med att buden på företaget offentliggjordes och höjdes.

4.7.2 Carlsberg A/S



I samband med ryktesspridningen att S&N hade flera kandidater att förvärva bolaget, däribland Carlsberg, ser vi en fortsatt stabil uppgång från att de ursprungliga ryktena spreds i slutet av mars 2007. Dock ser vi en tydlig nedgång när Carlsberg ger ett officiellt bud på bolaget den 17 oktober och fortsätter även så i samband med det höjda andra budet den 15 november undantaget en kort och mindre uppgång ett par veckor efter. Det tredje budet ges den 10 januari 2008 och efterföljs även den här gången av en nedgång som varar i cirka en månad. Dock är Scottish & Newcastle beredda att diskutera ett bud på 800 pence per aktie som också ges och accepteras den 25 januari 2008. Även denna gång är resultatet en nedgång i aktiekursen som varar ett par veckor. Dock vänder kursen sedan uppåt och den uppåtgående trenden varar i tre månader till, även ett par veckor efter det att den skotska motsvarigheten till konkurrensverket godkänner köpet den 28:e april. Men i mitten av maj vänder kursen nedåt och gör så en längre tid.

4.7.3 Heineken



Även Heinekens aktiekurs befinner sig i en uppåtgående trend i samma tidsperiod som det finns en ryktesspridning om ett förvärv av S & N. Denna fortsätter i ett par veckor efter att det första budet ges den 17 oktober 2007 för att sedan vända neråt relativt kraftigt med mindre uppgångar. Nedgången fortsätter efter att det andra budet annonseras den 15 november med en mindre uppgång drygt en vecka efteråt. Det tredje budet som ges den 10 januari 2008 godtas inte och efterföljs av en nedgång. Det fjärde och sista budet som accepteras efterföljs också det av en nedgång.

4.8 Intervjuer

4.8.1 Intervju med Christopher Fägerskiöld, KPMG Head of M & A

Intervjun bygger på frågorna som redovisas i bilaga 1.

Företag söker synergier på ett eller annat sätt genom en mängd olika strategier. Sett ur resultaträkningen så finns dem mest oklara där; intäktssynergierna. T.ex. att en och samma säljare nu kan sälja 10 produkter istället för bara 5. Samtidigt skapas en större andel av totala inköpet och de kan då erbjuda en större mängdrabatt. Just bryggeribranschen drivs ganska mycket genom olika mängdrabatter. Följaktligen finns ett stort intresse bland kunderna att få en sådan fusion till stånd. Samma sak händer med kostnad sålda varor kombinerat med skalekonomier vid inköp av t.ex. korn, malt och vete. Med en större volym kan man få till ett längre kontrakt till lägre priser.

I omkostnadsmappen hittar man effekter som att t.ex. minska försäljningskåren, det kan vara rimligt att ta bort exempelvis 50 % av styrkan om dessa omfattar samma geografier, dessa kostnadssynergier är enkla att räkna på då du vet vilken kostnad du tar bort. Likaså finns också generella overheadkostnader att ta bort och synergier på administration. Eller så kan det vara så att det ena företaget har bättre betalningsvillkor än det andra, man jämför genom benchmarking och implementerar det villkor som är bäst i klassen. *”Många lågtillväxtindustrier är av karaktären att i grund o botten finns det för många produktionsanläggningar, man kan hävda att det finns för många ölproducenter i världen och då finns bara utrymme för dem som är riktigt effektiva och då skall ju dem mest effektiva sajterna få överleva, och dem mindre effektiva slås ut eller konverteras till något annat.”*

Angående direktörernas löner så finns det säkert sådana motiv, att de ser mer till sin egen ersättning och drivs av prestige. Risken för en sådan agentproblematik finns såklart, men respondenten har aldrig under sitt yrkesverksamma liv inom branschen sett att dessa krafter har varit särskilt tydliga. Det som driver detta är framför allt tillväxt, principen är att alla vill ha tillväxt. T.ex. tillväxt i försäljning driver resultatet uppåt och ökar sedan också kassaflödet i slutändan. Skall värdet för investerarna öka så måste man växa, och då antingen organiskt eller genom ett förvärv. Det är en blandning mellan fundamental finansiell teori och faktumet att ett företag består av människor som skall aktiveras och motiveras, därför behövs tillväxten.

”Skälen till uppköp kan variera, man köper t.ex. värsta konkurrenten eller en aktör med en överlägsen teknik, men oavsett så kommer 10 vd:ar av 10 argumentera för att uppköpet är för att stärka aktievärdet och avkastning till aktieägarna”

I ett företag med starka ägare så vill ägarna normalt sett vara med och påverka ett förvärv, då har ledningarna mindre inflytande. En stark ägare ser till att ledningen arbetar för deras intressen och säkerställer att ledningen är med på vad ägarens agenda innehåller. Vid ett företag med en institutionell ägare med relativt många små ägare, så kan ledningarna agera ganska självständigt med en egen agenda. Så där kan man konstatera att om det finns en stark ägare så kommer denna ha mycket påverkan genom styrelserepresentation och i t.ex. anskaffning av kapital genom emission. På samma sätt som en stark ägare kan vara med att teckna sig i nyemissioner för att säkra att ett bolag skall kunna göra ett förvärv. Så givetvis påverkar ägarstrukturen i förvärvssituationer.

Det finns en stor felkälla i före och efter analyser av förvärv som heter marknaden. T.ex. bryggerimarknaden är en relativt stabil marknad, ändå ser den annorlunda ut idag än vad den gjorde för fem år sedan. I andra sektorer och segment så förändras marknaden ännu snabbare, det här innebär att synergier som man räknade på innan ett förvärv, inte alls behöver vara relevanta efter att förvärvet har genomförts då du har fått förändringar i organisationen. Men det är oftare mer att marknaden och konkurrenternas sätt att agera som har förändrats, vilket givetvis också påverkar synergipotentialen, vilket i förlängningen ökar risken för ett så kallat misslyckande. Avtal kan sägas upp då dessa inte gäller längre och ersätts med andra efter ett förvärv, gamla säljare försvinner, man föredrar närproducerat istället för fjärrproducerat, detta är effekter som skall beaktas men som är svåra att uppskatta och räkna på. *”Sen tror jag det ligger i människan natur att om man vill göra ett förvärv så överskattar man gärna synergier, en övertro helt enkelt, plus att det är svårt att räkna på människors reaktioner”*

Under vissa perioder är det väldigt hett med uppköp i vissa industrier, sedan går det år när det inte händer någonting alls. Det man kan konstatera varför det sker många transaktioner är för att det finns en stark underliggande tillväxt, växer marknaden så köper man mer än när det inte växer. Man får då höga förväntningar på framtiden och värderar tillgångar därefter, då skall avkastning och vinstnivån stämma överens för att man skall legitimera ens existens vilket inte alltid är så enkelt. *”Det är nästan säsongbetonat med förvärv i olika branscher”*

4.8.2 Intervju med Jonas Lundgren, KPMG Senior Manager & Associate Director Corporate Finance, M&A

Intervjun bygger på frågorna som redovisas i bilaga 1.

