



LUNDS
UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen
Ekonomihögskolan

FEKK01
Examensarbete Kandidatnivå
HT 2010

Fientliga företagsförvärv

Anfallsstrategier på den svenska marknaden

Författare:
Sebastian Petersen
Philip Björkman

Handledare:
Mats Persson

Förord

Det har varit både intressant och spännande att arbeta med ett ämne som vi i vår utbildning inte tidigare berört. Vi vill tacka vår handledare Mats Persson för givande diskussioner och våra opponenter för konstruktiv kritik.

Lund den 10 januari 2011.

Sebastian Petersen och Philip Björkman

Sammanfattning

<i>Titel:</i>	Fientliga företagsförvärv: Anfallsstrategier på den svenska marknaden
<i>Seminariedatum:</i>	2011-01-14
<i>Kurs:</i>	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 högskolepoäng
<i>Författare:</i>	Philip Björkman, Sebastian Petersen
<i>Handledare:</i>	Mats Persson
<i>Nyckelord:</i>	Fientligt, företagsförvärv, anfallsstrategi, fallstudier, tender offer
<i>Syfte:</i>	Studien syftar till att redogöra för de anfallsstrategier som står till företagets förfogande, samt undersöka vilka anfallsstrategier som använts vid fientliga företagsförvärv på den svenska marknaden i praktiken.
<i>Metod:</i>	Utifrån syftet har en kvalitativ metod valts. I kombination med den kvalitativa metoden används en induktiv ansats. Datamaterialet består av sekundärkällor.
<i>Teoretiska perspektiv:</i>	Här redogörs för tillgängliga anfallsstrategier samt även de försvarsmetoder som underlättar förståelsen för utformningen av anfallsstrategierna. Här redovisas också de lagrum och övriga offentliga regleringar som påverkar offentliga förvärv.
<i>Empiri:</i>	Empirin består av fem fallstudier där målföretagen är registrerade på stockholmsbörsen.
<i>Resultat:</i>	Beroende på de unika förhållanden som varje förvärvssituation innebär är det svårt att lyfta fram en anfallsstrategi som är de andra överlägsen. Fallstudierna visar att tydliga intentioner, framtidsplaner och beslutsamhet från förvärvande företag har stor påverkan för utfallet. Avslutningsvis kan ett klassiskt talesätt användas som en slutsats ”Allt kan köpas för pengar”.

Abstracts

- Title:* Hostile takeovers: Attacking strategies on the Swedish market
- Seminar date:* 2011-01-14
- Course:* FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Points(UPC) or (ECTS)
- Authors:* Philip Björkman, Sebastian Petersen
- Key words:* Hostile, takeovers, attacking strategy, case studies, tender offer
- Purpose:* The study aims to declare the possible attacking strategies. And investigate the practical adaption of attacking strategies during hostile takeovers on the Swedish market.
- Methodology:* Based on the purpose a qualitative method is used. In combination with the qualitative method an inductive approach is used. Our data is based on secondary sources.
- Theoretical perspectives:* The potential attacking strategies is explained, and to facilitate the understanding, some of the defense methods are also explained. Some sections of law that influence takeovers are also described.
- Empirical foundation:* The empirical data consists of five case studies where the target company is registered on the Stockholm stock exchange
- Conclusions:* Because of the unique situation of every takeover it's not possible to recommend one single superior strategy. The case studies show that distinct intentions, future prospects and determination from the attacking company are crucial for the outcome. Finally we summarize with the classic saying "money talks".

Innehållsförteckning

Förord	1
Sammanfattning	3
Abstracts	4
1. Inledning	7
1.1 Problembakgrund	7
1.2 Problemformulering	8
1.3 Syfte	9
1.4 Avgränsningar	9
1.5 Disposition	9
2. Metod	11
2.1 Metod och ansats	11
2.2 Fallstudierna	11
2.3 Validitet	12
2.4 Reliabilitet	12
2.5 Källkritik	12
3. Teoretisk referensram	14
3.1 Anfallsstrategier	14
3.1.1 Toehold Position	14
3.1.2 Tender Offer	15
3.1.3 Two-Tier Front-End Loaded Tender Offer	16
3.1.4 Exchange Offers	17
3.1.5 Proxy Contest	17
3.2 Försvarsstrategier	18
3.2.2 White knight	19
3.2.3 Lagliga åtgärder	20
3.2.4 Offentlig information	21
3.2.5 Förändrad kapitalstruktur	21
3.2.6 Blås fisk	22
3.2.7 Pac man	22

4. Praktisk referensram	23
4.1 Aktiebolagslagen	23
4.2 Regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden	24
4.3 Takeover-direktivet	25
4.4 Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden	25
5. Empiri	27
5.1 KappAhl – Lindex	27
5.2 MAN - Scania	29
5.3 Old Mutual - Skandia	32
5.4 Opica - Capio	33
5.5 Procurator – Gant	35
6. Analys	37
6.1 KappAhl – Lindex	37
6.2 MAN - Scania	39
6.3 Old Mutual - Skandia	42
6.4 Opica - Capio	43
6.5 Procurator – Gant	45
6.6 Analys där samtliga fallstudier ingår	47
6.7 Tabell	48
7. Slutsats	49
8. Förslag till fortsatt forskning	51
9. Referenser	52
8.1 Litteratur	52
8.2 Artiklar	52
8.3 Artiklar ur dags- och affärspress	52
8.4 Pressmeddelanden	53
8.5 Internetadresser	56
8.6 Lagar och förordningar	56

1. Inledning

Följande kapitel tar sin utgångspunkt i finanskrisen för att senare beskriva marknaden för företagstransaktioner ur ett historiskt perspektiv och behovet av anfallsstrategier vid fientliga företagsförvärv. Denna beskrivning följs av en problemformulering, uppsatsens syfte samt en disposition över de därefter följande kapitlen.

1.1 Problembakgrund

Finanskrisen medförde en kraftig nedgång i företagstransaktioner, framförallt beroende på kreditinstitutens likviditetsåstramningar. I finanskrisens kölvatten kan man ändå se tecken på återhämtning i ekonomin. Trots nedgången i företagstransaktioner argumenterar Andrew J Sherman och Alejandro Badillo i sin artikel *Is the M&A Market Back?* för att aktiemarknadens kraftiga återhämtning tyder på förändrade förväntningar gällande ekonomins utveckling. Artikelförfattarna menar att den positiva utvecklingen på aktiemarknad tyder på att det finns mer kapital, och därmed ett ökat investeringsbehov, vilket enligt artikelförfattarna innebär en starkare efterfrågan på företagstransaktioner. (Sherman, Badillo 2010) Sherman och Badillos uppfattning vad beträffar utvecklingen på transaktionsmarknaden överensstämmer med Gorts teori gällande ekonomiska störningars påverkan på företagsförvärv. Gort menar att när det sker betydande prisförändringar på aktiemarknaden, oavsett om de är positiva eller negativa, tyder detta på att mängden företagsförvärv kommer att öka. (Cooke 1986:36)

Transaktionsmarknaden har historiskt sett samvarierat med den allmänna ekonomiska utvecklingen, och har i tider av ekonomisk expansion, som har karakteriserats av bland annat ökad globalisering, avregleringar av de finansiella marknaderna, privatiseringar av statliga företag och nya tekniska och finansiella innovationer, ökat markant. Samma förhållande kan urskiljas under tider av ekonomisk recession, då transaktionsmarknaden har gått kräftgång. (Martynova, Renneboog 2008:5-7)

Syftet med företagstransaktioner har historiskt sett förändrats. I slutet av 1800-talet karakteriserades transaktionsmarknaden av horisontella förvärv i syfte att konsolidera marknaden och skapa monopol. De företag som inte inkorporerades av monopolföretag eftersträvade under 1910-talet att genom förvärv och sammanslagningar skapa sig skalfördelar i syfte att utmana monopolföretagen. Under 1950-talet inleddes en period som kännetecknades av förvärv i syfte att diversifiera verksamheten, och bilda konglomerat.

Under 1980-talet skedde en förändring i attityden gentemot konglomeraten, vilka inte längre ansågs effektiva. Detta medförde en nedmontering av konglomeraten. På senare år syftar företagstransaktioner till tillväxt genom dels horisontella förvärv av konkurrenter och dels vertikala förvärv i den egna värdekedjan. (Martynova, Renneboog 2008:5-7)

Företagstransaktioner, där det förvärvande företaget tillsammans med målföretagets ledning och styrelse gemensamt kommer fram till en lösning de anser vara fördelaktig för båda parter, definieras som en *friendly merger* (Kim et al 2010:114). Motsatsen till en *friendly merger* betecknas *hostile takeover* och definieras som ett försök till övertagande mot målföretagets lednings och styrelses vilja (Olve 1988:12). Innan ett förvärv definieras som fientligt är det vanligt förekommande att det sker en vänlig diskussion mellan de inblandade parterna. I de fall diskussionerna visar sig fruktlösa använder sig det förvärvande företaget av olika anfallsstrategier i syfte att underlätta förvärvet. Vid fientliga företagsförvärv väljer ofta målföretaget att använda sig av olika typer av organisatoriska försvarsmekanismer. Målföretagets ledning och styrelse har tillgång till ett batteri av olika preventiva och reaktiva försvarsmekanismer vilka syftar till att antingen göra målföretaget oattraktivt för förvärvaren, alternativt till att pressa upp priset på målföretagets aktier och därigenom göra förvärvet dyrare.

1.2 Problemformulering

Det har skett en ständig förändring inom försvarsområdet, där nya försvarsstrategier ersatt gamla, vilka inte längre anses effektiva. Alternativt har man kompletterat gamla, redan befintliga strategier, som i en ny kombination utgör ett effektivt försvar mot fientliga företagsförvärv. Förändringen och utvecklingen inom försvarsområdet har krävt en motsvarande förändring och utveckling av anfallsstrategierna. Förvärv där målföretaget motsätter sig övertagandet och väljer att använda sig av försvarsstrategier tenderar att bli mycket kostsamma. Därför är det av vikt att en beskrivning görs som klarlägger tillgängliga anfallsstrategier.

Det har även skett förändringar i lagstiftningen som omgärdar fientliga företagsförvärv. Lagstiftningen bildar ett ramverk som bestämmer förutsättningarna vid fientliga företagsförvärv och förändringarna har inneburit en ständig justering och anpassning av anfalls- och försvarsstrategierna till gällande nationell lagstiftning. Med anledning av skillnaderna i nationell lagstiftning är det av intresse att undersöka hur de förvärvande företagen som behandlas i fallstudierna utformar sina anfallsstrategier på den svenska

marknaden. Det är även av intresse att undersöka varför de förvärvande företagen har valt att använda sig av dessa anfallsstrategier.

Vad är orsaken till att vissa strategier har visat sig framgångsrika respektive icke framgångsrika vid de förvärv på den svenska marknaden som behandlas i fallstudierna? Och kan man utifrån fallstudierna generalisera kring vilka anfallsstrategier som är lämpliga vid fientliga företagsförvärv på den svenska marknaden?

Fientliga företagsförvärv mellan svenska företag alternativt där svenska företag varit inblandade som målföretag har på senare tid uppmärksammats i media. Uppmärksamheten i media och den ökade förvärvsintensiteten efter finanskrisen bidrar till att göra hanteringen av företagsförvärv på den svenska marknaden intressant att undersöka.

1.3 Syfte

Studien syftar till att redogöra för de anfallsstrategier som står till företags förfogande, samt undersöka vilka anfallsstrategier som använts vid fientliga företagsförvärv på den svenska marknaden i praktiken.

1.4 Avgränsningar

Undersökningen kommer i huvudsak behandla anfallsstrategier vid fientliga företagsförvärv, och kommer enbart beskriva försvarsstrategier i syfte att skapa förståelse för och tydliggöra anfallsstrategierna. Regelverket som omgärdar offentliga uppköpserbudanden på den svenska marknaden kommer att beskrivas allmänt och endast de lagar, regler och bestämmelser som är av särskilt intresse och som bidrar till att öka förståelsen för anfallsstrategierna kommer att presenteras.

1.5 Disposition

Kapitel 2 – Metod

Kapitlet redogör för hur datamaterial har samlats in och behandlats utifrån olika metodologiska val för att på bästa sätt uppfylla studiens syfte. För- och nackdelar med de olika valen lyfts fram. Det insamlade materialets trovärdighet diskuteras samt problematiken kring objektivitet vid fallstudier.

Kapitel 3 – Teoretisk referensram

Den teoretiska referensramen beskriver tillgängliga anfallsstrategier samt de försvarsstrategier som målföretagen i fallstudierna använder sig av.

Kapitel 4 – Praktisk referensram

Den praktiska referensramen beskriver det regelverk som bildar ett ramverk vid fientliga företagsförvärv. En allmän beskrivning görs av: aktiebolagslagen, NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, takeover-direktivet och lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Kapitel 5 – Empiri

Det empiriska materialet består av fem fallstudier: KappAhl – Lindex, MAN - Scania, Old Mutual - Skandia, Opica - Capiro och Procurator – Gant. Med hjälp av pressmeddelanden och tidningsartiklar från dags- och affärspressen beskrivs förvärvsprocessen och de båda inblandande parternas agerande.

Kapitel 6 – Analys

Fallstudierna analyseras enskilt och besvarar de frågeställningar som ställdes i problemformuleringen.

Kapitel 7 – Slutsats

I slutsatsen besvaras och uppsatsens syfte.

2. Metod

Kapitlet inleds med en beskrivning av de metodologiska val mellan kvalitativ och kvantitativ metod som gjorts. Därefter följer en beskrivning av hur det empiriska materialet har behandlats. Slutligen presenteras hur informationen har insamlats och behandlats.

