



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT 2014

Riddaren i nöden

- En studie om försvarsstrategier och deras hållbarhet på den svenska aktiemarknaden

Författare grupp 2:

Helen Andersson

Sandra Hjältn

Felicia Jantén

Handledare:

Rolf Larsson

Sammanfattning

<i>Titel:</i>	Riddaren i nöden – En studie om försvarsstrategier och deras hållbarhet på den svenska aktiemarknaden
<i>Seminariedatum:</i>	2014-06-04
<i>Ämne/kurs:</i>	FEKH89, examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng
<i>Författare:</i>	Helen Andersson, Sandra Hjälms & Felicia Jantén
<i>Handledare:</i>	Rolf Larsson
<i>Fem nyckelord:</i>	Företagsförvärv, fientligt, försvarsstrategi, vit riddare, hållbarhet.
<i>Syfte:</i>	Uppsatsens syfte är att studera försvarsstrategier vid fientliga företagsförvärv på den svenska aktiemarknaden. Målsättningen är att göra en bedömning om vilken försvarsstrategi som på den svenska aktiemarknaden är långsiktig hållbar.
<i>Metod:</i>	Utifrån syftet har en kvantitativ metod med kvalitativa inslag tillämpats. Data har insamlats från litteratur, vetenskapliga artiklar, artiklar ur dags- och affärstidningar, pressmeddelanden från företagen, årsredovisningar samt företagens hemsidor.
<i>Teoretiska perspektiv:</i>	Den teoretiska basen utgörs av lagstiftning, forskning inom fientliga företagsförvärv, tillämpliga försvarsstrategier samt tidigare studier inom ämnet.
<i>Empiri:</i>	Studien är en totalundersökning som behandlar fientliga företagsförvärv på den svenska aktiemarknaden under 2009-2013. Försvarsstrategiernas långsiktiga hållbarhet mäts genom en skala på tre nivåer. De tre nivåerna kan särskiljas med hjälp av, om förvärvet gick igenom, om budpriset höjdes, om acceptperioden förlängdes och om företaget har fått ytterligare bud fram till i dag.
<i>Resultat:</i>	Vit riddare var den enda försvarsstrategi som visade sig vara långsiktigt hållbar. Kritik mot bud, gyllene fallskärm och lagliga åtgärder uppnår alla en kortsiktig hållbarhetsnivå. Positiv offentlig information är inte hållbar.

Abstract

- Title:* Knight in the rye – A study of defense strategies and their sustainability in the Swedish stock market
- Seminar date:* 2014-06-04
- Course:* FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credit Points
- Authors:* Helen Andersson, Sandra Hjälms & Felicia Jantén
- Advisor:* Rolf Larsson
- Key words:* Acquisitions, hostile, defense strategy, white knight, sustainability.
- Purpose:* The purpose of this thesis is to study the defense strategies on the Swedish stock market. The goal is to make an assessment of which defense strategy is the most sustainable.
- Methodology:* The thesis has a quantitative approach with qualitative elements applied. Data were collected from literature, scientific articles, articles from newspapers and business magazines, press releases from companies, annual reports, and the company's websites.
- Theoretical perspectives:* The theoretical base consists of legislation, studies in hostile takeovers, defense strategies, and previous studies in the subject.
- Empirical foundation:* The study is a comprehensive study that deals with hostile takeovers in the Swedish stock market during 2009-2013. The sustainability is measured by a scale of three levels. The three levels can be distinguished by if the takeover was acquired, if the bid price was raised, if the acceptance period was extended, and if the company has received additional bids until today.
- Conclusions:* White knight is the only defense strategy that is sustainable. Attack the logic of the bid, golden parachute, and legal action all achieve a short-term level of sustainability. Positive public information is not sustainable.

Definitionslista

<i>Företagsförvärv</i>	När ett bolag köper ett annat bolag.
<i>Förvärvsbolag</i>	Det bolag som lämnar ett erbjudande.
<i>Målbolag</i>	Det bolag som är målet för uppköp och får ett erbjudande.
<i>Budpremie</i>	Skillnaden mellan erbjudandet och vad målbolaget är värt.
<i>Offentligt uppköpserbjudande</i>	Ett publikt erbjudande från någon att köpa ett aktiebolags aktier. Erbjudandet kan vara i aktier (aktieerbjudande) eller i kontanter (kontanterbjudande). Det kan vara antingen frivilligt eller obligatoriskt (budplikt).
<i>Fientligt uppköpserbjudande</i>	Ett erbjudande där styrelsen i målbolaget rekommenderar sina aktieägare att inte acceptera erbjudandet.

Förord

Vi är glada över att genom denna studie ha tillgodogjort oss ny kunskap inom ett ämne vi finner mycket intressant. För vägledning och användbar kritik tackar vi främst vår handledare Rolf Larsson. Vi vill även rikta ett stort tack till de personer som på annat sätt stöttat oss genom arbetets gång. Ingen nämnd, ingen glömd.

Lund 2 juni 2014

Helen Andersson

Sandra Hjälms

Felicia Jantén

Innehåll

Sammanfattning	2
Abstract	3
Definitionslista	4
Förord	5
1 Inledning.....	8
1.1 Bakgrund	8
1.1.1 Historiska förvärvsvågor	8
1.1.2 Företagsförvärv i Sverige	9
1.2 Problemdiskussion.....	9
1.3 Problemformulering.....	10
1.4 Syfte.....	10
1.5 Avgränsningar	10
1.6 Målgrupp	11
1.7 Disposition.....	11
2 Metod	13
2.1 Metodval och angreppssätt	13
2.2 Datainsamling	14
2.2.1 Databortfall.....	15
2.3 Undersökningsmetodik.....	15
2.4 Metoddiskussion	17
2.4.1 Validitet.....	17
2.4.2 Reliabilitet.....	18
2.4.3 Källgranskning.....	18
3 Lagstiftning	20
3.1 Aktiebolagslagen	20
3.2 Takeover-direktivet	21
3.3 Lagen om offentliga uppköpserbjudanden	21
3.4 Näringslivets börskommitté / Kollegiet för svensk bolagsstyrning.....	22
3.5 Aktiemarknadsnämnden	23
4 Teori	24
4.1 Motiv till företagsförvärv	24
4.2 Fientliga företagsförvärv	24

4.3 Försvarsstrategier.....	25
4.3.1 Kritik mot bud	25
4.3.2 Positiv offentlig information	26
4.3.3 Vit Riddare och Vit Godsherre	26
4.3.4 Gyllene fallskärm.....	28
4.3.5 Laglig åtgärd	29
4.3.6 Övriga försvarsstrategier.....	29
4.4 Tidigare forskning	30
5 Empiri – fallstudier.....	34
5.1 Hakon Invest AB - Hemtex AB.....	34
5.2 AB Traction - Nilörngruppen AB.....	36
5.3 Ponderus Technology AB - Technology Nexus AB	37
5.4 Meerwind AB - Rörvik Timber AB	38
5.5 Opcon AB - Tricorona AB	40
5.6 Waldir AB - Netonnet AB	41
5.7 Securitas AB - Niscayah Group AB	42
6 Analys.....	45
6.1 Fallstudier	45
6.2 Försvarsstrategier.....	47
6.3 Jämförelse med tidigare forskning	49
7 Slutsats	52
7.1 Slutsatser och diskussion	52
7.2 Förslag till vidare forskning	53
8 Källförteckning.....	55
BILAGA 1 – Fientliga bud 2009 - 2013	62

1 Inledning

Detta kapitel ger en introduktion till uppsatsens ämnesområde. En kort bakgrund presenteras som sedan följs av problemdiskussion och syfte med uppsatsen. Avslutningsvis presenteras avgränsningar, målgrupp och en disposition ges för en överblick av uppsatsen.

1.1 Bakgrund

1.1.1 Historiska förvärvsvågor

Förvärvsmarknaden har under historien samgått med den ekonomiska utvecklingen i samhället vilken har utmynnat i ett antal förvärvsvågor i världen. Under den finansiella historiens gång har sex förvärvsvågor existerat, vilka har tagit plats främst i USA. Samtliga vågor har orsakats av en kombination av ekonomisk lagstiftning och teknologiska chocker, de har sedan avslutats i ett tidigt skede av en period av lågkonjunktur (Martynova & Renneboog, 2008). Den största förvärvsaktiviteten infinner sig normalt samtidigt som ekonomin i övrigt går bra och det råder högkonjunktur (Gaughan, 2011). De olika vågorna har infunnit sig mellan åren 1897-1904, 1916-1929, 1965-1969, 1984-1989, 1992-2001 och den sista vågen skedde mellan 2003-2007. Den sjätte och sista vågen fick ett abrupt slut då finanskrisen bredde ut sig över världen under 2008. Inte förrän nu har man kunnat se tecken på återhämtning på marknaden (Berk & DeMarzo, 2013). Det var främst under de senare två vågorna som Europa var involverad och dessa beskrivs därför mer genomgående.

Den första av de två senaste vågorna kom med den ökande globaliseringen inom ekonomin (Martynova & Renneboog, 2008). Företagen fokuserade i denna våg på strategiska beslut med ett långsiktigt fokus. Denna våg karaktäriserades av många större förvärv samtidigt som de fientliga förvärven totalt sett minskade. Det låg ett stort fokus på industrierna eftersom denna våg inträffade under uppgången av marknaden för datorer och internet. Vågen upphörde under 2001 efter det att världen gick in i en lågkonjunktur (Gaughan, 2011).

Den senaste vågen startade år 2003 och kombinerades med en stor boom för bostadsmarknaden. Det var en tid då private equity-verksamheten gick bra tack vare de låga räntorna. Det blev billigare för private equity-köpare att ta lån i syfte att genomföra förvärv.

Investera utnyttjade läget och köpte upp hela eller stora delar av bolag för att sedan vänta tills värdet på bolagen stigit tillräckligt för att säljas med vinst. Den sista vågen blev kort men intensiv och avslutades under 2007 då finanskrisen tog ett starkt grepp om hela världsmarknaden (Berk & DeMarzo, 2013).

1.1.2 Företagsförvärv i Sverige

I Sverige skedde det första fientliga uppköpserbjudandet år 1979 (Öster, 1992) och sedan dess har det hänt mycket på förvärvsmarknaden. Företagsförvärv är i dag ett vanligt fenomen och tar inte sällan stor plats i media. Sophie Nachemson-Ekwall (2014) skrev i en debattartikel i Dagens Nyheter i mars i år att det i dag är alldeles för enkelt att köpa upp svenska aktiebolag. Hon påstod i sin artikel att detta främst beror på Sveriges strikta regelverk som gäller vid försvar mot uppköpserbjudanden.

Uppståndelsen har under året varit stor när flera stora svenska bolag har blivit måltavla för förvärvsförsök. Ett fientligt uppköpsförsök som nyligen var aktuellt var Pfizers bud på Astra Zeneca. Denna budprocess blev snabbt aggressiv och framkallade oroliga uttalanden från bl.a. finansminister Anders Borg, som rekommenderade Astra Zenecas aktieägare av vara försiktiga och avvakta med att acceptera budet (Svenska Dagbladet, 14-05-19). Förvärvsförsöket misslyckades då Pfizer i slutet av maj drog tillbaka sitt bud. Detta efter hårt motstånd från Astra Zeneca. Ett annat aktuellt fall är Scania som i flera år har varit utsatt för fientliga budsituationer, nu senast i februari när Volkswagen lade ett bud på bolaget. Scania lyckades under en lång tid att försvara sig men blev i maj uppköpt när budet från Volkswagen till slut gick igenom. Att Scania under flera år stod emot ett flertal fientliga uppköpsförsök tyder på att bolaget lyckades tillämpa försvarsstrategier som visade sig vara hållbara.

1.2 Problemdiskussion

Vid fientliga förvärvsförsök finns ett flertal utvecklade strategier för ett målbolag att använda i syfte att försvara sig. Många ställer sig frågan hur ett företag kan försvara sig mot fientliga företagsförvärv. Det har forskats om försvarsstrategiers effektivitet på både den svenska marknaden och i världen. Många tidigare studier är gjorda innan finanskrisen. Studierna har fokuserat på vilka försvarsstrategier som varit vanligast förekommande och hur effektiva de varit vid fientliga bud, snarare än hur hållbara försvarsstrategierna varit på sikt. Här identifieras ett kunskapsglapp som uppsatsen avser att eliminera.

Fientliga företagsförvärv mellan svenska företag eller där svenska företag har varit inblandade som målbolag uppmärksammas ofta i media. Denna uppmärksamhet gör företagsförvärv och försvarsstrategier på den svenska marknaden intressant att undersöka. Uppsatsen avser att mot bakgrund av tidigare forskning inom området och genom fallstudier av förekommande fientliga företagsförvärvssituationer under de senaste fem åren, analysera kring detta och fokusera på försvarsstrategiernas hållbarhet.

1.3 Problemformulering

Utifrån ovanstående problemdiskussion har följande frågeställning formulerats:

Vilka försvarsstrategier är långsiktigt hållbara på den svenska aktiemarknaden?

För att besvara ovanstående problemformulering kommer uppsatsen genom varje fallstudie att undersöka om förvärvsförsöket gick igenom, om budet höjdes, om acceptperioden förlängdes och om bolaget fram till i dag har fått ett nytt bud. Med dessa variabler konstateras hållbarheten av en försvarsstrategi.

1.4 Syfte

Syftet med studien är att undersöka hur hållbara försvarsstrategierna har varit.

För att tillgodose syftet i denna uppsats har även följande frågor besvarats:

- ❖ Vad är ett fientligt företagsförvärv?
- ❖ Vilka olika försvarsstrategier finns tillgängliga för ett företag att implementera vid ett fientligt förvärvsförsök?
- ❖ Vilka försvarsstrategier används på den svenska aktiemarknaden?
- ❖ Vilken hållbarhet hade varje tillämpad försvarsstrategi?

1.5 Avgränsningar

Avgränsningar har skett i undersökningen för att underlätta datainsamling och erhålla ett relevant resultat. En första avgränsning har gjorts i valet av bolag som har studerats. Uppsatsen studerar den svenska aktiemarknaden där målbolaget varit noterat på Nasdaq OMX

Stockholm vid uppköpserbjudandet. Denna avgränsning har gjorts för att få ett mer likartat underlag då bolagen styrs av gemensamma regelverk i Sverige samt för att det finns tillgång till mycket information om dessa noterade bolag.

Nästa avgränsning är i valet av undersökningsperiod. En tidsperiod på fem år har valts, från 2009 till 2013. Detta årsintervall har valts för att fokusera på tiden efter finanskrisen och i syfte att bidra med ett aktuellt resultat.

En avgränsning gällande försvarsstrategier har gjorts. En omfattande beskrivning av de strategier som har tillämpats i fallstudierna ges medan övriga strategier beskrivs mindre ingående.

