



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen

FEKH19

Examensarbete i Strategic Management

Vårterminen 2014

# **Accept eller förkastande av ett fientligt bud**

Faktorer som påverkar aktieägarna

## **Författare:**

Marcus Björk Lindström

Björn Hellqvist

Love Löfvin Rosén

Fredrik Uddsten

## **Handledare:**

Matts Kärreman

**Sammanfattning:**

*Syftet med den här studien är att redogöra för vilka faktorer som påverkar aktieägare i valet mellan att acceptera eller förkasta ett fientligt bud och att undersöka hur dessa faktorer påverkar aktieägarna. Studien använder sig av en kvalitativ metod genom en fallstudie, där empiri har samlats in genom ostrukturerade intervjuer. Fallstudien baseras på det bud som finpapperstillverkaren Arctic Paper lade på massaproducenten Rottneros under åren 2012 -2013. I studien har vi använt oss av bland annat Hedlund et al. (1985) för att identifiera olika aktieägargrupper, och Hirschmans (1970) teori om voice, exit och loyalty för att analysera aktieägares beteende. Med hjälp av teori och den insamlade empirin fann vi empiriskt stöd för tre av Hedlunds aktieägartyper - finansförvaltaren, investeraren och lojalisten. Vi identifierade sedan fyra teman som påverkat dessa aktieägargrupper i budprocessen. Dessa är budets premium och dess utformning, de utlovade synergieffekterna, synen på det budande företaget och lojalitet till det egna företaget. Slutsatsen av den här studien är hur viktigt det är för det budande företaget att göra en analys av aktieägarstrukturen i målföretaget för att maximera sannolikheten för att det fientliga budet ska kunna lyckas.*

**Abstract:**

*The purpose of this study is to describe the factors which affect shareholders in the decision between accepting or declining a hostile takeover bid and to examine how these factors affect the shareholders. The study uses a qualitative method by using a case study where empirical data is collected through unstructured interviews. The case study is based on the fine paper manufacturer Arctic Paper's bid on the pulp manufacturer Rottneros 2012-2013. We've used, among others, Hedlund et al. (1985) to identify different groups of shareholders and Hirschman's (1970) theory of voice, exit and loyalty to analyze shareholder behaviour. With the aid of theory and our empirical data we found empirical evidence for three of Hedlund et al's shareholder groups - the financial manager, the investor and the loyalist. We then identified four themes that affected the decision-making of these groups of shareholders during the bidding process. There are the bid premium and bid format, the promised synergies, the perception of the bidding company and the loyalty to the own company. The conclusion of this study is the importance for the bidding company to do a shareholder structure-analysis of the target company to maximize the probability of success for the hostile bid.*

## Innehållsförteckning

<b>Introduktion.....</b>	<b>8</b>
Teoretisk bakgrund.....	8
Incitament till företagsförvärv.....	9
Företagsförvärvets olika delar.....	10
Faktorer som påverkar budets utfall.....	11
Praktisk bakgrund.....	13
Syfte och frågeställning.....	14
<b>Teoretiskt ramverk .....</b>	<b>15</b>
Aktieägarnas roll i företaget - agentteori och property rights theory .....	15
Voice, Exit och Loyalty .....	17
Voice, exit och loyalty i aktieägarbeteende .....	18
Institutionella och privata aktieägare .....	18
Akteägarstrukturens påverkan på budets utfall .....	19
Aktieägarbeteende hos olika aktieägargrupper .....	20
Finansförvaltare .....	21
Avkastningsmaximerare .....	21
Omstrukturerare .....	22
Investerare.....	22
Rörelseintressenter.....	23
Lojalister .....	23
Det teoretiska ramverkets utformning.....	24
<b>Metod.....</b>	<b>24</b>
Val av forskningsdesign.....	24
Induktivt tillvägagångssätt .....	24
Kvalitativ ansats.....	24
Datainsamling genom fallstudie.....	25
Urval .....	25
Val av fallföretag och omfång.....	25
Informanter.....	26
Beskrivning av forskningsinstrument och insamling av data.....	28
Beskrivning av dataanalys.....	29
Studiens validitet och reliabilitet.....	31
Reliabilitet.....	31
Intern validitet.....	32
Extern validitet.....	32
<b>Rottneros och budet från Arctic Paper .....</b>	<b>33</b>
Inledning.....	33
Om Rottneros .....	33
Om Arctic Paper.....	34
Fallbeskrivning.....	35
Fas 1: Budets inkommande .....	35
Fas 2: Budets mottagande .....	36
Fas 3: Budets utfall .....	37
Aktieägarnas uppfattning av budprocessen .....	38
Skagen Fonder.....	38
Synergieffekterna och när 90 % inte uppnåddes.....	40
Peter Gyllenhammar.....	41
Om de tilltänkta synergieffekterna.....	42

När Arctic Paper inte kunde uppnå 90 %.....	43
Om Skagen Fonders specialbud.....	44
Peter Gyllenhammars påverkan .....	44
De små aktieägarna .....	45
Budprocessen .....	46
<b>Analys .....</b>	<b>47</b>
Inledning.....	47
Ole Søreberg och Skagen Fonder – Finansförvaltaren .....	48
Finansförvaltaren i empirin .....	48
Budets premium och dess utformning.....	48
De utlovade synergierna.....	50
Bilderna av det budande företaget.....	50
Lojalitet till bolaget.....	51
Peter Gyllenhammar – Investeraren .....	51
Investeraren i empirin .....	51
Budets premium och dess utformning.....	52
De utlovade synergierna.....	53
Bilderna av det budande företaget.....	54
Lojalitet till bolaget.....	55
De små aktieägarna – Lojalisterna .....	55
Lojalisterna i empirin .....	55
Budets premium och utformning .....	56
De utlovade synergierna.....	57
Bilderna av det budande företaget.....	58
Lojalitet till bolaget.....	58
<b>Diskussion och slutsatser .....</b>	<b>59</b>
Inledning.....	59
De tre aktieägartyperna .....	60
Finansförvaltaren .....	60
Investeraren.....	61
Lojalisten.....	62
Förslag till vidare forskning .....	62
<b>Referenser .....</b>	<b>64</b>
Akademisk litteratur och rapporter.....	64
Elektroniska källor .....	65
<b>Bilagor .....</b>	<b>68</b>

**Uppsatsens författare vill tacka** Peter Gyllenhammar, Mikael Lilja, Kjell Ormegard, Ole Sæberg och Ole Terland för att ha ställt upp på intervjuer.

## INTRODUKTION

### Teoretisk bakgrund

*Definition av fientliga företagsförvärv.* Företagsförvärv inleds med att ett företag lägger ett bud på ett annat företag. De båda parterna i processen kallas det budande företaget och målföretaget. Om budet accepteras av ägarna i målföretaget får det budande företaget kontroll över målföretagets verksamhet, innehav och skulder. Det blir också en del av samma koncern som det budande företaget. I de fall målföretaget är publikt noterat så innebär det att budet går ut till alla som äger aktier i bolaget. De får sedan individuellt bestämma om de vill acceptera eller förkasta budet.

I de allra flesta företagsövertag har de båda företagens styrelser kommit överens om ett bud och förvärv redan innan budet offentliggörs. Därför ingår ofta en rekommendation från målföretagets styrelse i den officiella budhandlingen. I vissa fall uppnås dock inte samtycke mellan de båda företagens styrelser och om ett bud trots detta läggs och styrelsen i målföretaget ställer sig fientlig till budet, så klassas det som fientligt (Browne & Rosengren, 1987) (Ericsson, 1991:7). Det är idag lag på att styrelsen alltid offentligt måste ta ställning till ett bud, (Browne & Rosengren, 1987) vilket innebär att ett bud enligt denna definition alltid kan klassas som ett vanligt bud eller ett fientligt bud. Målet från budföretagets sida är i de allra flesta fall att aktieägare som tillsammans har ett ackumulerat innehav av minst 90 % i målföretaget ska acceptera budet. Att nå 90 % är viktigt eftersom det då blir möjligt genom lagen att genomföra en tvångsinlösen av de resterande aktierna och därmed äga hela bolaget (Aktiebolagslagen, 22 kap. §1).

Ett konkret exempel på ett fientligt övertag är det amerikanska läkemedelsbolaget Mylan Inc. som i april 2014 lade ett bud som uppgick till 130 kronor per aktie på det svenska läkemedelsbolaget Meda. Medas styrelse överlade och ställde sig slutligen negativa till budet.

Anledningen till detta var enligt Meda att de skulle klara sig bättre som ett självständigt bolag utan inblandning av Mylan Inc och att Meda ansåg att det även var osannolikt att Mylan Inc. skulle kunna genomföra affären på grund av bristande stöd och förtroende från Medas aktieägare (Affärsvärlden, 2014). Mylan Inc. återkom senare i april månad med ett bud på 145 kronor per aktie vilket i skrivande stund är under överläggande (di.se(1)).

***Incitament till företagsövertag.*** För att förstå varför företagsförvärv och fientliga budsituationer uppstår behövs en förståelse för varför företag vill förvärva andra företag. Det kan finnas många incitament som ligger till grund varför företag skulle vara intresserade av att köpa upp ett annat företag. Det kan bland annat finnas incitament till integrering av olika anledningar. Goergen och Renneboog (2004) tar upp två starka motiv till varför ett företag skulle vilja förvärva ett annat, nämligen synergier och problem i målföretagets ledning.

Gällande synergieffekter som kan uppstå vid ett uppköp, tar man upp två olika typer av synergier: operativa och informativa. Operativa synergier åsyftar på att det kan finnas skalfördelar att utvinna genom ett förvärv, exempelvis av att kostnaden för företagens lagerverksamhet kan minska om de slås ihop. De informativa synergier skulle innebära att det sammanslagna värdet de båda företagen skulle få tillsammans skulle vara större än det värde de skulle ha var för sig (Georgen & Renneboog, 2004).

Den andra kategorin av incitament handlar om att det finns någon typ av misslyckande i ledningen eller styrandet av målföretaget. Ett fientligt övertagande skulle då fungera som en slags disciplinär åtgärd. Det köpande företaget ser helt enkelt potential i målföretaget, men inte i den sittande ledningen, och kan därmed potentiellt sett skapa värde genom övertagande och omfördelning i ledningsgruppen eller styrelsen (Georgen & Renneboog, 2004).



***Företagsförvärvets olika delar.*** Fientliga förvärv är mycket omfattande processer, och mycket av gjord forskning väljer därför att avgränsa sig till just en viss del av övertagandet. En del forskning fokuserar på tiden innan budet och presenterar bland annat anledningarna till varför vissa företag är mer attraktiva än andra för budande företag (Goergen och Renneboog, 2004). Annan forskning fokuserar på tiden efter budet och hur de två företagen bäst kan skapa ett harmoniskt samgående efter att budet gått igenom (Iggesundsaaffären, 2001), och en del forskning fokuserar på tiden under själva budet.