2.1 Metod och ansats

Frågeställningarnas utformning påverkar valet mellan kvalitativ och kvantitativ metod. Uppsatsen syftar till att undersöka utformningen av anfallsstrategier vid fientliga företagsförvärv, motiven till utformningen samt anledningarna till att anfallsstrategierna har visat sig framgångsrika alternativt icke framgångsrika. Detta kräver en kvalitativ metod vilken ger utrymme för en mer ingående analys. Den kvalitativa metoden kombineras i uppsatsen med en induktiv ansats. Vi besitter grundläggande kunskaper inom ämnet och vill därför behandla frågeställningarna förutsättningslöst utan hypoteser. Med beaktande av detta är en induktiv ansats adekvat. Vi ämnar dra slutsatser utifrån observationer och skapa teorier som grundas på det insamlade datamaterialet, vi undersöker hur förvärvaren agerade inte hur förvärvaren borde agerat. (Bryman, Bell 2010)

2.2 Fallstudierna

Vid användande av en kvalitativ metod och en induktiv ansats är fallstudie som undersökningsdesign naturlig. Fallstudier karaktäriseras av att forskaren vill belysa unika drag för specifika fall vilket motsvaras av anfallsstrategierna i uppsatsen. (Bryman, Bell 2010)

Fallstudierna kommer att behandla företagsförvärv, men avgränsas till att endast behandla förvärv av börsnoterade företag där målföretaget är hemmahörande i Sverige. Detta medför att förvärven sker inom ett gemensamt regelverk vilket gör resultaten mer användbara.

Den ständiga förändringen av regelverken medför en motsvarande förändring av anfalls- och försvarsstrategierna. Med beaktande av detta kommer fallstudierna inte vara äldre än sex år.

Innehållet och informationsmängden som presenteras i fallstudierna varierar eftersom förvärvssituationerna skiljer sig åt liksom storleken på de inblandade parterna. Även uppmärksamheten i media påverkar mängden tillgängligt material.

Den teoretiska referensramen har styrts beroende på de fall som presenteras i empirin. De valda fallstudierna representerar inte hur förvärvande företag generellt sett utformar sina anfallsstrategier vilket heller inte är vår intention.

2.3 Validitet

Intern validitet handlar om att mäta, observera och identifiera de frågor som man avser att undersöka. Överrensstämmelse mellan undersökningens observationer och de teoretiska idéer som utvecklas krävs för en hög validitet. (Bryman, Bell 2010) Vi anser att fallstudien som undersökningsdesign är lämplig för att ge en bra bild av anfallsstrategier vid fientliga företagsförvärv då varje förvärvssituation är unik vilket är svårfångat med andra metoder. Extern validitet avser hur väl vår undersökning stämmer överens med, och hur väl denna kan generaliseras på andra situationer och miljöer (Bryman, Bell 2010). Betydelsen av validitet tonas ofta ner vid kvalitativa studier jämfört med kvantitativa då målet inte är att skapa ett resultat som är representativt för marknaden (Bryman, Bell 2010).

2.4 Reliabilitet

Reliabilitet behandlar graden av tillförlitlighet av de observationer som görs och huruvida resultatet blir detsamma vid en replikering av studien. Detta är svårt att mäta i en kvalitativ undersökning vilket förklaras av att en kvalitativ studie är ostrukturerad med inslag av subjektivitet vid bedömningen. (Bryman, Bell 2010) Reliabiliteten stärks genom att majoriteten av de sekundärkällor som används granskas före publicering. Material har även hämtats från olika oberoende källor.

2.5 Källkritik

Det teoretiska och emiriska materialet består av sekundärdata vilket kräver granskning. Materialet är hämtat från litteratur, vetenskapliga artiklar, dags- och affärstidningar, pressmeddelanden från fallföretagen samt fallföretagens hemsidor. Vid granskning har materialets ursprung och författarens intention tagits i beaktande. Då författaren inte har samma utgångspunkt som vi tolkas texten utifrån sitt sammanhang för att sedan appliceras på vår frågeställning. Trots detta kan viss subjektivitet inte uteslutas från tolkningen av materialet. Den teori som presenteras kan bekräftas genom flera av varandra oberoende källor. Artiklar från dags- och affärstidningar samt pressmeddelanden har inte använts i teorin. Däremot har materialet använts i empirin i syfte att beskriva marknadsens syn vid de fientliga förvärven. På grund av den begränsade svenska litteraturen har vi varit tvungna att använda oss av amerikansk litteratur. Detta har tagits i beaktande och endast de delar som är relevanta

för svenska förhållanden har tagits med. Eftersom vetenskapliga artiklar genomgår granskning före publicering får de anses ha hög trovärdighet. Vi bedömer våra källor som trovärdiga vilket ger en bra grund för vår analys och slutsats.

3. Teoretisk referensram

I följande kapitel beskrivs först de anfallsstrategier som står till det förvärvande företags förfogande. Därefter presenteras de försvarsstrategier som målföretagen i fallstudierna använder sig av. Det presenteras även försvarsstrategier som används för att förstärka argumentationen i analysen.

3.1 Anfallsstrategier

3.1.1 Toehold Position

Innan ett fientligt uppköpserbjudande offentliggörs är det vanligt att det förvärvande företaget köper aktier i målföretaget genom den öppna marknaden eller genom privata transaktioner. Denna handling av det förvärvande företaget betecknas som en *toehold position*. Syfte med köpen av aktier är att få fotfäste i målföretaget och skapa en plattform att arbeta utifrån. (Ferrara et al 1987:37) Samma handling betecknar Clark som ett *creeping tender offer* vilket han beskriver som ett sätt att komma runt regelverket gällande rapportering och avslöjandet av information i det fall det förvärvande företaget planerar att använda sig av ett *tender offer*. (Clark 1985:5)

Det finns flera fördelar för förvärvande företag med en *toehold position*. Eftersom marknaden inte är informerad om och därför inte kan reagera på det stundande uppköpet kan det förvärvande företaget ofta köpa den inledande aktieposten billigare än de aktier som köps efter att ett erbjudande offentliggjorts då aktiekursen ofta ökar. (Ferrara et al 1987:37) De pengar det förvärvande företaget sparar genom den inledande aktieposten kan sedan användas till att ytterligare förbättra erbjudandet i de senare förhandlingarna. (Ferrara et al 1987:37)

Vid händelse av budkonkurrens medför det förvärvande företags *toehold position* att det till skillnad från konkurrenterna kan buda mer aggressivt och erbjuda en högre premie till följd av att de betalat ett lägre genomsnittspris per aktie eftersom det köpt den inledande aktieposten till ett lägre pris. En *toehold position* är även fördelaktigt om det förvärvande företags erbjudande inte är framgångsrikt eftersom det förvärvande företaget då kan sälja sina aktier till budkonkurrenten för ett högre pris än de betalade inledningsvis. (Cramton 1998:3)

Den inledande aktieposten kan även verka i avskräckande syfte gentemot andra potentiella köpare eftersom det förvärvande företaget kan buda mer aggressivt beroende på det lägre genomsnittspriset (Ferrara et al 1987:37). De stora fördelarna som en *toehold position* innebär medför att även en mer begränsad aktiepost kan vara tillräcklig för att avskräcka en potentiell budkonkurrent (Cramton 1998:3).

Den inledande aktieposten kan även underlätta de senare förhandlingarna med målföretagets styrelse. Förutom att målföretagets styrelse sitter på aktieägarnas mandat och därmed på det förvärvande företagets mandat har det förvärvande företaget möjlighet att påverka i frågor som till exempel handlar om implementeringen eller avskaffandet av försvarsmekanismer. (Ferrara et al 1987:37)

Det finns även potentiellt negativa aspekter med en *toehold position*. Det inledande köpet kan driva upp aktiekursen vilket medför att det förvärvande företaget måste förbättra erbjudandet med beaktande av den högre aktiekursen för att målföretagets aktieägare ska betrakta erbjudandet som fördelaktigt. I händelse av att målföretaget får kännedom om det förvärvande företagets *toehold position* kan kravet på premium öka då den inledande aktiepostens storlek kan indikera det förvärvande företagets värdering av målföretaget. (Cramton 1998:3) Ett avslöjande kan även medföra att målföretagets ledning och styrelse får en negativ inställning till det förvärvande företaget eftersom de kan uppleva sin position som hotad vilket kan omöjliggöra en vänlig lösning (Ferrara et al 1987:37-38).

3.1.2 Tender Offer

Efter 1970 blev det successivt allt vanligare att använda sig av en *cash tender offer* strategi. Detta berodde dels på att det var billigt att använda sig av en *cash tender offer* strategi och dels i avsaknaden av tydliga regelverk. Avsaknaden av tydliga regelverk medförde att det förvärvande företaget inte hade någon skyldighet att informera målföretagets aktieägare om sina avsikter med förvärvet. Detta innebar att aktieägarna inte hade möjlighet att ta informerade beslut. Det var även vanligt förekommande med någon form av tidspress i syfte att få aktieägarna att agera innan målföretaget hade möjlighet att använda sig av försvarsåtgärder och argumentera mot förvärvet. Förändringar i regelverket har medfört tydliga riktlinjer avseende vilken information och hur lång tid aktieägare ska ha för att ha möjlighet att ta informerade beslut. (Ferrara et al 1987:5-10)

Ett *tender offer* definieras av att en eller flera individer eller organisationer lägger ett anbud på några eller samtliga aktier i ett företag. Erbjudandet är ofta till premium vilket innebär att det överstiger det nuvarande marknadspriset. Individen eller organisationen som gör anbudet förpliktigar sig att köpa alla eller en del av de aktieägares aktier som har accepterat anbudet om vissa på förhand uppställda villkor infrias. (Ferrara et al 1987:22)

Ett *cash tender offer* har fördelen att det ur målföretagets aktieägares perspektiv inte finns någon osäkerhet kring på vilket sätt och hur mycket det förvärvande företaget kommer betala för deras aktier. (Ferrara et al 1987:121)

Det finns flera typer av *tender offers* nämligen *cash tender offer*, *partial tender offer*, *exchange offer* och *two-tier front-end loaded tender offer*. I jämförelse med ett *partial tender offer* eller ett *exchange offer* har ett *cash tender offer* fördelen med att hålla anbudet hemligt i och med att det inte krävs att man på förhand informerar myndigheterna. Möjligheten att vid ett fientligt förvärv hålla anbudet hemligt är av avgörande betydelse då framgången kan bero på överraskningsmomentet. Överraskningsmomentet innebär att målföretaget får mindre tid att förbereda försvarsåtgärder. (Ferrara et al 1987:122)

Ett *cash tender offer* har även fördelen med lägre transaktionskostnader, då det förvärvande företaget inte behöver informera staten och målföretagets aktieägare i lika stor utsträckning. Det är även fördelaktigt med ett *cash tender offer* eftersom det inte sker någon utspädning av det förvärvande företagets aktier. (Ferrara et al 1987:123)

3.1.3 Two-Tier Front-End Loaded Tender Offer

Ett *two-tier front-end loaded tender offer* är ett *tender offer* där det förvärvande företaget erbjuder målföretagets aktieägare två skilda priser. Det första erbjudandet till de av målföretagets aktieägare som accepterar direkt är högre och kallas *front-end*. Det andra erbjudandet, till de av målföretagets aktieägare som inte valde att acceptera det första anbudet kallas *back-end* och är till ett lägre värde. (Ferrara et al 1987:123)

I sin artikel *Tender Offers Bidding Strategy* menar Lawrence Lederman att sannolikheten att *two-tier front-end loaded tender offers* ska lyckas är större än *cash tender offers* eftersom professionella investerare attraheras av *front-end* priset. Lederman menar att professionella investerare attraheras av den säkra vinst som *front-end* erbjudandet ger istället för att sätta

hoppet till att målföretaget lyckas identifiera en *white knight* som är intresserad. (Ferrara et al 1987:124)

Lederman menar att även en *two-tier front-end loaded tender offer* strategi är att föredra framför en *cash tender offer* strategi så länge *front-end* priset överstiger *cash tender offer* priset även om det generellt sett är ekonomiskt sämre för målföretagets aktieägare eftersom *front-end* priset attraherar målföretagets aktieägare. Vidare menar Lederman att målföretagets aktieägare attraheras av den större sannolikheten att anbudet genomförs. (Ferrara et al 1987:124)

Two-tier front-end loaded tender offer har nackdelen att det har en komplicerad utformning vilket gör anbudet svårt för målföretagets aktieägare att förstå. Det har även nackdelen att det missgynnar de aktieägare som väljer att behålla sina aktier. (Ferrara et al 1987:125)

3.1.4 Exchange Offers

En variant av ett *tender offer* är ett *exchange offer* vilket innebär att det förvärvande företaget erbjuder målföretagets aktieägare aktier i det förvärvande företaget istället för kontanter. (Ferrara et al 1987:129)

Om det förvärvande företaget väljer att använda sig av en *exchange offer* strategi, måste det förvärvande företaget på förhand lämna in erbjudandehandlingarna till lämplig myndighet. Detta medför att erbjudandehandlingarna blir offentliga handlingar vilket omintetgör en eventuell överraskning. (Ferrara et al 1987:129)

I jämförelse med ett *cash tender offer* måste det förvärvande företaget vid användande av en *exchange offer* -strategi avslöja mer information om sig själv. Det förvärvande företaget måste bland annat beskriva sig själv och målföretagets verksamhet samt hur verksamheten kommer att se ut i framtiden. Väntetiden och de högt ställda kraven på information gör *exchange offer* erbjudanden ovanliga vid fientliga företagsförvärv. (Ferrara et al 1987:129)

Det finns även andra negativa aspekter med en *exchange offer* -strategi. Utställandet av nya aktier vilka ska användas som betalning späder ut det förvärvande företagets aktier. (Ferrara et al 1987:123)

3.1.5 Proxy Contest

Före 1970 var *proxy contest* den vanligaste strategin vid fientliga företagsförvärv. En *proxy contest* innebär att det förvärvande företaget försöker övertyga målföretagets aktieägare att ge det förvärvande företaget fullmakt att använda deras aktier vid tillsättande av styrelsen. Blir det förvärvande företagets styrelsekandidater tillsatta vinner det förvärvande företaget kontroll över målföretaget. (Ferrara et al 1987:131)

En *proxy contest* till skillnad från ett *tender offer* kräver inte att det förvärvande företaget köper fler aktier i målföretaget i syfte att vinna kontroll. Däremot är det av vikt att det förvärvande företaget kontrollerar en betydande del av målföretaget, om man ska vinna en *proxy contest*, då chanserna förbättras desto mer kontroll det förvärvande företaget har. (Ferrara et al 1987:131-132)

Om den förändrade kontrollen över målföretaget medför förbättrad lönsamhet kommer det förvärvande företaget endast att tilldelas utdelning i proportion till sitt ägande. Eftersom en *proxy contest* inte medför någon mer ekonomisk fördel förutom den utdelning som motsvarar det förvärvande företagets ägande, brukar förvärvande företag normalt sett följa upp en *proxy contest* med ett *tender offer*. (Ferrara et al 1987:132)

3.2 Försvarsstrategier

Organisatoriska försvarsmekanismer är antingen preventiva i syfte att avskräcka eventuella förvärvare, eller reaktiva i syfte att antingen förhindra att ett uppköpserbjudande genomförs, eller i syfte att driva upp priset på målföretagets aktier. Användning av försvarsmekanismer kan ge upphov till intressekonflikter bland målföretagets olika intressenter. Till exempel kan en intressekonflikt uppstå mellan målföretagets ägare och styrelse eftersom aktieägarna vill maximera värdet av målföretaget och därigenom sina aktier medan styrelsen är rädd att förlora sina jobb efter ett eventuellt uppköp. Ett uppköpserbjudande kan av marknaden tolkas på flera sätt. Målföretag kan uppfattas som ett lämpligt uppköpsobjekt i det fall målföretaget inte utnyttjar sina tillgångar på ett effektivt sätt. Alternativt kan målföretaget ses som en potentiell konkurrent vilket utgör ett hot för det förvärvande företaget. Antalet tillgängliga försvarsstrategier är stort och vid en förvärvssituation kombineras ofta flera försvarsstrategier i syfte att skapa ett effektivt försvar.