De vanligaste strategierna och motiven till ett uppköp är förutom de mest självklara, synergierna, att man vill bredda sin geografi. Man vill bredda sin kundbas för att kunna sälja samma produkt till nya kunder, eller sälja nya produkter till sin nuvarande kundstock. Vidare så finns alltid en defensiv strategi bakom ett uppköp, även om man inte talar så högt om det. Företag inser att det blir väldigt jobbigt om en konkurrent köper upp målbolaget ifråga och går därför själv in och köper det, även om köpet i sig inte framstår som särskilt lönsamt när man räknar på det. *”Det är bättre att vi tar det och går plus-minus-noll på affären, för det skulle bli ett väldigt stort minus om vår konkurrent istället skulle köpa målbolaget, ungefär som spelteori”*. Man har två dåliga saker att välja på och väljer det minst dåliga. Det finns även företag som har insett att dem är duktiga på att ta en någorlunda bra produkt i en viss region och föra ut den globalt för att se den lyckas där, och då hittar man dessa produkter genom att förvärva olika företag i vissa mindre regioner.

I grunden är inte direktörernas ersättningar de drivande krafterna till att man gör ett uppköp, även om det finns undersökningar med statistisk signifikans som påvisar detta. Respondenten menar att det är väldigt svårt att räkna på att försöka mäta avkastning på förvärv och koppla det till direktörernas ersättningar. Det är i grunden mer kommersiella frågor som är de drivande krafterna, man vill öka tillväxten. Detta genom ökade volymer och vinstmarginaler eller som nämnts ovan, man vill försvara sig mot att något väldigt farligt och negativt händer i form av att en konkurrent köper ett företag. *”Det är sällan vi har varit med om situationer där inte någon av dessa tre anledningar har varit med”*. Sedan finns det givetvis undantag på toppen där ägare inser att det är en väldigt bra affär på gång, men som inte direkt gynnar aktiekursen, och man är då beredd att dela med sig av en stor del av värdet till ledningen.

Vad gäller ägarstruktur så kan man se en ganska stor skillnad, vid ena änden finns ett ägarlett familjeföretag och vid andra änden ett stort börsnoterat företag med en väldigt likvid aktie och många ägare. Det ägarledda familjeföretaget driver inte en förvärvsstrategi, man är inte van att arbeta på det sättet och ogillar att ge sig ut på okänd mark. Det börsnoterade företaget är betydligt mer van att arbeta med förvärvsstrategier och tänka i termer som företagsvärdering

och man får nästan dagligen siffror på sin egen värdering. En annan dimension är om det är ett ägarstyrt eller tjänstemannastyrt företag, är det ett börsnoterat företag med diffust ägande så får tjänstemännen och deras intressen i företaget en väldigt stor påverkan i en beslutsprocess, och inte lika stor påverkan om det är ett företag med starka ägare. T.ex. så finns det aktieinvestorer som verkar leva mycket på att ta ägarpositioner som inte är så stora men man blir ändå största ägare på mellan 5-10% aktieinnehav, och går då in och driver frågor om utdelning och förvärv som maximerar aktiekursen. *”Självklart spelar ägarstrukturen roll, men jag tror att det handlar mer om erfarenheterna och drivkrafterna hos människor bakom ägarstrukturen i sig.”*

Respondenten har ej varit med om någon situation där man medvetet har överdrivit synergier, men idag sätts priset på en marknad som blir allt mer professionell och bättre på att se till att varje enskild transaktion maximerar värdet av objektet. Bortsett från de senaste två åren så har årtiondet innan bestått utav i princip fallande kapitalkostnad, bra konjunktur och bra aktiebörs. Det innebär att tillgångarna som har funnits ute på försäljning har ökat och storbolagen som köper bolag av synergiskäl har konkurrerat med finansiella köpare av bolag. Rådgivare ser till att priset blir högt och då måste man antingen kunna visa på bra synergier eller ha modet och kunskapen att arbeta med belåning för att få ihop sin kalkyl. *”Det är svårt att hitta att man medvetet överskattar synergier, men om jag hade varit kund och hade vetat det jag vet idag så hade jag varit väldigt noggrann med att särskåda de kalkylerna som mina rådgivare tar fram. Och särskilt på lite större affärer där det i branschen finns ett stort glapp mellan dem som förhandlar affären och dem som förstår alla detaljer i affären. Man får nästan räkna baklänges ibland och försöka förstå hur vi kan motivera den här stora köpeskillingen”.*

Respondenten är väldigt tveksam till att skriva under på dessa siffror om misslyckade förvärv, då det beror på definitionen av ett misslyckande. Det är väldigt svårt helt enkelt, det är svårt att veta hur kunderna kommer reagera och bara för att man kommer med en produkt så är det inte säkert att säljarna tänder på idén att sälja den. Produkten kan vara tekniskt komplex och kunskap till att sälja den kan saknas. Sedan finns ett problem att man inte ger ansvar och befogenhet till dem som har gjort affären att dem också skall dra in pengarna i affären, där finns ett glapp. Man underskattar hur lång tid det tar, man fokuserar på fel frågor vid implementeringen istället för att fråga sina kunder vad dem kommer göra om vi förvärvar det här företaget. *”T.ex. fordonsindustrin där kunderna är väldigt måna om att hela tiden ha flera olika leverantörer, bara för att några går ihop och tror att man köper bort konkurrens så vet vi*

att fordonstillverkare kan ge ut kontrakt på vissa volymer för att göra det väldigt tydligt för alla inblandande att vi kommer fortsätta ha flera leverantörer oavsett vad ni gör. Så det finns ju sådana beteenden också och det är ju omöjligt att räkna ut i förväg.”

4.8.3 Intervju med Svante Schriber, ekonomie doktor och forskare vid Handelshögskolan i Stockholm

Svaren baseras på frågorna i bilaga 2.

Skäl till förvärv är alltid synergier på ett eller annat sätt, det är den mest rationella anledningen. Man vill åt synergier antingen i produktion genom minskade kostnader eller ökade volymer. Försäljningskanaler är en annan synergi man ofta vill åt, eller så kan man vara intresserade av varumärkena som förvärvet innehar. Tillväxt är en ytterligare en anledning, chefer anser att dem måste växa för att tillgodose aktieägarnas krav, det kan finnas ett krav om t.ex. 10 % tillväxt årligen. Det kan vara svårt att skapa denna tillväxt organiskt då knappt någon marknad växer med t.ex. 10 %, då köper man ett företag för att motivera att man skall ha kvar chefsrollen och tillgodose aktiemarknaden och sina tillväxtkrav. Sen skall tilläggas att om man har man mycket pengar i sin kassa så riskerar man att själv bli uppköpt. Det kan då benämnas som en defensiv strategi att man förbrukar sin kassa genom att förvärva för att inte själv bli uppköpt.