Det är även mycket som är problematiskt med att analysera någon av dessa delar i förvärvssituationer. Ett exempel på det är bara att försöka avgöra om ett fientligt förvärv blivit framgångsrikt eller inte. För det första kan det dröja flera år innan de förväntade synergierna mellan bolagen kan realiseras, och för det andra agerar de båda företagen inte i ett vakuum, utan kan båda påverkas av andra osedda faktorer vilket gör det svårt att förklara vilka förändringar som är ett resultat av övertaget och vilka som beror på andra utomstående faktorer. Till sist finns det också svårigheter med att identifiera relevanta mått på "framgång" vid övertagsprocesser, och att undersöka om de blir framgångsrika eller inte blir därför en stor utmaning.

Därför har vi i denna uppsats valt att fokusera på själva budprocessen. Denna process utgörs av tidpunkten från att ett bud läggs tills att det accepteras, det vill säga att accepttiden går ut eller tills att budet dras tillbaka. Denna period är lättare att studera eftersom det, jämfört med övertagningsprocessen, finns ett mycket tydligt utfall som är lätt att mäta. Utfallet av ett bud är antingen ett accepterande eller förkastande av budet, och vår förhoppning är att kunna finna de faktorer som påverkar detta resultat.

*Faktorer som påverkar budets utfall.* Idag finns det en stor mängd befintlig forskning rörande fientliga övertag, men den är till viss del begränsad till vissa områden. Det finns studier gjorda ur finansiellt och juridiskt perspektiv (Nachemsson, 2012)(Goergen & Renneboog, 2004), men det strategiska perspektivet är inte lika utvecklat. Särskilt mycket forskning finns det inom finans. Detta beror på att ämnet har en tydlig koppling till att köpa och sälja aktier, samt olika typer av företagsvärdering.

Vad är det då som studierna menar påverkar aktieägarna vid ett fientligt övertag? Fram för allt handlar det om budets premium. Budets premium är det pris över målföretagets aktiers värde som det budande företaget erbjuder. Budets premium anges ofta i en procentsats, till exempel innebär ett 25-procentigt premium att budet för en aktie är 25 % högre än marknadspriset. Utan ett premium saknar målföretagets aktieägare i de allra flesta fall incitament till att acceptera budet. De är därmed indifferent mellan att sälja sina aktier på marknaden och att sälja till det budande företaget. Många studier har visat på ett signifikant samband mellan budets premium och budets acceptansgrad. Bland annat har Hirshleifer & Titman (1990) visat på en tydlig korrelation mellan budets premium och dess acceptansgrad. Detta innebär att aktieägarna är mer villiga att acceptera ett bud då de erbjuds mer i ersättning för sina aktier.

En annan påverkande faktor är budets utformning. Det är inte alltid givet att aktieägarna erbjuds kontantvederlag för sina aktier i målföretaget. Ibland erbjuds de istället aktier i det budande företaget. I ett sådant scenario blir målföretagets aktieägare delägare i den nya koncern som bildas om det budande företaget lyckas förvärva mer än 90 % av målföretaget. En nackdel för aktieägarna när de erbjuds aktier i det budande företaget är att aktierna både kan gå upp och ner i värde. Enligt principen att investerare måste kompenseras för att ta risk behövs därför ett högre premium när aktieägare erbjuds aktier istället för kontanter.

Det finns dock betydligt färre studier och forskning gjord ur ett strategiskt perspektiv, och därmed vilka andra faktorer som kan påverka aktieägare i en budprocess än just finansiella. Denna rapport är därför byggd främst kring ett strategiskt perspektiv och fokuserar på vilka icke-finansiella faktorer som påverkar en aktieägare vid en fientlig budsituation. Vi kommer självfallet även ta upp de finansiella faktorernas påverkan, eftersom vi där kan få möjlighet att tillföra ny empiri till redan existerande teori, men fokus kommer att läggas på de andra, icke-finansiella faktorerna.

För att avgränsa till vad vi menar med finansiella faktorer, har vi valt att avgränsa dessa till budets premium och budets utformning. Denna distinktion är viktig att göra eftersom det inte finns någon tydlig gräns för vad som är icke-finansiellt och finansiellt. Det går lätt att argumentera för att alla faktorer som påverkar aktieägarna är ”finansiella” eller tvärtom, att inga faktorer är ”finansiella”. Detta blir då lätt en filosofisk diskussion och vi har därför valt att göra avgränsningen ovan för att tydligare klargöra för vårt strategiska perspektiv.

Detta innebär bland annat att vi räknar det budande företags finansiella status påverkan på budets utfall som en icke-finansiell faktor. När budet som läggs till aktieägarna är aktier och inte kontanter så är det budande företags aktiekurs och reella värde viktiga i budprocessen. Eftersom det måste ske en bedömning av det reella värdet och att olika parter kan komma fram till olika värderingar bedömer vi detta som en icke-finansiell faktor.

För att också skapa en tydlighet kring vad vi menar när vi pratar om icke-finansiella faktorer som kan påverka en aktieägare vid ett fientligt bud, presenteras här två exempel på dessa: förtroende och informationsasymmetri. Förtroende är en faktor som kan betyda mycket för beslutet en aktieägare tar. Oavsett om det är förtroende för den nuvarande eller den övertagande styrelsen, andra parter i processen eller det budande företaget så kan förtroendenivån komma att påverka aktieägaren och dennes beslut. Informationsasymmetri är i sin tur också en icke-

finansiell faktor som kan ha betydelse för aktieägarens agerande. En asymmetri i information mellan aktieägare-styrelse, aktieägare-budande företag innebär en snedvridning i kunskap om antingen budet i sig eller de effekter förvärvet kan skapa. Detta kan i sin tur påverka aktieägarnas beslut då de jämfört med om all information hade funnits tillgänglig för alla parter. Avslutningsvis ska det poängteras att dessa två faktorer endast är exempel på vad för slags icke-finansiella faktorer som kan finnas vid en fientlig budsituation, och behöver alltså inte vara de faktorer som vi kommer undersöka i studien.

### **Praktisk bakgrund**

Företagsförvärv och fientliga företagsförvärv är fenomen som kan dateras ända tillbaka till 1800-talet. Företag har alltid tittat på olika möjligheter att förvärva andra konkurrenter eller företag och därmed valt mellan att integrera antingen horisontellt eller vertikalt. Det har också kunnat konstateras under århundradens lopp att företagsförvärv återkommer i olika cykliska vågor (Goergen & Renneboog, 2004).

Goergen och Renneboog (2004) beskriver att den första vågen av företagsförvärv, som kunnat konstateras, uppkom redan mot slutet av 1800-talet i Europa, mellan 1880 och 1904, till följd av den andra industriella revolutionen. Sedan dess har sex olika vågor kunnat hittas, och varje våg har haft både sina egna katalysatorer som skapade vågen och något karaktäristiskt för just sitt område, bland annat karaktäriserades den första vågen av skapandet av monopol.

Den andra vågen mellan 1919 och 1929 kom från olika monopolförhindrande lagar, som i sin tur hade varit ett svar på den monopolistiska första vågen. Av den anledningen kom den andra vågen att fokusera på vertikal integration. Den tredje vågen började under början av 1950-talet, men nådde först sin topp under mitten av 1960-talet. Den vågen kom som en reaktion på andra världskriget och karaktäriserades av diversifiering och konglomerat för att bättre kunna möta den

då större globala marknaden. Fjärde vågen skapades efter en rad finansiella innovationer under 1980-talet, vilka underlättade finansieringen av företagsförvärv. Under vågen kom fientliga företagsförvärv att öka kraftigt. Eftersom man nu lättare kunde finansiera förvärv, ökade även viljan att förvärva trots ovilja hos övertagande bolag. Den näst sista och femte vågen skedde under 90-talet, mellan 1993 och 2000, och kom ur en stabil ekonomisk utveckling, där bland annat internet och telecomindustrierna bidrog med sin starka tillväxt (Goergen och Renneboog (2004).

Sophie Nachemson-Ekqvall (2012) beskriver den sjätte och hittills sist konstaterade företagsförvärvsvågen. Hon berättar att den sjätte vågen kom ur, likt den femte vågen, en period med hög tillväxt i världsekonomin, och varade mellan 2004 och 2008. Nachemson sätter också förvärvsperioden i perspektiv genom statistik. Hon förklarar att under 2004 så hade en ökning av företagsförvärv med 40 % skett mot året innan. Under 2004 så stod företagsförvärv för totalt cirka 2,7 biljarder dollar, men mot slutet av vågen år 2008, innan finanskrisen hade hunnit sätta stopp för vågen, hade den siffran växt till 4,1 biljarder dollar. Nachemson beskriver också att under den senaste vågen var fientliga bud vanligare än under någon av de tidigare vågorna.

### **Syfte och frågeställning**

Syftet med den här studien är att identifiera de faktorer som påverkar en aktieägare i beslutet att acceptera eller förkasta ett fientligt bud. Befintlig forskning och litteratur fokuserar mycket på finansiella och juridiska faktorer i en budsituation, och väldigt lite är skrivet ur ett strategiskt perspektiv. På grund av detta är målsättningen med den här studien att försöka belysa den strategiska aspekten av företagsförvärv. Detta genom att inte enbart fokusera på finansiella faktorer utan även andra faktorer som påverkar aktieägare i processen. Slutligen, så är målet med den här studien att i diskussionen kunna formulera en diskussion om hur budande företag bör

resonera kring aktieägarna vid en förvärvssituation för att öka sannolikheten att lyckas.

Frågeställningen som ligger till grund för uppsatsen är:

*Vilka faktorer påverkar en aktieägare i valet mellan acceptera eller förkasta ett fientligt bud?*

## TEORETISKT RAMVERK

### **Aktieägarnas roll i företaget – agentteori och property rights theory**

För att förstå hur aktieägare agerar vid övertag måste vi förstå aktieägarnas roll i företag. Ett företag kan ses som en “nexus av kontrakt”, där alla relationer inom företaget är av kontraktuell natur, oavsett om det är explicita eller implicita kontrakt (Fama & Jensen, 1983).

Ett av de explicita kontrakten i företaget är relationen mellan aktieägarna och företagets styrelse och ledning. I de absolut första företagen fanns ingen uppdelningen mellan den styrande och den ägande funktionen i företaget, men allt eftersom företagande blev allt vanligare och företagen blev allt större delades funktionerna upp i två separata roller. Därmed uppstod ett agent-principalproblem mellan ägare och styrande. Agentteorin grundar sig i detta problem vilket innebär i korthet att agenten som utför ett uppdrag åt principalen har en egen agenda som inte nödvändigtvis korrelerar fullständigt med principalens. Detta innebär att agentens beslut ofta tas i egenintresse, vilket påverkar principalens resultat (Besanko et.al. 2013). Relationen mellan aktieägarna och företagets styrelse och ledning är ett tydligt exempel på agent-principalteori. Det är aktieägarnas rätt som principaler att övervaka agenterna styrelse och ledning.