3.2.1 Ägarstruktur

Kontrollen av en betydande aktiepost i ett målföretag kan fungera som en organisatorisk försvarsmekanism genom att aktieposten medför att ett eventuellt förvärvande företag inte har

möjlighet att förvärva hela målföretag och skapa ett helägt dotterbolag mot målföretagets aktieägares vilja. Denna försvarsstrategi används ofta preventivt i syfte att avskräcka eventuella budgivare.

Det är även möjligt för en ägare att genom flera oberoende företag kontrollera ett tredje. I Sverige är Wallenbergsfären ett tydligt exempel på detta. Genom investmentbolaget Investor tillsammans med olika stiftelser är Wallenbergsfären storägare i flera börsnoterade företag.

Denna ägandekonstellation kan få lagliga implikationer. Enligt LUA 3:1 gäller lagen om budplikt även i det fall aktieinnehavet övergår tre tiondelar ensamt eller tillsammans med närstående. Att förbigå lagen genom en tredje part är därmed inte möjligt.

En annan ägarstruktur som kan fungera som en organisatorisk försvarsmekanism är korsvist ägande. Korsvist ägande innebär att två företag äger betydande aktieposter i varandra. På så sätt kontrollerar företagen varandra och äger därmed indirekt sina egna aktier. Detta innebär att företagen kan förhindra ett eventuellt uppköp.

3.2.2 White knight

Efter det att ett fientligt uppköpserbjudande offentliggjorts kan målföretagets ledning och styrelse söka efter en alternativ, vänligt sinnad budgivare. Denna budgivare går in i affären med målföretagets godkännande. Denna försvarsstrategi betecknas *white knight*. (Olve 1988:80)

White knight -strategin innebär att den vänliga budgivaren erbjuder sig att köpa tillräckligt med aktier i målföretaget för att hindra den fientliga förvärvaren från att få kontroll. Riddaren agerar under hela förvärvsprocessen i samförstånd med målföretagets ledning och styrelse och tillsammans utformar de ett för målföretagets aktieägare fördelaktigt erbjudande. (Weston et al 2004)

En *white knight* -strategi tilltalar ofta målföretagets ledning och styrelse eftersom deras framtid kan säkras genom överenskommelsen med den vita riddaren om att hålla målbolaget intakt efter uppköpets genomförande. (Weston et al 2004)

En *white knight* kan också användas som budkonkurrent gentemot det förvärvande företaget i syfte att förbättra erbjudandet vilket är positivt ur målföretagets aktieägares perspektiv.

Den vita riddaren måste presentera ett bättre erbjudande än den fientliga förvärvaren om målföretagets aktieägare ska acceptera erbjudandet. Detta innebär att det ursprungliga erbjudandet inte får vara för högt. Samtidigt måste den vita riddaren besitta tillräckliga finansiella medel för att klara att genomföra affären. För den vita riddaren kan det innebära en viss risk att agera *white knight* eftersom erbjudandet måste komma snabbt och det finns begränsad tid för analys av målföretaget. Detta risktagande kräver ofta någon form av ersättning. (Olve 1988:80).

Om riddaren inte tar en maktposition i målbolaget utan endast köper en nödvändig del av aktierna för att förhindra uppköp betecknas handlingen som en *white squire* -strategi. (Weston et al 2004).

Det största problemet för målföretaget är att hitta en *white knight* som både har viljan och den finansiella styrkan som krävs för att genomföra affären.

3.2.3 Lagliga åtgärder

Målföretaget kan välja att använda sig av lagliga åtgärder efter det att uppköpserbjudande är offentliggjort vilket syftar till att öka kostnaderna för den fientliga förvärvaren alternativt fördröja förvärvsprocessen. Vid offentliga uppköpserbjudanden gäller lagstiftningen i det land där målföretaget är registrerat.

Finansinspektionen övervakar svenska företag på finansmarknaden. Det har delegerat ansvaret om offentliga uppköpserbjudandet till aktiemarknadsnämnden. Aktiemarknadsnämnden tillhandhåller råd och vägledning vid offentliga uppköp. Dessutom kan alla inblandade parter i ett företagsförvärv vända sig till aktiemarknadsnämnden för anmälningar om de anser att någon part har brutit mot god sed på aktiemarknaden. (aktiemarknadsnämnden.se)

I det fall det finns flera budgivare måste alla aktörer ha tillgång till samma information (ABL 4:1). Detta kan ibland bli föremål för utredning då risken finns att målföretaget behandlar vita riddare fördelaktigt.

Företag kan även vända sig till Konkurrensverket eller Marknadsdomstolen om det finns risk för att två företag tillsammans skulle få en för dominerande ställning, vilket skulle hota konkurrensen (konkurrensverket.se). När det rör sig om större internationella affärer är det

EU-kommissionen som handhar granskningen (europa.eu). Fackliga organisationer kan utföra granskningar och föra fram kritik om vissa krav inte är uppfyllda.

När det gäller juridiska övertramp bör inte förfarandet falla inom definitionen för en försvarsåtgärd. Däremot om syftet är att fördröja förvärvsprocessen, öka kostnaderna eller skapa andra typer av besvär för motparten bör det definieras som en försvarsåtgärd. I Sverige faller alla rättegångskostnader på den förlorande parten vilket bör tas i beaktning innan en rättslig process inleds. Förutom finansiella kostnader kan företag även lida immateriella förluster såsom försämrat rykte.

3.2.4 Offentlig information

Om målföretagets ledning och styrelse har en negativ inställning till det förvärvande företagets erbjudande gäller det att övertyga aktieägarna att inte acceptera erbjudandet (Cooke 1986:231). Målföretag kan publicera positiv information om det egna företaget för att höja aktiekursen och öka priset för uppköparen (Weston et al 2004).

Genom att presentera starka finansiella nyckeltal och löften om framtida utdelningar framhävs målföretaget från sin bästa sida. Informationen syftar till att avskräcka den fientliga förvärvaren genom att befintliga aktieägares vilja att sälja sina aktier minskar. (Weston et al 2004)

Även negativ information kan presenteras i syfte att framställa förvärvaren på ett negativt sätt. Dessutom presenteras ofta information om hur uppköpet på ett negativt sätt skulle påverka målbolaget. På samma sätt kan budgivaren gå till motattack med hjälp av offentlig information. Risken finns för smutskastning i media.

3.2.5 Förändrad kapitalstruktur

Ett företag kan förändra sin kapitalstruktur bland annat genom att låna pengar och för dessa köpa aktier i det egna företaget på den öppna marknaden alternativt låna pengar för att sedan genomföra en aktieutdelning. (Ferrara 1988:424-425)

Många förvärvande företag finansierar sina förvärv med hjälp av lånade pengar och har som målsättning att efter förvärvet kunna förlita sig på målföretagets intäkter för att betala finansieringen. Målföretagets förändrade kapitalstruktur medför därför att företaget blir mindre attraktivt ur förvärvarens perspektiv. (Ferrara 1988:424-425)

3.2.6 Blås fisk

Försvarsstrategin *blås fisk* innebär att målföretaget ökar i värde genom att köpa upp tillgångar. Därmed blir målföretaget större och dyrare att köpa medan de likvida medlen minskar. Detta är två saker som ett förvärvande företag inte uppskattar. (Cooke 1986:242) Om det förvärvande företaget har ont om finansiella medel kan ett uppköp på detta vis undvikas. Om uppköpet trots denna försvarsmetod lyckas blir det till ett högre pris än det ursprungliga.

3.2.7 Pac man

Innebär att målföretaget vänder på affären och lägger ett motbud på den fientliga förvärvaren (Cooke 1986:239). Detta är främst aktuellt när målföretaget är större och finansiellt starkare än förvärvaren. Genom att tillämpa pac man-metoden visar målföretaget en positiv inställning till ett samgående men också att de själva vill vara den ledande parten i affären (Weston et al 2004). Strategin kan leda till att målföretaget får styrelseposter i det fientliga företaget och därmed en möjlighet att rösta bort det fientliga budet på sig själva. Enligt ABL får inte dotterbolag äga aktier i moderbolaget vilket gör att fientliga bud kan förhindras med hjälp av pac man-metoden.

4. Praktisk referensram

I kapitlet beskrivs det regelverk som bestämmer förutsättningarna vid fientliga företagsförvärv. Beskrivningen är allmän och endast de lagar, regler och bestämmelser som är av särskilt intresse för studien presenteras.

4.1 Aktiebolagslagen

I *aktiebolagslagen* (ABL) 4:1 behandlas likhetsprincipen som fastslår att alla aktier i ett aktiebolag har lika rätt och ska därmed behandlas lika. Exempelvis då en vit riddare används för att förhindra ett fientligt bud får denne inte behandlas fördelaktigt gentemot övriga budgivare. ABL 8:41 understryker detta men skyddar också minoritetsägarna genom att stadga att styrelsen inte får företa någon åtgärd som är till fördel åt en aktieägare eller till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.

I ABL 1:11 behandlas begreppen moderbolag och dotterbolag. När ett bolag kontrollerar 50 procent av aktierna får det röstmajoritet och betecknas då moderbolag (ABL 1:11). Ett dotterbolag får inte äga aktier i ett moderbolag (ABL 19:7).

Försvarsmetoden att ändra kapitalstrukturen för att göra bolaget mindre attraktivt eller späda ut fientliga aktieägares innehav påverkas av försiktighetsregeln. En värdeöverföring får endast genomföras om det finns full täckning i bolagets egna bundna kapital, dessutom måste värdeöverföringen vara försvarlig med hänsyn till bolagets likviditet och dess ställning i övrigt. (ABL 17:3)

I ABL 22:1 behandlas tvångsinlösen av minoritetsaktieägare. En aktieägare vars innehav överstiger nio tiondelar av aktierna har rätt att tvångsinlösa övriga aktier. (ABL 22:1) Detta för att inte minoritetsaktieägare ska ha möjlighet att förhindra företagsförvärv.

Det finns dock möjlighet att kringgå detta. Genom att utnyttja fusionsreglerna kan en fusion genomföras då endast 66 procent av aktierna är förvärvade. Fusionen kan användas som ett komplement till tvångsinlösen i det fall förvärvaren inte uppnår ett 90 procentigt ägande.

Vissa tveksamheter finns med att tillämpa fusionsreglerna vid offentliga uppköp då det kan anses strida mot god sed på aktiemarknadsnämnden. Lagrådet har genom en proposition uppmärksammat lagstiftaren på de möjligheter som finns för att kringgå bestämmelserna om tvångsinlösen vid 90 procent. Justitiedepartementet har i en promemoria lagt ett förslag om en lagändring med hänsyn till missbruk av fusionsreglerna. Någon regeländring har dock inte

trätt i kraft och aktiemarknadsnämnden slår fast att med grund i nuvarande regelsystem och tidigare uttalanden kan förfarandet med genomförandet av fusion då förvärvaren inte nått 90 procent inte anses strida mot god sed på aktiemarknaden. (AMN 2006:30)

4.2 Regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden består av fyra normgivande organ varav aktiemarknadsnämnden och näringslivets börskommitté är av särskilt intresse för denna redogörelse. (www.godsedpavpmarknaden.se)

Aktiemarknadsnämnden bildades 1986 och har av finansinspektionen fått i uppgift att besluta i ärenden relaterade offentliga uppköpserbjudanden. Dessutom har Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity givit aktiemarknadsnämnden i uppgift att besluta i ärenden relaterade till börsernas regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. (www.godsedpavpmarknaden.se)

Näringslivets börskommitté (NBK) bildades 1968 och har haft till uppgift att utforma ett regelverk gällande offentliga uppköpserbjudanden. Regelverket gäller vid offentliga uppköp där målföretagets aktier handlas på svenska handelsplattformar. (godsedpavpmarknaden.se)

Förvärvssituationer skiljer sig åt vilket har medfört att regelverket består av en uppsättning generella bestämmelser. Eftersom bestämmelserna är generellt formulerade har NBK uttryckligen stipulerat att bestämmelsernas bakomliggande syfte måste tas i beaktande. Bestämmelserna är utformade mot bakgrund av Europaparlamentets och -rådets direktiv 2004/25/EG (takeover-direktivet). Då bestämmelserna inte anses tillbörliga gäller direktivets riktlinjer. (NBK)

NBK pt. II.10 är av intresse när förvärvande företag väljer att använda sig av en så kallad *two tier front end loaded tender offer* -strategi.

II.10 ”Budgivaren ska erbjuda alla innehavare av aktier med identiska villkor ett identiskt vederlag per aktie. Föreligger särskilda skäl med avseende på vissa aktieägare, kan dock vederlag i annan form, men med samma värde erbjudas dem.” (NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden II.10)

Kommentar:

”...Bestämmelsen hindrar inte att budgivaren erbjuder aktieägarna att välja mellan flera vederlagsalternativ, exempelvis aktier och kontanter, och inte heller att dessa vederlag har

olika värde. Det är också tillåtet att föreskriva att ett eller flera vederlagsalternativ bortfaller efter viss tid...” (NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden II.10)

NBK pt. II.13 är av intresse när förvärvande företag väljer att använda sig av en så kallad *toehold position* -strategi.