Ju mer spritt ägande, ju mer sårbart blir företaget för att någon kommer in och kräver utdelning i form av att denne någon blir största ägare trots ett mindre aktieinnehav. Annars är andra anledningar till förvärv att ägarna vill säkerställa sin input som i framtiden kan stödja sin verksamhet och tillväxt, man går bakåt i värdekedjan. Det finns även exempel på företag som förvärvar andra företag enbart för att bli en större aktör, då är man plötsligt att räkna med på vissa marknader där man ej verkar vara intressant att handla produkter utav om man är en liten aktör.

Chefer tenderar att köpa bolag för att berika sig själva på ett eller annat sätt, ett agent-principal-problem. D.v.s. att man delar på ägandet och vem som driver bolaget, den som driver företaget skall göra det i ägarens anda. Detta är kopplat till hur starka ägargrupper man har, hur kontrollen av cheferna ser ut och hur belöningen till cheferna är utformad. Det kan t.ex. finnas sekundär ersättning knuten till storleken och bolagets utveckling som ger direktörerna personliga incitament, då är pengar en sak, annars är det finare att vara chef för ett stort bolag, man får en finare bil, blir mer ansedd på orten osv. Respondenten menar dock att det är svårt att avläsa intentionerna till chefernas beslut, och i grund och botten är viljan att ett uppköp skall bli lyckat men man kanske misslyckas med synergier av olika skäl. Ett strikt nationalekonomiskt synsätt är att chefer skall se sig själva som själlösa maskiner eller

tjänare till bolaget. Inger chefen att företagets resurser används bättre om man sparkar sig själv så skall man säga till om detta, men så fungerar det inte i praktiken, man skyddar sig själv och sin egen ställning.

Ett förvärv innebär att man snabbare kan komma in på en marknad jämfört med organisk tillväxt, man får upp en kritisk massa snabbare. Det anses också säkrare jämfört med en liten spelare som får kämpa sig upp och som startar som marginaliserad på marknaden, man får dåliga platser i köpcentrum där stora spelare får bra platser. Slutligen får man snabbt tillgång till varumärken som är starka på andra marknader vid ett uppköp, och man kan börja på samma nivå som sina konkurrenter.

Man har ibland sett att det är enklare att köpa ett nytt kundsegment än att försöka komma åt det segmentet med sina egna produkter, t.ex. så köptes Cheap Monday (CM) av Hennes & Mauritz (H&M). Där fick H&M delvis tillgång till ett nytt kundsegment som inte hade uppenbarat sig lika enkelt om H&M hade startat sitt eget märke i samma stil. Men via CM och deras image ger det en stor skuts till H&M:s varumärke vilket var en stor synergieffekt. Man kan köpa små biotechbolag med världens bästa produkt, eller små It-bolag i slutet av 90-talet där man såg stora synergier som skulle kunna komma. Synergier är inte direkt kopplade till storlek på bolaget man köper, det är mer kopplat till produkter och framtidsutsikter om man bortser från skalfördelar som en synergi.

Respondenten avslutar med att säga att *"alla Vd:ar säger att synergier är viktigt, det vore att begå självmord att säga något annat oavsett vad man tycker"*

Kapitel 5

Analys

Vårt femte kapitel innehåller den analys vi genomfört på vårt empiriska material med hjälp av de teorier som presenterades i ett tidigare kapitel.

Olika branscher ser olika ut och även aktörerna på dessa ser olika ut. Som går att läsa tidigare i denna uppsats består bryggeribranschen i regel av ett relativt sett mindre antal stora aktörer med stora marknadsandelar samt ett större antal mindre aktörer med mindre andelar av marknaden. Detta begränsar naturligtvis hur förvärv inom branschen ser ut då stora aktörer kan välja att antingen köpa en stor direkt konkurrent eller en mindre aktör och då kanske flera stycken. Kostnaden för integrationsprocessen vid köp av flera mindre aktörer skulle antagligen bli större då fokus blir splittrad och det krävs olika typer av insatser vilket gör att stora aktörer då inte kan åtnjuta lika stora synergieffekter som vid köp av stora aktörer. Detta verkar vara en av anledningarna till varför större uppköp görs inom branschen, så som köpet av Scottish & Newcastle.

Synergieffekter

Ledningen för de köpande företagen nämner synergieffekter som en stor anledning till att genomföra förvärvet av Scottish & Newcastle. Det är i nuläget för tidigt att bedöma om dessa har fallit så väl ut som man planerat. Dock nämner i alla fall Carlsberg att de har kunnat effektivisera produktionen inom vissa delar av det köpta företaget tack vare det "excellence program" som finns inom Carlsberg och som handlar om åtgärder för effektivisering och kostnadsbeskrningar. Enligt Christopher Fägerskiöld på KPMG borde de köpande företagen direkt ha kunnat komma åt synergier tack vare att de kan erbjuda ett större sortiment som attraherar både kunder och återförsäljare att göra större köp av företagets produkter. Detta ser vi en fara med då det kan leda till ökad intern konkurrens, vilket måste motverkas till exempel i form av att erbjuda olika varumärken till olika kundsegment. De borde också kunna lägga ner delar av den förvärvade verksamheten då dessa delar antagligen redan finns representerade i de köpande bolagen. Ett annat exempel på en synergieffekt är att inköpen av råvaror och annat blir större och borde kunna leda till lägre inköpspriser då de kan lägga större press på leverantörer. De synergieffekter som är eller kan bli aktuella är alltså både kostnadsbesparande och intäktsgenererande.

Både Heineken och Carlsberg har stora delar av marknaden vilket dock inte innebär att de kan passivt håva in vinster år efter år. De är tvungna att aktivt både försvara sina stora marknadsandelar men också att försöka växa sig större. Enligt Kotler et al är förvärvandet av Scottish & Newcastle ett försök till ett rörligt försvar då de försöker bredda och diversifiera sin marknad. Men i Carlsbergs fall kan man också spekulera i att de går in på marknaderna i öst, inte bara för att ta del av den starka tillväxten där, utan också för att hinna före andra konkurrenter att etablera sig där. Detta är något som även Jonas Lundgren nämner i vår intervju med honom på frågan vad som är de vanligaste skälen till förvärv. Det skulle alltså utifrån det perspektivet inte spela någon större roll om man inte skulle göra några vinster de första åren då man på längre sikt tjänar på att vara där tidigt eller att man hindrar konkurrenter från att köpa det aktuella företaget. Detta skulle kunna vara en naturlig konsekvens av konkurrensen på marknaden då de måste agera för att säkerställa eller öka sin marknadsandel vilket också skulle kunna gälla för Heineken, dock med en annan strategi då de istället förstärker positionerna på bland annat marknaderna i Västeuropa och USA. Detta skulle i så fall kunna klassas som ett förekommande försvar, det vill säga ett försvar innan ett hot fastställts. Dock kan mindre aktörer följa efter och dra nytta av sitt *second mover advantage* och identifiera eventuella fallgropar. De båda företagen förvärvade också varumärken i olika segment som potentiellt kan konkurrera med andra märken än vad de redan före köpet existerande varumärkena kunde. Något som skulle kunna sägas vara ett flankerande försvar enligt Kotler et al.