Fördelen för aktieägarna med ägandet i bolaget är att de får vissa rättigheter i utbyte. I en mycket inflytelserik artikel inom property rights theory resonerar Alchain & Demsetz (1972) kring varför företag existerar. Även om aktier aldrig nämns, beskrivs indirekt relationen mellan

aktieägare och styrande i ett företag. Alchain och Demsetz presenterar fem rättigheter som den övervakande funktionen, alltså aktieägarna, bör ha gentemot företaget:

1. **To be a residual claimant.** Detta innebär att aktieägarna har rätt till överskottet som genereras i företaget. Att aktieägarna är *residual claimants* innebär att alla andra fordringsägare såsom anställda och leverantörer får del av företagets tillgångar innan aktieägarna. Att vara residual claimant innebär alltså inte bara en möjlighet utan också en risk för aktieägarna som riskerar att bli utan kompensation vid exempelvis dåligt resultat eller konkurs.
2. **To observe input behaviour.** Att få insyn i företaget innebär att viktig information om företaget inte ska kunna döljas för aktieägarna. Att aktieägarna har insyn i företaget är nödvändigt för att kunna fatta beslut rörande deras eget ägande och företagets framtid.
3. **To be the central party common to all contracts.** Företag kan som sagt ses som ett set av en mängd olika kontrakt, implicita och explicita. Denna rättighet innebär att aktieägarna erkänns som ägare till företaget genom att vara de som är den gemensamma parten för alla företagets kontrakt.
4. **To alter the membership of the team.** Ägarna ska vara de som utser de beslutsfattande organen. I svensk kontext innebär detta att aktieägarna väljer styrelsen som i sin tur utser ledningen. Aktieägarna har också rätt att vid missnöje avsätta styrelsen och besluta om att ge ansvarsfrihet eller inte. Dessutom finns det indirekta möjligheter till att till- och avsätta ledningen.
5. **To sell these rights.** Ägarna ska ha rätt att kunna sälja sina rättigheter vidare till en villig köpare. Denna rättighet är den som utgör grunden i företagsövertag eftersom varje enskild aktieägare själv får besluta om de vill sälja sina aktier eller inte.

### **Voice, Exit och Loyalty**

Ett viktigt koncept som gett betydande påverkningar på teorin om fientliga övertaganden är Hirschman (1970) och hans bok *Exit, Voice and Loyalty*. I boken presenteras koncepten Exit, Voice och Loyalty som är en förklaringsmodell till hur en individ kan agera som medlem i en större gruppering. När en person är medlem i en organisation, oavsett om det är som en anställd i ett företag, en medborgare i ett land, eller annan sort av gruppering, så har individen två val att välja mellan om denne upplever en försämring av organisationen. Dessa två val är exit eller voice. Exit innebär att individen avlägsnar sig och flyr organisationen och relationen, exempelvis som när en anställd säger upp sig från sitt jobb på grund av missnöjdhet. Voice innebär det motsatta – att individen stannar kvar och försöker förbättra den nuvarande organisationen, exempelvis som när en anställd stannar kvar i organisationen och berättar om sina synpunkter för att kunna förbättra den nuvarande situationen.

Hirschman (1970) förklarar att dessa två koncept kan mäta ett förfall i en organisation. Exit är varningssignaler om nedgång och Voice är informationskällor om vilka orsakerna är som ligger bakom förfallet. Därför menar han att det är viktigt att förstå relationen mellan dessa. Om ett företag kan förstå relationen och sambandet, så kan det lättare lyssna på sina anställda och arbeta med förbättring.

Hirschman (1970) presenterar även ett tredje koncept, loyalty. Till skillnad från exit och voice är inte loyalty en möjlig handling, utan snarare en faktor som påverkar valet mellan dem. Om en individ som är lojal till organisationen är missnöjd med den kommer det att påverka dennes beslut för åtgärd. Individen kommer med större sannolikhet avböja valet av exit och istället välja voice eftersom lojaliteten gör personen mer benägen att vilja förändra och förbättra organisationen.



*Voice, exit och loyalty i aktieägarbeteende.* Hirschmans (1970) koncept har kommit att appliceras på många olika forskningsområden. Ett av områdena de har fått störst användning för är att förklara aktieägarbeteende. En aktieägares beslut att sälja av sina aktier kan ses som ett val att göra exit, och att rösta på årstämmor eller bistå styrelsen kan ses som ett val att göra voice (Jansson, 2007). I sin artikel *An Institutional Analysis of Cross-border Hostile Takeovers* utvecklar Nachemsson-Ekwall (2012) detta aktieägarbeteende ytterligare. Hon presenterar tre möjliga val en aktieägare har att välja mellan. Första alternativet är att stanna kvar som ägare och påverka företaget genom att rösta på stämmor, det andra är att välja att sälja sina ägarandelar till någon annan och det tredje är att stanna kvar som en passiv aktieägare utan att sälja sitt innehav.

Hur stort innehav en aktieägare har kan påverka hur voice, exit, loyalty tar sig uttryck i dennes beslut menar Nachemson (2012). Enligt Hedlund (1985) är exit det i genomsnitt vanligaste valet bland minoritetsägare, framför allt när de är missnöjda med företagets prestation. Dock så kan exit också innebära kostnader som gör att aktieägaren väljer att bruka voice istället. Om en ägare har investerat tungt i ett företag som börjar gå dåligt, kommer denne ha mindre incitament till exit och hellre bruka voice för att få till en förändring (the Economist, 2012).

### **Institutionella och privata aktieägare**

Aktieägare är i de allra flesta företag en mycket heterogen grupp. Aktieägare kan till exempel variera i hur stort deras innehav är, målet med investeringen och i en mängd andra aspekter. Ofta görs en distinktion mellan institutionella- och privata aktieägare. Institutionella ägare är professionella investerare som förvaltar kapital som oftast kommer från kollektiva källor, som till exempel sparande i pensionsfonder (Nachemsson, 2012). Privata aktieägare är inte professionella förvaltare och driver därför ingen verksamhet där de förvaltar andras kapital i utbyte mot betalning. De investerar i de allra flesta fall enbart sina egna pengar.

Dessa två olika ägartyper skiljer sig ofta åt i hur de agerar som ägare i ett aktiebolag. Flera studier har visat att institutionella ägare ofta har en mer kortsiktig investeringshorisont än privata ägare när de investerar (Nachemsson 2012) (Franzén 2009). Detta beror bland annat på att de institutionella ägarna har press på sig att uppnå avkastning för sina egna ägare vilket inte de privata aktieägarna behöver. Ett företag som har en stor andel institutionella investerare får därför högre krav på sig att fokusera på att generera vinst på kortare sikt. De institutionella ägarnas mer kortsiktiga investeringshorisont innebär därför att den långsiktiga vinstmaximeringen ibland får ge vika för den kortsiktiga. Bland annat visar en studie gjord av Bushee (1998) hur andelen institutionella ägare i företag i USA korrelerar med underinvesteringar i långsiktiga projekt såsom R&D och utbildning för anställda.

De institutionella aktieägarnas mer kortsiktiga perspektiv spelar en stor roll i kontexten av företagsförvärv. Exempelvis att alla aktieägare erbjuds ett premium får institutionella aktieägare ett incitament att acceptera budet omedelbart för att göra en kortsiktig vinst. Detta trots att premiet kanske inte motsvarar företagets långsiktiga värde (Nachemsson, 2012).

### **Aktieägarstrukturens påverkan på budets utfall**

Ägarstruktur är ett begrepp som beskriver vilken typ av aktieägare som äger aktier i ett företag och hur stort deras innehav är. Ett vanligt sätt att analysera aktieägarstruktur som bland annat Berle & Means (1932) har använt sig av är att undersöka koncentrationen av ägande. Företaget kan antingen ha ett spritt ägarskap genom att en stor mängd små aktieägare som alla äger en liten del av bolaget, eller ett koncentrerat ägarskap genom att ha endast några få stora institutionella ägare. Dessa institutionella ägare brukar kallas så kallade blockägare, som genom sitt stora ägandeskap blockerar ägarstrukturen.

Koncentrationen av aktieägare har en signifikant påverkan på sannolikheten för att företaget kan bli utsatt för ett övertagningsförsök, och att övertaget lyckas (Shivdasani 1991). Shivdasani (1991) förklarar att storleken på blockägarens innehav står i korrelation med sannolikheten för att ett bud inkommer. Detta förklaras genom att stora blockägare är de ägare som kan göra störst vinster på förbättringar i företaget. Därför kan blockägaren utnyttja sin voice för att styra företaget i rätt riktning. Ett alternativ till att utnyttja voice på årsstämmor, och liknande, är att blockägaren själv lägger ett bud på att köpa upp resten av företaget och därmed öka inflytandet och den potentiella vinsten. Eftersom blockägaren äger en stor del av företaget, och alltid givetvis accepterar sitt eget bud på företaget, så har bud som läggs av blockägare alltid en högre sannolikhet att lyckas.

En annan möjlighet för blockägaren är att låta en tredje part lägga ett bud på företaget och sälja sina aktier direkt till denne. Att köpa upp aktierna på marknaden blir dyrare för det budande företaget då köpaktiviteten höjer priset på marknaden. Dessutom är det lättare för budande företag att förhandla med enbart några få aktieägare än många små. Om blockägaren säljer direkt till den tredje parten kan de därför dela på vinsten av övertaget (Shivdasani 1991).

### **Aktieägarbeteende hos olika aktieägargrupper**

Det är alltså tydligt att olika typer av aktieägare kan resonera på olika sätt i sin äganderoll, och att aktieägarstrukturen i ett företag kan påverka sannolikheten för att ett fientligt bud accepteras. Uppdelningen mellan institutionella och privata aktieägare ger ett bättre analysverktyg än att anta att alla aktieägare har homogena preferenser. Dock så är detta ändå en något svepande generalisering. För att ytterligare skilja på olika typer av aktieägare och hur de agerar använder vi oss av Hedlund, Hägg, Hörnell och Rydéns bok *Institutioner som aktieägare: Förvaltare? Industrialister? Klippare?* (1985). Hedlund et al. går där igenom sex olika typer av aktieägare –

finansförvaltare, avkastningsmaximerare, omstrukturerare, investerare, rörelseintressenter och lojalister. Dessa aktieägartyper är dock inte skrivna utifrån just företagsövertag, utan beskriver de olika typernas beteenden i företag mer generellt. Vi anser dock det vara rimligt att anta att aktieägartypernas generella beteende också påverkar hur de resonerar när de fattar beslut gällande accepterande eller förkastande av ett fientligt bud. Därför blir koncepten och aktieägargrupperna även relevanta här.