II.13 ”Om budgivaren inom kortare tid än sex månader innan ett erbjudande offentliggjorts har förvärvat aktier i målbolaget på annat sätt än genom ett tidigare offentligt erbjudande (föreffär), får villkoren i erbjudandet inte vara mindre förmånliga än villkoren i föreffären...” (NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden II.13)

kommentar:

”...Bestämmelserna gäller oavsett om föreffären gjorts som en affär på aktiemarknaden eller på annat sätt...” (NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden II.13)

4.3 Takeover-direktivet

Takeover-direktivet är en överenskommelse mellan medlemsstaterna i EU och Europaparlamentet om en harmonisering av regelverket för uppköp inom EU. Direktivet implementerades år 2004 och grundas på den engelska regleringen. Regelsamordningen ska i första hand säkerställa en rättvis och rimlig behandling av målbolagets aktieägare. För att följa marknadens utveckling är direktivet flexibelt och det finns möjlighet till undantag och dispenser. För att möjliggöra tillämpning inom hela EU-området är direktivet av övergripande karaktär och uppmanar medlemsländerna att utgå från direktivet för att upprätta nationella regler. (2004/25/EG) Direktivet är ett minimikrav och enskilda medlemsländer kan ha strängare och mer långtgående reglering (SOU 2005:58).

4.4 Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Regler gällande offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden var tidigare självreglerande genom NBK:s bestämmelser. Takeover-direktivet medförde att Sverige år 2006 införde *Lagen om offentliga Uppköpserbjudanden på Aktiemarknaden* (LUA). Eftersom både LUA och NBK:s bestämmelser grundas på det brittiska regelverket skedde inga större förändringar förutom att bestämmelserna blev lagstadgade.

LUA reglerar offentliga uppköpserbjudanden där målbolagets aktier är noterade vid en börs eller annan auktoriserad marknadsplats i Sverige. Båda parter i en köptvist berörs av reglerna.

LUA 3 kap. behandlar området budplikt och slår fast att den förvärvare vars aktieinnehav överstiger tre tiondelar måste omedelbart offentliggöra storleken av sitt aktieinnehav samt lämna ett offentligt uppköpserbjudande på återstående aktier i bolaget (LUA 3:1).

Styrelsen i ett bolag som är föremål för ett uppköpserbjudande ska informera sina anställda om utformningen av erbjudandet samt den rekommendation som styrelsen gett till sina aktieägare med anledningen av erbjudandet. (LUA 4:2)

LUA 5 kap. behandlar försvarsåtgärder och är av stor betydelse för inblandade parter vid fientliga företagsförvärv. Om ett uppköpserbjudande redan lagts eller om misstanke om sådant finns får målbolaget endast tillämpa sådana försvarsstrategier som avser att försämra förutsättningarna efter beslut av bolagsstämman. Målföretaget tillåts dock söka efter alternativa budgivare utan beslut från bolagsstämman vilket betyder att försvarsstrategin *white knight* är möjlig. (LUA 5:1)

Den budgivare som genom offentliga uppköpserbjudanden kontrollerar tre fjärdedelar av aktierna i ett bolag har enligt LUA 6:4 möjlighet att sammankalla en extra bolagsstämma för att ändra bolagsordningen eller avsätta respektive tillsätta styrelseledamöter. Vid en sådan bolagsstämma har aktier med lika rätt i tillgångar och vinst lika röstvärde. Därmed saknar rösträttsbegränsningar verkan (LUA 6:3). På samma sätt saknar rösträttsbegränsningar verkan då en bolagsstämma ska besluta om vilka försvarsåtgärder som skall vidtas vid ett offentligt uppköpserbjudande (LUA 6:3). I Sverige är dock detta inte någon tvingande lagregel utan ett frivilligt tillägg som en bolagsstämma bestående av aktieägare som företräder minst nio tiondelar av antalet aktier enhälligt måste rösta igenom (LUA 6:1).

Precis som i takeover-direktivet finns även inom LUA möjlighet att kringgå reglerna. Enligt LUA 7:5 kan bolag, då särskilda skäl föreligger, begära dispens hos finansinspektionen för en försvarsåtgärd som annars skulle vara att betrakta som otillåten. Ett beslut kan också skriftligt överklagas hos finansinspektionen (LUA 8:1).

5. Empiri

I kapitlet presenteras det empiriska materialet vilket består av fem fallstudier. Med hjälp av pressmeddelanden och tidningsartiklar från dags- och affärspressen beskrivs förvärvsprocessen och de båda inblandande parternas agerande.

5.1 KappAhl – Lindex

Den 13 augusti 2007 offentliggjorde KappAhl ett bud gällande samtliga aktier i Lindex. Erbjudandet var ett kontanterbjudande om 102 kr per aktie vilket vid offentliggörandet innebar att KappAhl i jämförelse med senaste betalkurs, erbjöd Lindex aktieägare en premie om 15 procent. KappAhl syftade att genom förvärvet skapa en multi brand-koncern. KappAhl eftersträvade även att genom förvärvet skapa skalfördelar. (Pressmeddelande KappAhl 2007-08-13)

Den 14 augusti meddelade Lindex styrelse att KappAhls erbjudanden utvärderas. Vidare meddelade man att resultatrapporteringen skulle tidigareläggas för att aktieägarnas beslut skulle underlättas. (Pressmeddelande Lindex 2007-08-14)

Den 22 augusti meddelade Lindex styrelse att man inte rekommenderade Lindex aktieägare att acceptera KappAhls bud. Vidare menade man att budet inte motsvarade Lindex finansiella värde. Styrelsen meddelade även att man den 3 september avsåg presentera ett paket vilket skulle ge aktieägarna möjlighet att ta ett informerat beslut gällande KappAhls bud. (Pressmeddelande Lindex 2007-09-03)

Mats Hård beskriver i sin artikel att Lindex tidigare, vid ett antal tillfällen varit till försäljning, och att dessa tidigare försök borde innebära att företaget bör "... ha goda kontakter med eventuella friare vid sidan av KappAhl." (Hård 2007-08-22)

Den 3 september presenterade Lindex styrelse sitt paket vilket innebar att man avsåg förändra företagets kapitalstruktur. Lindex avsåg att med kontanter och marknadsnoterade obligationer göra en utbetalning till aktieägarna om 44 kr per aktie. (Pressmeddelande Lindex 2007-09-03)

Den 7 september kallade Lindex till extra bolagsstämma genom ett pressmeddelande. Syftet med bolagsstämman var att ta ställning till den av Lindex styrelse föreslagna förändringen av kapitalstrukturen. (Pressmeddelande Lindex 2007-09-03)

Den 21 september gav Konkurrensverket ett positivt utlåtande gällande KappAhls offentliga

uppköpserbjudande av Lindex. (Pressmeddelande KappAhl 2007-09-21)

Den 26 september godkände Lindex bolagsstämman den av styrelsen föreslagna förändringen av kapitalstrukturen. (Pressmeddelande Lindex 2007-09-21)

Stockholmsbörsens takeover-regler stipulerar att målföretagets styrelse ska uttala sin uppfattning gällande hur budet skulle påverka verksamheten efter ett eventuellt uppköp.

Den 24 september meddelade Lindex styrelse att den inte såg att ett genomförande av budet på ett avgörande sätt skulle påverka Lindex anställda eller nuvarande inriktning och strategi. (Pressmeddelande Lindex 2007-09-24)

Den 30 september meddelade Lindex styrelse att de erhållit ett kontanterbjudande från Stockmann om 116 kr för samtliga aktier i Lindex. Detta motsvarande en premie om 31 procent. Stockmann är ett finskt börsnoterat företag inom detaljhandelsbranschen. Genom prövning av budet med hjälp av externa rådgivare ansåg Lindex att budet var tillfredställande för Lindex aktieägare och de rekommenderade därför att aktieägarna accepterade budet. Lindex styrelse meddelade även att den påbörjade förändringen av Lindex kapitalstruktur skulle "... hanteras i samråd med Stockmann och på ett sätt som inte försvårar dess bud. Skulle budet från Stockmann vinna acceptans bland aktieägarna kommer styrelsen att avbryta rekaptaliseringsprocessen." (Pressmeddelande Lindex 2007-10-01)

Stockmann motiverade ett samgående med att företagen tillsammans skulle bilda ett ledande nordeuropeiskt detaljhandelsföretag med goda tillväxtpotentialer i Ryssland, Baltikum och Östeuropa. En introduktion av Lindex på den ryska marknaden, vilken är en av företagets expansområden, skulle stödjas av Stockmanns existerande verksamhet där och man menade att det skulle uppstå synergieffekter. (Pressmeddelande Stockmann 2007-10-01)

Styrelseordföranden i Lindex menade att det främst var pengarna som gjorde att styrelsen valde att rekommendera erbjudandet från Stockmann. Vidare menade styrelsen att Stockmann tillförde kunskap och erfarenhet vilket är betydelsefullt vid en expansion på den ryska och östeuropeiska marknaden. Även andra storägare inom Lindex uttalade sig positivt om Stockmanns bud och menade att deras erbjudande var betydligt mer konstruktivt än KappAhls, både finansiellt och strategiskt. (X, X. 2007-10-01)

Även aktiespararna såg positivt på Stockmanns bud och rekommenderade att Lindex aktieägare accepterade Stockmanns bud. Aktiespararna motiverade sin rekommendation med

att erbjudandet gav en skälig värdering av företaget. Dessutom bedömdes affären vara industriellt riktig och underlätta Lindex geografiska expanderings. (X, X. 2007-11-13)

Med hänsyn till erbjudandets svaga genomslag valde KappAhl att dra tillbaka sitt förvärvserbjudande gällande samtliga aktier i Lindex. (Pressmeddelande KappAhl 2007-10-01)

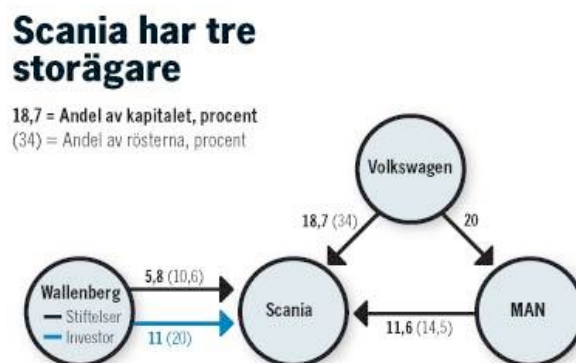
Den 3 december meddelade Stockmann att aktieägare motsvarande 96,43 procent av röster och kapital hade accepterat erbjudandet. Då villkoren för uppköpserbjudandet hade uppfyllts hade Stockmann beslutat att fullfölja erbjudandet och tvångsinlösa resterande aktier samt avnotera Lindex från börser. (Stockmann pressmeddelande, 2007-12-03)

5.2 MAN - Scania

Scania är en framstående lastbilsproducent men utvecklar och producerar även andra närstående produkter. Företagets produktion är belägen i Europa och Sydamerika men företaget bedriver även annan verksamhet i många länder och på flera kontinenter. (scania.se)

Även MAN är en etablerad aktör på lastbilsmarknaden. MAN ingår i koncernen MAN Group vilket är ett av Tysklands största företag med 47 700 anställda. (man.se)

Vid tillfället för MAN:s offentliga uppköpserbjudande var ägarstrukturen i de inblandade företagen invecklad. Volkswagen var en betydande aktieägare i både Scania och MAN. Förutom Volkswagen hade även MAN, Investor AB och Wallenbergstiftelsen stort inflytande över företaget.



(Aronsson, Malmberg 2006-11-24)

Det offentliga uppköpserbjudande som MAN presenterade i slutet av 2006 motiverades med att de två företagen tillsammans skulle bilda den största aktören inom lastbilbranschen i

Europa. MAN avsåg att fortsätta driva Scania som en självständig enhet men företaget såg även att affären skulle skapa fördelaktiga synergieffekter. (Pressmeddelande MAN 2006-09-13)

Den följande beskrivningen berör endast det offentliga uppköpserbjudande som MAN presenterade i senare delen av 2006 vilket drogs tillbaka i början av 2007.

12 september 2006 meddelade Scania att företaget tagit del av information vilket fick Scantias styrelse att tro att MAN skulle offentliggöra ett erbjudande gällande Scania (Pressmeddelande Scania 2006-09-12).

Efter en tid av spekulationer bekräftade MAN den 13 september 2006 sitt intresse för Scania. MAN motiverade budet med att företagen tillsammans skulle bilda Europas största koncern för nyttofordon och skapa en god plattform för tillväxt. (Pressmeddelande MAN 2006-09-13)

Kort därefter mottog Scantias styrelse ett skriftligt förslag om ett vänlig samgående. Vid följande styrelsesammanträde behandlades förslaget och röstas enhälligt ner. Detta beslut meddelades den 17 september. (Pressmeddelande Scania 2006-09-18)

Därmed var budet att betrakta som fientligt. MAN uppvaktade Scania flitigt och sökte vid flera tillfällen kontakt för en vänlig dialog. Scania svarade inte på förfrågningarna utan lät via ett pressmeddelande understryka att de inte var intresserade av erbjudandet då det undervärderade Scania. (Pressmeddelande Scania 2006-10-11)

Dagen efter meddelade Scania att de avsåg att tidigarelägga resultatrapporteringen för det tredje kvartalet med hänsyn till det för perioden starka resultatet och det aggressiva agerande från MAN. (Pressmeddelande Scania 2006-10-12).

Budet kritiserades från flera håll för att vara för lågt och inte spegla Scantias riktiga värde samt att de uppskattade synergierna inte beräknats på rätt sätt. Kritiken kom från ägarna (Pressmeddelande Volkswagen 2006-10-04) och från fackliga organisationer (X, X. 2006-11-14). Trots kritiken fanns åsikter om en industriell logik med ett samgående (Andersson 2006-09-13). Vissa menade att Scania var det starkare av de två företagen och vid ett eventuellt samgående var det Scania som borde vara den ledande parten (Cervenka 2006-09-20).