När Carlsberg och Heineken förvärvade Scottish & Newcastle har vi inte kunnat identifiera aktiviteter i form utav de i teorikapitlet namngivna defensiva strategierna, så som "*poison pills*", "*green mail*", "*stand still agreements*", "*white knight*" och "*white squire*". Den defensiva strategi som kan tänkas finnas är den om spelteori då bryggeribranschen idag har några stora företag som är Carlsbergs och Heinekens konkurrenter och för att skydda sig mot att dessa köper S&N så är det alltså tänkbart att man gjorde det själva. Det ryktades om andra intressenter vid köpet men inget offentligt bud gjordes från någon konkurrent. Att man går in och köper ett företag för att ens konkurrent ej skall köpa upp det istället är något som Christopher Fägerskiöld på KPMG också pratar om och enligt honom är det en aspekt som finns med vid varje uppköp.

Att Heineken och Carlsberg har vägt in skatteaspekten när de köpte S&N är svårt att styrka på något sätt. Däremot vägs skatteeffekterna in i beslutet om hur uppköpet skall finansieras, då ett lånefinansierat köp innebär att man kan dra bort räntan från det skattemässiga resultatet

och på så vis minska skatten. Det slutade med att de kombinerade finansieringen av köpeskillingen med både egna tillgångar och ökade sin skuldsättning, och på så vis minskade man sin skattemässiga vinst med räntedelen.

Köpet av Scottish & Newcastle får betraktas som ett horisontellt uppköp, enligt Cartwright och Coopers tankar som återfinns i teorikapitlet, sett ur både Heinekens och Carlsbergs synvinkel. Detta då de förvärvade ett företag som verkade inom samma bransch och till viss del även på samma marknader. Köpet innebar ett snabbt intåg på nya marknader för framförallt Carlsberg, som i enlighet med deras mål utökade närvaron i Östeuropa och Asien som man ser som tillväxtområden för bryggeribranschen.

I Europa står den totala genomsnittliga konsumtionen av öl i stort sett stilla vilket gör det enormt svårt att växa organiskt med egna varumärken då detta i så fall kräver att man tar marknadsandelar från konkurrenter med till exempel marknadsföringsverktyg. Både Heineken och Carlsberg är två företag med redan stora marknadsandelar och man får anta att dessa insåg svårigheten att växa på denna mogna marknad och därför genomförde köpet vilket stämmer överens med Christopher Fägerskiölds syn på att företag söker sig till växande marknader då det är *"lättare att simma medströms än motströms"*.

De sökte alltså tillväxt genom förvärv, dock med två olika bakomliggande strategier. Heineken fokuserade på att framförallt växa på existerande marknader i Europa och U.S.A. med hjälp av de nya förvärvade varumärkena, synergier samt kapade kostnader. Carlsberg å andra sidan fokuserar mest på de nya tillväxtmarknaderna men vill samtidigt behålla sin marknadsandel i Europa, framförallt för att bli mer effektiva i sin produktion då de anser det vara en oerhörd svår uppgift att öka vinsterna och marknadsandelarna i Europa där de redan är stora. Tanken bakom förvärvet var alltså att det skall föra in dem på marknader där ölkonsumtionen stiger stadigt för att på så sätt kunna ta enklare vinster och tillgodose aktieägares krav och ledningens mål att vara det snabbast växande ölföretaget i världen. Detta skulle ha blivit oerhört svårt utan förvärv av den här storleken och de möjligheter som detta medför. Genom förvärvet går det att utläsa att Heineken har mer tillförsikt till de mogna marknaderna i Europa och U.S.A. De fick även en handfull märken för cider som utgör en mindre diversifiering, vilket kan ha setts som attraktivt. Carlsberg satsar som tidigare nämnts på marknadsutveckling och då med de nya varumärkena. Dock får man anta att Carlsberg även tänkt utnyttja de förvärvade distributionskanalerna och produktionen till de varumärken man hade redan innan förvärvet. Aaker nämner den brist av intellektuellt kapital när man går in på nya marknader med nya produkter eller varumärken. Detta är något Carlsberg slipper då man förvärvar

organisationer med kunskap om de aktuella marknaderna vilket är en fördel jämfört med att starta upp på nytt på en ny marknad och växa organiskt. Dock finns det självfallet stor kunskap inom Carlsberg gällande allt ifrån produktion till transport men inte inom dessa ofta utvecklade marknader. Dock får vi inte förglömma att Carlsberg tidigare varit på dessa marknader med det halvägda BBH, men går alltså nu in ännu starkare på dessa.

Med förvärvet av Scottish & Newcastle fick de båda köpande företagen nya varumärken som är starka på sina inhemska marknader vilket enligt Tolleryd och Frykman är viktigt när aktörernas produkter är lika vilket de är inom ölbranschen.

Att mäta vad de olika företagsledningarnas motiveras av är så klart svårt, men precis som i de flesta börsnoterade företag har ledningen en del rörlig prestationsbaserad lön samt antagligen stora aktieinnehav och optioner vilket skulle göra dem motiverade att bland annat nå en hög aktiekurs. Dock kan man i efterhand konstatera att förvärvet efterföljdes av nedåtgående aktiekurser, något som förvärrades av finanskrisens utbrott. Vidare är det svårt att veta exakt vad deras rörliga löner baseras på och exakt hur långa- eller kortsiktiga mål deras rörliga löner baseras på som i sin tur får dem att agera på ett specifikt sätt. Till exempel kan den vara baserad på total omsättning vilket kan vara ett incitament att förvärva stora bolag. I Carlsbergs fall har man som tidigare nämnts i denna uppsats ett uttalat mål att vara det snabbast växande ölföretaget i världen vilket kan vara en del av förklaringen till det stora uppköpet av S & N. Ledningen hos både Heineken och Carlsberg, som är stora aktörer, är dock tvungna att agera på marknaden och inte passivt räkna hem vinster då de i så fall riskerar att bli omsprungna av mindre eller direkta konkurrenter. Det är, enligt vårt teorikapitel, aktieägarna i de bolag som förvärvar som historiskt sett är förlorarna vilket också kan ses i aktiekurserna hos både Heineken och Carlsberg. Man skall antagligen inte dra för stora växlar på detta då buden och genomförandet av köpet gjordes, som vi tidigare nämnt, strax innan finanskrisens utbrott tidig höst 2008. Värt att notera är i alla fall att kurserna i bolagen inte har stigit till samma nivåer som vid köptillfället och att val av tidpunkt för köpet inte var den bästa då man antagligen hade kunnat köpa bolaget billigare om man väntat något. Ledning i förvärvande bolag brukar allt som oftast tjäna på förvärv i form av ökade ersättningar. Detta är ett något cyniskt sätt att förklara varför uppköp sker men kan ändå vara en liten del av förklaringen till varför stora uppköp som förvärvet av Scottish & Newcastle drivs igenom. Tillväxt är dock det som våra intervjuobjekt återvänder till när de spekulerar i vilka de främsta anledningarna till förvärv är och då framförallt ökade volymer, ökade vinstmarginaler och en högre värdering på det egna