***Finansförvaltare.*** En finansförvaltare är en aktör vars främsta arbetsuppgift är att förvalta kapital. De söker hög avkastning till hanterbar risk. Eftersom finansförvaltarens kapital inte är deras egna privata finns dock tydliga krav på prestation. De har själva ägare som kräver att förvaltaren lever upp till sina löften om avkastning. I praktiken innebär det att denna grupp kan ha både långa och korta investeringshorisonter, allt beroende på vilka krav förvaltaren för tillfället behöver leva upp till. Detta gör att de ibland använder sig av voice för att påverka bolaget de har ett innehav i, men i slutändan handlar alla placeringar om att generera högsta möjliga avkastning på det förvaltade kapitalet och finansförvaltaren undviker därför oftast att bli alltför engagerade i ett bolag vilket skulle försvåra exit. Eftersom en finansförvaltares främsta arbetsuppgift är kapitalförvaltning så innebär det att denna grupp har ett stort kunnande om aktiemarknaden. Deras specialitet är inte specifik kunskap om varje bolags verksamhet som de investerar i, utan snarare en förmåga att kunna värdera företag, sätta sig in i olika branschvärdekedjor och beräkna ett företags framtidsutsikter (Hedlund, et al. 1985).

***Avkastningsmaximerare.*** Likt finansförvaltaren använder avkastningsmaximerarna företrädevis exit framför voice och fokuserar enbart på avkastningen. Den största skillnaden mellan de båda grupperna är att avkastningsmaximeraren inte har samma möjligheter att påverka

företaget. Detta beror på att gruppen till stor del består av små privata aktieägare som investerar sitt egna kapital och därför har en mindre aktieposter. Ofta fyller denna grupp en signalfunktion för hur det går för företaget eftersom de är så snabba till exit när det börjar gå dåligt för företaget (Hedlund et al 1985).

**Omstrukturerare.** Omstrukturerna är stora aktieägare som antingen kan vara privata ägare eller ett investmentbolag. I bolaget spanar de efter möjligheter till omstrukturering och rationaliseringar. Eftersom de övervakar ledningens agerande så får omstruktureraren en monitorfunktion i bolaget och kan genom det också aktivt arbeta för att byta ut ledningen. De använder sig av alla tillgängliga medel för att påverka företaget vilket inte bara innefattar exit och voice utan också hot om exit och voice. Hedlund (1985) beskriver dem som en ”nagel i ögat på företagsledningen”.

**Investerare.** En annan grupp av aktieägare som Hedlund, et al. tar upp är investerare. Investerare beskrivs som aktörer som investerar relativt mycket kapital i relativt få bolag eller branscher, och gör så med en långsiktig investeringshorisont (Hedlund, et al. 1985). Då gruppen oftast koncentrerar sitt innehav till ett fåtal bolag har de möjlighet att fokusera på just dessa, och får därmed ofta en god insikt i verksamheterna de investerar i. Investerare har för avsikt att vara aktiva i företagen de går in i, och därmed ofta deltar aktivt i viktiga beslut som rör företagets framtid. Detta görs bland annat genom att påverka tillsättning av styrelse- och ledningsgrupp, och också genom att påverka till att vissa enskilda affärstransaktioner sker (Hedlund, et al. 1985). Investerare tillhandahåller ofta det kapital som är nödvändigt för att verksamheten ska ha bra möjligheter till utveckling, men dock är det viktigt att komma ihåg att denna grupp även är intresserade av god avkastning. Därför blir inte investerare känslomässigt bundna till företagen de

investerar i, utan det kommer alltid finnas en viss en möjlighet att investeraren väljer att göra exit ifall ett tillfälle uppstår (Hedlund, et al. 1985).

**Rörelseintressenter.** Denna grupp består främst av anställda som äger aktier i bolaget de är anställda i, eller utav mindre företag som äger aktier i ett företag som de gör affärer med. Eftersom denna grupp har mer än pengar investerat i bolaget, påverkas de också inte bara finansiellt ifall det skulle gå dåligt för bolaget. Detta gör att denna grupp agerar likt investerare med en längre investeringshorisont. Dock är den stora skillnaden att de inte har samma möjlighet till att göra exit. På grund av att hotet om en framtida exit inte är särskilt troligt, så innebär det att denna grups försök till att påverka företaget genom voice i vissa fall försvagas (Hedlund, et al. 1985).

**Lojalister.** Gruppen lojalister är enligt Hedlund, et al. den aktieägargrupp som genom tradition eller känslomässiga skäl är "bundna" till företaget de äger aktier i. Lojalister är oftast privatpersoner, eller i vissa fall institutioner, som håller stabila positioner i företaget och därmed äger aktierna med en lång eller mycket lång investeringshorisont (Hedlund, et al. 1985). Hedlund, et al. beskriver att lojalister kan fungera som så kallade "stötdämpare" för företag, eftersom de oftast är mer tålmodiga än andra ägare och därmed mildrar reaktioner på olika resultatfluktuationer (Hedlund, et al. 1985). Vidare presenteras också en undergrupp till lojalisterna, dessa är så kallade "inlåsta lojalister" (Hedlund, et al. 1985). Denna grupp förhindras att utträda ur företaget av till exempel ideologiska eller historiska anledningar, vilket gör att företaget kan få ett stort stöd av denna grupp oavsett om företaget gör bra ifrån sig eller inte.

### **Det teoretiska ramverkets utformning**

Detta ramverk har byggt upp en idé om hur aktieägare kan tänkas agera när ett bud läggs. Aktieägarnas relation till företaget har förklarats i form av agentteori och aktieägarnas rättigheter. Voice, exit och loyalty visar aktieägarnas valmöjligheter i valet mellan att acceptera eller förkasta ett bud och hur lojalitet kan påverka detta val. Slutligen tas i ramverket upp att alla aktieägare inte är homogena utan att olika aktieägartyper kan ha olika incitament bakom sitt ägande och hur detta kan påverka ett fientligt bud. Med beståndsdelarna i detta ramverk kommer vi att kunna analysera vilka faktorer det är som påverkar aktieägarna i beslutet att förkasta eller acceptera ett bud i verkligheten.

## **METOD**

### **Val av forskningsdesign**

*Induktivt tillvägagångssätt.* Studiens syfte, att undersöka de faktorer som påverkar aktieägarnas beslut vid ett fientligt övertag, är som tidigare nämnts ett relativt outforskat forskningsområde. Då det inte finns någon tydlig modell eller teori att utgå ifrån kommer vi att använda oss av ett induktivt tillvägagångssätt. Induktiva studier försöker utifrån insamlad empiri skapa teorier och modeller. Deduktiva studier börjar i motsatt ände och utgår ifrån en klar modell och teori som sedan ska testas empiriskt (Bryman & Bell, 2007). En induktiv studie gör det även möjligt för oss att vara öppensinnade gentemot alla potentiella faktorer som kan påverka en aktieägare, och på så sätt inte vara styrda och begränsade i vår datainsamling och analys (Bryman & Bell, 2007).

*Kvalitativ ansats.* I den här studien planerar vi att använda oss av en kvalitativ modell. Skillnaden mellan kvalitativ och kvantitativ modell kan beskrivas som ett ökat fokus på ord

snarare än analys av data (Bryman & Bell 2007). Genom att använda en kvalitativ analys uppnår vi en bättre synergi med vårt induktiva synsätt.

Att använda sig av en kvalitativ ansats i en studie av denna typ är relevant då vi undersöker variabler som är komplexa, och därför inte är helt lätta att mäta varken med siffror eller med ord som omkodats till siffror. En kvantitativ ansats, i form av strukturerad observation, hade inneburit en risk för att en felaktig illusion av precision hade skapats (Bryman & Bell 2007). Nackdelen med kvalitativa metoder är dock att slutsatserna inte kan generaliseras till en större population i samma utsträckning som med kvantitativa studier. I vår studie kommer vi därför inte att försöka generalisera mer än vad som är möjligt att göra utifrån vår empiri.

***Datainsamling genom fallstudie.*** Som tidigare nämnt så grundar sig denna studie på en fallstudie för att bäst kunna besvara vår frågeställning. En fallstudie är ett intensivt studerande av en plats, organisation eller en händelse (Bryman & Bell 2007). Fallstudier är ett bra tillvägagångssätt när mängden undersökningsvariabler är viktigare än mängden informanter, vilket korrelerar bra med vårt valda ämne och frågeställning. Vårt valda fall som innefattar företagen Arctic Paper och Rottneros, se fallbeskrivning nedan, och är ett representativt fall för vad vi önskar undersöka. Fallet är tänkt att visa på en typisk fientlig förvärvsprocess.

## **Urval**

***Val av fallföretag och omfång.*** I syfte att finna ett lämpligt fall som skulle kunna beskriva och ge oss en möjlighet att identifiera de faktorer som påverkar aktieägares val vid ett fientligt bud valde vi att utgå från ett antal urvalskriterier. Det viktigaste urvalskriteriet var att fallet skulle handla om ett fientligt bud, vilket definieras av att styrelsen i målföretaget valt att ta ett aktivt negativt ställningstagande till det uppköpande företagens bud. Ett andra kriterium var att



fallet skulle ha tagit plats i Sverige, eller att minst ett av företagen i fallet hade sitt säte i Sverige. Detta för att på ett enkelt sätt kunna få tillgång till information och möjlighet till intervjuer. Det tredje urvalskriteriet var att aktieägarna skulle ha haft åtskilda åsikter om budet och att det därför skulle gå att identifiera ägare som både valt att acceptera budet samt valt att förkasta budet. Ett fjärde och sista urvalskriterium var att uppköpsförsöket skulle ha skett under en rimlig tidshorisont för att de inblandade parterna skulle gå att få tag på, samt att tidsfristen för erbjudandet skulle ha gått ut för att kunna se budets utfall.

Då kriterierna var ställda påbörjade vi arbetet med att söka efter ett passande fall som matchade våra urvalskriterier. Vi valde att söka information om fientliga bud och uppköp på internet och i affärspressen. Samtidigt använde vi oss av studier gjorda på fientliga övertaganden i allmänhet för att få tillgång till information om hur dessa går till och i vilken utsträckning fenomenet existerar i Sverige. Vi fann tecken på en ökande trend av denna typ av övertaganden i Sverige och kunde identifiera fallet med finpapperstillverkaren Arctic Papers fientliga övertagande av massproducenten Rottneros. Efter vidare studier av Arctic Paper och Rottneros fann vi att fallet stämde in på alla våra urvalskriterier. Styrelsen hade ställt sig negativ till uppköpserbjudandet, Rottneros var ett svenskt företag, det gick att identifiera aktieägare som både hade accepterat och förkastat erbjudandet och fallet var dessutom avslutat för endast ett år sedan vilket innebar att det skulle gå att hitta möjliga informanter.

**Informanter.** Vi valde att undersöka fallet utifrån fyra olika perspektiv: aktieägare som förkastat budet, aktieägare som accepterat budet, sittande styrelse under budprocessen och sittande ledning under budprocessen. De fyra perspektiven var intressanta att undersöka för att få en övergripande och korrekt bild av hur processen hade gått till och hur de olika parterna hade

handlat i relation till varandra. Dessa fyra parter var dessutom lätta att urskilja i budprocessen, men det visade sig att alla parter inte var lika lätta att komma i kontakt med.