Trots kritik och uppmaningar att dra tillbaka budet lät MAN meddela att villkoren för att kalla tillbaka budet var dels att vänliga förhandlingar skulle inledas och dels försäkringar om att inga motbud skulle läggas (Bergin Lundin 2007-11-14).

Volkswagen ökade sitt ägande i MAN till 15 procent med motiveringen att det var en strategisk investering i nyttofordonsbranschen. Investeringen skulle underlätta ett vänligt samgående mellan Scania och MAN men samtidigt underströks att ett fientligt uppköp inte var bra för någon av parterna. (Pressmeddelande Volkswagen 2006-10-04) Samtidigt ökade också Investor sitt aktieinnehav till 20,06 procent vilket tillsammans med Wallenbergssfären medförde att de kontrollerade över 30 procent. (Pressmeddelande Investor 2006-11-07)

Bakgrunden till aktieförvärvet var det omdiskuterade kryphålet i lagen vilket tillät genomförandet av en tvångsfusion redan vid 66 procent av aktieinnehavet. Förvärvet förhindrade den möjligheten (Nachemsson-Ekwall 2006-11-11).

Då Scania inte svarade på de vänliga försöken till dialog och flera privata förhandlingar inte gav något resultat bytte MAN stil och gav sig nu in på marknaden som en fientlig förvärvare av röststarka aktier i Scania. Den 12 oktober köpte MAN upp 12,47 % av rösterna och 11,48 % av kapitalet i Scania till ett pris av 475 kr per aktie. MAN meddelade att framtida budpris skulle komma att höjas och ges i två alternativ, ett kontanterbud och en kombination av kontanter och aktier i MAN. För aktieägare som innehade 100 aktier eller färre erbjöds en högre premie för att sälja sitt innehav till MAN. (Pressmeddelande MAN 2006-10-12)

Detta handlande kritiserades av Scania som rådde sina aktieägare att inte sälja aktier till MAN. Genom ytterligare ett pressmeddelande underströk Scania att det inte var intresserat av ett samgående och det hänvisade till finansiella rådgivare när det hävdade att budet väsentligt undervärderade Scania (Pressmeddelande Scania 2006-10-12). Trots negativ respons från både Scania och privata storägare gjorde MAN detta drag för att visa hur angeläget det var om affären.

VD för MAN Håkan Samuelsson kritiserades för utformningen av budet genom att använda de mindre aktieägarna som gisslan när förhandlingarna med de stora aktieägarna bröt samman (X, X. 2006-12-01). Affärsvärlden gick till hårt angrepp och ställde sig frågan om bultarna i Samuelssons huvud var rätt monterade (Åsberg 2006-10-17).

Under en längre period gav inte MAN några officiella pressmeddelanden utan väntade och såg hur erbjudandet togs emot av aktieägarna. Styrelsen i Scania gav flera gånger rådet att inte acceptera budet och Scania kritiserade även budet genom att ta upp mindre relevanta frågor angående erbjudandehandlingen med aktiemarknadsnämnden.

Efter granskning från EU-kommissionen godkändes budet den 20 december med hänsyn till konkurrenssituationen (Ljung 2006-12-21)

Trots avslag från stora aktieägare ville inte MAN ta bort sitt förslag utan satte ett slutdatum för erbjudandet till 31 januari 2007. (Andersson 2006-12-07)

23 januari meddelade dock MAN att erbjudandet dras tillbaka då de uppsatta villkoren inte skulle uppfyllas till det slutdatum som satts för affären, dock stängde det inga dörrar för ett möjligt samgående i framtiden. (Pressmeddelande MAN 2007-02-01)

5.3 Old Mutual - Skandia

Den 29 augusti 2005 meddelade Old Mutual genom ett pressmeddelande att man avsåg förvärva samtliga aktier i Skandia. Old Mutual erbjöd Skandias aktieägare 42 kr per aktie och det avsåg betala 40 procent kontant och resterande 60 procent med egna aktier. (Pressmeddelande Old Mutual 2005-08-29)

Den 2 september 2005 lämnade Old Mutual ytterligare information. Företaget erbjöd Skandias aktieägare 43.60 kr per aktie vilket var ett bud till 25 procent premium i jämförelse med marknadspriset den 12 maj 2005. Old Mutuals VD Jim Sutcliffe uttalade sig även om fördelarna med förvärvet och menade bland annat att det skulle skapa ett företag med fördelaktig tillväxtpotential och en minskad riskprofil. (Pressmeddelande Old Mutual 2005-09-02)

Den 19 oktober 2005 informerade Skandia genom ett pressmeddelande att man inte rekommenderade aktieägarna att acceptera Old Mutuals bud. Man menade att budet inte var tillräckligt högt samt att betalningen som Old Mutual avsåg göra med 40 procent kontanta medel och 60 procent Old Mutual -aktier utgjorde en marknadsrisk för Skandias aktieägare. Vidare beskrev Skandia sina framtidsplaner som självständigt företag och menade att Skandia skapar högre aktieägarvärde på egen hand. (Pressmeddelande Skandia 2005-10-19)

Den 1 december 2005 meddelade Old Mutual att villkoret gällande acceptansgraden hade förändrats från tidigare 90 procent till mer än 50 procent. Vidare meddelade Old Mutual att acceptperioden inte skulle förlängas såvida företaget inte kontrollerade mer än 50 procent av rösterna den 16 december 2005. (Pressmeddelande Old Mutual 2005-12-01)

Den 1 december kommenterade Skandias styrelseordförande Lennart Jeansson Old Mutuals pressmeddelande tidigare samma dag. Jeansson menade att Old Mutuals förändrade villkor

gällande acceptansgraden visade på ”osäkerhet om vilket stöd man har för sitt bud. Oavsett om man nöjer sig med 50 % eller 90 % är emellertid budet oacceptabelt och Old Mutual kommer enligt vår uppfattning inte att ha nått 50 % den 16 december 2005.” (Pressmeddelande Skandia 2005-12-01)

Den 20 december 2005 meddelade Old Mutual att man kontrollerade 62,5 procent av Skandia. Därmed valde Old Mutual att förlänga acceptperioden till den 12 januari 2006. (Pressmeddelande Skandia 2005-12-20)

Den 21 december 2005 uttalade sig Skandias styrelseordförande Lennart Jeansson. Jeansson menade ”Att Skandia nu genom Old Mutual kan komma att få en huvudägare med mer än 50 % av aktierna...”. Vidare menade Skandias styrelse att den fortfarande inte ansåg att budet var fördelaktigt för aktieägarna, men att den trots påtryckningar inte lyckats förändra budet. (Pressmeddelande Skandia 2005-12-21)

Den 16 januari 2006 meddelade Old Mutual att man nu kontrollerade 68,6 procent av Skandia och att man valt att förlänga acceptperioden till den 23 januari 2006. (Pressmeddelande Skandia 2006-01-16)

Den 26 januari 2006 meddelade Old Mutual att man nu kontrollerade 72,3 procent av Skandia och att man valt att förlänga acceptperioden till den 9 februari 2006.

Den 7 februari 2006 meddelade Skandia att företagets nomineringskommitté hade ändrats och att bland annat Hasan Askari skulle sitta i kommittén för Old Mutual. (Pressmeddelande Skandia 2006-02-07)

Den 22 februari meddelade Skandia att Old Mutual nu kontrollerade 89,5 procent av Skandia och att Old Mutual avsåg att börja ”... lösa in minoritetens aktier i Skandia när Old Mutual innehar mer än 90 procent av aktierna.” (Pressmeddelande Skandia 2006-02-22)

5.4 Opica - Capio

Capio bedriver verksamhet inom hälso- och sjukvårdsbranschen. Genom flera förvärv av olika vårdgivare hade verksamheten växt och 2006 bedrevs verksamhet i sex länder. Capio driver allt från mindre specialistkliniker till stora akutsjukhus. Vid tiden för förvärvet hade koncernen 16 000 medarbetare och omsatte 15 miljarder kronor årligen. (capio.se)

Vid tiden för förvärvet bedrev Opica ingen verksamhet. Opica ägdes av fonder som förvaltades av Apex Partners Worldwide (Apax) och Nordic Capital. Apax är ett franskt

riskkapitalföretag med verksamhet i Europa, USA och Asien. Apax har kunskap om, och erfarenhet av investeringar inom hälso- och sjukvårdsbranschen. Nordic Capital är ett nordiskt riskkapitalföretag som även det har tidigare erfarenhet från investeringar i hälso- och sjukvårdsbranschen. (Pressmeddelande Nordic Capital 2006-09-01)

Trots Capios starka tillväxt och expanderings var Opicas uppfattning att det med sin branschkunskap och finansiella styrka kunde utveckla Capio bättre som ett privatägt bolag. Opicas avsikt var att utnyttja sina ägares styrkor i syfte att befästa och förstärka Capios position på den europeiska sjukvårdsmarknaden. (Pressmeddelande Nordic Capital 2006-09-01)

Den 1 september 2006 offentliggjorde Opica ett kontanterbjudande gällande samtliga aktier i Capio vilket värderade företaget till 15,6 miljarder kronor. Erbjudandet motsvarade en premie om 35 procent baserat på det genomsnittliga aktiepriset månaden före offentliggörandet. Varken Opica, Apax eller Nordic Capital ägde aktier i Capio före offentliggörandet. Erbjudandet hade flera villkor vilka begränsade Capios handlingsutrymme. Till exempel skulle erbjudandet dras tillbaka om förvärvet försvårades på grund av lagstiftningen eller andra typer av regleringar. Om Capio skulle vidta några åtgärder med avsikt att försämra förutsättningarna för Opica skulle även detta medföra att Opica drog tillbaka erbjudandet. Erbjudandet var även villkorat av att aktieägare med aktier motsvarande 90 procent av rösterna accepterade budet. Opica gjorde även klart att så snart de kontrollerade mer än 90 procent skulle de begära tvångsinlösen av resterande aktier samt avnotera Capio från börserna. (Pressmeddelande Nordic Capital 2006-09-01)

I villkoren framgick även att Opica förbehöll sig rätten att driva igenom affären som en tvångsfusion även om det inte nådde en acceptans på 90 procent. Då kravet för en tvångsfusion endast är 66 procent. (Pressmeddelande Nordic Capital 2006-09-01)

Detta uttalande fick hård kritik från aktiespararna som menade att det var ett ovanligt hot och att detta handlande borde hamnat hos tingsrätten. Aktiespararna ansåg vidare att handlandet stred mot god sed på aktiemarknaden. (Östlund 2006-09-12)

Capios två största ägare, Andra och Fjärde AP-fonderna, lämnade in ärendet för ett utlåtande hos aktiemarknadsnämnden. De fick inte gehör för kritiken utan aktiemarknadsnämnden slog fast att förfarandet var förenligt med gällande regler. Dock framgick det att förfarandet var ett gränsfall och att reglerna förmodligen skulle förändras i framtiden. (Bederoff 2006-10-03)

Erbjudandet avböjdes av styrelsen och därmed var förvärvet att betrakta som fientligt. Eftersom Capiro äger några av Sveriges största sjukhus uttrycktes en viss oro för att de skulle hamna i utländsk ägo. Kommunals representant i Capios styrelse var oroad över att Opica eventuellt hade kortsiktiga vinstintressen. Representanten uttryckte även oro för de anställdas situation. (Sjölander Holland 2006-10-05)

Då det ursprungliga erbjudandet inte accepterades i någon större omfattning beslutade Opica att höja priset samt att förlänga acceptperioden. Det nya erbjudandet innebar en premie om 47 procent baserat på aktiekursen för månaden innan offentliggörandet. Då Capiro genomfört flera förvärv och även vunnit nya kontrakt sedan det ursprungliga erbjudandet presenterades speglade detta nya pris bättre företagets värde. (Pressmeddelande Nordic Capital 2006-10-05)

Capiro meddelade att de erhållit flera icke-bindande förslag från riskkapitalbolag vilka varit mer förmånliga än Opicas erbjudande. Dock bedömdes inte dessa kunna konkurrera med Opicas höjda bud och diskussionerna hade därför avslutats. Styrelsen i Capiro hade biträts av Morgan Stanley som bedömde det höjda budet som skäligt ur ett finansiellt perspektiv. Detta medförde att styrelsen valde att rekommendera Opicas erbjudande till aktieägarna. (Pressmeddelande Capiro 2006-10-06)

Andra AP-fonden som var den största ägaren i Capiro uttryckte vikten av att styrelsen ställde sig bakom erbjudandet och menade att så fort styrelsen valde att acceptera var det naturligt att ställa sig bakom beslutet. (X, X. 2006-10-05)

Den 7 december offentliggjordes att Opica hade mottagit accepter motsvarande 97,1 procent av rösterna. Samtidigt hade företaget köpt aktier i marknaden motsvarande 2,2 procent av rösterna. Sammantaget kontrollerade Opica 99,3 procent av aktierna i Capiro vilket innebar att tvångsinlösen av minoritetsaktieägarna hade inletts och bolaget skulle avnoteras från börsen. (Pressmeddelande Nordic Capital 2006-12-07)

5.5 Procurator – Gant

Maus Frères är den största detaljhandelskoncernen i privat ägo i Schweiz och har en historia med flera framgångsrika förvärv av internationellt kända varumärken inom klädbranschen. Affären genomfördes genom det helägda dotterbolaget Procurator som bildades endast för förvärvet av Gant.