En utvärdering har skett på de uppköpsförsök där målbolaget har använt sig av någon av de försvarsstrategier som beskrivs i teorikapitlet. I de fall någon försvarsåtgärd inte har kunnat identifieras anses målbolaget ha varit passiva. Studien har inte tagit hänsyn till dessa fall då passivitet inte ses som en aktiv försvarsåtgärd.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig främst till ekonomistudenter, professorer inom företagsekonomi samt andra personer som har ett intresse för finans och företagsförvärv.

1.7 Disposition

Kapitel 1 - Inledning

Detta stycke ger en introduktion till företagsförvärv och dess historia. Detta följs av uppsatsens problemdiskussion och -formulering, syfte samt avgränsningar för studien. Uppsatsens målgrupp presenteras. Kapitlet avslutas med detta dispositionsstycke.

Kapitel 2 - Metod

I kapitel 2 redogörs för val av vetenskaplig metod och ansats. Det framgår hur materialet har samlats in samt vilken undersökningsmetod som har tillämpats. En diskussion kring undersökningens tillförlitlighet ges och källorna granskas kritiskt.

Kapitel 3 - Lagstiftning

I detta kapitel behandlas de rekommendationer och lagar som berör offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Aktiebolagslagen, takeover-direktivet, lagen om offentliga uppköpserbjudanden, kollegiet för svensk bolagsstyrning och aktiemarknadsnämnden presenteras.

Kapitel 4 - Teori

Under detta kapitel redogörs motiv till företagsförvärv, fientliga företagsförvärv och därefter följer en beskrivning av de teoretiska definitioner av försvarsstrategier som målbolagets styrelse kan använda sig av. Det är denna teori som studien baseras på. Till sist redogörs tidigare forskning och studier inom ämnet.

Kapitel 5 - Empiri

Kapitlet redogör för det empiriska material som består av sju fallstudier. I varje fall har händelseförlopp och utfall beskrivits, samt målbolagets val av försvarsstrategi.

Kapitel 6 - Analys

I kapitlet analyseras fallstudierna och försvarsstrategierna i syfte att bilda en uppfattning om försvarsstrategiernas hållbarhet. En jämförelse med resultat från tidigare forskning görs i syfte att finna likheter och skillnader.

Kapitel 7 - Slutsats

Avslutande kapitel presenterar studiens slutsats och svar ges på problemfrågeställningen. Kapitlet innehåller även förslag på framtida forskning.

2 Metod

I detta kapitel redogörs val av metod och ansats som använts för undersökningen. Sedan presenteras tillvägagångssätt vid datainsamling och undersökningsmetodik. Kapitlet avslutas med en metoddiskussion som behandlar validitet, reliabilitet och källkritik.

2.1 Metodval och angreppssätt

Val av metod bör vara av relevans för uppsatsens syfte och problemställningen är en viktig faktor i metodvalet (Jacobsen, 2002). Metoden ska fungera som ett hjälpmedel och bidra till att relevant fakta tas fram och analyseras. Vid val av metod finns två alternativ, en kvalitativ eller kvantitativ metod. Dessa två metoder kan även användas tillsammans som en kombination. En sådan flermetodsforskning har blivit allt vanligare inom företagsekonomi (Bryman & Bell, 2013). Denna studie använder en kombination av de båda metoderna, detta för att kunna göra en mer djupgående analys. Utifrån uppsatsens syfte har en kvantitativ metod med kvalitativa inslag som stöd valts.

Enligt Bryman & Bell (2013) används en kvantitativ metod när studien är inriktad på specifika faktorer som mätning och generalisering. Metoden avgör vilka svar som är möjliga med hänsyn till vald frågeställning. En kvantitativ metod leder ofta till en hög extern giltighet. Kritik mot den kvantitativa metoden är att det kan bli en ytlig prägel på undersökningen och att det kan bli svårare att komma in på djupet (Jacobsen, 2002). Av den anledningen kombineras den kvantitativa metoden i denna uppsats med en kvalitativ metod för att kunna gå djupare och skapa större klarhet. En kvalitativ metod har tonvikt på ord vid insamling och analys av data istället för kvantifiering som i den föregående metoden (Bryman & Bell, 2013). Fördelar med den kvalitativa metoden är att den sätter få begränsningar och en hög intern giltighet kan uppnås (Jacobsen, 2002).

Den kvantitativa delen i denna studie är granskningen av bolagens siffror och resultat. I studien har även hela försvarsprocessen undersökts då siffror och resultat inte varit tillräckligt för att kunna identifiera försvarsstrategierna. Den kvalitativa delen är därför nödvändig för ett rättvist resultat. Enligt Yin (2009) kan kombinationen av dessa två metoder ses som en tredje enskild metod och är att föredra vid fallstudier. Denna kombination kan skapa en större

klarhet i studien och tjänar uppsatsens problemställning bäst. Genom att använda båda metoderna är det möjligt att eliminera de bådadas svaga sidor, då den ena metodens fördelar är den andra metodens nackdelar.

Det finns två olika huvudtyper av ansatser, deduktiv-, och induktiv ansats. Denna uppsats har en induktiv ansats då det är att föredra vid tillämpning av fallstudier. Induktiv ansats betyder att författarna själva skapar en teori med utgångspunkt i studiens resultat medan den deduktiva ansatsen har utgångspunkt i tidigare teorier och studier (Bryman & Bell, 2013). I denna ansats samlar forskaren in relevant information utan förväntningar och analyserar sedan den insamlade datan. Inga förutfattade hypoteser måste bevisas vid tillämpning av denna ansats, vilket passar in på denna studie. Positivt med en induktiv ansats är att den är mer öppen och någon begränsning i datainsamling sker inte på samma sätt som i den deduktiva ansatsen (Jacobsen, 2002).

2.2 Datainsamling

Undersökningens data är av sekundär karaktär. Datamaterial är inhämtad från informationskällor som tidigare forskning, vetenskapliga artiklar och information från företagens hemsidor. Databasen Retriever har även använts för relevant information om de granskade bolagen. Datainsamlingen har varit viktig för att bidra till en djupare förståelse för orsakerna bakom varje fallstudie. Den data som har hämtats har inte skapats av författarna själva och är alltså inte av primär form. Att använda sekundär data är mindre kostsamt och mer tidseffektivt än att använda primärdata. Ett problem med sekundärdata kan dock vara att datan har insamlats för ett annat ändamål än det uppsatsen syftar till (Jacobsen, 2002). Trots kritiken mot den sekundära formen av data har ett beslut att tillämpa denna typ tagits, då den var mest lämplig med hänsyn till utformning av uppsatsen.

Datainsamlingen kan delas in i två steg. Första steget innebar en process att ta reda på vilka offentliga uppköpserbudanden som skett under tidsperioden och vilka av dessa som varit fientliga. Information om offentliga uppköpserbudanden har inhämtats från Nasdaq OMX Stockholm. I processen att reda ut om uppköpserbudandena var av fientlig karaktär har data insamlats från bolagens pressmeddelanden. Andra steget i insamlingen av data var att ta reda på vilken försvarsstrategi som tillämpats av målbolagen. Information från bolagens hemsidor,

pressmeddelanden, årsredovisningar och artiklar från dags- och affärspress har tolkats och analyserats.

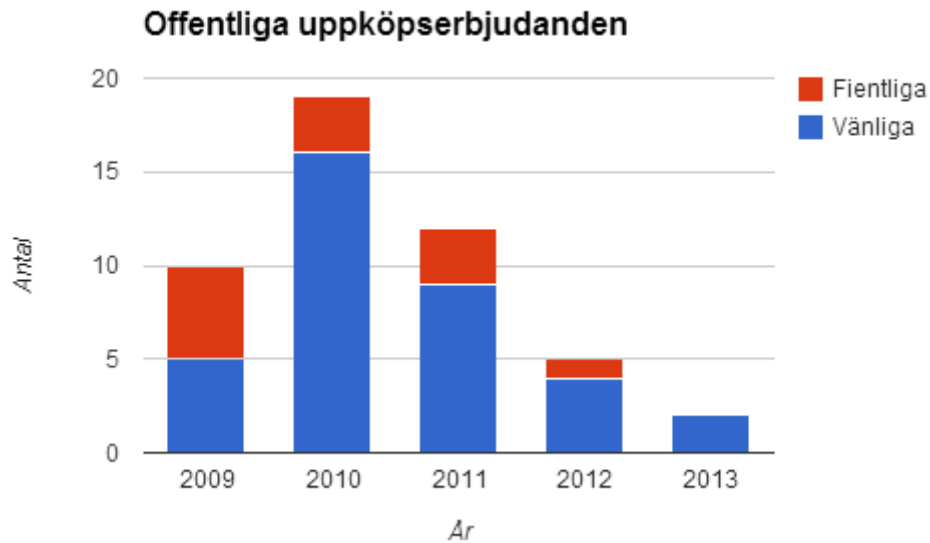
2.2.1 Databortfall

Efter en undersökning av samtliga fientliga uppköpserbudanden kunde ett bortfall identifieras. Fem av de tolv identifierade målbolagen var passiva och hade således inte aktivt använt någon försvarsåtgärd. Antalet fientliga uppköpserbudanden under den sökta tidsperioden minskade därför till sju. Detta bortfall kan ha påverkat studiens resultat. Om fler försvarsstrategier hade identifierats finns möjlighet att en annan slutsats hade nåtts.

2.3 Undersökningsmetodik

I denna uppsats undersöks fientliga företagsförvärv på den svenska aktiemarknaden mellan åren 2009-2013. Undersökningen har gjorts med hjälp av fallstudier då dessa enligt Yin (2009) är att föredra vid samtida händelser. Vi anser att fallstudier bidrar till att en helhetsbild och djupare förståelse för hela processen ges. Detta stöds av Yin (2009) som påvisar att fallstudier bidrar till att verkliga händelser får en holistisk och meningsfull karaktär, exempelvis när processer i organisationer och ledningar undersöks. I syfte att motverka ett fientligt uppköp är det enligt Schoenber och Thornton (2006) själva processen för att motstå ett bud som är viktig, snarare än en enskild försvarsstrategi. Den totala motståndshandlingen spelar stor roll i utfallet. Detta är också en anledning till varför fallstudier har tillämpats i undersökningen.

Undersökningen har skett i fyra steg. I det första steget identifierades antalet offentliga uppköpserbudanden, vilka uppgick till 48 stycken. Nästa steg var att identifiera de uppköpserbudanden som var av fientlig karaktär. Dessa uppgick till tolv stycken. Resultatet av offentliga uppköpserbudanden i Sverige åskådliggörs i diagrammet som följer nedan.



Tabell 1: Offentliga uppköpserbjudanden i Sverige under 2009-2013.

Då ingen aktiv försvarsstrategi användes i fem av de tolv fallen föll de bort. Efter detta databortfall minskade antalet fientliga företagsförvärv till sju. Därefter, i ett tredje steg, gjordes en undersökning i syfte att finna vilken eller vilka försvarsstrategier som hade använts i varje situation (se bilaga 1). När dessa hade identifierats, analyserades hållbarheten hos varje försvarsstrategi.

För att besvara frågeställningen om försvarsstrategiernas hållbarhet har en skala i tre nivåer skapats. Hållbarheten har ansetts vara antingen obefintlig (0), kortsiktig (1) eller långsiktig (2). Den tillämpade försvarsstrategin har ansetts inte ha någon hållbarhet om förvärvet gick igenom utan att varken budet höjdes eller acceptperioden förlängdes. En kortsiktig hållbarhet har antagits då förvärvet gick igenom men budet höjdes och/eller acceptperioden förlängdes. En längre acceptperiod innebär att förvärvsbolaget inte vid första försöket kommit över en tillfredsställande andel av bolaget. Om försvarsstrategin ledde till en förlängd acceptperiod så ger det målbolaget ytterligare tid att implementera andra strategier i syfte att förbättra sitt försvar. En kortsiktig hållbarhet har även antagits när det första budet inte gick igenom men bolaget kort senare fick ett nytt offentligt uppköpserbjudande som gick igenom. Långsiktig hållbarhet har definierats som när budet inte gick igenom och inget nytt bud på bolaget har lagts fram till i dag.

Vid de fall en kombination av försvarsstrategier har använts har dessa strategier utvärderats enskilt då det varit svårt att veta vilken strategi som har varit mest hållbar. Kombinationen av försvarsstrategier har därmed inte tagits i beaktning vid bestämmande om hållbarhetsnivå.

2.4 Metoddiskussion

Enligt Jacobsen (2002) bör uppsatsen vara giltig och relevant. Uppsatsen skall mäta det som önskas mätas samt att undersökningen skall gå att lita på. Detta behandlas i nedanstående stycken.

2.4.1 Validitet

Begreppet validitet åsyftar mätning av önskad data och är ett annat ord för giltighet (Jacobsen, 2002). Det handlar om en bedömning av undersökningens slutsatser och om dessa hänger ihop eller inte (Bryman & Bell, 2013). Validitet finns i flera former. Yin (2009) delar in validitet i två kategorier, intern och extern validitet.

Enligt Yin (2009) är intern validitet särskilt viktig i förklarande fallstudier som besvarar frågor som “Hur?” och “Varför?”. Intern validitet berör denna studie då huvudfokus ligger vid att besvara just dessa frågor. Intern validitet syftar till att undersökningen mäter vad den har avsett att mäta samt hur övertygande det är att den oberoende variabeln (försvarsstrategi i detta fall) är det som har påverkat variation i den beroende variabeln (Bryman & Bell, 2013). Undersökningen har mätt försvarsstrategiernas hållbarhet vid enskilda fall. Det tillvägagångssätt som har använts anses vara riktigt med hänsyn till uppsatsens syfte. Dock går det inte att utesluta att de handlingar som har identifierats som försvarsstrategier kan ha använts i annat syfte än försvar. Vidare kan det finnas andra faktorer än de som beaktas i denna uppsats som kan ha betydelse i hur hållbar en försvarsstrategi har varit.

Extern validitet avser i detta fall hur väl resultatet är giltigt även i andra sammanhang. Den visar i vilken utsträckning ett utfall är generaliserbart (Yin, 2009). Mätresultatet anses ha hög extern giltighet eftersom en totalundersökning av marknaden har gjorts med hjälp av en kvantitativ metod med kvalitativa inslag. Då en noggrann undersökning har gjorts av samtliga fientliga företagsförvärv på den svenska aktiemarknaden under en femårsperiod kan uppsatsen anses vara generaliserbar. Dock bör tas i beaktande att antalet fientliga

företagsförvärv har varierat kraftigt från år till år och möjligtvis hade ett större årsintervall kunnat leda till en ytterligare högre extern giltighet.

2.4.2 Reliabilitet

Reliabilitet syftar till grad av tillförlitlighet i undersökningen (Jacobsen, 2002). Målet är att vara säker på att samma resultat och slutsats hade uppnåtts om samma undersökning hade gjorts av någon annan (Yin, 2009). Reliabiliteten ökar om undersökningen är genomförd på ett sätt som väcker tillit (Jacobsen, 2002). En noga undersökning och kritisk granskning har skett av det material som har använts i syfte att eliminera eventuella fel och öka reliabiliteten i uppsatsen. Sekundärkällorna som har använts har granskats innan publicering och informationen har inhämtats från flera oberoende källor som bekräftar varandra. Detta leder till en ökad reliabilitet av uppsatsens datainsamlingsmaterial.