företaget. Man söker efter att bredda sin kundbas och därmed kunna sälja samma produkter till fler människor.

Både Heineken och Carlsberg styrs av starka ägare, ett holdingbolag respektive en stiftelse (foundation). Dessa har både stora aktieposter och stora delar av rösterna inom bolagen vilket gör att de har stor del i hur bolaget sköts. Den dagliga driften sköts dock naturligtvis av ledning och VD. Detta stora inflytande gör att de klassas som företag med starka ägare enligt Mark Krolls teorier som återfinns i teorikapitlet. Dessa säger vidare att aktiekursen för företag med starka ägare stiger i samband med budgivning på ett annat företag, något som inte stämmer för varken Heineken eller Carlsberg då kurserna med vissa dagars undantag sjunker i samband med varje nytt bud på Scottish & Newcastle samt när köpet väl gick igenom. Företeelsen liknar alltså mer det som sker för företag med svaga ägare. Vidare säger han att för företag med starka ägare finns det en koppling mellan direktörlöner och större avkastning till ägare då man antar att ledningen gör sitt bästa för att skapa avkastning till ägare och när detta sker höjs lönerna för de med ledande positioner inom företaget. Med detta i åtanke får man anta att förvärv görs av ledningen för att de verkligen anser det vara positivt för det egna företaget och då det i så fall skulle leda till en högre aktiekurs och vidare till högre ersättning för personer inom organisationen med ledande poster. Aktiekursen för Heineken och Carlsberg har sjunkit sedan uppköpet men har dock återhämtat sig kraftigt för ifrån de lägsta nivåerna.

Vid förvärv får man normalt sett ofta tillgångar på köpet som ur det köpande företags syn inte är speciellt attraktiva. Man kan man anse att de borde säljas då de enskilt borde vara värda mer än vad de var när de köptes tillsammans med resten av verksamheten. Dock kan detta vara riskfyllt då det inte alls är säkert att någon vill köpa dessa eller att man antingen är tvungen att sälja dessa till ett lägre pris än vad man köpt dem för. Risken finns också att man blir tvungen att utrangera dessa. Detta är något som Heineken och Carlsberg till stor del har löst genom deras så kallade *joint venture-förvärv* där de delade upp den köpta verksamheten så att de båda fick vad de ansåg var den attraktiva delen för dem själva.

Företagen, Carlsberg och Heineken, befinner sig i en bransch där innovationsmöjligheterna är låga. Dock visar de initiativförmåga när de i och med förvärvet går in starkare på marknader med mål att öka deras marknadsandelar.

De båda företagen har naturligtvis stor kunskap och intellektuellt kapital då de verkat inom branschen väldigt länge. Detta gör att de kan applicera denna på förvärvade verksamheter och därmed kunna effektivisera till exempel produktion för att därmed kunna öka vinster hos dessa.

Principal-Agent-problemet

Principal-agent-problemet handlar om att de båda parterna, agenterna och principalerna, handlar utifrån sitt egenintresse. Storägaren i Heineken N.V., Heineken Holding N.V. jobbar aktivt med att begränsa övriga aktieägarnas intressen, att få högsta möjliga avkastning samt påverka företagets policy. Samtidigt verkar Heinekens holdingbolag som en övervakare och kontrollorgan för ledningen i Heineken N.V. som en slags försäkring att Heineken växer under stabila och kontrollerade former. Detta skulle då innebära att utrymmet för att agentkostnader skall uppstå har ett mer eller mindre begränsat spelrum. Heineken tillhandahåller incitamentsprogram på både kort och lång sikt som skall motivera att det finns en strävan att nå Heinekens målsättningar. För att undvika intressekonflikter har Heineken inrättat en policy för hur ersättningarna inom företaget skall se ut. Ersättningen måste vara förenlig med företags tillväxtpolicy, skapa ett långsiktigt värde för aktieägarna, motverka en inriktning mot att nå snabba och kortsiktiga finansiella resultat, hålla en jämförbar nivå gentemot andra företag.

Att Heineken tillhandahåller incitamentsprogram på kort sikt kan ge en bild av att vissa beslut som fattas kanske baseras på förhoppningar om att snabbt ro affärer och pengar i hamn. Samtidigt har styrelsen ett förbehållande om att kunna ta tillbaka utbetald ersättning om de anser att ersättningen har kommit som följd av felaktiga ekonomiska eller andra uppgifter. En annan sak som kan ha ett motverkande syfte mot att fatta riskabla beslut är att det finns ett tak över hur mycket ersättning som får betalas ut till exempelvis Vd:n. Som ett verktyg för att inte dämpa en framåtsträvande strävan allt för mycket tas även personliga målsättningar med som kriterium för hur mycket ersättning som kan anses vara motiverad. Det är också intressant att nämna rådgivarna i förvärvsprocessen. Dessa får betalt för att verka för uppdragsgivarens bästa men de agerar naturligtvis också för sitt eget bästa. Dock har vi inte vid ytliga efterforskningar funnit några extra kostnader, eller agent-kostnader, för de köpande bolagen som kan härledas till de respektive rådgivarna och deras sätt att arbeta vid förvärvet. Detta utesluter dock inte att sådana har uppstått.

Carlsberg Foundation är inne på samma spår som Heineken Holding N.V. vad gäller att begränsa riskerna för att agentkostnader skall uppstå. Detta gör de genom att ha som policy

att inte släppa för stor andel av aktieinnehavet eller rösterna inom företaget. Carlsbergs berättar i sin årsredovisning (2009) att ersättningen har utformats på ett sådant sätt att det skall verka för att locka kompetent personal som är villig att sitta i ledningen vilket talar emot att ledningens kompensation skulle medföra komplikationer i att finna kompetent personal. Carlsberg strävar liksom Heineken efter att förena ledningens intressen med aktieägarnas genom incitamentsprogram på kort och lång sikt.