Genom Procurator lades den 13 december 2007 ett kontant erbjudande om 310 kronor per aktie i Gant. I det framlagda erbjudandet värderades samtliga aktier i Gant till 5,2 miljarder

kronor. Baserat på stängningskursen dagen före offentliggörandet innebar erbjudandet en premie på 31 procent. (Pressmeddelande Maus Fréres 2007-12-11)

Tidigare ägde inte Procurator några aktier i Gant men kort innan erbjudandet offentliggjordes hade det genom köp från flera institutionella ägare förvärvat motsvarande 12,5 procent av aktiekapitalet och rösterna. I samband med offentliggörandet av erbjudandet uttalade sig VD för Maus Fréres och underströk hur attraktivt kontanterbudet var samtidigt som han betonade att det inte hade några fientliga avsikter. Procurator försäkrade sig genom att förbehålla sig rätten att justera det erbjudna priset för aktien om Gant genomförde en utdelning eller annan form av värdeförändring. (Pressmeddelande Maus Fréres 2007-12-11)

Styrelsen i Gant valde att inte rekommendera erbjudandet till sina aktieägare. Genom att offentliggöra ett nio sidor långt pressmeddelande med ett batteri av finansiella motåtgärder tog Gants styrelse en tydlig position. Pressmeddelandet innehöll bland annat höga finansiella mål och positiva framtidsprognoser ända fram till 2015 samt höjd utdelningspolicy där minst 75 procent av nettovinsten skulle tillfalla aktieägarna. Det var en tydlig markering att Gant inte var intresserat utan att företaget klarade sig bra på egen hand. (Pressmeddelande Gant 2008-01-04)

Aktiespararna delade styrelsens uppfattning om att budet var för lågt och uppmanade sina medlemmar att tacka nej till budet. De menade att budet i ett kortare perspektiv kunde ses som attraktivt men i längden trodde man att Gants kapitalsnåla affärsmodell skulle skapa utrymme för tillväxt och utdelningar. (X, X. 2008-01-10)

Den 8 januari hade Procurator förvärvat aktier motsvarande 25,8 procent av aktier och röster i Gant (X, X. 2008-01-08).

Efter flera månader av ordkrig i media höjde Procurator budet med 10 kronor till 320 kronor per aktie och lyckades på så sätt få kontroll över 59,7 procent av rösterna. Styrelseordföranden i Gant som tidigare varit kritisk till ett uppköp hade nu nått en överenskommelse med Procurator som efter uppgörelsen kontrollerade 95,6 procent av aktierna (Pressmeddelande Gant, Maus Fréres 2008-01-31)

Efter att tvångsinlösen skett avnoterades Gant-aktien från Stockholmsbörsen den 21 mars 2008. (Pressmeddelande Gant 2008-02-25)

6. Analys

I kapitlet analyseras varje fallstudie enskilt utifrån teorin. Följande tre frågeställningar analyseras i tur och ordning: Hur utformar det förvärvande företaget sina anfallsstrategier? Varför har det förvärvande företaget valt att använda sig av dessa anfallsstrategier? Vad är orsaken till att vissa anfallsstrategier har visat sig framgångsrika respektive icke framgångsrika?

6.1 KappAhl – Lindex

Hur utformar det förvärvande företaget sina anfallsstrategier?

KappAhl offentliggjorde ett kontanterbjudande till premium gällande samtliga aktier i Lindex. Denna handling betecknas som en *cash tender offer* -strategi. Ett *cash tender offer* karakteriseras av att en organisation erbjuder sig att köpa aktier kontant i målföretaget, ofta till ett pris som överstiger marknadspriset.

I och med att Lindex styrelse inte valde att rekommendera erbjudandet definieras det som fientligt. Det förvärvande företaget valde att inte ändra anfallsstrategi efter att Lindex uttalat sig om erbjudandet.

Lindex valde även att tidigarelägga offentliggörandet av resultatrapporteringen. Handlingen bör betraktas som ett sätt att presentera positiv information om företaget i syfte att höja aktiekursen och därigenom kostnaden för förvärvaren. Denna handling betecknas som organisatoriskt försvar genom offentlig information.

Lindex valde även att inleda en förändring av kapitalstrukturen. Förutom att vara fördelaktig för Lindex aktieägare var förändringen av kapitalstrukturen att betrakta som en organisatorisk försvarsmekanism. Trots att företaget aldrig genomförde förändringen kan hotet om en förändring fungera som ett effektivt försvar.

Mats Hård antyder i sin artikel att Lindex på grund av att företaget tidigare varit till försäljning med stor sannolikhet borde ha andra köpare vid sidan av KappAhl. Offentliggörandet av Stockmanns erbjudande bekräftar den hypotesen. Det är troligt att Stockmann under en längre tid varit i kontakt med Lindex och att erbjudandet var en produkt av den förhandlingen. Tillvägagångssättet tyder på att Stockmann agerade som en *white*

knight. Även Stockmanns erbjudande var ett kontanterbjudande till premium och definieras därför som ett *cash tender offer*.

Varför har det förvärvande företaget valt att använda sig av dessa anfallsstrategier?

En *cash tender offer* -strategi besitter flera positiva karaktärsdrag vilka tilltalar det förvärvande företaget. En *cash tender offer* -strategi innebär att det förvärvande företag på förhand inte behöver informera myndigheterna. Detta innebär att det förvärvande företags intentioner är hemliga tills det att erbjudandet offentliggörs. I och med offentliggörandet begränsas målföretagets försvarsmöjligheter vilket är eftersträvaransvärt ur det förvärvande företags perspektiv. En *cash tender offer* -strategi har även inslag av tidspress vilket syftar till att få målföretagets aktieägare att acceptera erbjudandet. En *cash tender offer* -strategi är enkel till utformningen vilket medför att erbjudandet ur målföretagets aktieägares perspektiv är lätt att ta till sig. Erbjudandets enkelhet underlättar det förvärvande företags argumentation.

När det gäller Stockmanns val av en *cash tender offer* -strategi bör detta ses som en produkt av företagets förhandling med målföretaget och inte som ett strategiskt hänsynstagande.

Vad är orsaken till att vissa strategier har visat sig framgångsrika respektive icke framgångsrika?

Det var inte ett dåligt beslut att använda en *cash tender offer* -strategi. Anledningarna till att erbjudandet inte var framgångsrikt har dels med priset att göra och dels med situationen som uppstod i och med budkonkurrensen. Lindex styrelse valde att inte rekommendera KappAhls erbjudande med motiveringen att erbjudandet inte motsvarade företagets finansiella värde. Detta medförde att många aktieägare valde att inte acceptera erbjudandet. Syftet med tidspressen är att få aktieägarna att agera innan målföretaget har hunnit organisera ett försvar. I och med att Lindex snabbt skapade kontakt med Stockmann blev tidspressen inte relevant. Den senare budkonkurrensen med ett bättre erbjudande från budkonkurrenten innebar att KappAhl var tvunget att dra tillbaka sitt erbjudande.

Situationen kunde ha utvecklats annorlunda om KappAhl i det inledande skedet av budprocessen använt sig av en *toehold position* -strategi. Möjligheten finns att denna strategi

hade verkat i avskräckande syfte gentemot Stockmann vilket hade inneburit att KappAhl hade kunnat undvika budkonkurrens och därigenom fullföljt erbjudandet.

6.2 MAN - Scania

Hur utformar det förvärvande företaget sina anfallsstrategier?

Processen inleddes med att MAN tog initiativet till vänliga förhandlingar och lämnade ett skriftligt bud till styrelsen i Scania. Då de vänliga förhandlingarna visade sig fruktlösa skaffade sig MAN en *toehold position* genom att förvärva aktier i Scania. Därefter erbjöds Scanias aktieägare två olika ersättningsalternativ, ett kontanterbudande till premium och ett erbjudande bestående av en kombination av kontanta medel och aktier i MAN. Kontanterbudandet till premium betecknas som en *cash tender offer* -strategi. Det andra alternativet, kombination bestående dels av en *cash tender offer* -strategi och dels av en *exchange offer* -strategi betecknas som en hybridstrategi. Båda alternativen motsvarade samma monetära värde. Dessutom erbjöds de aktieägare som ägde färre än 100 aktier ett extra fördelaktigt kontanterbudande. Detta innebar att vissa av Scanias aktieägare särbehandlades.

Marknadens reagerade positivt och Scania-aktien ökade kraftigt på börsen. De erbjudanden till premium som tidigare erbjudits blev på grund av uppgången inte längre tillfredställande ur Scanias aktieägares perspektiv. Trots att MAN förlängde acceptperioden accepterade inte tillräckligt många av Scanias aktieägare och MAN drog tillbaka sitt erbjudande.

Varför har det förvärvande företaget valt att använda sig av dessa anfallsstrategier?

MAN använde sig av flera olika anfallsstrategier utan att uppnå ett tillfredställande resultat. I syfte att försöka fortsätta förvärvsprocessen efter det att de vänliga förhandlingarna med Scanias styrelse och stora ägare bröt samman, valde MAN att använda sig av en *toehold position* -strategi.

I vanliga fall är en av de främsta fördelarna med en sådan strategi att det förvärvande företaget har möjlighet att köpa en inledande aktieposten till ett betydligt lägre pris eftersom marknaden inte är informerad om och därför inte har möjlighet att reagera på det stundande förvärvet. Eftersom MAN:s erbjudande offentliggjorts hade aktien till viss del redan börjat öka i värde och en av strategins fördelar var omintetgjord.

I det fall MAN hade valt att använda sig av denna strategi innan marknaden fick kännedom om ett eventuellt samgående kunde de ekonomiska fördelarna med *toehold position* -strategin eventuellt blivit större.

Däremot kan inledandet av en *toehold position* -strategi efter det att de vänliga förhandlingarna påbörjats ha syftat till att minska känslan hos målföretagets ledning och styrelse att förvärvaren gått bakom deras rygg. Detta kan vara en av anledningarna till MAN:s agerande men kan även vara en produkt av de starka förhoppningar företaget satte till de vänliga förhandlingarna. Detta hade dock ingen större betydelse eftersom Scania på ett tidigt stadium var starkt negativa till ett samgående med MAN som styrande part.

Nästa naturliga steg var att erbjuda ett *cash tender offer*. Förutom ett *cash tender offer* erbjöds ett alternativ i form av en kombination mellan *cash tender offer* och *exchange offer*. Att erbjuda ett alternativ där ersättningen delvis ges genom aktier i det förvärvande företaget kan vara ett sätt för det förvärvande företaget att minska den kontanta utbetalningen vilken ofta är lånefinansierad. Om *exchange offer* delen består av nyemitterade aktier leder detta till en utspädning av befintliga aktier i det förvärvande företag. Då erbjudandet var en valmöjlighet för Scantias aktieägare bör erbjudandet tolkas som ett sätt att attrahera aktieägare med en möjlighet till fortsatt ägande i Scania.

Att acceptera kontanterbudandet innebar ingen risk för Scantias aktieägare. Genom att acceptera hybrid erbjudandet skulle Scantias aktieägare förbli indirekta aktieägare i Scania genom MAN. Att erbjuda de som ägde färre än 100 aktier en extra premie var ett försök att attrahera de mindre aktieägarna. Då processen var i ett tidigt skede, samtidigt som premien ansågs vara låg var det många aktieägare som valde att inte acceptera erbjudandet. Genom att erbjuda sig att betala mellanskillnad om MAN i framtiden erbjöd ett bud som översteg det befintliga fanns en möjlighet att attrahera de aktieägare som ville vänta.

Vad är orsaken till att vissa strategier har visat sig framgångsrika respektive icke framgångsrika?

Målföretaget och dess situation är av avgörande betydelse vid fientliga företagsförvärv. Scania är ett av Sveriges äldsta företag och var vid tidpunkten för förvärvserbjudandet ett mycket välskött företag.

För att övertyga starka och långsiktiga aktieägare, både privata och institutionella, krävs inte bara ett för aktieägarna fördelaktigt pris utan även en väl genomtänkt plan för företagets framtid och utveckling. MAN:s värdering av Scania ansågs i ett tidigt stadium vara för lågt. Marknadspriset översteg tidigt MAN:s erbjudande till premium. MAN:s erbjudande var 475 kronor per aktie medan Scantias egen värdering var 670 kronor per aktie.

Naturligtvis vill det förvärvande företaget genomföra förvärvet så billigt som möjligt men om budet är alltför lågt och betraktas som ett skambud kan målföretagets ägare och styrelse på ett tidigt stadium förlora intresse för förvärvaren. Det överraskningsmoment som ett *cash tender offer* kan medföra uteblev och det hade förmodligen betydelse för det svaga genomslag som erbjudandet resulterade i.

Då Scania år 2006 presenterade sitt bästa resultat någonsin kan också tidpunkten för förvärvsförsöket ifrågasättas. Att angripa ett företag som är finansiellt starkt betyder ett högt pris men också en risk för att själv bli utsatt för ett omvänt uppköp.

Försvarsåtgärderna från Scania var inte så avancerade, det handlade främst om offentlig kritik av erbjudandet och publicering av positiv information om företaget. Ur Scantias synvinkel var dessa effektiva då de förhindrade uppköpet samtidigt som de inte var finansiellt kostsamma. Scantias starka position och goda rykte på marknaden i samband med den mycket starka finansiella informationen som presenterades var till god hjälp för dem. Detta borde inte komma som en överraskning för MAN. Det häftiga mediekrig som uppstod blev både långdraget och till viss del smutsigt. Denna typ av publicitet är sällan bra för ett företags rykte.

Det är också anmärkningsvärt att MAN inledde ett fientligt förvärv utan att ha Volkswagen med sig. Ägarstrukturen medför att ett godkännande från Volkswagen är en förutsättning för ett samgående. Volkswagen som satt på stora aktieposter i båda företagen sade sig stödja ett vänligt samgående men inte ett fientligt. Familjen Wallenberg som var den näst störste ägaren i Scania var tydlig med att stödja rekommendationen från styrelsen i Scania, därmed var över 50 procent av röstandelarna låsta i Scania.

När stödet från de stora aktieägarna uteblev var MAN tvungna att dra tillbaka sitt erbjudande. Förvärvsprocessen känns inte helt genomtänkt. Överraskningsmomentet vilket har stor betydelse vid fientliga företagsförvärv uteblev och erbjudandets utformning var svag och fick mycket kritik.

6.3 Old Mutual - Skandia

Hur utformar det förvärvande företaget sina anfallsstrategier?

Old Mutual offentliggjorde ett erbjudande till premium om 42 kronor per aktie. Betalningen skulle innehålla 40 procent kontanta medel och 60 procent aktier i det förvärvande företaget. Erbjudandet var till utformning en hybrid innehållande dels en *cash tender offer* -strategi och dels en *exchange offer* -strategi.

Old Mutual uttalade sig även offentligt om erbjudandet och om de två företagens framtidsutsikter tillsammans. Viss information måste enligt lag offentliggöras men det förvärvande företaget informerar även i syfte att skapa en positiv bild av sig själv och övertyga målföretagets aktieägare att acceptera erbjudandet. Detta handlande betecknas som en anfallsstrategi genom offentlig information. Även Skandia uttalade sig offentligt utöver vad det var skyldigt att göra enligt lag. Detta visar på att det använde sig av en offentlig information som organisatorisk försvarsstrategi. Offentlig information kan alltså användas som både anfalls- och försvarsstrategi.