Att gruppen består av tre personer innebär att olika föreställningsramar ligger till grund för studien. Av den anledningen har klara definitioner formulerats över respektive försvarsstrategi och hållbarhetsnivå.

Med hänsyn till ovan resonemang antas resultatet bli detsamma om undersökningen skulle göras på nytt av någon annan, vilket är ett kriterium som bör uppfyllas för att uppsatsen skall påstås ha god reliabilitet (Bryman & Bell, 2013).

2.4.3 Källgranskning

Det teoretiska och empiriska materialet består av sekundärdata vilket kräver kritisk granskning. Materialet är inhämtat från litteratur, vetenskapliga artiklar, artiklar ur dags- och affärstidningar, pressmeddelanden från företagen, årsredovisningar och information från företagens hemsidor.

Enligt Holme och Solvang (1997) är det möjligt att dela upp källgranskningen i fyra faser. Den första fasen, *källobservation*, syftar till att hitta relevanta källor som kan besvara befintlig problemformulering. Uppsatsens datamaterial har granskats kritiskt då dessa har insamlats från sekundärkällor och de källor som använts anses vara relevanta.

Andra fasen är *bestämning av ursprung*. I syfte att öka reliabiliteten i uppsatsen har källor som bekräftar varandra sökts. Detta har varit viktigt med hänsyn till att källmaterialet enbart är av sekundärt slag. Litteratur och vetenskapliga artiklar har noga granskats innan publicering och kan därför anses vara tillförlitliga.

Den tredje fasen, *tolkning*, innebär en analys och innehållsbestämmande av källan. Det är viktigt att få en förståelse för den historiska situationen utöver den som en enskild källa kan ge. Tolkningsfasen innebär att man eftersöker en förståelse för vad författaren avsett att säga. Det är svårt att utesluta att en källa har tolkats på annat sätt än vad författaren menade. För att minska risken för en sådan feltolkning samt för att få en så komplett bild av situationen som möjligt har flertalet källor använts i uppsatsen och granskats av alla tre personer i gruppen.

Den sista fasen är *bestämning av användbarhet* hos källan. Analysen kan delas in i en inre och en yttre. Den senare analysen görs genom en jämförelse av information från källor oberoende av varandra. När detta har gjorts har hög grad av överensstämmelse identifierats, vilket stärker trovärdigheten i uppsatsen. Vid en inre analys görs en undersökning av källan genom bedömning av den inre överensstämmelsen, den generella säkerheten i källans innehåll samt uppsatsförfattarnas förmåga att förstå och återge de händelser som källan beskriver. Det anses ha skett en minimering av eventuella problem avseende bestämning av användbarhet, då uppsatsen använder flertalet oberoende källor samt att dessa har granskats med objektiva ögon.

3 Lagstiftning

Följande kapitel beskriver de regelverk som berör offentliga uppköpserbudanden på den svenska aktiemarknaden. Enbart de regler, lagar och bestämmelser som är av intresse för denna studie har tagits upp.

3.1 Aktiebolagslagen

Aktiebolagslagen innehåller flera bestämmelser och principer som är hänförliga till offentliga uppköpserbudanden och gäller för alla aktiebolag i Sverige. Lagen innehåller regler som begränsar målbolagets försvarsåtgärder och därmed påverkar styrelsens förmåga att agera och försöka förhindra förvärv vid ett fientligt bud. Exempelvis kräver försvarsstrategier som finansiell omstrukturering, poison pill och pac man godkännande av bolagsstämman innan de kan införas. Användning av greenmail som försvarsstrategi på den svenska marknaden är olaglig. Strategin innebär riktade återköp av egna aktier och i Sverige är det endast tillåtet att förvärva egna aktier om erbjudandet riktar sig till samtliga aktieägare (ABL 19:14).

Det finns några principer styrelsen måste uppmärksamma innan en försvarsprocess kan påbörjas. Aktiebolagslagen behandlar två viktiga aspekter, likhetsprincipen och försiktighetsprincipen (Skog, 2011). Likhetsprincipen handlar om att alla aktieägare ska behandlas lika och att alla aktier ska ha lika rätt (ABL 4:1). Exempelvis vid försvarsstrategin vit riddare, då det finns flera budgivare, måste alla aktörer behandlas lika. Försiktighetsprincipen (ABL 17:3) måste beaktas vid värdeöverföring i bolaget, detta påverkar försvarsåtgärden finansiell omstrukturering. En värdeöverföring får endast utföras om full täckning finns i det egna bundna kapitalet och överföringen måste vara försvarlig med hänsyn till bolagets likviditet och ställning (Skog, 2011). Det finns även stadgar som säger att styrelsen inte får vidta en åtgärd som varken är till fördel eller nackdel åt någon aktieägare eller till nackdel för hela bolaget. Detta för att skydda minoritetsägare (ABL 8:41).

Ett bolag ses som moderbolag vid kontroll av minst 50 procent av aktierna i ett annat bolag och har då röstmajoritet (ABL 1:11). Om en aktieägare innehar över 90 procent av aktierna i ett bolag gäller rätten för tvångsinlösen av resterande aktier (ABL 22:1). Tvångsinlösen

innebär att det förvärvande bolaget har rätt att kräva in återstående rösträtter (Aktiespararna, 2014).

3.2 Takeover-direktivet

Regler om uppköpserbjudanden har successivt vuxit fram i diverse länder. Det första regelverket som handlade om uppköp och samgåenden framställdes av britterna i slutet av 1960-talet, ”*The City Code on Takeovers and Mergers*”. De flesta länder i Europa har använt detta regelverk som utgångspunkt vid införande av egna regler angående uppköp. Det går att se både likheter och skillnader i ländernas regler (SOU 2005:58).

Takeover-direktivet (direktiv 2004/25/EG) arbetades fram under år 2004 av EU:s medlemsländer. Direktivet är en överenskommelse mellan Europaparlamentet och medlemsländerna i EU. Direktivet innehåller regler om hur offentliga uppköpserbjudanden får gå till. Direktivet ska säkerställa en rättvis och rimlig behandling av målbolagets aktieägare och se till att deras intressen tas till vara på. Direktivet är ett minimikrav och ger därför varje land rätt att utvidga reglerna vilket medför att varje land kan ha olika regleringar (SOU 2005:58). Takeover-direktivet har lett till en ny lag i Sverige som trädde i kraft 1 juli 2006: Lagen om offentliga uppköpserbjudanden (LUA) (Finansinspektionen, 2014).

3.3 Lagen om offentliga uppköpserbjudanden

Lagen om offentliga uppköpserbjudanden (LUA) infördes år 2006 som en följd av takeover-direktivet. Tidigare var dessa regler självreglerande genom bestämmelser från Näringslivets börskommitté. Inga större förändringar skedde vid införandet av lagen förutom att bestämmelserna blev lagstadgade (Finansinspektionen, 2014). I samband med detta införde Nasdaq OMX Stockholm och Nordic Growth Market (NGM) en anpassad version av takeover-reglerna, framlagd av Näringslivets börskommitté (Nyström & Sjöman, 2011).

Lagen om offentliga uppköpserbjudanden reglerar alla offentliga uppköpserbjudanden där målbolagets aktier är noterade vid en börs eller annan berättigad marknadsplats i Sverige. Båda parter i budprocessen berörs av reglerna. Den som vill lägga ett offentlig uppköpserbjudande på ett aktiebolag måste enligt lagen följa börsens takeover-regler (LUA 2:1).

När en aktieägare innehar 30 procent av rösterna i ett annat bolag uppstår budplikt. Aktieägaren betvingas då offentliggöra storleken av sitt aktieinnehav och lägga ett offentligt uppköpserbjudande på återstående aktier i bolaget inom fyra veckor (LUA 3:1). Målbolagets styrelse ska informera deras anställda om erbjudandet och utge en rekommendation till aktieägarna om hur de bör agera (LUA 4:2).

I lagen framgår hur försvarsåtgärder får gå till som är viktiga att ta hänsyn till vid fientliga bud. Målbolaget får använda försvarsstrategier som avser att försämra förutsättningarna endast efter ett godkännande av bolagsstämman. Målbolaget tillåts söka alternativa budgivare utan beslut från bolagsstämman (LUA 5:1). Försvarsstrategin vit riddare är alltså tillämpbar som försvarsåtgärd. Det finns möjlighet att kringgå reglerna i dessa lagar. Undantag söks hos finansinspektionen genom aktiemarknadsnämnden som ger ut dispens i särskilda fall (LUA 7:5).

3.4 Näringslivets börskommitté / Kollegiet för svensk bolagsstyrning

Näringslivets börskommitté bildades i mitten på 1960-talet och hade sina grunddrag från den brittiska takeover-regleringen. Uppgiften var att utforma regler angående offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden (Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, 2014). Reglerna är utformade som en del av Stockholmsbörsens, Aktietorget och Nordic Growth Markets noteringsavtal (SOU 2005:58).

Näringslivets börskommitté är nedlagd sedan början av år 2010 och deras frågor har förflyttats till kollegiet för svensk bolagsstyrning som tagit över arbetet om takeover-regleringen. Kollegiets verksamhet är en del av svenska näringslivets självreglering på värdepappersmarknaden och ska verka som god sed samt ge ut riktlinjer (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2014). Kollegiet är tillsammans med aktiemarknadsnämnden och rådet för finansiell rapportering en del av föreningen för god sed på värdepappersmarknaden (Näringslivets Börskommitté, 2010).

3.5 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden bildades år 1986 och har fått i uppgift av finansinspektionen att ta hand om ärenden som behandlar offentliga uppköpserbjudanden. Nasdaq OMX Stockholm har i sin tur gett i uppgift till aktiemarknadsnämnden att besluta i ärenden relaterade till börsens regler angående offentliga uppköpserbjudanden på svenska aktiemarknaden (Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, 2014). Aktiemarknadsnämnden ska genom rådgivning och uttalanden verka för en god sed på den svenska aktiemarknaden (Aktiemarknadsnämnden, 2014). Nämnden har under åren gjort många uttalanden om uppköpserbjudanden och den största kategorin har varit dispensansökningar från budplikt (Nyström & Sjöman, 2011).

4 Teori

I detta kapitel presenteras de teorier som används till grund för studien. En beskrivning ges av motiv till företagsförvärv, fientliga företagsförvärv och de olika försvarsstrategier som kan tillämpas. Kapitlet avslutas med en genomgång av tidigare forskning och studier inom ämnesområdet.

4.1 Motiv till företagsförvärv

Det finns två olika typer av maktskiftning som kan ske i bolag. Två bolag kan slå sig samman eller så kan ett bolag köpa ett annat bolag. Det senare alternativet kallas företagsförvärv (Kim, Nofsinger, & Mohr, 2010).

Det finns ett flertal motiv till varför ett bolag kan vara intresserad av att köpa ett annat företag. Ett motiv kan vara att det förvärvande bolaget tycker sig utvinna synergieffekter av ett förvärv. Andra motiv till uppköpserbjudanden kan vara att utveckla geografisk omfattning, produktbredd eller kundsegment. Ofta vill det förvärvande bolaget växa genom att expandera vertikalt eller horisontellt (Pearce & Robinson 2004) eller så vill de få en ökad makt på marknaden (Kim, Nofsinger, & Mohr, 2010). När bolagen inte delar samma uppfattning om vad en sammanslagning kan bidra till försöker målbolaget ofta motsätta sig ett uppköpserbjudande genom att använda diverse försvarsstrategier i ett försök att försvara sig (Pearce & Robinson 2004).

4.2 Fientliga företagsförvärv

Vid företagsförvärv erbjuds målbolaget ett erbjudande, vilket kan vara i antingen kontanter eller aktier (Sudarsanam, 1995). Styrelsen i målbolaget har under en bestämd period tid att bestämma om de ska rekommendera sina aktieägare att acceptera budet. Aktieägarna i målbolaget har sedan under en acceptperiod tid att bestämma om de vill sälja sina aktier eller inte.

Företagsförvärv kan kategoriseras som antingen vänliga eller fientliga. Vad som skiljer dessa åt är det tillvägagångssätt som det förvärvande bolaget använder vid ett försök till uppköp. Ett

vänligt företagsförvärv har medgivande från målbolaget. Styrelsen går då ut med en rekommendation till aktieägarna om att godta erbjudandet från budgivande bolag. Ett fientligt företagsförvärv har inte medgivande från målbolaget. Styrelsen går ut med en rekommendation till aktieägarna om att inte godta budet (Weinberg, Blank, & Greystoke, 1999; Schoenberg & Thornton, 2006). För att det förvärvande bolaget då ska lyckas med ett uppköp behöver de nå ut till målbolagets aktieägare för att på så sätt få kontroll (Berk & DeMarzo, 2013).

Vid ett fientligt bud finns det möjligheter för målbolaget att använda olika försvarsstrategier. Styrelsen tillämpar dessa försvarsstrategier i syfte att avskräcka ett uppköp och göra förvärvsprocessen mer komplicerad för det budgivande bolaget (Brennan, 1999). Försvaren används även för att skydda bolagens oberoende ställning och för att pressa budgivaren att ge det bud som ger bäst förmåner till aktieägarna i målbolaget (Pearce & Robinson 2004).

4.3 Försvarsstrategier

För att försvara sig mot ett förvärvsförsök finns ett flertal försvarsstrategier styrelsen i målbolaget kan använda sig av i syfte att försvåra uppköpet. Användningsfrekvensen av de olika strategierna har genom historien varierat och i Sverige har det på senare tid blivit svårare att använda försvarsstrategier på grund av landets regleringar kring förvärv.

Försvarsstrategier kan delas in i två kategorier, förebyggande och reaktiva (Pearce & Robinson, 2004). Den tidigare med ett långsiktigt perspektiv och den senare med ett mer kortsiktigt perspektiv (Schoenberg & Thornton, 2006). Förebyggande försvarsstrategier vidtas innan ett verkligt bud har lagts på bolaget. Strategierna används för att göra bolaget mindre attraktivt att köpa upp. Denna typ av försvar tillämpas ofta av ledningen när de känner att bolaget är sårbart och kan bli utsatt för uppköpsförsök. Reaktiva försvarsstrategier implementeras först efter ett bud har lagts i syfte att antingen förhindra genomförandet av uppköpet eller för att göra uppköpet dyrare (Pearce & Robinson 2004).

4.3.1 Kritik mot bud

Kritik mot bud är en reaktiv försvarsåtgärd som används av målbolaget efter att ett bud har lagts. Vid kritik mot bud går målbolaget hårt mot budet som det förvärvande bolaget har lagt och fokus är att övertyga aktieägarna om att inte acceptera budet. Genom att kritisera budet

försöker styrelsen få aktieägarna inse att en sammanslagning inte är en bra idé och kan ge negativa konsekvenser för bolaget (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004). Vanligtvis handlar det om att målbolaget tycker att budet som har lagts är för lågt och inte motsvarar bolagets verkliga värde eller att bolagen befinner sig i olika industrier och ser en sammanslagning som ologisk. Målbolaget kan även påvisa negativa följder som kan ske vid ett uppköp från det förvärvande företaget och det är inte ovanligt att de pekar på en negativ synergieffekt. En av de stora fördelarna med denna strategi är att den både är tids- och kostnadseffektiv och enkel att genomföra. Åtgärden kräver inte heller ett godkännande från aktieägarna utan kan vidtas av ledningen direkt.