Aktieägarna identifierade vi genom ett utdrag från SIS Ägarservice som gav oss information om de 50 största aktieägarna i Rottneros under perioden 2011-12-30 till 2013-12-30 och hur deras ägande hade förändrats under perioden. Det vill säga om de ökat eller minskat sitt innehav. Denna lista blev den variabeln vi gjorde vårt icke-sannolikhetsurval utifrån, och därefter började vi försöka komma i kontakt med så många som möjligt. Här gjorde vi en tydlig distinktion mellan institutionella ägare, så som fonder vilka förvaltar kapital för andra privatpersoner, och privata aktieägare, vilka förvaltar och tar beslut för egen räkning. Målet var att komma i kontakt med båda typerna av aktieägare då de kan ha olika incitament för sitt handlande. Genom SIS Ägarservice och internet sökte vi sedan reda på kontaktinformation till flertalet av aktieägarna och ringde upp för att göra en förfrågan om framtida intervju. Privata aktieägare visade sig dock svåra att få tag på då SIS endast kunde uppge för- och efternamn på ägarna, och det visade sig tillslut vara för lite information för att både hitta rätt person och att komma i kontakt med dem. När SIS inte gav resultat försökte vi få kontaktuppgifter genom att fråga våra informanter ifall de kunde hjälpa oss. Två av informanterna gav oss kontaktuppgifter och tips, men trots kontaktuppgifter så var det fortfarande svårt att komma i kontakt. Detta resulterade i att vi, trots upprepade försök, inte lyckades komma i kontakt med någon av de privata aktieägarna. Effekten av detta blir att vi därmed inte har några förstahandskällor gällande denna grupp, utan endast sekundärkällor från de andra intervjuade parterna vilket kan skada studiens trovärdighet. Dock anser vi att vi trots detta har lyckats få en tydlig bild av denna grupp genom de andra informanterna under intervjuerna, och att vi därför fortfarande kan föra en trovärdig diskussion.

För att identifiera den sittande styrelsen och ledningen under budprocessen utgick vi från Rottneros årsredovisningar för åren 2012 och 2013. Genom detta fick vi information om vilka som hade varit inblandade vid den aktuella tidpunkten och via affärspressen kunde vi identifiera de parterna som varit aktiva i media. Från den insamlade informationen sökte vi rätt på kontaktinformation och ringde sedan upp för att boka intervjuer.

Sammantaget intervjuade vi 5 personer varav fyra i personliga intervjuer och en genom telefonintervju. Nedan redovisas de intervjuade:

- Mikael Lilja, arbetstagarrepresentant i styrelsen då budet inkom.  
Telefonintervju 2014-05-06
- Kjell Ormegard, styrelseordförande i Rottneros då budet inkom.  
Intervju i Stockholm 2014-05-07
- Ole Søeberg, fondförvaltare på Skagen Fonder.  
Intervju i Köpenhamn 2014-05-08
- Ole Terland, VD i Rottneros då budet inkom.  
Intervju i Stockholm 2014-05-08
- Peter Gyllenhammar, ordförande för Bronsstädet AB.  
Intervju i Stockholm 2014-05-09

### **Beskrivning av forskningsinstrument och insamling av data**

Insamlingen av empiriskt material skedde främst genom djupgående intervjuer med aktörer från de fyra perspektiven. Intervjuerna genomfördes i par om två av studiens författare, där en part drev intervjun och den andra förde anteckningar och kom med kompletterande och förtydligande inlägg och frågor. Eftersom vi delade upp intervjuerna emellan oss fanns en risk för att

intervjuerna gjordes på två helt olika sätt och att detta skulle påverka empirin som samlades in. Detta löste vi genom att alla gruppmedlemmar lyssnade igenom de inspelade intervjuerna direkt efter att de genomfördes. Alla intervjuerna fick spelas in med ett undantag för en där vi istället förde anteckningar. På så sätt kunde vi se till att alla intervjuer i stort liknade varandra. Fyra av våra fem intervjuer genomfördes i person och en per telefon, detta då det inte gick att genomföra intervjun på plats främst på grund av avstånd till informanten. För den intervju som genomfördes i Danmark fanns en risk att begrepp inom företagsövertag skulle missförstås vilket vi löste genom att genomföra intervjun på engelska istället för på danska. Intervjuerna varade mellan 1-3 timmar och täckte nio huvudsakliga ämnesområden: tiden innan budet, inställning till budet, budets utformning, relationen mellan ägare och styrelse, relationen mellan ledning och styrelse, synergieffekter, andra parter påverkan på aktieägarna, acceptperiodens utgång, samt skillnaden mellan stora och små aktieägare.

Vårt val att använda nio huvudsakliga ämnesområden går att likna vid strukturen för ostrukturerade intervjuer. En ostrukturerad intervju innebär att intervjuaren endast har ett visst antal ämnen att diskutera och låter informanten tala fritt kring dessa ämnen (Bryman & Bell 2007). Vi valde, som tidigare nämnt, att utgå från våra ämnesområden och hade förberett ett antal delfrågor som stöd för intervjuaren att förhålla sig till. Dessa delfrågor var dels till som hjälp för intervjuaren, men fungerade även som följdfrågor i de fall då informanten inte riktigt höll sig inom det tänkta ämnesområdet eller för att fördjupa diskussionen ytterligare.

### **Beskrivning av dataanalys**

Enligt Hedlund, Hägg, Hörnell och Rydén's verk *Institutioner som aktieägare* finns det ett antal typer av aktieägare som vi använt som grund i vårt resultat och efterföljande analys. Av de sex som grupperna som presenteras identifierade vi att tre av dem i fallstudien. Vi analyserade

empirin för att hitta mönster i det som lyftes fram av informanterna och fick fram fyra koncept som påverkade de olika aktieägargrupperna på olika sätt och i olika utsträckning. De fyra faktorerna är: budets premium och utformning, synergier, syn på budande företag, och lojalitet. Faktorerna agerade som självständiga variabler i förhållande till den beroende variabeln: det fientliga budets utfall. Självständiga variabler är de variabler som antas ha ett kausalt samband med den beroende variabel som i sin tur är effekten av de förstnämnda (Bryman & Bell, 2007). Genom att redogöra för alla faktorer för alla typer av aktieägare fick vi möjlighet att analysera både de som påverkat och de som inte påverkat i lika hög utsträckning. Detta gör vår analys mer trovärdig och övergripande.

Agentteorin och property rights theory används inte i analysen. Vi vill uppmärksamma detta för att dessa teorier fortfarande fyller en viktig funktion för det teoretiska sambandet. Detta eftersom de bl.a. förklarar vilka rättigheter och handlingsmöjligheter som en aktieägare har och därmed sätter ramarna för aktieägarnas agerande. Att dessa teorier därför togs med är för att de underbygger och möjliggör för oss att kunna göra antaganden gällande vissa händelser i empirin, snarare än att agera som tonsättande analysverktyg.

Vi valde att transkribera två av intervjuerna, dessa var Ole Søeberg och Peter Gyllenhammar. Dessa intervjuer valdes ut för transkribering eftersom de genom sina bolag var aktieägare i Rottneros och deras syn på budet därför var en stor del av resultatet. Vi valde också att komplettera genom att lyssna igenom intervjuerna flera gånger för att vara säkra på att det vi sa speglade informanternas bild. Detta för att kunna ta del av informanternas tonfall och språkrytm då vi anser att det kan påverka ett svar markant. Före detta styrelseordföranden i Rottneros, Kjell Ormegard, avböjde dock inspelning vilket gjorde att vi fick förlita oss på våra anteckningar från den intervjun.

I det händelseförlopp som redovisas i fallbeskrivningen har inte någon av den empirin som framkom under intervjuerna använts. Tidslinjen som presenteras är istället enbart framtagen med hjälp av fakta från media, årsredovisningar och pressmeddelanden. Detta gjordes för att skapa en så objektiv bild av händelseförlopp som möjligt. Om vi istället hade använt fakta gällande budprocessen från de genomförda intervjuerna, finns det en risk för subjektivt återgivande av vissa händelser vilket skulle ha påverkat uppsatsens trovärdighet negativt.

### **Studiens validitet och reliabilitet**

**Reliabilitet.** Reliabilitet handlar om huruvida studiers resultat är repeterbart (Bryman & Bell, 2007). Om en studie har hög reliabilitet så kan studien upprepas och resultera i samma eller liknande slutsats. Om en studie har låg reliabilitet så kommer resultaten att skilja sig markant när man genomför studien upprepade gånger.

Vårt insamlade av empiri, som skedde genom ostrukturerade intervjuer, förbereddes genom skapandet av nio övergripande samtalsämnen som tog sig uttryck i en bred fråga per ämne. Vi hade även vissa stödfrågor i det fall vi bedömde en respondent att inte svara tillräckligt uttömmande på den övergripande frågan. Under intervjuerna ville vi inte styra respondenterna för mycket utan försökte istället ha en öppnare framtoning där de fick föra ett eget resonemang kring respektive fråga. På grund av dessa öppna intervjuer kan vi inte garantera att resultatet är repeterbart då vi tar fram koncept ur empirin som vi anser relevanta. Reliabiliteten påverkas även av det studerade fallet och dess egenskaper. Fientliga övertaganden är ofta unika situationer med unika karakteristika vilket försvårar konsekventa mätningar av olika fall.

**Intern Validitet.** Den interna validiteten mäter kausaliteten inom studien (Bryman & Bell, 2007). Den fokuserar på ifall en slutsats, som innehåller kausala samband, verkligen har beläggning för dessa samband.

Denna studie har, enligt oss, god intern validitet. Alla respondenter i våra intervjuer spelade betydande roller i den fallstudie vi har gjort. Vi lyckades få med alla de grupper vi identifierade som grunder i vår studie: ledning, styrelse, accepterande aktieägare och förkastande aktieägare.

Vi lyckades dock inte intervjua en representant ur gruppen av mindre aktieägare. Detta kan minska den inre validiteten då vi gör många antagande kring just denna grupp. Via mycket tydliga beskrivningar av denna grupp från våra andra informanter anser vi ändå att det går att föra en diskussion kring denna grupp. Vi är även medvetna om att de olika informanterna kan ha subjektiva syner på vad som hände och hur detta hände i fallet. Då avvikande avsikter förekommer, kan den interna validiteten påverkas negativt.

**Extern Validitet.** Den externa validiteten mäter hur pass väl det går att generalisera en studies resultat utanför studiens kontext. Detta är ett problem vid kvalitativa studier då man oftast använder sig av endast en eller ett fåtal fallstudier (Bryman & Bell, 2007).