Under förvärvsprocessen förändrade Old Mutual villkoren för förvärvet. Förändringen innebar att företaget skulle fortsätta förvärvsprocessen så länge acceptansgraden översteg 50 procent. Detta innebar att i det fall 50 procent av Skandias aktieägare accepterade skulle Skandia bli dotterbolag till Old Mutual. Detta förfarande har vissa strategiska implikationer och kan fungera som en försvarsåtgärd från förvärvarens sida eftersom ett dotterbolag inte kan äga aktier i ett moderbolag. Därigenom kan målföretaget inte använda sig av en *pac man defence* -strategi. Om Old Mutual inte förvärvade fler aktier efter att det uppnått 50 procent acceptans skulle det inte ha möjlighet att tvångsinlösa minoritetsaktieägarna och därigenom inte kunna skapa ett helägt dotterbolag. Old Mutual förlängde i omgångar sitt erbjudande tills det kontrollerade 90 procent och hade möjlighet att tvångsinlösa minoritetsaktieägare.

Varför har det förvärvande företaget valt att använda sig av dessa anfallsstrategier?

Det finns flera potentiellt negativa aspekter med en hybridstrategi. En *exchange offer* -strategi i motsats till en *cash tender offer* -strategi innebär ett risktagande för målföretagets aktieägare. Vid användandet av en *cash tender offer* -strategi finns ingen osäkerhet kring vederlaget eftersom det är fastslaget i kronor och ören. Däremot finns det osäkerhet kring vederlaget vid användandet av en *exchange offer* -strategi eftersom vederlagets monetära värde förändras

analogt med förändringarna i det förvärvande företags börskurs. Av den orsaken är en *cash tender offer* -strategi att föredra ur målföretags aktieägares perspektiv. Denna anfallsstrategi kan även vara fördelaktig ur det förvärvande företags perspektiv då målföretags aktieägare är mer angelägna att acceptera ett säkert alternativ.

Trots detta finns det flera tänkbara anledningar till användandet av en hybridstrategi. I den händelse det förvärvande företaget inte har möjlighet alternativt inte är intresserade av att lånefinansiera förvärvet är utställandet av nya aktier ett gångbart alternativ. Utställandet av nya aktier innebär en utspädning av de befintliga aktieägarnas aktier. Däremot påverkar utställandet av nya aktier inte det förvärvande företags likviditet vilket kan ses som positivt. Användandet av en hybridstrategi är en avvägning mellan de två strategiernas fördelar och nackdelar och kan ur det förvärvande företags perspektiv anses vara ett tilltalande alternativ gentemot användandet av endast en strategi. Möjligheten för målföretags aktieägare att genom det förvärvande företaget fortsätta att vara indirekt aktieägare i målföretaget kan även det anses vara en fördel med hybridstrategin.

Vad är orsaken till att vissa strategier har visat sig framgångsrika respektive icke framgångsrika?

Det finns flera anledningar till att anfallsstrategin var framgångsrik. Trots att Skandias styrelse inte rekommenderade erbjudandet är aktieägarnas handlande tydligt bevis för att erbjudandet ansågs vara fördelaktigt. Förutom att vara ekonomiskt fördelaktigt måste aktieägarna ha tilltalats av den industriella logik som Old Mutual argumenterade för. En bidragande orsak till framgången kan även vara förändringen av villkoren från 90 procents acceptans till 50 procent. Förändringen kan ur Skandias aktieägares perspektiv ha inneburit att man övertygades om att erbjudandet skulle genomföras vilket medförde att man valde att acceptera erbjudandet.

6.4 Opica - Capiro

Hur utformar det förvärvande företaget sina anfallsstrategier?

Opica klargjorde tidigt att intentionen med affären var att avregistrera Capiro från börsen men att behålla företaget intakt. Genom kunskapen inom Opica skulle Capiro utvecklas och dess position som ett av de ledande hälsoföretagen på den europeiska marknaden skulle befästas.

Utan att vänliga förhandlingar hade inletts lade Opica ett *cash tender offer* motsvarande en premie på 35 procent. Värdet på Capio hade under acceptperioden ökat till följd av genomförda förvärv och nya kontraktupphandlingar. Detta kan ses som en försvarsåtgärd. Erbjudandet fick inte önskad effekt och ett nytt förbättrat *cash tender offer* med en premie på 47 procent erbjöds. Det nya budet ansågs spegla Capios värde och styrelsen valde att rekommendera det till sina aktieägare. Acceptansen bland aktieägarna på det nya budet var klart högre och efter att acceptperioden förlängts nådde Opica sitt mål och behövde inte genomföra det kritiserade hotet om tvångsfusion.

Varför har det förvärvande företaget valt att använda sig av dessa anfallsstrategier?

Valet att inte inleda några vänliga förhandlingar kan förklaras med att Opica bedömde det som meningslöst då de största ägarna i Capio, Första och Andra AP-fonderna, endast skulle acceptera ett bud om styrelsen rekommenderade det. Därför vände Opica sig direkt till aktieägarna för att sedan invänta den rekommendation som styrelsen i Capio gav. Att skaffa sig en *toehold position* var troligtvis aldrig aktuellt då målet var ett fullständigt ägande och en sådan position var aldrig intressant för Opica.

Opica drivs av två internationella investmentbolag med stor erfarenhet av förvärv. Etablerade investmentbolag av den storleken har till sin natur tillgång till riskkapital och klarar av att ersätta aktieägarna kontant utan att behöva erbjuda ett *exchange offer*. Att utföra affären genom ett nystartat företag var förmodligen för att underlätta övertagandet då den genomfördes av två företag tillsammans.

Vad är orsaken till att vissa strategier har visat sig framgångsrika respektive icke framgångsrika?

I detta fall gick övertagandet snabbt och smidigt. Opica behövde endast använda sig av en *cash tender offer* -strategi vilket förklaras av att det erbjudande som accepterades hade en hög premie. Det höga bud som presenterades verkade också avskräckande för andra potentiella budgivare. I villkoren angavs att även om målet på 90 procent av aktierna inte uppnåddes förbehöll Opica sig rätten att fullfölja affären genom tvångsfusion. Opica var alltså mycket angeläget att förvärva Capio. Redan från början var Opica tydliga med intentionen till köpet och det vände sig direkt till aktieägarna med ett offentligt erbjudande. Detta sände tydliga signaler om ett seriöst övertagande där ingen part behövde känna sig lurad.

De försvarsåtgärder som vidtogs hade som främsta mål att maximera priset och inte att förhindra ett uppköp. Opica hade även gjort hemläxan väl. Trots den hårda kritiken angående tvångsfusion stod det fast vid att det hade lagen på sin sida, och fick rätt.

6.5 Procurator – Gant

Hur utformar det förvärvande företaget sina anfallsstrategier?

Maus Fréres skapade ett dotterbolag, Procurator i syfte att förvärva Gant. Innan Procurator offentliggjorde sitt erbjudande förvärvade det en betydande aktiepost från flera av Gants institutionella ägare. Denna anfallsstrategi betecknas som en *toehold position*. Efter förvärvet av den inledande aktieposten offentliggjorde Procurator ett kontant erbjudande till premium. Denna anfallsstrategi betecknas som ett *cash tender offer*.

Procurator eftersträvade en vänlig lösning och företaget var tydligt med att det inte hade några fientliga intentioner. Efter mottagande av erbjudandet rekommenderade Gant sina aktieägare att inte acceptera erbjudandet. Därmed blev förvärvet fientligt.

Procurator uttalade sig vid ett flertal tillfällen om erbjudandet i syfte att försöka övertyga målföretagets aktieägare att acceptera erbjudandet. Även Gant uttalade sig om erbjudandet och presenterade finansiell information vilken visade på positiva framtidsutsikter för företaget. De återkommande uttalandena från båda sidor i budprocessen betecknas som både anfalls- och försvarsstrategi genom offentliga uttalanden.

Procurator fortsatte budprocessen och förbättrade även erbjudandet vilket medförde att Procurator fick acceptans från mer än 90 procent av målföretagets aktieägare vilket innebar att det kunde inleda ett inlösenförfarande.

Varför har det förvärvande företaget valt att använda sig av dessa anfallsstrategier?

Vid användandet av en *toehold position* -strategi kan man ofta förvärva den inledande aktieposten billigare än under den senare förhandlingen. Det finns inga källor som bekräftar att Procurator skulle förvärvat den inledande aktieposten till ett betydligt lägre pris. Att den inledande aktieposten köptes från institutionella investerare vilka troligen har en god uppfattning om aktiens värde talar emot att den inledande aktieposten skulle ha köpts billigare.

Användandet av en *toehold position* -strategi kan även motiveras med att det förvärvande företaget förbättrar sin förhandlingssituation och har möjlighet att påverka i frågor som handlar om implementering och avskaffande av försvarsmekanismer. Det är möjligt att Procurator förbättrade sin förhandlingsposition något genom det inledande förvärvet och man kan tänka sig att det, med de andra aktieägarnas hjälp hade haft möjlighet att påverka frågor gällande försvarsmekanismer. Däremot kontrollerades en betydande aktiepost av en av grundarna som inledningsvis hade en negativ inställning till erbjudandet.

Användandet av en *toehold position* -strategi kan även ha gjorts i avskräckande syfte gentemot eventuella budkonkurrenter samt som motåtgärd mot en eventuell *white knight*. Detta förfarande försvårade säkert ett eventuellt sökande efter en *white knight* eftersom denna inte skulle haft möjlighet att förvärva hela målföretaget.

Procurator följde även upp sin *toehold position* -strategi med en *cash tender offer* -strategi. En *cash tender offer* -strategi innebär bland annat att det förvärvande företag på förhand inte behöver informera myndigheterna vilket är av avgörande betydelse vid användandet av en *toehold position* -strategi. Detta innebär att det förvärvande företags intentioner är hemliga tills det att erbjudandet offentliggörs. I och med offentliggörandet begränsas målföretags försvarsmöjligheter vilket är eftersträvansvärt ur det förvärvande företags perspektiv. En *cash tender offer* -strategi har även inslag av tidspress vilket syftar till att få målföretags aktieägare att acceptera erbjudandet.

En *cash tender offer* -strategi är enkel till utformningen vilket medför att erbjudandet ur målföretags aktieägares perspektiv är lätt att ta till sig. Erbjudandets enkelhet underlättar det förvärvande företags argumentation vid användandet av offentlig information som anfallsstrategi.

Vad är orsaken till att vissa strategier har visat sig framgångsrika respektive icke framgångsrika?

Anledningarna till att förvärvet av Gant var framgångsrikt är många. Utformandet av anfallsstrategierna där Procurator först använde sig av en *toehold position* -strategi för att senare följa upp med en *cash tender offer* -strategi medförde att Procurator skapade en plattform att arbeta utifrån. Användningen av offentlig information som anfallsstrategi dels i samband och dels efter offentliggörandet av Procurators *cash tender offer* visar på Procurators beslutsamhet och målmedvetenhet vilket ur målföretags aktieägares perspektiv ökade

sannolikheten för att förvärvet skulle genomföras. Procurator var redan från början tydligt med villkoren för och syftet med förvärvet vilket i allmänhet underlättade beslutet för målföretagets aktieägare och i synnerhet för Gants grundare som även efter förvärvet var intresserad av att ha en aktiv roll i företaget. Acceptansgraden tyder på att erbjudandet ur målföretagets aktieägares perspektiv var tilltalande.

6.6 Analys där samtliga fallstudier ingår

Kan man generalisera kring vilka anfallsstrategier som är lämpliga på den svenska marknaden?

Förvärvssituationer är unika ur flera aspekter. Målföretagens situation vid inledandet av ett fientligt företagsförvärv, och även de förvärvande företagens intentioner är olika. Utfallet vid användandet av anfallsstrategier påverkas av situationen de används i. På grund av detta är det svårt att fastställa en generellt sett lämpligt anfallsstrategi. Däremot kan vissa kännetecken urskiljas vilka varit närvarande vid framgångsrika företagsförvärv.

Beslutsamhet, målmedvetenhet och tydliga intentioner är alla kännetecken som karakteriserat de framgångsrika företagsförvärven som behandlas i fallstudierna. Beslutsamhet och målmedvetenhet ökar sannolikheten ur målföretagets aktieägares perspektiv för att förvärvet ska genomföras. Tydliga intentioner minskar osäkerheten kring målföretagets verksamhet och anställdas framtid vilket minskar motståndet mot förvärvet. Genomförandet av en hybridstrategi alternativt en *exchange offer* strategi påverkas också av de framtidsplaner som ligger till grund för förvärvet. Tydlighet om framtidsplanerna minskar målföretagets aktieägares osäkerhet kring deras beslut angående erbjudandet. Det är även av avgörande betydelse för sannolikheten för framgång att erbjudandet speglar målföretagets finansiella värde. I fallstudierna visar det sig att alla förvärvande företag som har varit framgångsrika har förbättrat sitt initiala erbjudande. Förbättringarna beror till stor del på hur väl målföretaget försvarar sig.

6.7 Tabell

	Toehold position	Cash tender	Hybrid strategi ¹	Offentlig information	Förbättrat erbjudande	Lyckosamt Förvärv
KappAhl		X		X		
Old Mutual			X	X	X	X
Opica		X		X	X	X
MAN	X	X	X	X		
Procurator	X	X		X	X	X
Anv. vid förvärv	2/5	4/5	2/5	5/5	3/5	
Anv. vid framgångsrika förvärv	1/3	2/3	1/3	3/3	3/3	

¹ Hybridstrategin består av dels en *cash tender offer* -strategi och dels en *exchange offer* -strategi.

7. Slutsats

I kapitlet förs ett resonemang och argumentation utifrån den tidigare analysen och tabellen kring frågan: Vilka anfallsstrategier används vid fientliga företagsförvärv på den svenska marknaden?

En *toehold position* -strategi användes i två av de totalt fem fallstudierna. *Toehold position* -strategin användes vid båda tillfällena i kombination med en *cash tender offer* -strategi. Kombinationen visade sig endast framgångsrik vid ett tillfälle. I det framgångsrika fallet förbättrades erbjudandet marginellt. Vid det tillfälle kombinationen inte var framgångsrik kombinerades den även med en hybridstrategi bestående av dels en *cash tender offer* -strategi och dels en *exchange offer* -strategi. I det fall kombinationen inte var framgångsrik förbättrades inte erbjudandet efter det att erbjudandet offentliggjorts. I båda fallen kompletterades strategierna med offentlig information.