4.3.2 Positiv offentlig information

Målbolaget kan offentliggöra positiv information om bolaget och redogör då ofta för dess framtidsmöjligheter (Storckenmaier, 2011). Positiv information publiceras för att öka priset för förvärvaren (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004). I samband med positiv offentlig information kan delårsrapporter och liknande tidigareläggas för att påvisa det positiva resultatet. Detta stödjer styrelsens argument och framhäver företaget från sin bästa sida (Brennan, 1999). Försvarsstrategin fungerar som en övertygelse från målbolaget till aktieägarna att behålla sina aktier (Bakke, Leite, & Thorburn, 2010). Målbolaget vill antingen visa att deras aktier har ett högre värde än erbjudandet eller att målbolagets ledning är bättre på att driva bolaget än vad förvärvsbolagets styrelse skulle vara (Brennan, 1999). Denna försvarsstrategi är reaktiv och kan användas av ledningen i målbolaget utan att först behöva godkännas av aktieägarna.

En studie från Storbritannien visade att tidigare lagda vinstprognoser var den vanligaste försvarsstrategin i landet under 1980-talet. Samma studie visade samtidigt att denna försvarsstrategi var mest tillämpad av bolag som misslyckades i sitt försvar mot ett fientligt uppköp (Sudarsanam, 1995).

4.3.3 Vit Riddare och Vit Godsherre

Nedan beskrivs två reaktiva försvarsstrategier som kräver involvering från en tredje part. När målbolaget motsätter sig att bli uppköpt av det bolag som har lagt ett bud på dem kan de uppsöka andra alternativ, någon mer vänligt sinnad budgivare. Budgivaren kan erbjuda ett bättre pris, bättre villkor för bolaget och de anställda eller kan passa målbolaget bättre. Denna

budgivare kallas vit riddare och ger ett uppköpserbudande med målbolagets medgivande. Den vita riddaren erbjuder sig att köpa så många aktier att denna blir majoritetsägare i målbolaget. Denna försvarsstrategi tilltalar ofta ledningen och styrelsen i målbolaget eftersom de ingår en överenskommelse med den vita riddaren, de har således större möjlighet att vara med och påverka om bolagets framtid (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004). Vid tillämpning av vit riddare måste bolaget ta likhetsprincipen i beaktning.

Det kan vara svårt att hitta någon som är villig att agera vit riddare och målbolaget måste i många fall förhandla sig till en vit riddare. Det krävs att den vita riddaren har tillräckligt med kapital för att kunna köpa upp en sådan stor andel i målbolaget. Den vita riddaren kan i vissa fall erbjudas stora och betydelsefulla tillgångar hos målbolaget för att denne ska gå med på att köpa upp bolaget (Gaughan, 2011).

I en studie av Schoenber och Thornton (2006) behandlades 56 fientliga företagsförvärv i Storbritannien mellan åren 1995-1999. Studien visade att vit riddare var den försvarsstrategi som var mest frekvent använd. Undersökningen visade att tillämpning av denna försvarsstrategi ökade med knappt det dubbla från en tidigare undersökning i samma land tio år tidigare. Resultatet visade att den vita riddaren hade en starkt positiv och märkbar inverkan på utfallet av budet och i 80 procent av fallen var försvarsstrategin lyckad, med andra ord misslyckades det fientliga budet. Enligt Niden (1993) genererar ett uppköp av en vit riddare signifikanta vinster i början efter att uppköpet har genomförts, om man jämför med ett fientligt uppköp eller ett uppköp som har varit av vänlig karaktär från början. Det har dock visat sig att dessa fördelar försvinner över tiden.

Vit godsherre är en variant av försvarsstrategin vit riddare. En vit godsherre används för att blockera det fientliga budet (Sudarsanam, 1995). I detta fall är målbolaget inte ute efter att hitta någon som kan köpa upp bolaget och få en ny majoritetsägare. Med en vit godsherre vill bolaget istället hitta någon som är villig att köpa nödvändig andel av aktierna. Den vita godsherren är inte ute efter att få kontrollen i företaget, utan hjälper endast till att förhindra att det fientliga budet ska gå igenom. För att övertyga någon att bli en vit godsherre kan fördelaktiga förslag utlovas som till exempel att få en plats i styrelsen eller löfte om generösa utdelningar (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004).

4.3.4 Gyllene fallskärm

Denna förebyggande försvarsstrategi används för att göra uppköpet dyrare genom att ett avgångsvederlag betalas ut till ledningen i målbolaget. Kostnaden för detta måste förvärvsbolaget stå för om uppköpet går igenom (Kim, Nofsinger, & Mohr, 2010). En gyllene fallskärm är ett välbetalt avgångsvederlag till målbolagets chefer, som är garanterade i det fall bolaget blir uppköpt och cheferna blir tvungna att lämna (Berk & DeMarzo 2013). Dessa generösa avgångssummor är ofta inte framröstade av aktieägare i bolaget, utan är beslutade av ledningen (Lambert & Larcker, 1985).

Om ett bolag signalerar att de använder sig av gyllene fallskärmar brukar aktiepriset stiga och bolaget blir dyrare att köpa upp. En annan viktig funktion som gyllene fallskärmar fyller är att anpassa de incitament som finns mellan aktieägare och chefer. Ett problem som kan uppstå är att chefer som står inför ett fientligt uppköpserbjudande kan motsätta sig bud som sannolikt skulle kunna leda till att de förlorar sitt jobb, detta även om förvärvet skulle kunna öka aktieägarnas kapital (Pearce & Robinson, 2004). Stora avgångsvederlag kritiseras ofta i media då ledning och högre uppsatta i många ögon får orimligt hög ersättning, vilket ses som en felanvändning av aktieägarnas kapital (Nylander, 2013). Studier hävdar till och med att en gyllene fallskärm ligger i linje med chefernas intressen och att de inte kommer att göra motstånd mot ett fientligt uppköp om ett sådant fall skulle innebära en hög kompensation i egen ficka (Hanly, 1992). Det blir då lättare för ett förvärvande bolag att få målbolaget att gå med på ett förvärv (Berk & Demarzo, 2013).

Det råder alltså delade meningar om hur effektiv denna försvarsstrategi är. Vissa resultat påvisar att en gyllene fallskärm sammanför aktieägarnas och ledningens intressen, medan andra resultat visar att denna försvarsstrategi kan leda till ett felaktigt beteende hos ledarna, ett beteende som inte ligger i samma riktning som aktieägarnas intressen (Hanly, 1992). Tesen stöds av en tidigare studie som visar att sannolikheten att ledande befattningshavare motsätter sig budet är relaterad till om förändringen i ägarstrukturen skulle leda till en personlig ekonomisk vinst. Samma studie visar att ungefär 90 procent av ledningen och styrelsen i det uppköpta bolaget avgår efter att ett fientligt uppköp har gått igenom. Detta kan jämföras med 50 procent som är siffran i vänliga förvärv (Pearce & Robinson 2004). Gyllene fallskärm har visat sig vara mer effektiva i kombination med en annan försvarsstrategi (Hall & Anderson, 1997).

4.3.5 Laglig åtgärd

Efter att ett fientligt uppköpserbud har lagts kan målbolaget använda denna reaktiva försvarsstrategi och utmana budet. Det finns regleringar och lagar som målbolaget kan använda för att försöka försvara sig. Det finns flera mål med att tillämpa denna typ av försvarsstrategi. Ett av dem är att man vill få ett förbud mot ett samgående eller uppköp av bolaget. Ett annat mål till att använda lagliga åtgärder är att utöka tiden målbolaget har på sig att svara på uppköpserbudet och därmed fördröja förvärvsprocessen. Detta för att exempelvis ha mer tid att hitta en vit riddare eller utvärdera budet ytterligare och kunna försvara sig bättre. En annan fördel med att få acceptfristen förlängd är att fler bolag hinner få upp ögonen för bolaget och det pågående budet. Detta ökar möjligheterna till ett högre bud på målbolaget (Gaughan, 2011).

Vid ett offentligt uppköpserbud gäller lagregleringen i det land där målbolaget är registrerat, vilket i uppsatsens samtliga fallstudier är Sverige. I Sverige har aktiemarknadsnämnden fått ansvar från finansinspektionen att ta hand om övervakningen av bud på marknaden (Finansinspektionen, 2014). Det är hit bolagen vänder sig om de vill framföra en anmälan om de anser att god sed har brutits på aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden ger vägledning och råd vid offentliga uppköpserbudanden. Bolagen kan vända sig till aktiemarknadsnämnden om de har invändningar eller klagomål på budet, som till exempel tolkningar huruvida det föreligger budplikt för ett förvärvande bolag, och även när detta bolag får dispens för budplikt (Aktiemarknadsnämnden, 2014).

Lagliga åtgärder kan fungera men är ofta inte effektiva. Studier har visat att värdet av en laglig åtgärd är dess förmåga att förlänga förhandlingsperioden fram till dess att målbolaget är tvungen att svara på budet. Förhandlingarna leder ofta till en förbättring av det ursprungliga budet (Pearce & Robinson 2004).

4.3.6 Övriga försvarsstrategier

Förutom de fem försvarsstrategier som beskrivits ovan finns ytterligare ett flertal. Dessa har inte använts i någon av uppsatsens fallstudier. Av den anledningen nämns dessa enbart kort.

Pac Man är en kostsam försvarsstrategi som sällan används. Strategin går ut på att det bolag som får ett bud lägger ett motbud på det bolag som först försökt att genomföra ett förvärv. För

att denna strategi ska vara lyckad krävs att målbolaget är större än det förvärvande bolaget (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004).

Målbolaget kan köpa tillbaka sina egna aktier som ett försök till försvar, ett så kallat *aktieåterköp*. Fördelen med denna typ av försvar är att det försvårar för det förvärvande bolaget att köpa upp tillräckligt många aktier för att ta över kontrollen över bolaget (Gaughan, 2011).

Poison pill ger aktieägare rätten att köpa aktier i antingen målbolaget (flip-in) eller i förvärvsbolaget (flip-over) (Subramanian, 2003). I Sverige måste implementeringen av poison pill först godkännas av aktieägarna innan styrelsen kan vidta åtgärden (Pearce & Robinson, 2004). Målet med poison pill är att späda ut bolagets egna aktier och på så sätt göra det svårare för budgivaren att få önskad del av bolaget.

Bolaget kan göra en *finansiell omstrukturering*. Efter att bolaget ändrat i sin kapitalstruktur hamnar de i en ny finansiell situation. En sådan finansiell förändring innebär ofta att bolag ger en stor utdelning till sina aktieägare, något som vanligtvis finansieras genom lån. Detta lån blir då en stor skuld hos bolaget och gör att det inte anses lika attraktivt att förvärva (Gaughan, 2011).

Staggered board är en förebyggande åtgärd som används för att försvåra ett uppköp av bolaget. För att undvika att bli uppköpt kan en så kallad systematisk styrelse tillsättas. I en sådan styrelse är varje styrelsemedlem vald för tre år och villkoren är sådana att bara en tredjedel av styrelsen väljs varje år. Detta gör att även om det förvärvande bolaget får in medlemmar i styrelsen kan de inte få majoritet (Berk & DeMarzo, 2013).

4.4 Tidigare forskning

Det finns en del tidigare forskning om företagsförvärv och fusioner. Ämnet har visat sig vara ett populärt uppsatsämne. Nedan följer en beskrivning av tidigare forskning och studier som är relevanta för denna uppsats.

Sudarsanam skrev 1995 en artikel om försvarsstrategiers effekt vid fientliga bud, "*The role of defensive strategies and ownership structure of target firms: Evidence from UK hostile*

takeover bids”. Studien omfattar 205 fientliga bud på den brittiska marknaden över perioden 1983-1989. Studiens syfte var att undersöka hur försvarsstrategier, ägarstruktur, betalningsmetod och budpremierivå påverkade utfallet av ett fientligt bud. Resultat har framkommit genom en regressionsanalys där författaren har undersökt dessa variabler. Undersökningen av försvarsstrategiers effekt visade att de mest populära försvarsstrategierna var positiv offentlig information och utannonsering om höjning av utdelning. Dessa strategier var dock använda mest frekvent i de fall där målbolaget misslyckades i sitt försvarsförsök. Försvarsstrategierna vit riddare och lagliga åtgärder var de strategier som signifikant bidrog till ett lyckat försvar och var mest effektiva i det syftet. Författaren konstaterar att utfallet av ett fientligt bud inte bara beror på de undersökta variablerna utan även beror på andra faktorer som exempelvis motivation hos målbolagets ledning och förmåga att implementera försvarsstrategin.

En annan brittisk studie som är av intresse för oss är *“The impact of bid defences in hostile acquisitions”* av Schoenber och Thornton (2006). Studien undersökte användning och effekter av försvarsstrategier vid fientliga förvärv i Storbritannien mellan åren 1996-1999. Studien omfattar 56 fientliga bud och syftet var att undersöka vilka effekterna av enskilda försvarsstrategier var på det slutgiltiga uppköpsresultatet. I studien undersöktes multikollineariteten mellan tretton identifierade försvarsstrategier och det framgick att 52 procent av de fientliga buden inte gick igenom. Vit riddare var en av de två mest effektiva försvarsstrategierna. Tillämpning av vit riddare visade sig ha en starkt positiv och statistiskt signifikant effekt på utfallet av budet. I 80 procent av fallen var denna form av försvarsstrategi lyckad och förvärvsförsöket gick inte igenom. Finansiell omstrukturering var den andra försvarsstrategin som fungerade mest effektivt på den brittiska marknaden under denna period. Författarna kom i sin slutsats fram till att en individuell försvarsstrategi har liten påverkan på resultatet och menar att det är själva processen för att motstå ett bud som är viktig, snarare än en enskild försvarsstrategi.

En uppsats från Lunds Universitet från skriven av Cehlin, Hagberth, Hammar & Magalhães (2006), *“Jakten på Kronjuvelerna”* är delvis byggd på den brittiska studien av Schoenber och Thornton (2006). I uppsatsen har författarna, med hjälp av statistiska tillvägagångssätt, undersökt och kommit fram till vilken försvarsstrategi som varit mest effektiv för att motverka ett fientligt uppköp på den svenska aktiemarknaden. Författarna har under sin förutbestämda tidsperiod, 1996-2006, identifierat 37 fientliga uppköp och funnit att de

förvärvsförsöken avstyrts i 54,1 procent av fallen. Syftet med denna uppsats var att undersöka vilken försvarsstrategi som har varit mest effektiv vid ett fientligt uppköpserbjudande. För att göra detta formulerade författarna hypoteser, där två parametrar studerades för att komma fram till försvarsstrategiernas grad av effektivitet. Dessa två parametrar var om strategin bidrog till att budet avstyrdes eller höjdes. I de fall budet avstyrdes var försvarsstrategin starkt effektiv och i de fall budet höjdes ansågs den vara svagt effektiv. Uppsatsens resultat påvisade att vit riddare var den strategi som hade starkast effektivitet och var den bästa försvarsstrategin för att avvärja ett fientligt uppköpsförsök.