Vi är medvetna om att denna rapport endast studerar en fallstudie vilket kan försvaga den externa validiteten. Den begränsade generaliserbarheten hoppas vi i framtida forskning kommer att kunna byggas ut genom andra studier inom ämnet fientliga företagsövertag.

## **ROTTNEROS OCH BUDET FRÅN ARCTIC PAPER**

### **Inledning**

Nedan presenteras studiens empiriska del. Först presenteras de båda företagen Rottneros och Arctic Paper följt av en fallbeskrivning av det fientliga bud som Arctic Paper lade 2012-2013. Efter denna grundläggande genomgång presenteras den empiri vi samlat in genom våra intervjuer. För att presentera denna empiri presenterar vi tre olika distinkta aktieägargrupperns syn på budet - Peter Gyllenhammars, Skagen Fonders och de små aktieägarnas.

### **Om Rottneros**

Rottneros är ett pappersmassaföretag baserat i Rottneros, Värmland. Företagets affärsidé lyder: "Rottneros är en oberoende och flexibel leverantör av högkvalitativ, kundanpassad pappersmassa. Genom ständig produktutveckling, hög leveranssäkerhet, teknisk support och service anpassar Rottneros sitt utbud till krävande kunders behov" (rottneros.com(2)). Rottneros produktion sker vid två separata bruk: Vallviks bruk som producerar långfibrig sulfatmassa, och Rottneros bruk som producerar mekanisk massa.

Efter flera år av större investeringar under 2000-talet var Rottneros efter finanskrisens utbrott 2008 ytterst nära konkurs. Företaget gick sedan under det sena 2000-talet igenom en övergripande omstrukturering och refinansiering av verksamheten då man bland annat avvecklade två och sålde ett av sina existerande bruk. Vidare omstrukturerade man produktionen till mer lönsamma massaprodukter, genomförde en stor nyemission, samt omfördelade en stor del av sina lån mot aktier i bolaget (Rolander, 2010) (Tapper, 2012) (Intervju med Ole Terland). Den övergripande refinansieringen bidrog till att Rottneros hade möjlighet att inbringa 200 miljoner kronor samt vara helt utan nettoskuld vid årsskiftet 2009-2010 (Dag Rolander, 2010). Detta gjorde att bankerna som tidigare lånat ut pengar till Rottneros tillskansade sig stora aktieinnehav i



bolaget och därför omstrukturerades ägarstrukturen i bolaget i stort. Dessutom fanns det stor potential i Vallviks bruk, vilket skapade stora inkomster under toppåret 2010.

Ägarstrukturen i Rottneros 2012 var till stor del uppdelad mellan en större andel små aktieägare, och ett antal större institutionella ägare tack vare refinansieringen, se figur 1. Dessutom fanns en stor minoritetsägare i form av Tomas Onstad och dennes företag Nemus Holding. Som efter nyemissionen minskat sitt innehav från 30 % till cirka 20 % (Intervju med Ole Terland). De institutionella aktieägarna, främst i form av Skagen Fonder, DNB Bank, Danske Bank och Aliz Invest, ägde vid samma tidpunkt ungefär lika mycket tillsammans som Tomas Onstad genom Nemus Holding (Wende, 2012).

### **Om Arctic Paper**

Arctic Paper är en papperskoncern med tillverkning av finpapper för områden som till exempel böcker, tidningar och reklam. Arctic Paper härstammar ur Trebrukskoncernen som äger pappersbruk i norra Europa, och har idag sitt huvudsäte i Poznań, Polen (arcticpaper.com(1))

Arctic Paper verksamhet utgår ifrån fyra olika bruk: Arctic Paper Munkedals AB, Arctic Paper Grycksbo AB, Arctic Paper Mochenwangen AB i Tyskland och Arctic Paper Kostrzyn S.A. i Polen. Tillsammans producerade dessa bruk 765 000 ton finpapper under 2011 (arcticpaper.com(1)). Efter köpet av bruket i Grycksbo 2008 valde man att introducera koncernen på Warszawabörsen. Två möjliga anledningar till det, var att Stockholmsbörsen redan hade en stor andel skogsbolag och att koncernens viktigaste bruk, Kostrzyn, låg i Polen (Intervju med Ole Terland) ([nyemissioner.se](http://nyemissioner.se)). Arctic Paper var innan börsintroduktionen 2009 till 100 procent ägt av Tomas Onstad genom dennes företag Nemus Holding. I och med börsintroduktionen bjöds 10,8 miljoner aktier ut till försäljning och Tomas Onstad minskade därmed sitt ägande från 100 %, men behöll ändå en klar majoritet i bolaget. (Wiman, 2009).

## Fallbeskrivning

Fallbeskrivningen nedan kommer att beskriva när den polska finpapperstillverkaren Arctic Paper försöker att förvärva den svenska pappersmassatillverkaren Rottneros under 2012-2013. Förvärvet hade från början styrelsens stöd, fast när det visade sig att Arctic Paper aldrig kommer att uppnå den ägarandel som krävdes för att realisera sina förväntade synergieffekter, så ändrade Rottneros styrelse inställning till budet. Förvärvet blev därmed fientligt. Denna redogörelse kommer att göras utifrån en så objektiv vinkel som möjligt med enbart mediala källor som utgångspunkt. Redogörelsen kommer att beskriva budprocessen uppdelad i tre olika faser: budets inkommande, budets mottagande och budets utfall. Anledningen till detta är att ge läsaren en så övergripande bild som möjligt av fallet och hur budprocessen gick till.

*Fas 1: Budets inkommande.* Den sjunde november 2012 lade den polska finpapperstillverkaren Arctic Paper ett bud på den svenska pappersmassatillverkaren Rottneros. Budet riktade sig till alla aktieägare i Rottneros, och styrelsen i företaget stod bakom budet. Budet erbjöd alla aktieägare med över 2000 Rottnerosaktier, ett utbyte av en Rottnerosaktie mot 0,1872 nya Arctic Paper-aktier. Utöver detta huvudsakliga erbjudande erbjöds även till de mindre aktieägare, med ett innehav upp till 2000 aktier i Rottneros, att få en kontantinlösen om 2,30 kronor per aktie. Erbjudandet, både kontant och aktiebud, innebar en premie om 27,3 % jämfört Arctic Paper-aktiens och Rottnerosaktiens volymvägda genomsnittskurs de senaste 90 kalenderdagarna (di.se(6))

När budet lades hade Arctic Paper och Rottneros sedan en tid tillbaka redan haft diskussioner om förvärv. Arctic Paper hade visat intresse för en sammanslagning med Rottneros långt innan och Rottneros själva hade tittat på ett antal olika bud under de senaste åren som gått. Till slut hade företagens styrelser nått en samstämmighet. Men dock så var detta med ett visst

förbehåll. Rottneros skriver i sitt pressmeddelande: “The Board has been positive to the proposal as in the Board's view - given the right terms and conditions - it provides the right preconditions to create value for Rottneros' shareholders”. Dessa förbehåll hade främst att göra med de synergieffekter som Arctic Paper hade under diskussionerna med Rottneros kommit fram till skulle kunna realiseras. En sammanslagning av företagen skulle enligt dem kunna generera årliga synergieffekter till en summa av 80 miljoner kronor. Dessa synergieffekter skulle kunna realiseras 12-18 månader efter ett lyckat bud. Effekter som bland annat ökad operationell kapacitet, stärkt balansräkning, bättre tillgång till kapitalmarknaden skulle kunna skapas genom detta (rottneros.com(3)) (arcticpaper.com(3)).

**Fas 2: Budets mottagande.** Vid tidpunkten då budet lades ställde sig styrelsen i Rottneros positiv till Arctic Papers uppköpserbjudande och rekommenderade aktieägarna i Rottneros att acceptera erbjudandet. Genom ett pressmeddelande gjorde man klart att styrelsen ställde sig bakom Arctic Papers uppskattade synergieffekter. Man såg det som positivt att budets utformning skulle innebära att Rottnerosägare vid en fullständig fusion skulle inneha ett totalt innehav av 34 % i Arctic Paper. Styrelsen presenterar också riskerna med budet i sin rekommendation, speciellt risken med att marknaden för finpapper var starkt pressad och under mycket begränsad tillväxt ([rottneros.com](#)(3)) (Munch & Skog, 2013). Man lät även revisionsbyrån KPMG granska budet utifrån ett rent finansiellt perspektiv, och byrån presenterade genom ett värderingsutlåtande att man kommit fram till att budet var skäligt (Munch & Skog, 2013). Dock gjorde man klart att ett fullständigt samgående bolagen emellan var en grundläggande förutsättning för att bland annat de utlovade synergieffekterna skulle gå att uppnå.

Den nionde november, två dagar efter budets offentliggörande, gick två av de stora institutionella ägarna, DNB och Danske Bank, ut med att de förbinder sig till att acceptera budet

under förutsättning att ett bättre konkurrerande bud inte offentliggörs. Detta innebar att tillsammans med bland annat Nemus Holdings innehav hade Arctic Paper säkrat 28,7 % av aktierna i Rottneros.

Den 26e november 2012 uttalade sig två av de största minoritetsägarna i Rottneros, Peter Gyllenhammar genom Bronsstädet AB och Ole Søeberg genom Skagen Fonder, att de inte skulle acceptera budet. Då dessa två aktörers innehav uppgick till mer än 10 % av aktierna i Rottneros innebar detta att en fullständig fusion inte skulle gå att genomföra ([rottneros.com](#)(4)). Med hänsyn till de två minoritetsägarnas inställning valde Rottneros styrelse att gå ut med ett pressmeddelande som hänvisade till att den tidigare rekommendationen endast gällde om en fullständig fusion skulle gå att genomföra, vilket i nuläget alltså inte var fallet. Detta innebar att styrelsen ställde sig negativ till budet och att det numera var att klassa som fientligt ([di.se](#)(2)).

**Fas 3: Budets utfall.** Trots beskedet att de inte skulle kunna uppnå en acceptnivå på 90 % valde Arctic Paper att fortsätta driva igenom uppköpserbjudandet. Vid utgången av acceptperioden hade man lyckats uppnå en acceptnivå av 38,8 % av aktierna i Rottneros, men man valde att förlänga acceptperiodens tidsfrist och höll kvar vid sitt mål att nå fullständigt ägande i Rottneros ([di.se](#)(3)).

I månadskiftet januari-februari 2013 valde Skagen Fonder att acceptera erbjudandet. Man hade i det läget lyckats komma till en överenskommelse om ett specialbud, där man fick kontant vederlag för halva delen av sitt totala innehav och aktier i Arctic Paper för det resterande innehavet i Rottneros. Detta innebar att Arctic Paper hade ökat acceptnivån med 7,7 % (Bernander, 2013). Den 26e februari 2013 gick acceptperiodens tidsfrist ut efter att ha blivit förlängd tre gånger. Arctic Paper hade i det läget lyckats komma att kontrollera 54,2 % av aktierna i Rottneros och valde då att inte förlänga erbjudandet ytterligare och uppköpet ansågs

därmed avslutat ([di.se\(4\)](#)). Under årsstämman 2013 valde Arctic Paper att inte godta någon utdelning under 2013, och dessutom omstrukturerades styrelsen i Rottneros enligt ett lagt förslag från Arctic Paper ([di.se\(5\)](#)).