Att kompensationen till ledningen ökade under den månad som köpet av S & N genomfördes kan lätt uppfattas som att åtminstone ett visst egenintresse om kortsiktiga finansiella förmåner har spelat en roll vid beslutet om förvärvet. Detta skulle alltså kunna tolkas som att det vid köpet fanns en agentkostnad. I sin tur skulle det faktum att ledningens lön ökade vid köpet av S & N legitimera frågan om det vid beslutsfattande om förvärvet förelåg en större risk. Detta eftersom en prestationsbaserad kompensation ofta förknippas med ett stort risktagande vid beslut samt att det kan äventyra det rationella tänkandet.

Gemensamt för de båda bryggerierna är att ersättningen till ledningen är prestationsbaserad, att den skall hålla en jämn nivå relativt andra jämförbara företag och att de tillhandahåller både kortsiktiga och långsiktiga incitamentsprogram.

Huruvida Vd:n för Carlsberg och Vd:n för Heineken skulle klassas som överdrivet självsäkra har vi svårt att uttala oss om utan det skulle handla om rent subjektiva bedömningar. Men eftersom reaktionen på aktiemarknaden blev tämligen påtaglig med kraftigt sjunkande aktiekurser kan det inte uteslutas att de båda Vd:arna uppfattas som överdrivet självsäkra. Dock genomfördes förvärvet av S & N strax innan finanskrisen bröt ut på allvar som med största sannolikhet påverkade aktiekursernas utfall.

Det faktum att Heineken och Carlsberg gav ett slutligt uppköpsbud som var högre, om än marginellt, än marknadspriset på aktierna för S & N kan ge sken av att förvärvet skulle vara av lägre kvalitet och att det skulle kunna handla om vinnarens förbannelse. Värt att notera är också att de flera buden höjde kursen väsentligt och jämfört med kursen innan ryktesspridningen, att S&N var en uppköpskandidat, var slutbudet väsentligt högre. De flera buden kan i sin tur också kunna peka mot att det föreligger en väldigt hög självsäkerhet hos de köpande företagen och dess Vd:ar vilket kan innebära en risk att de övervärderar sin egen förmåga att generera avkastning. I och med denna övervärdering kan resultatet bli att de betalar ett överpris för S&N.

Kapitel 6

Slutsats

Här presenteras uppsatsens avslutande kapitel bestående av våra slutsatser samt förslag på vidare framtida forskning. Kapitlet inleds med en diskussion som följs av metodologiska, teoretiska och empiriska slutsatser.

6.1 Diskussion

Vår analys utifrån relevanta teorier och den insamlade informationen som presenteras i denna uppsats har lett oss att dra slutsatsen att tillväxt, kort- eller långsiktig, är den huvudgripande orsaken till varför ett förvärv görs eller mer specifikt vad tillväxt kan resultera i, det vill säga ökad omsättning, vinst (bland annat p.g.a. synergieffekter) och därmed stigande aktiekurser och utdelningar. Just tillväxt är fundamental då ett företag som uppbär risk på marknaden utan att ha tillväxt och därmed ha svårighet att leverera avkastning till ägarna ses som en ointressant investering. Kapitalmarknaden erbjuder då i så fall betydligt bättre alternativ för potentiella investerare. Detta leder oss vidare att tro att noterade bolag har press att förvärva eftersom de då får en ökad tillväxt och vad denna potentiellt kan leda till. Denna press härstammar främst från aktiemarknaden men också utav ledningen som måste leverera resultat. Vi identifierar även konkurrens som en drivande faktor att förvärva då de aktuella företagen måste säkerställa avkastningen till ägarna även på lång sikt vilket ett uppköp som faller väl ut kan tänkas göra. Ökade vinster, stigande aktiekurser och utdelningar är naturligtvis positivt för ägarna men även för ledningen, som förutom att de ofta är aktieägare själva, också kan antas få ökade ersättningar som konsekvens av detta.

Vad vi kan se som en bakgrund till förvärvet av just Scottish & Newcastle är att de båda köpande företagen skådade en eventuell stagnerande tillväxt vid ett alltför passivt agerande och för att säkerställa en ökad tillväxt, som ofta är i fokus för särskilt börsnoterade företag, gjordes alltså förvärvet. Denna tillväxt härstammar då ifrån de ökade marknadsandelarna men även ifrån de synergier som köpet medför, både intäktsgenererande och möjligheten att kapa kostnader för att på så sätt öka vinsten. Köpet gjordes förmodligen också till viss del som en defensiv strategi, det vill säga ett sätt att förhindra att konkurrenter köpte upp företaget. Att aktörernas storlek i branschen ser ut som de, de facto, gör skapar förutsättningar för fler uppköp som kan upplevas som stora jämfört med andra branscher då företagen inom bryggeribranschen generellt sett antingen har stora marknadsandelar eller i jämförelsevis små. Det finns alltså få medelstora företag. Detta skulle innebära att de mindre företagen inte är

lika attraktiva att förvärva för att uppnå tillväxt. Vi kan också dra slutsatsen att de synergier som finns i samband med förvärv inom bryggeribranschen borde vara relativt enkla att uppnå jämfört med inom andra branscher, som till exempel inom tjänstesektorn, då man till exempel kan göra större råvaruinköp och därmed kunna pressa leverantörspriser. Även synergier inom produktion och transport bör nämnas som stora potentiella kostnadskapare. De relativt enkla uppnåbara synergier bedömer vi vara ytterligare en anledning till varför uppköp, som Scottish & Newcastle, görs inom branschen då risken för att synergier blir mindre i slutändan är lägre.

Ägarstrukturen kan spela roll vid stora beslut som till exempel när det finns små och svaga ägare också finns möjligheter för aktörer att gå in som ägare med kortsiktiga mål så som krav på till exempel ökade utdelningar eller att de sätter stopp för förvärv som kortsiktigt drar kapital ur företaget. Vad vi har sett hos de undersökta företagen är dock så inte fallet då de kontrolleras av starka ägare, i Heinekens fall ett holdingbolag och i Carlsbergs fall en stiftelse. Dessa söker naturligtvis också avkastning på sitt investerade kapital men kan i viss mån jämföras med statligt ägda bolag då de är extremt långsiktiga i sitt ägande och därmed också långsiktiga i sina planer för ökad tillväxt. De kan alltså ha överseende med att förvärvet inte ger avkastning de närmsta åren om det på lång sikt betalar tillbaka sig och visar sig vara ett riktigt köp. Ägarna i de båda köpande företagen har sett sitt investerade kapital minska i värde sedan köpet gjordes vilket vi dock anser har mer att göra med finanskrisens utbrott än förvärvet i sig. Vidare anser vi dock att det främst vara typen av ägare och dess avsikter som påverkar beslutet att förvärva och inte själva ägarstrukturen i sig.