Ytterligare en uppsats inom ämnet är "*Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them*" från Göteborgs Universitet skriven av Zarin och Yang (2011). Syftet med denna uppsats var att undersöka vilken försvarsstrategi som anses mest effektiv och lättast för målbolaget att använda. Författarna vill reda ut försvarsstrategiernas effekt och undersöka dess syfte mot ett fientligt bud. För att undersöka detta tillämpades en fallstudie som omfattade tre fall, vilket gjordes för att förtydliga vilka försvarsstrategier som användes och vilken effekt dessa gav. Fallstudierna baseras på förvärvsförsök runt om i världen och begränsar sig inte till något specifikt land. Författarnas slutsats är att det i dagens värld är avgörande för ett bolag att utveckla och förbereda en försvarsstrategi redan innan ett fientligt bud har lagts. En kombination av försvarsåtgärder är att föredra. Den mest effektiva och enklaste kombinationen är att använda en välplanerad förebyggande strategi, vilken sedan bör kompletteras med flera reaktiva strategier när ett bud läggs. Enligt författarna är poison pill och staggered board en bra kombination av förebyggande åtgärder, detta i syfte att förhindra att budgivarna får direkt kontroll av målbolaget. Dessa är de mest effektiva försvarsåtgärderna samtidigt som de är enkla att implementera. Författarna drar en slutsats att implementering av vit godsherre är ett bra val av reaktiv försvarsåtgärd, helst i kombination med de två förebyggande försvarsåtgärderna. I slutsatsen föredras vit godsherre framför vit riddare då målbolaget bör undvika en större majoritetsändring av ägandet. Kritik mot bud var den strategi som användes mest och tillämpades i samtliga tre fall. Författarna drar en slutsats om att det är många variabler ett företag måste ha i åtanke innan en implementering av försvarsstrategi kan ske. Det finns inget enkelt svar utan varje fientlig budsituation är unik och kräver olika åtgärder.

Dessa fyra studier är av relevans för denna uppsats då de syftar till att undersöka försvarsstrategiers effektivitet vid fientliga bud. Det är endast Cehlin et al. (2006) som har

undersökt ämnet på den svenska marknaden men de andra studierna anses ändå vara av hög relevans. Inom den svenska forskningen finns mest teoretiska presentationer av försvarsåtgärderna och det har inte gått att finna någon studie som har undersökt försvarstrategiernas hållbarhet som är vad denna uppsats syftar till att undersöka.

5 Empiri – fallstudier

Kapitlet redogör för det empiriska material som består av sju stycken fallstudier. Varje fall beskriver budprocessen med hjälp tidningsartiklar, pressmeddelanden, årsredovisningar och information från bolagens hemsidor.

5.1 Hakon Invest AB - Hemtex AB

År 1971 grundades hemtextilbolaget Hemtex och butikskedjan växte i snabb takt. Bolaget börsnoterades år 2005 och tre år senare började Hakon Invest AB, ett investmentbolag inom detaljhandelsbranschen, att köpa upp andelar i hemtextilbolaget. Vid 2008 års slut var Hakon Invests innehav 14,2 procent av kapital och röster. Redan här fick Hemtex en varning om att Hakon Invest kunde vara intresserade av en större ägarandel i bolaget i framtiden.

Sedan år 2007 har det gått sämre för verksamheten och Hemtex har uppvisat negativa siffror i resultaträkningen. I ett försök att råda bot på de sämre resultaten beslutade bolaget att genomföra en nyemission i april 2009. Hakon Invest garanterade Hemtex att nyemissionen skulle gå igenom. De lovade att investera i resterande aktier som skulle krävas efter det att andra ägare köpt sina andelar. Genom att Hakon Invest agerade garant kunde Hemtex vara säker på att få in önskat kapital. Detta innebar att Hakon Invests ägarandel kunde komma att växa över 30 procent, vilket skulle utlösa budplikt. Som ett resultat till detta ansökte Hakon Invest om dispens från budpliktsbud, vilket också blev beviljat av Aktiemarknadsnämnden (AMN 2009:08). Mitt under processen för nyemissionen beslutade Hakon Invest att köpa andelar av en annan större aktieägare i Hemtex och ökade sitt aktieinnehav så pass mycket att de hamnade över 30-procentsgränsen. Aktiemarknadsnämndens beslut om dispens till budpliktsbud blev då ogiltigt. Enligt reglerna om budplikt lämnade Hakon Invest den 28 april ett erbjudande till aktieägarna i Hemtex. Erbjudandet var ett kontantbud om 23 kronor per aktie med en tilläggspremie om fyra kronor (Nasdaq OMX, 2014). I ett pressmeddelande den 11 juni 2009 framställde Hemtex sin åsikt och menade att budet var för lågt. Samtidigt ifrågasatte Hemtex styrelse om erbjudandet följde takeover-reglerna och god sed och valde av den anledningen att lämna in en formell framställning för Aktiemarknadsnämnden att behandla (AMN 2009:16).

Som tidigare nämnts finns det tre olika motiv till lagliga åtgärder. Om målet enbart hade varit att förlänga tiden tills dess att de måste svara på budet hade Hemtex kunnat ansöka om förlängning av acceptfristen hos Aktiemarknadsnämnden. Då Hemtex i sin framställning till Aktiemarknadsnämnden kritiserade omständigheterna kring budet och menade att budpriset inte behandlade samtliga aktieägare lika, skulle motivet kunnat vara att höja budpriset och på så sätt öka vinsten hos sina aktieägare. Hakon Invest höjde senare budpriset till 27 kronor samtidigt som acceptfristen förlängdes. I och med att Hemtex även ifrågasatte om erbjudandet var förenligt med god sed, kan Hemtex ha varit intresserad av att få förvärvsprocessen avslutad. Aktiemarknadsnämnden delade inte Hemtex åsikt, utan menade att erbjudandet var giltigt och inte stred mot någon regel eller god sed.

Under 2009 ökade Hakon Invest sitt innehav i Hemtex till 68,5 procent och fick röstmajoritet. Innehavet är detsamma än i dag. Efter denna stora förändring i ägarstrukturen beslutade dåvarande VD Göran Ydstrand att avgå, vilket blev ett hett ämne i svensk press. Ydstrand lämnade sin tjänst efter bara sex månader som VD i Hemtextilbolaget. Han fick två årslöner i avgångsvederlag, vilket motsvarade 8,5 miljoner kronor (Svenska Dagbladet, 09-09-15). Efter att ha undersökt Hemtex finanser och avgångsvederlag samt jämfört med bolag av liknande storlek kan det konstateras att Hemtex ersättning till VD:n var hög. Av den anledningen kan slutsatsen dras att Hemtex använt sig av en gyllene fallskärm som en preventiv försvarsåtgärd mot ett eventuellt fientligt bud. Denna försvarsåtgärd anses misslyckad då köpet gick igenom. Den gyllene fallskärm som Hemtex använde sig av hade kunnat verka som en avskräckningsmekanism och därigenom ha motverkat Hakon Invest från att förvärva Hemtex. Så blev inte fallet.

Det är möjligt att ledande befattningshavare i Hemtex motarbetade bolagets egen försvarsstrategi. Det egna intresset kan ha varit större än intresset man hade i att rädda bolaget från att bli uppköpt. Detta stöds av den studie som visar att ledande befattningshavare i högre utsträckning inte motsätter sig budet om ägarstrukturen skulle innebära en personlig vinst (Pearce & Robinson, 2004). Att 90 procent av ledning och styrelse i det uppköpta bolaget avgår efter att det fientliga köpet har gått igenom kan ha olika förklaringar. Antingen är styrelsen inte nöjd med sin VD och väljer av den anledningen att avskeda denne vid ett oönskat företagsförvärv. Det skulle också kunna förklaras av olika klausuler i VD:s anställningsavtal som ger denne en möjlighet att lämna bolaget med ett högt avgångsvederlag vid ett uppköp. I Hemtex årsredovisning framgår att det fanns en klausul som berättigade

dåvarande VD Göran Ydstrand att lämna bolaget med ett avgångsvederlag om två årslöner, om en större förändring i ägarstruktur skulle bli aktuell. Detta är en betydande summa pengar som skulle kunna ha bidragit till att Hemtex VD inte aktivt arbetade mot att bli uppköpt.

Hemtex valde att kombinera en förebyggande försvarsåtgärd med en reaktiv. Tyvärr visade sig ingen av dessa strategier fungera tillräckligt bra för bolaget som blev uppköpt, men däremot fick Hakon Invest höja budet samtidigt som de blev tvungna att förlänga acceptperioden för att till slut kunna få igenom sitt bud.

5.2 AB Traction - Nilörngruppen AB

Ytterligare ett fientligt bud som gick igenom år 2009 var när Traction förvärvade Nilörngruppen. Nilörngruppen grundades år 1977 men det var inte förrän år 2005 som Traction köpte sin första aktie i etikettproduktionsbolaget. Traction innehade vid årets slut 6,3 procent av kapitalet och 16,5 procent av samtliga röster. Därefter ökade Traction andel i Nilörngruppen varje år fram till 2009. Männen bakom Traction, far och son Bengt och Petter Stillström, ansågs i media att vara börsens bråkstakar och har anklagats för att på medvetet sätt "slakta" bolag för att tjäna pengar (Svenska Dagbladet, 09-03-23). De har även en tendens att skapa konflikter med ägarna i bolag som de har tagit över (Realtid, 06-04-21). Traction ökade sitt innehav i Nilörngruppen under flera år. Nilörngruppen hade under en flerårsperiod möjlighet att rusta sig eller vidta åtgärder i syfte att skydda sig mot ett potentiellt uppköpsbud. Det faktum att det cirkulerade negativ press kring Traction's aggressiva ägarstil är också något Nilörngruppen borde ha uppmärksammat (Redeye, 2014). Det fanns således under många år möjlighet för etikettproduktionsbolaget att aktivt motarbeta ett potentiellt uppköp från Traction's sida, varningstecknen fanns där.

Den 18 februari 2009 ökade Traction sitt innehav ytterligare till 34,9 procent av kapitalet och 38 procent av rösterna, vilket framkallade budplikt (Affärsvärlden, 09-02-19). I budpliktsbudet framgick att Traction var intresserad att köpa samtliga aktier i Nilörngruppen till ett pris om 29 kronor per aktie (Nasdaq OMX, 2014). Nilörngruppens styrelse meddelade i ett längre pressmeddelande att man inte rekommenderade sina aktieägare att acceptera budet.

I pressmeddelandet gav styrelsen en grundlig motivering till sitt beslut. Styrelsen förklarade sin finansiella ställning och menade att Nilörngruppen gick en ljusare tid till mötes. De

meddelade att bolaget genomfört diverse omstruktureringar och satsningar som varit kostsamma för bolaget men vilka kommer att påverka resultatet positivt inom en snar framtid. Styrelsen gick ut med positiv information om bolagets framtida möjligheter och hävdade att bolaget var väl rustat för att möta en ökad konkurrens och en sämre konjunktur.

Sammantaget kan det konstateras att Nilörngruppen i sin avrekommendation av budet lade stort fokus på att lyfta fram sin positiva finansiella ställning. Nilörngruppen använde positiv offentlig information som försvarsåtgärd mot det fientliga budet. Trots styrelsens försök att försvara sig gick köpet igenom. Någon höjning av budet blev inte heller aktuell och Nilörngruppens försök att försvara sig misslyckades. Traction's innehav i Nilörngruppen nådde till slut 63 procent och de fick därmed röstmajoritet. I och med detta offentliggjorde Nilörngruppens styrelse den 4 juni 2009 sitt beslut om att ansöka om avnotering från börsen.

Målet med positiv offentlig information är att övertyga aktieägarna att inte acceptera budet som lagts på bolaget, främst på grund att budpriset är för lågt sett till bolagets långsiktiga värde. Syftet med försvarsåtgärden i Nilörngruppens fall kan ha varit att höja budpriset snarare än att motverka ett uppköp. Nilörngruppen kunde se hur Traction ständigt ökade sitt innehav i bolaget från år 2005 fram till att uppköpserbjudandet offentliggjordes. Styrelsen hade i flera år haft möjlighet att rusta upp sig i syfte att bygga ett starkt försvar vid ett eventuellt uppköpsförsök. Att tillämpa förebyggande försvarsåtgärder som exempelvis gyllene fallskärm eller poison pill hade varit ett alternativ. Vare sig styrelsens motiv med den valda försvarsstrategin var att höja budpriset eller att motverka hela uppköpsförsöket var den inte tillräckligt hållbar, då ingendera av alternativen blev aktualiserad.

5.3 Ponderus Technology AB - Technology Nexus AB

År 1990 grundades Technology Nexus AB (Nexus), ett bolag som tillhandahåller konsulttjänster och produkter inom säker IT. Sju år senare gjorde Nexus sin första nyemission och under 2000-talet gjorde bolaget nyemissioner varje år fram till 2007, med undantag för år 2002. Detta kan förklaras av att Nexus uppvisade negativt resultat under nästan samtliga år på 2000-talet och att man genom nyemissionerna ville öka likviditeten i bolaget.

Den 24 april 2009 ägde Ponderus Technology 57,2 procent av samtliga utestående aktier och röster i Nexus (Aktiespararna, 09-05-07). Den 3 april kom ett budpliktsbud från Ponderus

Technology. Det offentliga uppköpserbjudandet var ett kontantbud om 11 kronor per aktie (Nasdaq OMX). Nexus styrelse nobbade budet och rekommenderade sina aktieägare att göra detsamma, med hänsyn till att budet inte återspeglade Nexus verkliga värde. I pressmeddelandet lämnat av Nexus angående budet framgick att bolaget såg positivt på framtiden. Nexus skrev att de investeringar och omstruktureringar som bolaget hade gjort kommer att ge resultat inom kort samt leda till ökade försäljningsmöjligheter genom produktutveckling. De kritiserade även budet genom att gå ut med de negativa konsekvenser en sammanslagning skulle ge. Kritik fördes sedan mot en sammanslagning med Ponderus Technology då Nexus påpekade att likviditeten skulle komma att bli begränsad och att aktiens kursutveckling kunde påverkas negativt. Det skulle även kunna bli aktuellt med avnotering från börserna om uppköpet skulle gå igenom.

Acceptperioden för erbjudandet förlängdes då Ponderus Technology inte var nöjd med den andel av bolaget som de först kommit över. I och med den längre acceptfristen ökade Ponderus Technology sitt innehav och vid 2009 års slut uppgick ägandet i Nexus till 72,97 procent. Den 25 september avnoterades Nexus från börserna och är nu ett dotterbolag till Ponderus Technology.