En *cash tender offer* -strategi användes i fyra av de totalt fem fallstudierna. Anfallsstrategin var framgångsrik vid två tillfällen. I ett av de framgångsrika fallen kombinerades den som tidigare nämnts med en *toehold position*. I det andra framgångsrika fallet valde det förvärvande företaget att inte kombinera sitt *cash tender offer* med någon annan anfallsstrategi förutom offentlig information. Detta berodde troligtvis på att erbjudandet kunde stå på egna ben i och med att det innehöll en tillräckligt hög premie för att tillfredställa målföretagets aktieägare. I båda fall där *cash tender offer* -strategin visade sig framgångsrik förbättrades det initiala erbjudandet. I ett av de två fall där anfallsstrategin inte var framgångsrik använde sig målföretaget av olika försvarsstrategier på ett effektivt sätt. I det andra fallet där anfallsstrategin inte var framgångsrik hade målföretaget en mycket stark finansiell ställning och det förvärvande företagens erbjudande var inte tillfredställande ur målföretagets aktieägares perspektiv.

En *exchange offer* -strategi användes inte vid någon av de fem fallstudierna. Däremot användes en hybridstrategi innehållande dels en *cash tender offer* -strategi och dels en *exchange offer* -strategi. Denna hybridstrategi användes i två av de totalt fem fallstudierna. Hybridstrategin var endast framgångsrik vid ett av de två tillfällena då den användes. Även vid detta tillfälle förbättrades erbjudandet och strategin kompletterades med offentlig information. I det fall anfallsstrategin inte var framgångsrik var det förvärvande företagens erbjudande som tidigare nämnts inte tillfredställande ur målföretagets aktieägares perspektiv.

Offentlig information som anfallsstrategi användes i alla de fem fallstudierna. Framgångsrika företagsförvärv karakteriseras av att den offentliggjorda informationen som det förvärvande företaget presenterar främst är av positiv karaktär. Informationen kännetecknas även av tydlighet i kommunikationen av det förvärvande företags motiv och framtidsutsikter med förvärvet. Den offentliga informationen som presenterades om målföretaget och dess ledning och styrelse var sällan negativ.

Beslutsamhet, målmedvetenhet och tydliga intentioner är typiska karaktärsdrag hos det förvärvande företaget vid de förvärv som blivit framgångsrika. Beslutsamhet och målmedvetenhet ökar sannolikheten ur målföretags aktieägares perspektiv för att förvärvet ska genomföras. Tydliga intentioner minskar osäkerheten kring målföretags verksamhet och anställdas framtid vilket minskar motståndet mot förvärvet. Att välja rätt tidpunkt för att inleda ett fientligt förvärv är också av avgörande betydelse.

En *proxy contest* användes inte i något av de fem fallstudierna. Antagligen beroende på att denna anfallsstrategi är tidskrävande och kostsam att genomföra utan att den medför någon ytterligare ekonomisk fördel förutom den utdelning som motsvaras av det förvärvande företags aktieägarande. Detta medför att förvärvande företag normalt sett brukar följa upp en *proxy contest* med ett *tender offer*. Istället för att inleda med en *proxy contest* kan mycket tid och pengar sparas genom att direkt använda sig av en *tender offer* -strategi. Detta är troligen förklaringen till att *proxy contest* inte använts i fallstudierna.

Det går inte att rekommendera en generellt sett fördelaktig anfallsstrategi. Däremot ökar sannolikheten för att ett fientligt företagsförvärv ska vara framgångsrikt när det förvärvande företaget kombinerar flera olika anfallsstrategier. Det har även visat sig att sannolikheten för att ett fientligt företagsförvärv ska vara framgångsrikt ökar när det förvärvande företaget förbättrar erbjudandet ekonomiskt för att bättre överensstämna med målföretags aktieägares värdering.

8. Förslag till fortsatt forskning

Under arbetets gång har nya frågor väckts som faller utanför syftet för denna uppsats. Det regelverk som omgärdar fientliga företagsförvärv begränsar antalet tillgängliga anfalls- och försvarsstrategier. Det skulle vara intressant att undersöka hur förvärvande företag utformar sina anfallsstrategier på andra marknader.

Vid fientliga företagsförvärv kan man tänka sig att de inblandade företagens storlek är av betydelse. Det skulle därför vara av intresse att undersöka hur små företag utformar sina anfallsstrategier och om det finns några tydliga skillnader i utformningen mellan små och stora företag.

En fallstudie som är uppbyggd med hjälp av intervjuer med de inblandade fallföretagen skulle kunna ge en mer djupgående analys vilken skulle kunna visa på fler hänsynstaganden vid valet av anfallsstrategi. Det skulle även vara intressant att undersöka om det finns några tydliga kännetecken som karakteriserar förvärvande företag. Det skulle även vara intressant undersökning anfallsstrategiernas effektivitet.

9. Referenser

8.1 Litteratur

Bryman, Alan. Bell, Emma. 2010. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber.

Cooke, E. Terence. 1986. *Mergers and Acquisitions*. Oxford: Basil Blackwell Ltd.

Ferrara, C. Ralph. Brown, M. Meredith. Hall, H. John. 1987. *Takeovers Attack and Survival. A Strategist's Manual*. London: Butterworth Legal Publishers.

Kim, A. Kenneth. Nofsinger, R. John. Mohr, J. Derek. 2010. *Corporate Governance*. New Jersey: Pearson Education Inc.

Olve, Nils-Göran. 1988. *Företag köper företag. En handbok i företagsförvärv*. Uppsala: Mekanförbundets förlag.

Weston, J. Fred. Mitchell, L. Mark. Mulherin, J. Harold. 2004. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. New Jersey: Person Education Inc.

8.2 Artiklar

Clark, E. Christian. 1985. *Bridling Corporate-Takeover Warfare*. SAM Advanced Management Journal.

Cramton, Peter. 1998. *Auctions and Takeovers*. New Palgrave Dictionary of Law and Economics.

Martynova, Marina. Renneboog, Luc. 2008. *A Century of Corporate Takeovers. What Have We Learned and Where Do We Stand?*. Journal of Banking and Finance.

Sherman, J. Andrew. Badillo, Alejandro. 2010. *Is the M&A Market Back?*. The Journal of Corporate Accounting & Finance.

8.3 Artiklar ur dags- och affärspress

Andersson, Bosse. 2006-09-13. *Blandade reaktioner på tyskarnas intresse*. Dagens Nyheter.

Andersson, Per. 2006-12-07. *Scania: MAN förlänger anmälningssperiod till 31/1 2007*. Affärsvärlden.

Aronsson, Cecilia. Malmborg, Jonas. 2006-11-24. *Dödläget kan stå Scania dyrt*. Veckanaffärer.

Bederoff, Jill. 2006-10-03. *CAPIO: OPICA – BUD OK MED GOD SED PÅ AKTIEMARKNADEN ENL NÄMND*. Avanza.

Bergin, Erik. Lundin, Thomas. 2007-11-14. *Man mot MAN*. E24

Cervenka, Andreas. 2006-09-20. *Scania: Vi klara oss på egen hand*. Affärsvärlden.

Hård, Mats. 2007-08-22. *Lindex: KappAhl inte inbjudet till tidigare försäljning*. Nyhetsbyrån SIX.

Ljung, Bengt. 2006-12-21. *EU godkänner MAN/Scania-affär*. E24.

Nachemsson - Ekwall, Sophie. 2006-11-11. *Börsbolag kan reas ut*. Dagens Industri.

Sjölander Holland, Ann-Christin. 2006-10-05. *Capio på väg att säljas*. Kommunalarbetaren.

X, X, 2006-11-14. *Scaniafacken varnar för MAN-fusion*. Dagens Nyheter.

X, X. 2006-12-01. *MAN använder småägarna som gisslan*. Affärsvärlden.

X, X. 2006-10-05. *Opica höjer budet på Capio*. Privataaffärer.

X, X. 2007-10-01. *Lindex säger JA – till nytt bud*. Veckansaffärer.

X, X. 2007-11-13. *Aktiespararna rekommenderar budet på Lindex*. Aktiespararna.

X, X. 2008-01-10. *Aktiespararna rekommenderar inte Maus Fréres bud på Gant*. Aktiespararna.

X, X. 2008-01-08. *Gant: Maus Fréres äger 25,8 % av aktier och röster*. Affärsvärlden.

Åsberg, Jon. 2006-10-17. *Hur är läget, Håkan? Egentligen?*. Affärsvärlden.

Östlund, Annelie. 2006-09-12. *Nordic Capital hotar att köra över småägarna I Capio*. Affärsvärlden.

8.4 Pressmeddelanden

Pressmeddelande. Capio. *Uttalande av Capios styrelse om höjt erbjudande*. 2006-10-06.

Pressmeddelande. Gant, Maus Frères. *Maus Freres, i överenskommelse med Lennart Björk och masterfranchisetagare – äger nu 95,6 procent av aktierna.* 2008-01-31.

Pressmeddelande. Gant. *Avnotering av Gant.* 2008-02-25.

Pressmeddelande. Gant. *Styrelsen för Gant rekommenderar aktieägarna att inte acceptera erbjudandet från Procastor SA.* 2008-01-04.

Pressmeddelande. Investor. *Flaggningsmeddelande Scania.* 2006-11-07.

Pressmeddelande. KappAhl. *KappAhl Holding AB (publ) erbjuder 102 kronor per aktie i AB Lindex (publ).* 2007-08-13.

Pressmeddelande. KappAhl. *KappAhl: Konkurrensverket godkänner förvärv av Lindex.* 2007-09-21.

Pressmeddelande. KappAhl. *KappAhls erbjudande till aktieägarna i Lindex fullföljs inte.* 2007-10-01.

Pressmeddelande. Lindex. *Kommuniké från AB Lindex extra bolagsstämma.* 2007-09-21.

Pressmeddelande. Lindex. *Lindex styrelse rekommenderar aktieägarna att säga nej till KappAhls bud och föreslår en ny kapitalstruktur.* 2007-09-03

Pressmeddelande. Lindex. *Lindex styrelse säger ja till bud på 116 per aktie från Stockmann.* 2007-10-01

Pressmeddelande. Lindex. *Lindex styrelse utvärderar budet.* 2007-08-14

Pressmeddelande. Lindex. *Omförhandlad finansiering ger hela beloppet på 44 kronor kontant till Lindex aktieägare.* 2007-09-24.

Pressmeddelande. MAN. *MAN confirms interest in Scania.* 2006-09-13.

Pressmeddelande. MAN. *MAN has acquired a 14.27 % Voting Interest in Scania.* 2006-10-12.

Pressmeddelande. MAN. *MAN Supervisory Board Confirms Decisions.* 2007-02-01.

Pressmeddelande. Maus Frères. *Maus Frères offentliggör kontantbud på Gant Company AB (publ) om 310 kronor per aktie.* 2007-12-11.

Pressmeddelande. Nordic Capital. *Apax Europe VI, Nordic Capital Fund VI, och Apax France lämnar kontantbud på Capiro*. 2006-09-01.

Pressmeddelande. Nordic Capital. *Opica höjer priset i erbjudandet till aktieägarna i Capiro till 167 kronor per aktie*. 2006-10-05.

Pressmeddelande. Nordic Capital. *Opica innehar 99,3% av aktierna och rösterna i Capiro*. 2006-12-07.

Pressmeddelande. Old Mutual. *Discussions with Skandia*. 2005-08-29.

Pressmeddelande. Old Mutual. *Old Mutual plc – SEK 43.60 Offer for Skandia – Old Mutual and Skandia – a powerfull combination*. 2005-09-02.

Pressmeddelande. Old Mutual. *Update on offer for Skandia*. 2005-12-01.

Pressmeddelande. Scania. *Scania tidigarelägger resultatrapportering*. 2006-10-12.

Pressmeddelande. Scania. *Scanias styrelse avvisar MAN:s bud*. 2006-09-18.

Pressmeddelande. Scania. *Scanias styrelse vidhåller sitt avvisande av MAN:s erbjudande som innebär avsevärd undervärdering av Scania*. 2006-10-11.

Pressmeddelande. Scania. *Skälig anledning anta att bud kommer att läggas*. 2006-09-12.

Pressmeddelande. Skandia. *Extra bolagsstämma i Skandia*. 2006-02-22.

Pressmeddelande. Skandia. *Information från Skandia till aktieägarna med anledning av Old Mutuals bud*. 2005-10-19.

Pressmeddelande. Skandia. *Kommentar från Skandia*. 2005-12-20.

Pressmeddelande. Skandia. *Kommentar från Skandia*. 2006-01-16.

Pressmeddelande. Skandia. *Skandia kommenterar Old Mutuals bud på Skandia*. 2005-12-01.

Pressmeddelande. Skandia. *Uttalande av Skandias styrelse*. 2005-12-21.

Pressmeddelande. Skandia. *Ändrad sammansättning av Skandias nomineringskommitté*. 2006-02-07.

Pressmeddelande. Stockmann. *Stockmann erhöll 96,4 procent av aktierna i Lindex och*

fullföljer sitt uppköpserbudande. 2007-12-03

Pressmeddelande. Stockmann. *Stockmann offentliggör ett offentligt uppköpserbudande avseende aktierna i Lindex. 2007-10-01.*

Pressmeddelande. Volkswagen. *Volkswagen has acquired 15,06 percent of MAN as a strategic investment. 2006-10-04.*

8.5 Internetadresser

ec.europa.eu/about/index_sv.htm

http://www.godsedpavpmarknaden.se/UserFiles/God_sed_SWE_100128_2__utgiven_2009.pdf

http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25

http://konkurrensverket.se/t/Page____192.aspx

<http://scania.se/om-scania/scania-i-varlden/>

<http://www.man.eu/MAN/en/Unternehmen/>

<http://www.capio.com/sv/Start/OmCapio/Fakta/Historik/>

8.6 Lagar och förordningar

Aktiebolagslagen

AMN 2006:30

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG

Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbudanden

SOU 2005:58