Ledningen är de som arbetar operativt med förvärv men måste naturligtvis ha styrelsen bakom sig vid stora beslut som dessa får klassas som. Ledningen skall också självfallet utföra sitt arbete i enlighet med vad som är bäst för företaget, något som är tänkt att förstärkas av de incitamentsprogram som finns. Dessa skall vara anpassade för att inte agent-kostnader skall uppstå. Dock kan vi se en ökad ersättning för ledningen i Carlsberg i samband med köpet vilket kan tolkas som en extra drivkraft för ledningen att uppköpet verkligen genomförs. Detta kan vara styrelsens sätt att belöna ledningen för ett köp som de vet kommer att löna sig på lång sikt men som kommer att sänka lönsamhet, aktiekurs etc. på kort sikt och därmed också ledningens rörliga ersättningar.

Tillväxt och därmed avkastning på de av ägarna investerade kapitalet är alltså vad vi kan se som den huvudsakliga anledningen till att förvärv görs, så också i fallet med förvärvet av Scottish & Newcastle. Möjligheter för ökade vinster borde dock också kunna ligga i närliggande

branscher vilket kan väcka frågan varför man inte ser mer diversifiering gjorda av de båda fallföretagen, men också av företag i allmänhet, istället för ökade investeringar inom den egna branschen på mätta marknader, vilket U.S.A. och Västeuropa får anses vara inom bryggeribranschen. Detta har gjorts tidigare till viss del av de företag vi har undersökt, i form av läsk och mineralvatten, samt nu främst för Heineken som ökar portföljen med ett par cidermärke men borde möjligtvis göras än mer i framtiden när tillväxten stagnerar även på de marknader som för tillfället visar stark tillväxt.

6.2 Metodologiska slutsatser

Vår undersökning har gjorts utifrån en kvalitativ metodansats med ett induktivt angreppssätt vilket vi anser vara den bäst lämpade för att besvara vår frågeställning och den som mest gynnat vårt syfte. Det har även varit till vår fördel att genomföra kvalitativa intervjuer. De bekymmer vi har stött på har varit bristen på primärdata ifrån våra studerade företag då dessa av olika skäl inte ställt upp på intervjuer. Vi har istället till stor del behövt förlita oss på sekundärdata ifrån dessa företag.

Vi bedömer även att våra respondenter i de intervjuer vi har genomfört har bidragit mycket till vår slutsats då dessa får anses vara experter med mångåriga erfarenheter inom fusioner och förvärv. Respondenterna ifrån KPMG får dock få anses som subjektiva bedömare eftersom de är en del av förvärvsprocessen när de agerar som rådgivare vilket vi har tagit i beräkning vid bearbetningen av den information de har givit oss.

6.3 Teoretiska slutsatser

Vi anser att vår teoretiska referensram har fungerat väl med vårt syfte att utreda varför förvärv sker och vilka de drivande krafterna bakom dessa är. De teorier vi har använt oss av har inte varit direkt kopplade till företag inom bryggeribranschen men detta har vi inte sett som ett problem då dessa har kunnat appliceras väl på våra undersökta företag. Alla använda teorier har vi funnit relevanta, dock vissa mer än andra. Till exempel teorin om skatteeffekter som skäl till tillväxt där vi inte har kunnat belägga att några sådana funnits vid förvärvet. Med detta sagt bedömer vi ändå att alla använda teorier ändå har bidragit till ökad förståelse för vår frågeställning. Ytterligare har dessa varit relativt breda då vi inte velat missa eller förbise eventuella fenomen kopplade till vår frågeställning.

6.4 Empiriska slutsatser

Den empiri gällande de undersökta företagen har varit relativt enkel att få tag på då dessa är börsnoterade vilket medför en ökad öppenhet jämfört med onoterade bolag. Vi har även lyckats få viss inblick i utformningen av incitamentsprogrammen för ledningen i de båda köpande bolagen dock inte exakt hur köpet av S & N resulterade i diverse ersättningar. I Carlsbergs fall fanns det dock information att ersättningar utbetalades i samband med förvärvet dock inte exakt på vilka grunder, hur stora dessa var eller till vem.

Om all möjlig information hade gjorts tillgänglig för oss bedömer vi att resultatet och de slutsatser vi har kunnat dra hade blivit än mer tillförlitliga då vi nu förlitat oss på till viss del begränsad information från de undersökta företagen samt sekundärkällor. Dock bedömer vi att informationen vi har fått fram och den analys och slutsats på denna kan generaliseras tämligen väl på andra företag och förvärvssituationer då dessa inte är branschspecifika enligt vår mening.

6.5 Framtida forskning

Det vi ser som intressant för vidare forskning är, förutom att genom djupare undersökningar belägga eller avvisa våra slutsatser med till exempel fler förvärvsfall, också att studera ett fenomen vi har stött på i uppsatsskrivandet. Detta är det som vi har benämnt som *joint venture-förvärv* i vår uppsats och hänvisat till förvärvet av Scottish & Newcastle som alltså gjordes av Heineken och Carlsberg tillsammans där de delade upp det uppköpta företaget mellan sig i vad de ansåg vara de mest attraktiva delarna för det egna företaget. Enligt vår erfarenhet är detta en ovanlig företeelse där en frågeställning kan vara huruvida ett sådant grepp kan komma att bli vanligare då vår upplevelse är att marknader generellt sett består mer och mer utav färre aktörer som har större marknadsandelar. Eftersom det då skulle bli en större procedur och risktagning av ett enskilt bolag att förvärva dessa stora företag är det tänkbart att företag samarbetar och gör ett så kallat *joint venture-förvärv*.

Källförteckning

Figurer

Schriber, S. (2009) *Att realisera synergier: ledning av värdeskapande vid företagsköp*. Stockholm : Economic Research Institute, Stockholm School of Economics (EFI) : Öhrlings PricewaterhouseCoopers

Veckans affärer 2006-10-02 "Carlsberg fyller nya vattenhåll"

www.carlsberggroup.com/investor/facts/pages/legal_structure.aspx

www.heinekeninternational.com/ownership.aspx

Publicerade källor

Aaker, D. (2008) *Strategic Market Management*. New York: John Wiley & Sons Inc.