I sitt försök att motverka det offentliga uppköpet tillämpade Nexus en kombination av två reaktiva försvarsåtgärder, positiv offentlig information och kritik mot bud. Kritik mot bud är en tids- och kostnadseffektiv försvarsstrategi som är enkel att använda. Det kan heller inte ha varit särskilt kostsamt för Nexus att gå ut med positiv offentlig information om bolaget. När styrelsen i sitt pressmeddelande till aktieägarna kritiserade budet och talade gott om framtiden gav detta inte resultat. Ett alternativ hade varit att använda bättre och starkare argument och komplettera den positiva informationen med siffror i en vinstprognos eller kvartalsrapport. Trots att Nexus kombinerade de två försvarsstrategierna misslyckades försvarsförsöket.

5.4 Meerwind AB - Rörvik Timber AB

1997 grundades Rörvik Timber som fokuserar sin verksamhet på att bedriva träförädling i södra Sverige. Precis som för många andra marknadsaktörer tog finanskrisen hårt på bolaget. Efter att ha uppvisat ett bättre resultat än på länge år 2007 var siffrorna röda både under verksamhetsåren 2008 och 2009. Som ett resultat av detta trädde Rörvik Timber in i företagsrekonstruktion den 29 april 2009. Efter att ha genomfört rekonstruktionsplanen kunde

bolaget ett år senare gå ur rekonstruktionen. Som en del av rekonstruktionsplanen ingick en nyemission som bidrog med 250 mkr till bolaget. I samband med nyemissionen meddelade Meerwind att de ägde ca 42,4 procent av kapitalet och 43,5 procent av rösterna i Rörvik Timber. Detta innebar en budpliktsskyldighet.

Den 22 april 2010 kom ett offentligt uppköpserbud där Meerwind erbjöd Rörvik Timbers aktieägare att överlåta samtliga aktier till ett pris om 3,23 kronor kontant (Nasdaq OMX, 2014). Styrelsen i Rörvik Timber meddelade i ett pressmeddelande att budet inte kunde ses som skäligt ur ett finansiellt perspektiv för innehavare av aktier och teckningsoptioner. Bolaget använde sig av positiv offentlig information och tryckte på Rörvik Timbers framtida utveckling. De menade att olika åtgärder vidtagits i syfte att förbättra bolagets resultat och finansiella ställning. Vidare bedömde styrelsen att bolaget såg en långsiktig potential, något som motiverade till ett högre pris än det som Meerwind erbjöd. Styrelsen valde att publicera en delårsrapport för januari-mars 2010 där de bland annat presenterade risker och osäkerheter som tidigare omgivit bolaget, men som de med hjälp av företagskonstruktionen lyckats ta sig ur. De informerade även om de risker som fanns kvar och hur hantering av dessa skulle ske. Bolaget presenterade de finansiella effekter som framkommit som ett resultat av rekonstruktionsplanen, där siffror i resultaträkningen var höga och likviditeten hade stärkts. Delårsrapporten som Rörvik Timber valde att publicera i och med pressmeddelandet, som bekräftade styrelsens syn på budet, förstärkte styrelsens rekommendation (Finansinspektionen, 2014). Budpriset höjdes dock inte, detta trots att styrelsen tryckte mycket på att bolaget hade ett högre värde än vad budpriset visade.

Rörvik Timber använde också kritik mot bud som försvarsstrategi. I ett pressmeddelande kritiserade de budet och sa att möjligheterna att påverka beslut i bolaget skulle komma att minska om Meerwind fick ett ökat innehav i bolaget. Samtidigt skulle detta innebära att aktien skulle kunna få en minskad likviditet. Styrelsen valde att påvisa vilka negativa följder som en sammanslagning skulle innebära och försökte på så vis övertyga aktieägarna att inte acceptera budet. Många bolag väljer att lägga tyngd på att kritisera budet då det inte alltid hjälper att enbart förespråka aktieägarna att inte acceptera det. Kritik mot bud ger en bättre och mer konkret förståelse till varför en acceptans av budet kan leda till negativa konsekvenser för bolaget.

Trots styrelsens tydliga ståndpunkter valde aktieägare att ändå godta erbjudandet och Meerwind kunde därigenom öka sitt innehav till 50,3 procent av kapitalet och 51,2 procent av rösterna i Rörvik Timber. I och med detta blev Rörvik Timber dotterbolag till Meerwind (Privata Affärer, 10-06-08).

5.5 Opcon AB - Tricorona AB

Den 10 februari 2010 lade miljöbolaget Opcon ett bud på utsläppshandelsbolaget Tricorona. Budet innebar ett erbjudande om att köpa en ny aktie i Opcon för 6,5 aktier i Tricorona (Nasdaq OMX, 2014). Detta motsvarade en premie om 15,1 procent baserat på senaste betalkurs för aktien (Affärsvärlden, 10-02-10). Opcon ägde vid budet inte några aktier i Tricorona. Tricorona är ett privatägt svenskt bolag som startades under 1988. Året därpå noterades Tricorona på Stockholmbörsen där de fanns med fram till år 2010 då de avnoterades på grund av förvärv. Bolaget är i dag en ledande aktör på utsläppsmarknaden.

Tricoronas styrelse rekommenderade aktieägarna att inte acceptera budet och påpekade i ett pressmeddelande att budet inte motsvarade bolagets verkliga värde samt att inga synergier skulle kunna utvinnas av detta samgående. Styrelsen ansåg att Opcon ville åt Tricoronas kassa i eget syfte (Dagens Industri, 10-03-29). Styrelsen riktade kritik mot Opcon och gav råd om att istället skulle satsa på en nyemission inom bolaget för att på så sätt få in pengar. Tricorona ansåg att Opcon försökte åka snålskjuts på deras framgångsrika affärsmodell. Styrelsen påpekade även att ett samgående som detta helt saknade industriell logik trots att båda parter befann sig i miljöbranschen (Affärsvärlden, 10-03-29).

Det blev en budstrid som utmynnade i många pressmeddelanden angående kritik och försvar fram och tillbaka mellan bolagen. Opcon misslyckades till slut med sitt fientliga förvärvsförsök. Bolaget kom inte ens upp i de 30 procent som från början var målet. Opcon fick nöja sig med ett innehav om 2,8 procent av rösterna.

Men det var inte lugnt länge på uppköpsfronten. Bara månader senare kom ett nytt bud, denna gång från TAV, ett dotterbolag till det brittiska finansbolaget Barclays Carbon PLC. Den 2 juni gav Barclays PLC ett kontantbud till Tricorona om 8 kronor per aktie (Nasdaq OMX, 2014) med en premie om 40 procent baserat på sista stängningskurs. Styrelsen var denna gång positiv till budet och rekommenderade aktieägarna att acceptera det. Av den anledningen ses

förvärvet som vänligt (Affärsvärlden, 10-06-02). I juli 2010 förvärvades Tricorona av Barclays PLC som nu har en majoritetsandel i bolaget. I samband med detta avnoterades aktien från Nasdaq OMX Stockholm.

Kritik mot bud var en väl fungerande försvarstrategi i det första fallet då Tricorona lyckades överleva förvärvsförsöket. Tricorona kritiserade budet i flera omgångar genom olika pressmeddelanden där kritik riktades mot flera punkter. Bolaget lyckades i sitt försvar övertyga sina aktieägare att en sammanslagning med Opcon inte var fördelaktig för varken dem eller bolaget i sin helhet. Kritik mot bud var ett hållbart val av strategi i detta förvärvsförsök. Däremot avskräckte inte strategin andra bolag från att lägga ett högre bud, vilket bevisades några månader senare. Försvarsstrategin höll inte långsiktigt och Tricorona blev uppköpt två månader senare till ett högre pris. Tricoronas försvar kan ha bidragit till att Barclays PLC lade ett högre budpris och att det därmed blev accepterat av Tricoronas styrelse.

5.6 Waldir AB - Netonnet AB

Netonnet är en hemelektronikkedja som grundades i början av 1999 med fokusering på lågpris. År 2001 öppnade de sina första lagershoppar i Sverige då de tidigare bara funnits på internet.

Den 14 januari 2011 fick Netonnet ett offentligt uppköperbudande från investmentbolaget Waldir. Budet var ett budpliktsbud och kom av att Waldir tidigare förvärvat mer aktier i Netonnet och ägde 30,16 procent av aktierna och rösterna. Erbjudandet innebar ett kontanterbudande om 40,50 kronor per aktie (Nasdaq OMX, 2014). Waldir hade köpt upp aktier i Netonnet successivt med tiden för att komma upp till budpliktsnivå, för att sedan kunna lägga lägsta möjliga budpliktsbud. Waldir lyckades med detta i slutet av år 2010.

Styrelsen i Netonnet var kritisk mot budet och ansåg att budet varken avspeglade det långsiktiga värdet i Netonnet eller den aktuella aktiekursen. Samtidigt som budet skedde pågick ett marknadskrig vid sidan om på hemelektronikmarknaden som påverkade alla aktörer negativt. Ägaren till Waldir är Siba, som är Netonnets konkurrent på marknaden, och därigenom fanns ett syfte till förvärvsförsöket.

Styrelsen i Netonnet menade att ett samarbete med Waldir inte skulle fungera och ledningen såg ingen potential för varken tillväxt eller ökad lönsamhet med ett samgående av dessa konkurrerande bolag. Styrelsen i målbolaget kritiserade Waldirs handlande som aktieägare i Netonnet och beskyllde Waldir för den sjunkande aktiekursen. Styrelsen menade att dagens aktiekurs på grund av den negativa förändringen inte rättvist visade Netonnets verkliga värde (Dagens Industri, 11-01-18).

I ett första pressmeddelande den 18 januari 2011 gick styrelsen i Netonnet ut med sin rekommendation om att inte acceptera budet från Waldir och skrev samtidigt att de skulle leta efter potentiella lösningar som bättre skulle tillgodose bolagets intresse. Netonnet valde att kritisera budet. Som synes i detta fall tog Netonnet hjälp av denna strategi som ett första steg i sin försvarsprocess, då denne ger bolaget tid att söka efter andra strategier för att förstärka deras försvar gentemot det fientliga budet.

Netonnet presenterade sitt andra pressmeddelande angående budet den 23 februari, då hade styrelsen tänkt om. Styrelsen hade inte hittat några alternativa bud (Dagens Industri, 11-03-01). Styrelsen var i kontakt med flera potentiella aktörer men tiden var för knapp. När de stora ägarna hade valt att acceptera budet från Waldir valde styrelsen att gå ut med en ny rekommendation där de bad aktieägarna att överväga erbjudandet samtidigt som de bad Waldir om en förlängd acceptfrist. Efter en förlängning av acceptperioden kom Waldir till slut upp i över 90 procent av aktierna i Netonnet och kunde därigenom använda tvångsinlösen på resterande aktier. Sedan mars år 2011 är Netonnet ett helägt dotterbolag till Waldir och i samband med detta avnoterades Netonnets aktie från börser.

Att kritisera budet som Netonnet valde att göra fungerade inte som försvarsstrategi om bolagets mål var att avstyra budet eller höja budpriset. De fick en förlängd acceptperiod men då bolaget inte försvarade sig på något annat sätt räckte kritik mot budet som en försvarsstrategi inte hela vägen.

5.7 Securitas AB - Niscayah Group AB

Den 16 Maj 2011 gav Securitas ett offentligt uppköpserbjudande på Niscayah Group. Då Securitas sedan tidigare inte hade någon ägarandel i Niscayah var det offensiva budet helt oväntat. En ny aktie i Securitas erbjöds för 4,19 aktier i Nischayah Group (Nasdaq OMX,

2014). Detta motsvarade en budpremie om 34 procent och ett värde om 16 kronor per aktie (Affärsvärlden, 11-06-27).

Niscayah Group blev ett eget bolag och noterades på Stockholmsbörsen under år 2006, tidigare ägdes de av AB Securitas Alarm. Bolaget säljer säkerhetssystem och -tjänster till andra bolag. Första kvartalet 2011 uppvisade bolaget positiva siffror i resultatet efter några år av negativa siffror (Affärsvärlden, 11-05-03). Strax efter detta lade Securitas sitt bud.

Niscayah Group var inte intresserad av att bli uppköpt av Securitas och styrelsen gick ut med en rekommendation till aktieägarna om att inte acceptera budet. Styrelsen ansåg att en sammanslagning med Securitas inte var en optimal lösning då bolagen inte delade samma framtidsvisioner. För att lösa detta började Niscayah Group leta efter potentiella lösningar som kunde rädda dem ur detta fientliga förvärvsförsök. De tog hjälp av en investmentbank för att försöka hitta flera spekulanter. Den 27 juni 2011 avslutades sökandet, då ett konkurrerande bud från det amerikanska verktygsbolaget Stanley Black & Decker lades på Niscayah Group. Erbjudandet var ett kontantbud om 18 kronor per aktie och innebar en ökning med 2 kronor jämfört med tidigare bud från Securitas. Budet innebar en premie om 47 procent. Erbjudandet från Stanley Black & Decker rekommenderades av styrelsen i Niscayah Group (Svenska Dagbladet, 11-06-27).

Efter det nya budet från Stanley Black & Decker valde Securitas att förlänga sin acceptsfrist för aktieägarna i Nischaya från den 16 maj till 12 augusti (Aktiespararna, 11-06-28). Erbjudandet var dock villkorat av att 90 procent av aktieägarna skulle acceptera budet. När det blev klart att Securitas inte uppnådde ett ägandeinnehav om 90 procent återkallade de sitt erbjudande och förvärvsförsöket var således misslyckat.

Stanley Black & Decker, som agerade vit riddare, motverkade att det fientliga budet gick igenom samtidigt som aktieägarna i Niscayah Group erbjöds ett högre pris. Det högre budpriset tillfredsställde aktieägarna i högre mån än vad det fientliga och lägre budet hade gjort. Black & Decker hade sedan tidigare ett dotterbolag i samma branch som Niscayah och

sammanslagningen innebar att de tillsammans kunde öka sin kundbas. Samtidigt utvanns en större kontroll inom säkerhetsbranschen. Sammanfattningsvis genererades positiva synergieffekter, vilket innebar att båda parter gynnades av den tillämpade försvarsstrategin, vit riddare.

Sedan september 2011 ingår Niscayah Group i Stanley Black & Decker-koncernen som är en del av Stanley Security Solutions. I samband med detta avnoterades bolagets aktie från börsen. Efter denna sammanslagning är de nu den största elektroniska säkerhetsleverantören i Europa som erbjuder innovativa helhetslösningar inom säkerhet och brandskydd. Under hösten 2012 bytte Niscayah Group namn och heter numera Stanley Security Solutions.

6 Analys

I följande kapitel analyseras samtliga fallstudier och tillämpade försvarsstrategier utifrån teori för att besvara frågeställningen. En jämförelse med tidigare forskning redogörs.