### **Aktieägarnas uppfattning av budprocessen**

*Skagen Fonder.* Ole Sæberg börjar sin intervju med att ge en bakgrund, han förklarar: “I joined the Vekst-team in early 2011, which is the oldest fund Skagen funds has and where the Rottneros shares were. In the past the fund has had up to 250 different companies, which did not make much sense, and when I joined there were 176. Right now we are down to around 35 stocks, which stands for around 85 % of the portfolio. That is the highest concentration over the last 15 or 17 years”. Sæberg förklarar alltså att Skagen Vekst, som var fonden som innehöll Rottneros, redan från början hade andra motiv till sitt ägande än att se det som en långsiktig investering. Han berättar senare i intervjun att fonden vid uppköpet befann sig i en vad han kallar en “clean-up process”.

Ole Sæberg förklarar vidare att han redan innan budet lades hade börjat sälja av Skagens andelar i Rottneros. Anledning till detta förklarar han var att han inte såg någon framtid för industrin i sig, han berättar: “I think the overall paper industri is heading way down. All the forest will be used as building materials going forward. Some, of course for paper, but not all. That means Rottneros market outlook was not exactly promising. And after a meeting with Rottneros management in January 2012, I started selling shares”.

Gällande budet från Arctic Papers inkommande berättar han: “Arctic came with an offer to get paid in shares in a Polish paper and book printing company, which I investigated as good as I could. But why leave one company I am not really interested in for the long term, just to get paid in another I’m not interested in at all? Book reading will go digital and printed paper to large

extend the same way”. Ole Søeberg fortsätter med att förklara: “But at least, there was action. So, we opened it up through media. Because when it is out in the public, we can go to the media saying, we think there should be a much better offer, and that was basically to invite other parties”. Skagen Fonder ville helt enkelt få ett bättre bud än det som låg, men deras inställning var fortfarande att bli av med sitt innehav.

Søeberg fortsätter med att förklara varför det inte inkom några andra bud: “Due to this lockup structure in the shareholder regime there was no bids or counterbids even after a few months”. När Arctic Paper sedan kontaktar dem med ett specialbud, berättar Søeberg: “Arctic Paper came back saying. Okay, we will soften the bid for you. They are allowed to do that. So we get a mix of cash and Arctic Paper shares listed in Stockholm. I accepted the offer because that is in the best interest of our fund holders”. Han berättar sedan att för honom och Skagen Fonder så fanns det ingen annan väg att gå än att acceptera det förbättrade budet. Dels för att Rottneros, berättar han, var endast en liten del av deras totala portföljsstorlek, och dels för att det förbättrade budet, med hälften pengar, hälften aktier, var i deras ägares bästa intresse. De var helt enkelt tvungna att acceptera. Søeberg sammanfattar: “So that was the rational choice. Not seeing the long term business prospects being very good, so we wanted to sell the Rottneros shares, we looked at various ways to do that, but unfortunately only found one – the Arctic Paper bid, but we could get out and so we did. ”. Søeberg avslutar med att berätta att efter de accepterat budet, så sålde de sedan av Arctic Paper aktierna efteråt. Peter Gyllenhammar förklarar att han trodde att Skagen Fonder hade ett djupare intresse i Rottneros än vad som visade sig när de beslutade sig för att ta budet. Han förklarar att han också fick ett liknande specialbud från Arctic Paper som han till skillnad från Skagen Fonder valde att inte acceptera.

Ole Søeberg summerar hur han såg på vad det var som komplicerade budprocessen: “We are so called institutional investors. We manage other people’s money, so our agenda is

completely different from that of a corporate entity like Arctic, or a family who's got their heart involved in this. And then you get Gyllenhammar as an activist. So, you get a group of people, looking at the same asset, but with different views, of what is the purpose of what is being invested in there. I think that complicated things. Quite a lot.”

*Synergieffekterna och när 90 % inte uppnåddes.* När det sedan kommer till de tilltänkta synergieffekterna berättar Ole Søreberg: “I never really understood what kind of synergies they could get out of it. Buying an asset with zero return, and then adding it to another place in the value chain. I couldn't understand the idea in that perspective. Maybe there were some tax assets that they could utilize. I don't recall. We tried to look into that as well, but we do not have unlimited time resources and Rottneros was a smaller amount of funding anyway”. Ole Søreberg tar fram ett block under intervjun och förklarar hur värdekedjan mellan de båda företagen fungerar och var man teoretiskt skulle kunna utvinna några synergier. Med sin förklaring visar han varför synergierna är märkliga, bland annat att Arctic Paper hade kunnat välja att integrera åt flera andra håll i värdekedjan och att just Rottneros håll är något förvånande eftersom det inte finns mycket pengar att utvinna. Han avslutar sin förklaring med: “it is very hard to see where sustainable synergies should come from”.

Sedan när Arctic Paper inte kunde uppnå 90 % ägandeskap, berättar han: “I questioned them all the way, no matter what. But if they don't control the company they would never be able to get the synergies. I thought, okay they might get it with 90 %, but with 46 % or 40 %, it is impossible. Just forget it”.

## **Peter Gyllenhammar**

Peter Gyllenhammar berättar att han först började köpa aktier i Rottneros några månader innan att budet lades i november. Anledningen var av rena investeringskäl, då han hade bestämt sig för att investera mer i svenska bolag. Rottneros, berättar han, var ett undantag från den annars "högt värderade Stockholmsbörsen". Med inga skulder, låg värdering och bra framtidsutsikter så var Rottneros ett lovande företag. Gyllenhammar förklarar hur han tänkte när han köpte aktier i Rottneros: "Jag brukar när jag går in i sådana här situationer säga: köper jag första aktien så ska jag även vara beredd på att köpa den sista. Köper jag en aktie, då ska jag köpa 100 % av bolaget". Detta förklarar tydligt vilken typ av investerare Gyllenhammar är. När budet sedan kom så var Peter Gyllenhammar naturligt inte alls nöjd. Det passade inte in i hans strategi, utan budet var snarare ett störande moment. Dock så berättar han att han inte hade problem med att Arctic Paper lade ett bud i sig, utan en budsituation oftast brukar generera pengar på något sätt.

Gyllenhammar fick skäl att i och med budet titta närmare på Arctic Paper, och enligt honom så "klarnade bilden väldigt fort". Han berättar att "det var väldigt lätt att se att det här var ett desperat försök att rädda Arctics balansräkning, och för all del resultaträkning. På bekostnad av Rottneros och Rottneros aktieägare". Peter Gyllenhammars inställning till budet och Arctic Paper blev därför väldigt snabbt: "här gäller det att stoppa processen så fort som möjligt".

Att budet stöttades av styrelsen var för honom konstigt. Han förstod inte hur styrelsen hade kommit fram till att ett förvärv av Arctic Paper och att budet i sig, var till Rottneros och dess aktieägares bästa intresse. Han berättar att han tror att styrelsen troligtvis lutade sig mot den utvärdering av budet som KPMG utfört och som kom fram till att budet var finansiellt rimligt. Gyllenhammar säger sig kunna förstå styrelsens tillit till KPMG, men det han inte kan förstå är hur KPMG kunnat komma fram till att värderingen av budet var finansiellt rimligt. Han förklarar "det var bara att läsa på om Arctic för att förstå att budet inte var finansiellt rimligt".



Ole Terland nämner under sin intervju att Peter Gyllenhammar är väldigt kompetent som investerare. Han berättar att Gyllenhammar “Är ett superproffs. En balansräkningskonstnär och väldigt intelligent”. Gyllenhammar beskriver hur han såg på budet: “Budet hade varit helt okej om Arctics värde varit 12 kronor, eller vad det nu var när de lade budet”. Han fortsätter: “Arctic Papers värde var betydligt lägre än vad budet egentligen uttryckte”. Denna analys grundade han främst på de stora skulder Arctic Paper innehade, men som inte redovisats tydligt. Han förklarar: ”Budet var dåligt, helt ärligt. Det var ett försök att lösa sina egna problem med Rottneros finanser.”.

Dock, så fortsätter sedan Peter Gyllenhammar förklara att det inte finns någon anledning för varken han eller någon annan att kritisera Arctic Paper för att de försöker förvärva Rottneros. Han berättar: “Att man försöker, har jag inga synpunkter på. Det är upp till var och en att göra. Då är det upp till Rottneros aktieägare att göra hemläxan. Men vad man kan kritisera, är ju däremot den information man gav ifrån sig när man försökte. Det har jag väldigt tydliga synpunkter på”. Gyllenhammar menar alltså att Arctic Paper inte tydligt nog presenterade information om sin egna finansiella ställning tillaktieägarna i Rottneros, och när han svarar på frågan om vad han tror skulle ha hänt ifall Arctic Paper presenterat all information från början, berättar han “De hade aldrig gått ut med budet då”.

***Om de tilltänkta synergieffekterna.*** Angående de synergieffekter som presenterats tillsammans med budet, förklarar Peter Gyllenhammar att han inte trodde att de existerade. Under intervjun bryter han ner budets påstådda synergieffekter i sina beståndsdelar, och förklarar att av de 80 miljoner kronor som man ansåg kunna realisera så var det i teorin möjligt att kanske realisera 20 av dem. Dessutom förklarar han att dessa realiserbara 20 miljoner, de facto var minskade kostnader av att stänga ner Rottneros huvudkontor i World Trade Center i Stockholm.

Gyllenhammar förklarar vidare att det egentligen är en feldefinition av synergier: “Det är ingen synergi att stänga ner ett huvudkontor. Det är helt enkelt cost cutting”. Så de synergier på 80 miljoner som utlovats, som också legat till stor grund för accepterandet av budet av Rottneros styrelses, var inget som Peter Gyllenhammar trodde på. Om det fanns några synergieffekter att uppnå, främst i form av minskade transportkostnader mellan företagens två olika bruk, Vallvik och Grycksbo, så framstår dessa fortfarande som märkliga enligt Gyllenhammar. Han förklarar: “Men då kan man ju fråga sig, varför hade det inte gjort det förut? Och delat på pengarna? Jag tror att sanningen är den att det aldrig fanns någon rejäl kalkyl på att man kunde spara in 80 miljoner kronor”.