Alvesson, M. & Sveningsson, S. (Redaktörer) Elg, U. (Författare) (2007) *Organisationer, ledning och processer*. Kap 4 Externa relationer-kostnader, beroenden och fördelar. Lund: Studentlitteratur

Armstrong, G & Kotler, P. (2006) *Marketing – An Introduction*. 8:e upplagan. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall

Belkoui, A. (1978) "Financial Ratios as Predictors of Canadian Takeovers", *Journal of Business Finance and Accounting*, Volym: 5, Nummer: 1, Sidor: 93-109

Berk, J. B. & DeMarzo, P. (2007) *Corporate Finance*. Boston, Mass.: Pearson Addison Wesley

Bryman, A. & Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber Ekonomi

Cartwright, S. & Cooper C; (1996), *Managing mergers, acquisitions, and Strategic Alliances*, Boston: Butterworth-Heinemann

Cheng, L.T.W. & Leung, T.Y. (2004) "A comparative analysis of the market-based and accounting-based performance of diversifying and non-diversifying acquisitions in Hong Kong", *International Business Review*, Volym: 13, Nummer: 6, Sidor: 763-789.

Coase R. H. (1937) "The Nature of the Firm", *Economica New Series*, Vol: 4, Nummer: 16 Sidor: 386-405

- Hamberg, M. (2002) *Strategic Financial Decisions*. Malmö: Liber ekonomi
- Jacobsen, D. I. (2007) *Vad, hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur
- Jhunjhunwala, S. (2009) "Monitoring and measuring intangibles using value maps: some examples", *Journal of Intellectual Capital*, Volym: 10, Nummer: 2, Sidor: 211-223
- Kotler P.; Armstrong G. & Saunders J. (1999) *Principles of Marketing*. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Kroll, M.; Wright, P.; Toombs, L. & Leavell, H. (1997) "Form of Control: a critical determinant of acquisition performance and CEO rewards", *Strategic management journal*, Volym: 18 Nummer: 2 Sidor: 85-96
- Kwangmin Park, S; (2011), *Mergers and acquisitions and firm growth: Investigating restaurant firms*, *International Journal of Hospitality Management*, Volym: 30, Nummer: 1, Sidor: 141-149
- Landelius, A. & Treffner, J. (1998) *Fokusera på aktieägarvärdet*. Stockholm: Ekerlid
- Malmendier, U. & Tate, G. (2008) "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", *Journal of Financial Economics*, Volym: 89 Nummer: 1 Sidor: 20-44
- Martos-Vila, M (2007) *The Search for Corporate Control*
- McAllister, P.; Hughes, C. & Gallimore, P. (2008) "Principal-agent Issues in Asset Acquisition: UK Institutions and their Investment Agents", *Journal of Property Research*, Volym: 25, Nummer: 4, Sidor: 269-284
- Narver, J. C. & Slater, S. F. (1990) "The Effect of a Market Orientation on Business Profitability". *Journal of Marketing*, Volym: 54, Nummer: 4, Sidor: 20-36
- Olve, N-G. (1988), *Företag köper företag: en handbok i företagsförvärv*. Stockholm: Sveriges Mekanförbund
- Orrbeck, M. (2006) *Företagsförvärv i praktiken*. Lund: Studentlitteratur

Porter, M. E. (1987) "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", *Harvard Business Review*, Volym: 65 Nummer: 3 Sidor: 43-60

Rienecker, L. & Jörgensen, P, S. (2004) *Att skriva en bra uppsats*. Första upplagan. Malmö: Liber Ekonomi

Rienecker, L. & Jörgensen, P, S. (2009) *Att skriva en bra uppsats*. Andra upplagan. Malmö: Liber Ekonomi

Ross, S.; Randolph, W.; Westerfield, J. (2008) *Modern Financial Management*, New York: McGraw Hill

Sevenius, R. (2003) *Företagsförvärv: en introduktion*. Lund: Studentlitteratur

Svenska dagbladet: Fusionsfebern gynnar aktieägarna mest, 1999-04-03

Tolleryd, J. & Frykman, J. (2000) *Värdering av tillväxtföretag : en handbok med modeller och metoder, anpassade för snabbväxande företag*, Stockholm: Ingenjörsvetenskapsakademin

Veckans affärer 2006-10-02 "Carlsberg fyller nya vattenhål"

Finansiella källor

Carlsbergs börsmeddelande 25/01-2008

Carlsbergs börsmeddelande 25/01-2010

Carlsbergs årsredovisningar 2006-2009

Carlsbergs kallelse till aktieägarstämma 10/03-2008

Heinekens årsredovisning 2009

Elektroniska källor

www.abro.se (besökt 4/12-2010)

www.beverageworld.com/index.php?option=com_content&view=article&id=34298:carlsberg-heineken-to-buy-scottish-a-newcastle-for-153b&catid=3:daily-headlines&Itemid=173

www.brewersofeurope.org (besökt 12/12 -2010)

www.carlsberg.dk (Besökt 23/11-2010)

www.carlsberg.se (besökt 4/12 -2010)

www.carlsberggroup.com/Company/Foundations/CARLSBERGFOUNDATION/Pages/Default.aspx

www.carlsberggroup.com/Investor/Shares/Pages/Shareholders.aspx

www.femsa.com/en/about/

www.heinekeninternational.com/ownership_cg.aspx

www.heinekeninternational.com/pages/article.aspx?content=1366000000119_2_13660000000031&contentcode=heinekenholdingnv

www.investopedia.com/terms/i/intellectual_capital.asp (besökt 1/12-2010)

www.kopparbergs.se (besökt 4/12 - 2010)

www.kronleins.se (besökt 04/12 -2010)

www.reuters.com/article/idUSL2338824920080125 (besökt 7/1 -2011)

www.spendrups.se (besökt 4/12-2010)

www.svenskaolframjandet.se/bryggerier (besökt 5/12 -2010)

Muntliga källor - Intervjuer

Christopher Fägerskiöld, KPMG Head of Mergers & Acquisitions (Fusioner & Förvärv)

Jonas Lundgren, KPMG Senior Manager & Associate Director Corporate Finance, M&A

Svante Schriber, ekonomie doktor och forskare vid Handelshögskolan i Stockholm

Bilaga 1 – Intervjuguide

1. Vilka anser du är de vanligaste strategier som nämns som motiv att man gör ett uppköp?
2. Vilka är de drivande krafterna bakom ett förvärv och tänkbara motiv har de?
3. Påverkar, och i så fall hur, ägarstrukturen hos det köpande bolaget beslutsprocessen att gå igenom med ett förvärv?
4. Finns det fall där ledningen har överdrivit t.ex. synergieffekter för att legitimera eller sälja in ett förvärv till sin styrelse/ägare?
5. Vad skulle du säga att dessa höga misslyckandesiffror beror på, att förvärv misslyckas till mellan 50-80% av gångerna.

Bilaga 2 – Intervjuguide

- 1. Vad ser du för anledningar till att man genomför stora förvärv?**
- 2. Har ägarstrukturen på ett företag betydelse vid ett förvärv?**
- 3. Kan du se någon principal-agent problematik kopplat till förvärv?**
- 4. Varför genomför man ett dyrt förvärv istället för att försöka växa organiskt?**
- 5. Innebär ett stort förvärv automatiskt stora synergieffekter?**