För att ge en klarare bild över vilken försvarsstrategi som har tillämpats i varje fallstudie redovisas de nedan i en tabell. Kommande två delkapitel analyserar denna tabell.

Fallstudier					
Hakon Invest - Hemtex			x	x	
Traction - Nilörngruppen		x			
Ponderus Technology - Technology Nexus	x	x			
Meerwind - Rörvik Timber	x	x			
Opcon - Tricorona	x				
Waldir - Netonnet	x				
Securitas - Niscayah Group					x
Försvarsåtgärder	Kritik mot bud	Positiv offentlig information	Lagliga åtgärder	Gyllene fallskärm	Vit riddare

Tabell 2: Fallstudier och tillämpade försvarsstrategier.

6.1 Fallstudier

I den första av de sju undersökta fallstudierna använde Hemtex en kombination av två olika försvarsstrategier, lagliga åtgärder och gyllene fallskärm. Det fientliga budet från Hakon Invest fick både ett högre pris och en längre acceptperiod. Detta sammantaget visar att de båda försvarsstrategierna hade en kortsiktig hållbarhet enligt skalan som studien använt.

Nilörngruppen använde positiv offentlig information som försvarsstrategi mot det fientliga uppköpserbudandet från Traction. Styrelsens försök att göra bolaget mer värt och övertyga aktieägarna att inte sälja sina aktier misslyckades. Då den valda försvarsstrategin varken bidrog till att höja budet, öka acceptperioden eller avstyra budet har den i detta fall inte varit hållbar.

När Technology Nexus fick ett fientligt bud från Ponderus Technology kritiserade Nexus budet och offentliggjorde samtidigt positiv information om bolagets framtidsutsikter. Efter en

förlängd acceptperiod gick köpet tillslut igenom. Strategierna bidrog till mer tid för Nexus att försvara sig men tiden räckte ändå inte till. De båda försvarsåtgärderna är därför i detta fall kortsiktigt hållbara.

Även när Meerwind lade ett fientligt bud på Rörvik Timber användes kritik mot bud och positiv offentlig information som försvarsåtgärder. Rörvik Timber kritiserade hårt det låga erbjudandet. Dock lyckades inte bolaget försvara sig, budpriset höjdes inte och köpet gick igenom utan att acceptperioden förlängdes. Detta praktikfall visade att varken kritik mot bud eller positiv offentlig information var tillräckliga som försvarsåtgärder och anses på grund av dess utfall inte uppnå någon hållbarhet.

Den försvarsstrategi som Tricorona valde för att motverka Opcons uppköpsförsök var kritik mot bud. Till skillnad från föregående fall var strategin i detta fall väl vald då detta påverkade aktieägarna i den mån att de inte accepterade erbjudandet. Dock kom ett nytt bud från Barclays PLC några månader senare. Valet av försvarsstrategi ledde till att det första budet inte gick igenom, däremot lades ett nytt bud på bolaget senare. Dock hade det andra budet ett högre budpris och styrelsen valde att rekommendera aktieägarna att acceptera erbjudandet. Kritik mot bud ledde i detta fall till en kortsiktig hållbarhet.

I fallstudien som behandlade Netonnet och Waldir använde målbolaget kritik mot bud som försvarsstrategi. I detta fall förlängdes acceptfristen men budet gick senare igenom, då Netonnets försök att hitta en vit riddare eller vit godsherre inte lyckades. Med tanke på utfallet bedöms kritik mot bud i detta fall ha varit kortsiktigt hållbar på grund av den förlängda acceptperioden.

I fallet mellan Securitas och Niscayah Group har den vinnande försvarsstrategin kunnat identifieras. Då Niscayah Group inte var nöjd med Securitas bud och inte såg en sammanslagning som optimal letade de efter en vit riddare och fann Stanley Black & Decker. Denna strategi fungerade så bra att Securitas till slut tog tillbaka sitt erbjudande. Då Niscayah Group heller inte har fått något nytt offentligt erbjudande fram till i dag är vit riddare den enda försvarsstrategi som i denna studie har en långsiktig hållbarhet.

6.2 Försvarsstrategier

I behandlingen av dessa sju praktikfall har det framkommit att kritik mot bud är den försvarsstrategi som har varit mest frekvent förekommande. Denna strategi användes i fyra fall varav strategin i två av dessa fall förekom i en kombination med positiv offentlig information. Positiv offentlig information var den försvarsstrategi som användes näst mest frekvent i observationen. Varför kritik mot bud och positiv offentlig information var de mest förekommande försvarsstrategierna kan förklaras av att de är tids- och kostnadseffektiva, samt att strategierna är relativt enkla att applicera. En annan anledning varför positiv offentlig information har en hög användningsfrekvens kan vara att bolaget med denna försvarsstrategi kan göra sin egen framtidsbedömning och således ge den bild av företaget som de önskar att allmänheten skall ha. Vit riddare, lagliga åtgärder och gyllene fallskärm har bara förekommit vid ett tillfälle vardera. Detta skulle kunna besvaras med att de, i motsats till kritik mot bud och positiv offentlig information, innebär en större implementeringsprocess.



Diagram 1: Användningsfrekvens för de identifierade försvarsstrategierna.

Gyllene fallskärm användes bara i en av de sju observerade fallstudier, i det fallet förlängdes acceptfristen och budpriset höjdes. Därför bedöms gyllene fallskärm i denna studie ha en kortsiktig hållbarhet.

Även försvarsstrategin vit riddare påträffades i endast ett av fallen, strategin lyckades i detta fall motverka budet helt. Inget bud har senare lagts på målbolaget. Med anledning av detta utfall anses vit riddare ha en långsiktig hållbarhet. Trots att den vita riddaren enbart har förekommit i ett av de sju fallen påvisades alltså att denna strategi var den som var långsiktigt hållbar.

Kritik mot bud är en populär försvarsåtgärd och förekom i flera fall. I tre av fyra fall hade strategin en kortsiktig hållbarhet och i ett av fallen klassades hållbarheten som obefintlig. Samtliga utfall togs i beaktning och gav ett slutligt generellt betyg som visar att kritik mot bud är en kortsiktigt hållbar försvarsstrategi.

I tre fallstudier tillämpades positiv offentlig information. I två av dessa fall hade denna försvarsstrategi en obefintlig hållbarhet. I det tredje fallet var försvarsstrategin kortsiktigt hållbar. Det ger positiv offentlig information ett sammanlagt betyg som visar på en låg hållbarhet. Detta är den enda strategi som anses ha en obefintlig hållbarhet.

Den femte och sista identifierade försvarsstrategin som har använts i fallstudierna är lagliga åtgärder. Denna typ av försvarsstrategi användes enbart i ett av fallen och resulterade i att budet höjdes och acceptfristen förlängdes innan det fientliga budet gick igenom. Lagliga åtgärder har därför identifierats ha en kortsiktig hållbarhet.

Nedan följer en sammanställning av hållbarhetsnivån för respektive försvarsstrategi.



Tabell 3: Försvarsstrategiernas hållbarhet.

6.3 Jämförelse med tidigare forskning

Sammanställningen av behandlade fallstudier visar att vit riddare är den försvarsstrategi som är långsiktigt hållbar. En anledning varför Niscayah Group valde att tillämpa vit riddare skulle kunna vara att Stanley Black & Decker erbjöd ett bättre pris samt bättre villkor för bolaget och således passade Niscayah Group bättre. Att använda en vit riddare innebär att målbolaget har möjlighet till en större inblick och påverkan på förvärvsföretagets framtidsplaner, då båda parter ingår en överenskommelse. Bolaget står än i dag under deras vita riddare och något nytt bud på bolaget har fram till i dag inte lagts. Detta bevisar att försvarsstrategin har en långsiktig hållbarhet. Av de strategier som ingår i undersökningen är det endast vit riddare som uppnår en hög hållbarhet. Detta resultat har stöd i tidigare studier då även Sudarsunam (1995), Cehlin et al. (2006) och Schoenberg och Thornton (2006) i sina studier har resultat som visar att vit riddare varit den mest effektiva försvarsåtgärden för att motverka att målbolaget blivit uppköpt. Trots att ett mer långsiktigt perspektiv har undersökts i denna uppsats har samma resultat uppnåtts. Om en annan eller längre tidsperiod hade undersökts är det möjligt att utfallet hade blivit olikt det som framkommit i denna uppsats.

Vid jämförelse med tidigare studier inom ämnet har både likheter och olikheter identifierats. Vad som skiljer "*Jakten på kronjuvelerna*", som också undersöker försvarsstrategier på den svenska marknaden, från denna uppsats är att de har utformat statistiska samband och tillämpat en regression för att besvara frågeställningen. Även de båda brittiska studierna tillämpar statistiska samband. Författarna i "*Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them*" har i likhet med denna studie valt att genomföra sin undersökning genom att tillämpa fallstudier, dock har de enbart analyserat tre fallstudier vilket skiljer deras uppsats mot denna. Fallstudierna i deras uppsats har lett till en fördjupad förståelse för varje förvärvsprocess samt vald försvarsstrategi. En annan olikhet är att samtliga dessa tidigare studier har behandlat försvarsstrategiers effektivitet, medan denna uppsats fokuserar på den långsiktiga hållbarheten. Trots att tillvägagångssätten skiljer sig åt i de olika studierna har en identifiering av likheter i resultatet kunnat göras.

Denna uppsats visar att kritik mot bud är den mest använda försvarsstrategin, men inte den mest långsiktigt hållbara. Även Cehlin et al. (2006), Schoenberg och Thornton (2006) samt Zarin och Yang (2011) kunde konstatera att kritik mot bud var den mest använda försvarsstrategin. Detta visar att det inte har skett en förändring i vilken strategi som använts

mest frekvent, när man studerar resultaten som har framkommit både innan och efter finanskrisen. Det kan förklaras av att strategin kan användas direkt när ett bud läggs. Sudarsanam (1995) kunde i sin studie påvisa att positiv offentlig information och utannonsering om höjd utdelning var de försvarsstrategier som användes flest gånger men också de som misslyckades flest gånger i försök att avstyra köpet.

Zarin och Yang (2011) behandlade i sin fallstudie tre fall och kom fram till att poison pill och staggered board var två effektiva försvarsåtgärder. Dessa två strategier saknas i denna uppsats då inget målbolag i sitt försvarsförsök valt att tillämpa dessa. Zarin och Yang (2011) kommer fram till att vit godsherre är ett bra val av reaktiv försvarsåtgärd, vilken bör kombineras med förebyggande försvarsåtgärder. Trots att deras studie har påvisat att en kombination av försvarsstrategier är att föredra kan denna uppsats konstatera att en kombination inte bidrar till en långsiktig hållbarhet. Vit godsherre har i denna uppsats behandlats i teoriavsnittet. Denna kategori av försvarsåtgärd är nära besläktad med vit riddare. Då målet med både vit riddare och vit godsherre är detsamma, d.v.s. att finna en vänligare part som kan rädda målbolaget ur den fientliga förvärvssituationen, ligger resultatet i den föregående studien nära med resultatet i denna uppsats. Det är intressant att studierna har kommit fram till liknande resultat trots olika tidsperioder och länder. Vit riddare var effektiv redan på 1980-talet och är enligt denna studie hållbar än i dag, vilket stödjer uppsatsens resultat om att den är långsiktigt hållbar. Att resultaten inte skiljer sig mycket åt, trots att undersökningarna är baserade på fientliga företagsförvärv i Sverige och Storbritannien kan bero på att båda länderna är med i EU. Sveriges lag om offentliga uppköpserbjudanden grundar sig på takeover-direktivet som är framtaget av samtliga medlemsländer i EU och i sin tur grundar sig i den engelska regleringen om uppköp.

Av de sju fallstudier som har behandlats har alltså enbart fem försvarsstrategier identifierats. Detta trots att det finns ett brett urval av försvarsstrategier att tillämpa. Varför bara fem olika försvarsstrategier under detta femårsintervall har använts är svårt att veta. En förklaring skulle kunna vara att det finns lagliga restriktioner i Sverige som kan försvåra tillämpning av vissa försvarsstrategier. De strategier som särskilt påverkas är finansiella omstruktureringar, pac man och poison pill, då dessa försvarsåtgärder kräver ett godkännande från bolagsstämman innan de kan tillämpas. Ingen av dessa strategier har tillämpats i Sverige under 2009-2013, vilket skulle kunna förklaras av de försvårande omständigheterna. Detta kan förklara varför

kritik mot bud och positiv offentlig information används i stor omfattning på den svenska aktiemarknaden, då dessa krav inte ställs vid tillämpning av dessa försvarsåtgärder.

7 Slutsats

I slutsatsen förs en djupare diskussion kring uppsatsens resultat och analys och svar på studiens problem och syfte ges. Avsnittet avslutas med förslag till vidare forskning.

7.1 Slutsatser och diskussion

Studiens syfte var att undersöka vilka försvarsstrategier på den svenska aktiemarknaden, mellan åren 2009-2013, som var mest hållbara. För att nå syftet med studien har försvarsstrategierna undersökts genom fallstudier. Uppsatsens slutsats är att vit riddare var den enda försvarsstrategi som på den svenska aktiemarknaden var långsiktigt hållbar. Denna försvarsstrategi var den strategi som innebar att det fientliga budet avstyrdes och att bolaget fram till i dag inte har fått något nytt bud. Gyllene fallskärm, lagliga åtgärder och kritik mot bud uppnår en kortsiktig hållbarhet, medan positiv offentlig information inte är hållbar.

Vit riddare är en unik försvarsstrategi då den innebär att bolaget trots allt blir uppköpt, men av en vänligare förvärvare. Om bolagets mål är att inte helt och hållet bli uppköpt kan ett alternativ vara att istället finna en vit godsherre som förvärvar endast en så pass stor andel att det blockerar det fientliga förvärvsförsöket, men inte bidrar till att förvärvaren uppnår ett majoritetsägande i målbolaget.

I uppsatsen har framgått att ett fientligt företagsförvärv är ett offentligt uppköpserbjudande som har gått igenom trots att målbolagets styrelse har rekommenderat sina aktieägare att inte acceptera budet. I syfte att försvara sig mot fientliga företagsförvärv finns ett flertal försvarsstrategier som ett bolag kan tillämpa. De försvarsstrategier som finns tillgängliga för ett bolag att implementera är pac man, aktieåterköp, poison pill, finansiell omstrukturering, staggered board, kritik mot bud, positiv offentlig information, gyllene fallskärm, lagliga åtgärder och vit riddare. Av dessa försvarsstrategier är det endast de fem sistnämnda som har använts på den svenska aktiemarknaden under den period som uppsatsen har undersökt.

Som Sophie Nagemson-Ekwall påvisade i sin debattartikel i Dagens Nyheter tidigare i år verkar det på den svenska aktiemarknaden i dag finnas stora svårigheter att försvara sig mot fientliga uppköpsförsök. Resonemanget stöds av denna uppsats då fem av sju fientliga

uppköpsförsök resulterade i att köpet gick igenom. Om intentionen är att avstyra ett fientligt bud behöver det inte enbart vara en försvarsstrategi som är viktig, utan hela försvarsprocessen har betydelse. Förberedelser inför ett fientligt bud är också av hög relevans. I förvärvsprocessen är det viktigt att aktieägarna har förtroende för styrelsen i målbolaget. Aktieägarna är de som har störst inflytande i utfallet och bestämmer om de vill sälja sitt innehav. Det är av den anledningen viktigt att hålla aktieägarna nöjda. Om aktieägarna litar på styrelsens rekommendationer om vad som är bäst för bolaget blir behovet av försvarsstrategier inte lika stort.

Både år 2012 och 2013 präglades av få offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Denna nedgång verkar ha vänt under 2014 då det redan har skett flera offentliga uppköpserbjudanden än under de senaste två åren. Om antalet offentliga uppköpserbjudanden fortsätter att öka kommande år kan det leda till att en ny förvärvsvåg väntar i framtiden. Innan en ny förvärvsvåg kan skölja över marknaden behöver dock ekonomin stabiliseras. Det krävs ytterligare tid innan vi kan se en högkonjunktur, vilket krävs för att starta en ny förvärvsvåg.

Uppsatsen har bidragit till att eliminera det kunskapsglapp som identifierats gällande vilken försvarsstrategi som är hållbar för att på lång sikt avvärja fientliga uppköpsförsök. Denna studie har bidragit till att frågeställningen besvarats och syftet har uppnåtts.

7.2 Förslag till vidare forskning

Vi har genom denna uppsats lärt oss mycket kring ämnet. Vid arbetet med studien har nya intressanta aspekter dykt upp som faller utanför syftet med denna uppsats. Det finns många olika inriktningar inom ämnet företagsförvärv. En intressant infallsvinkel är att undersöka fler aktiemarknader i Sverige än Nasdaq OMX Stockholm. Exempelvis Aktietorget och Nordic Growth Market (NGM), för att se hur mindre bolag tillämpar försvarsstrategier.

Det kan även vara tänkbart att undersöka hur försvarsstrategierna påverkar de enskilda aktieägarna i bolaget och se frågan utifrån deras perspektiv. En annan intressant aspekt är att undersöka varför ett företag blir uppköpt på den svenska marknaden och varför ett förvärv tenderar att bli fientligt. Vad utmärker ett sådant bolag? Finns det några utmärkande egenskaper?

Det kan även vara spännande att jämföra kulturella skillnader vid gränsöverskridande köp. Detta eftersom det på senare tid har lagts många bud på stora svenska bolag från utländskt håll, som konstaterades i början av uppsatsen. Det skulle vara intressant att tillämpa uppsatsens frågeställning internationellt och jämföra mellan olika länder. Sverige har ett strikt regelverk som begränsar bolagens val av försvarsstrategi, men vilka möjligheter finns utanför Sverige?

8 Källförteckning

Litteratur:

Berk, J., & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance.- global edition*, upplaga 3, England: Pearson Education

Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, upplaga 2, Stockholm: Liber AB

Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, Acquisitions and Corporate restructurings*, upplaga 5, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc

Holme, I.M, & Solvang, B.K. (1997). *Forskningsmetodik, om kvalitativa och kvantitativa metoder*, upplaga 2, Lund: Studentlitteratur

Jacobsen, D.I. (2002). *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Lund: Studentlitteratur

Kim, A. K., Nofsinger, R. J., & Mohr, J. D. (2010). *Corporate Governance*, upplaga 3, New Jersey: Prentice Hall

Skog, R. (2011). *Rodhes Aktiebolagsrätt*, upplaga 23, Stockholm: Norstedts Juridik AB

Weinberg, M., A., Blank M., V., & Greystoke A.,L. (1999). *Weinberg and Blank on takeovers and mergers*, upplaga 5, London: Sweet & Maxwell

Weston, J.F., Mitchell, M., & Mulherin, J.H. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, upplaga 4, New Jersey: Pearson Prentice Hall

Yin, K.R. (2009). *Case Study Research, Design and Methods*, upplaga 4, United States of America: SAGE Publication

Öster, A. (1992). *Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv "Vem försvarar företaget?"*, Stockholm: Juristföretaget

Artiklar:

Brennan, N. (1999). Voluntary Disclosure of Profit Forecasts by Target Companies in Takeover Bids, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 26, no. 7-8, pp. 883-917

Hall, L. P., & Anderson, C. D. (1997). The effect of golden parachutes on shareholder wealth and takeover probabilities, *Journal of Business & Accounting*, vol. 24, no. 3, pp. 445-463

Hanly, K. (1992). Hostile Takeovers and Methods of Defence: A Stakeholder Analysis, *Journal of Business Ethics*, vol. 11, no 12, pp. 895-913

Lambert, R. A., & Larcker, D. F. (1985). Golden Parachutes, Executive Decision-Making, and Shareholder Wealth, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, no 1-3, pp. 179-203

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learn and where do we stand?, *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, no. 10, pp. 2148-2177

Niden, C. M. (1993). An Empirical Examination of White Knight Corporate Takeovers: Synergy and Overbidders, *The Journal of the Financial Management Association*, vol. 22, no. 4, pp. 28-45

Nyström, G., & Sjöman, E. (2011). Den svenska takeover-regleringen - ett samspel mellan regeltmakaren och aktiemarknadsnämnden, *Aktiemarknadsnämnden 25 år*

Pearce, J., & Robinson, R. (2004). Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth, *Business Horizons*, vol. 47, no. 5, pp. 15-24

Schoenberg, R. & Thornton, D. (2006). The impact of bid defences in hostile acquisitions, *European Management Journal*, vol. 24, no. 2-3, pp. 142-150

Subramanian, G. (2003). Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, *The Yale Law Journal*, vol. 113, no. 3, pp. 621-686

Sudarsanam, P. S. (1995). The role of defence strategies and owner structure of target firms: Evidence from UK hostile takeover bids, *European Financial Management*, vol. 1, no. 3, pp. 223-240

Artiklar ur dags- & affärspress:

Affärsvärlden (09-02-19), Traction ökar i Nilörngruppen, tillgänglig:

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2590083.ece> [Hämtad senast 15 april 2014]

Affärsvärlden (10-02-10), Miljardbud på börsen, tillgänglig:

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2595152.ece> [Senast hämtad 28 april 2014]

Affärsvärlden (10-03-29), Tricorona nobbar fientligt bud, tillgänglig:

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2558021.ece> [Senast hämtad 22 maj 2014]

Affärsvärlden (10-06-02), Bankjätte lägger bud på svenskt bolag, tillgänglig:

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2596736.ece> [Senast hämtad 15 maj 2014]

Affärsvärlden (11-05-03), Niscayah går från minus till plus, tillgänglig:

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3167942.ece> [Senast hämtad 15 maj 2014]

Affärsvärlden (11-06-27), Analyschef om Niscayah budet: Trodde inte att det skulle gå högt, tillgänglig: <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3209535.ece> [Senast hämtad 15 maj 2014]

Aktiespararna (09-05-07), Aktiespararna säger ja till Ponderus bud på Nexus, tillgänglig:

<http://www.aktiespararna.se/sajt/pressrum/Pressmeddelanden/Aktiespararna-sager-ja-till-Ponderus-bud-pa-Nexus/> [Senast hämtad 22 maj 2014]

Aktiespararna (11-06-28), Budstrid i Niscayah, tillgänglig:

<http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Borsnotiser/2011/juni/Stanley-Black--Decker-lagger-bud-pa-Niscayah/> [Senast hämtad 15 maj 2014]

Dagens Industri (10-03-29), Nej till Opcons bud på Tricorona, tillgänglig:
<http://www.di.se/artiklar/2010/3/29/nej-till-opcons-bud-pa-tricorona/> [Senast hämtad 15 maj 2014]

Dagens Industri (11-01-18), Netonnets styrelse kritisk mot Siba-ägare, tillgänglig:
<http://www.di.se/artiklar/2011/1/18/netonnets-styrelse-kritisk-mot-siba-agare/> [Senast hämtad 15 maj 2014]

Dagens Industri (11-03-01), Sista dagen att acceptera Waldirs Netonnetbud, tillgänglig:
<http://www.di.se/artiklar/2011/3/1/sista-dagen-att-acceptera-waldirs-netonnetbud/?flik=minakommentarer> [Senast hämtad 15 maj 2014]

Dagens Nyheter (14-03-18), För lätt att köpa börsbolag i Sverige med fientliga bud, tillgänglig:
<http://www.dn.se/debatt/for-latt-att-kopa-borsbolag-i-sverige-med-fientliga-bud/> [Senast hämtad 15 maj 2014]

Privata Affärer (10-06-08), Rörvik Timber: Meerwind har över 50%, fullföljer bud, tillgänglig:
http://www.privataaffarer.se/direkt/rorvik_timber_meerwind_har_over_50_fullfoljer_bud_44_58200-109091 [Senast hämtad 15 maj 2014]

Realtid (06-04-21), Varning för Traction, tillgänglig:
http://www.realtid.se/ArticlePages/200604/04/20060404161547_Realtid650/20060404161547_Realtid650.dbp.asp?Action=Print [Senast hämtad 25 april 2014]

Svenska Dagbladet (09-03-23), Riskkapitalistens aktiedepå, tillgänglig:
http://www.svd.se/naringsliv/branscher/bank-och-fastighet/riskkapitalistens-aktiedepa_7034359.svd [Senast hämtad 11 april]

Svenska Dagbladet (09-09-15), Kortvarig Hemtex - VD får två årslöner, tillgänglig:
http://www.svd.se/naringsliv/kortvarig-hemtex-vd-far-tva-arsloner_3523515.svd [Senast hämtad 10 april 2014]

Svenska Dagbladet (11-06-27), Nytt bud på Niscayah-aktien rusar, tillgänglig:
http://www.svd.se/naringsliv/branscher/industri-och-fordon/nytt-bud-pa-niscayah-aktien-rusar_7001181.svd [Senast hämtad 15 maj 2014]

Svenska Dagbladet (14-05-19), Astra Zeneca är iskallt till Pfizers frieri, tillgänglig:
http://www.svd.se/naringsliv/astra-zeneca-ar-iskallt-till-pfizers-frieri_3573716.svd [Senast hämtad 21 maj 2014]

Elektroniska källor:

Aktiemarknadsnämnden (2014). Om Aktiemarknadsnämnden. Tillgänglig:
http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden_25 [Senast hämtad 6 april 2014]

Aktiespararna (2014). Tvångsinlösen. Tillgänglig:
<http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Bolagsbevakning/Tvangsinlosen/> [Senast hämtad 20 april 2014]

Finansinspektionen (2014). Offentliga uppköpserbjudanden. Tillgänglig:
<http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Offentliga-uppkopserbjudanden/> [Senast hämtad 20 april 2014]

Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden (2014). Tillgänglig:
www.godsedpavpmarknaden.se [Senast hämtad 5 April 2014]

Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2014). Tillgänglig: www.bolagsstyrning.se [Senast hämtad 21 maj 2014]

Nasdaq OMX (2014). Tillgänglig: www.nasdaqomx.com [Senast hämtad 15 maj 2014]

Näringslivets Börskommitté (2010). Tillgänglig:
<http://www.naringslivetsborskommitte.se/> [Senast hämtad 3 april 2014]

Redeye (2010). Traction - en ren familjeägenhet, Tillgänglig:
<http://www.redeye.se/bolag/traction/analys/partner/traction-en-ren-familjeangelagenhet>
[Senast hämtad 27 mars 2014]

Storkenmaier, A. (2011). Financial Markets & Public Information, [E-book] Karlsruhe: KIT Scientific Publishing. Available through: Google Books
<http://books.google.se/books?id=bTfozI06rOIC&pg=PA99&lpg=PA99&dq=%22positive+public+information%22&source=bl&ots=gxWfhRZ0Sy&sig=a1zUOE9-ZVP4QW2uPtZswByEz9Q&hl=sv&sa=X&ei=LDleU7KoEMiz4ASb2IFg&ved=0CDQQ6AEwAQ#v=onepage&q=%22positive%20public%20information%22&f=false> [Accessed 28 april 2014]

Offentligt tryck och reglering:

Aktiebolagslagen (2005:551)

AMN 2009:08 - Dispens från budplikt (Hemtex)

AMN 2009:16 – Pris i bud (Hakon Invest – Hemtex)

Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (2006:451)

SOU 2005:58 - Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden

Takeover-direktiv, 2004/25/EG

Pressmeddelanden och årsredovisningar:

Årsredovisningar och pressmeddelanden för de studerade bolagen (se företagsinformation).

Företagsinformation

Hakon Invest <http://www.icagruppen.se/sv/startside/pressrum/arkiv-hakon-invest/>

Hemtex www.hemtex.se

Meerwind www.gunvorgroup.com

NetOnNet	www.netonnet.se
Nilörngruppen	www.nilorn.se
Opcon	www.opcon.se
Rörvik Timber	www.rtimber.se
Technology Nexus	www.nexusgroup.com/sv
Traction	www.traction.se
Tricorona	http://www.tricorona.com/sv/content/tcp-start

De årsredovisningar som inte återfanns via företagens hemsidor har hämtats från databasen Retriever.

Uppsatser:

Bakke, E., Leite, T.E. & Thorburn, K.S. (2010). *Public Information and IPO underpricing*, Norwegian School of Economics and Business Administration (NHH)

Cehlin, S., Hagberth, S., Hammar, A., Magalhães T. (2006). *Jakten på kronjuvelerna, en studie i hur svenska företag bäst försvarar sig mot fientliga uppköpsförsök*, Lunds Universitet

Zarin, S. & Yang, E. (2011). *Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defence strategies against them*, Göteborgs Universitet

BILAGA 1 – Fientliga bud 2009 - 2013

År	Budgivare	Målbolag	Försvarsstrategi	Köp igenom	Höjt bud	Förlängd acceptperiod	Nytt bud
2009	Hakon Invest AB	Hemtex AB	Lagliga åtgärder, gyllene fallskärm	Ja	Ja	Ja	Nej
2009	AB Traction	Nilörngruppen AB	Positiv offentlig information	Ja	Nej	Nej	Nej
2009	Porsche Automobil holding SE	Scania AB	Passiva				
2009	Jce Group AB	Semcon AB	Passiva				
2009	Ponderus Technology AB	Technology Nexus AB	Positiv offentlig information, Kritik mot bud	Ja	Nej	Ja	Nej
2010	Meerwind AB	Rörvik Timber AB	Positiv offentlig information, Kritik mot bud	Ja	Nej	Nej	Nej
2010	Providence Education International AB	AcadeMedia AB	Passiva				
2010	Opcon AB	Tricorona AB	Kritik mot bud	Nej	Nej	Nej	Ja
2011	Waldir AB	Netonnet AB	Kritik mot bud	Ja	Nej	Ja	Nej
2011	Xenella Holding AB	Allenex AB	Passiva				
2011	Securitas AB	Niscayah Group AB	Vit riddare	Nej	Nej	Ja	Ja
2012	Arctic Paper S.A	Rottneros AB	Passiva				