*När Arctic Paper inte kunde uppnå 90 % ägande.* Peter Gyllenhammar var kritisk mot Arctic Papers bud på Rottneros. Detta förändrade sig inte när det uppdagades att Arctic Paper inte skulle kunna uppnå 90 % ägande, vilket var en grundförutsättning för att budet skulle stödjas av Rottneros styrelse. Gyllenhammar berättar: “När det blev klart att det inte skulle bli 90 % anslutning och full integration, så sa man att det skulle bli minst 40 miljoner i synergier. Och de har upprepade gånger blivit tillfrågade om att redovisa hur man ska komma fram till den siffran. Det är nummer ett. Nummer två är, att om det nu var möjligt, hur ska man då fördela de synergier å ena sidan Rottneros och å andra sidan Arctic? Ingen har velat svara på någon utav de två frågorna, och det tror jag beror på att man inte kan svara på det”. Gyllenhammar fortsätter sedan med att berätta att Arctic Paper har fortsatt blivit ombudade att redovisa för dessa synergier efter att budet avslutats. Men att på både fjolårets och årets årsstämma i Rottneros har de vägrat att uppge någon slags redogörelse.

Kjell Ormegard ger samma redogörelse. Arctic Paper och de 80 miljoner i synergieffekter som var uttalade, kunde endast uppnås genom ett samgående företagen emellan, menar

Ormegard. När det då stod klart att detta inte skulle ske, så försvann möjligheten till detta. Ormegard förklarar att Arctic Paper aldrig bevisade hur dessa synergieffekter utan ett samgående skulle kunna uppnås. Han uttryckte: “Show us. Om det nu fanns några effekter”, men detta skedde alltså aldrig.

***Om Skagen Fonders specialbud.*** Nästa viktiga händelse under budprocessen skedde när Skagen Fonder valde att acceptera budet från Arctic Paper. Peter Gyllenhammar förklarar: “De var jag tidigt i kontakt med och de bekräftade i ett antal e-mail att Arctic Paper var dåligt för Rottneros. De berättade att de inte hade någon som helst avsikt att acceptera något bud från dem, och att de var väldigt tacksamma för att jag hade tagit tag i den här frågan, drev på, och presenterade alternativ”. Ole Søeberg bekräftar också detta under sin intervju när han pratar om Peter Gyllenhammar i processen. Bland annat berättar han: “He was setting agendas, and he was setting up alternatives”.

Peter Gyllenhammar fortsätter och berättar om sin reaktion till Skagen Fonders accept och vilka konsekvenser han trodde det skulle kunna skapa: “Jag blev jätteförvånad. Alltså glatt förvånad över att det inte blev mer ketchup-effekt av det. Jag blev jättenervös och tänkte, nu släpper det, nu kommer folk ge upp och kasta in handduken. Game over. Nu har Arctic lyckats. Men det var ju ett väldigt kompakt motstånd bland Rottneros övriga aktieägare. Väldigt”.

***Peter Gyllenhammars påverkan.*** Idag har Peter Gyllenhammar ökat sitt innehav till över 10 % i Rottneros och har därför kontroll i den mening att Arctic Paper inte kan uppnå 90 %. Han har från det att budet lades till idag, spelat en stor roll i att Arctic Paper inte lyckats uppnå 90 % ägande. Han har både varit aktiv i media och mellan de olika aktieägarna. Ole Søeberg berättar under sin intervju att Peter Gyllenhammar är en “activist” som har satt agendan och kommit med

många olika alternativ. Ole Terland pratar likaså om Gyllenhammar, och berättar att han tror att Gyllenhammars har spelat roll i att påverkat aktieägarna och budets utfall. Han förklarar: “när han säger att bolaget klarar sig bättre självt. Bolaget är värt mycket mer än det här. Den aktie ni får är en bluff. Så tror jag absolut att han påverkat”. Kjell Ormegard nämner att Gyllenhammar hade mycket kontakt med Olle Grundberg som var styrelseordförande för Arctic Paper under budprocessen. Just Ormegards bild verifierar Gyllenhammar själv i vår intervju, där han berättar att han idag kommit att ha fått en bra relation med just Olle Grundberg.

Peter Gyllenhammar, är och var alltså en viktig aktör under processen, som med sin kontakt med de flesta parter i processen och uttalanden i media, påverkat mycket. Som Peter Gyllenhammar själv berättar i slutet av intervjun när han får frågan om varför han tror att Arctic Paper endast fick 54 % och inte 90 % av ägandet, så svarar han: “Säg så här. Man kan fråga sig, om jag inte hade skramlat i kastrullerna ordentligt. Hade det blivit mer än 54 % då? Svar ja, det tror jag. Men hade det blivit 90? Nej. det tror jag absolut inte”.

### **De små aktieägarna**

Ägarstrukturen i Rottneros består till stor del av ett stort antal små och medelstora ägare. I intervjun med gamla styrelseordföranden Kjell Ormegard uppskattar Ormegard antalet små aktieägare till ungefär 7000 stycken. Detta framgår också i en analys av data från SIS Ägarservice, vilken visar att endast sex stycken ägare har ett innehav större än 2 % i Rottneros innan budet lades. Vi har i våra försök att få tag på representanter från den här gruppen av aktieägare dessvärre misslyckats, och kan därför bara analysera gruppen utifrån yttringar av de andra informanterna.

Denna grupp av små och medelstora aktieägare är en väldigt specifik grupp av aktieägare. Kjell Ormegard benämner dem som: ”Rottneros ägare är extremt engagerade och lojala. De

ställer alltid upp”. Den avgångna VDn Ole Terland fortsätter resonemanget ännu längre: ”Rottneros är väldigt mycket en folkaktie. Det finns väldigt många små aktieägare som har investerat med hjärtat”. Dessutom fortsätter Ole Terland att prata om vad det är för typ av aktieägare som kan räknas in i denna grupp, och berättar: ”Jag tror att många aktieägare är aktieamatörer”. Med detta menar Terland att gruppen av aktieägare där många av de små och medelstora aktieägarna ingår har troligtvis ett innehav i Rottneros per tradition och inte av rena investeringskäl. De har troligtvis inte några andra större innehav i andra bolag, och agerar inte heller aktivt i sin aktiehandel. Kjell Ormegard är av samma uppfattning: ”De är skogsbrukare i Värmlandstrakten som har sålt virke till Rottneros under mycket lång tid. Många som äger aktier i Rottneros har det som tradition.”. Ormegard tar också upp en annan viktig egenskap hos aktieägarna i Rottneros, vilket är det känslomässiga band som många av de mindre aktieägarna verkar ha gentemot Rottneros. Ole Søeberg berättar samma sak när han får frågan till varför han trodde att Arctic i slutet endast fick 54 %: “Because a lot of the remaining shareholders are owners by heart, and not by rational investment returns”.

**Budprocessen.** Denna grupp verkar under budprocessen ha agerat främst på ett beskyddande sätt, detta på grund av deras känslomässiga koppling till Rottneros och att många valde att förkasta det bud som Arctic Paper lade. Mikael Lilja som är arbetstagarrepresentant i styrelsen och som har en nära relation med bygden kring Rottneros förklarar: ”Det finns många aktieägare som äger av känslomässiga skäl. Arctic Papers polska börsnotering var något som många mindre ägare kände blev fel. Rottneros ska inte bli utlandsägt”. Han menar därmed att vissa aktieägare styrs av underliggande psykologiska faktorer i sitt beteende, vilket gör att många motsätter sig budet. Peter Gyllenhammar beskrev också varför han tror att det var ett så kompakt motstånd: “Två skäl tror jag. Dels att Rottneros har väldigt djupa rötter bland skogsägare i

Värmland, folk som har hållit ut. Bolaget har åkt berg-och-dalbana och jag tror att de sa till sig själva att vi inte ska släppa det här, om vi har väntat så här länge. Det är det första tror jag. Sen så tror jag att allt fler kom till insikt om hur dåligt Arctic egentligen var. Det där vill vi inte ha några aktier i”. Vidare diskuterade Lilja det faktum att mindre aktieägare fick erbjudande om kontanter, och att den finansiella vinningen är så pass liten att det innebär en avgörande roll. Lilja förklarar: ”Det är ett antal tusen ägare i Rottneros, och väldigt små, och då är pengar ingen större sak. Om du har 2000 aktier och den stiger en krona så är det ganska irrelevant.”. Han fortsätter: ”stora huvuddelen av de små ägarna blev inte påverkade av externa parter utan det var en känslomässig avvägning. Jag har pratat med 10-12 små aktieägare och det var utländsk börsnotering som avskräckte. Sen var det ju inga pengar heller, man har lite aktier men det är av känslomässiga skäl och det spelar ingen roll om man får en krona mer utan det är andra faktorer”. Dessutom kan det finnas andra anledningar till att budet inte blev helt accepterat av denna grupp av aktieägare. Kjell Ormegard som var högst engagerad i förhandlingarna om budet pratar om ett underskattande av de mindre aktieägarna och deras åsikter. Kjell Ormegard förklarar: “Styrelsen underskattade aktieägarnas lojalitet. De ville ha ett självständigt bolag”.

## ANALYS

### **Inledning**

Genom analys av empirin har vi identifierat fyra faktorer som varit starkt påverkande i fallet: budets premium och utformning, synergieffekter, synen på det budande företaget och lojalitet. För att analysera hur dessa faktorer har påverkar olika aktieägare har vi kategoriserat aktieägarna efter Hedlund et als uppdelning. I fallet har vi identifierat tre av Hedlund et als grupper: investeraren i form av Peter Gyllenhammar, finansförvaltaren i form av Skagen Fonder genom

Ole Søeberg, samt lojalister i form av en stor grupp mindre aktieägare. Analysen genomförs genom att analysera de fyra identifierade faktorerna för varje grupp av aktieägare. Detta låter oss sedan dra slutsatser om hur aktieägare reagerar på fientliga bud baserat på grupptillhörighet.

### **Ole Søeberg och Skagen Fonder - Finansförvaltaren**

*Finansförvaltaren i empirin.* I fallet Rottneros har vi valt att kategorisera de institutionella ägarna i form av fondförvaltare och banker till gruppen finansförvaltare. Dessa är främst Skagen Fonder i form av sitt innehav genom fonden Skagen Vekst, men även bankerna i form av DNB och Danske Bank för att nämna några. Till skillnad från lojalisten och investeraren, föredrar finansförvaltaren en exit-strategi istället för en voice-strategi. Detta är tydligt i vår empiri då flera av bankerna accepterade budet direkt när det lades samt att Skagen Fonder valde att lämna Rottneros när ett rimligt bud inkom till dem. Därför en exit-strategi är att föredra för en finansförvaltare ligger till grund i att finansförvaltaren agerar i sina kunders intresse. Detta innebär i en majoritet av fallen att denne är ute efter att maximera sin vinst, och för att kunna göra detta krävs då en flexibel strategi där exit-mekanismen kan användas närhelst det anses mest lämpligt. Hedlund et al. (1985) nämner också att finansförvaltaren inte är en aktiv ägare, vilket bekräftas av bankerna i detta fall som gjorde exit direkt. Undantaget från detta är att Skagen Fonder var tongivande under budprocessen och ville få till ett bättre erbjudande.

*Budets premium och dess utformning.* Ole Søeberg förklarar för oss under intervjun att Skagen Fonder i vanliga fall alltid arbetar med långa investeringshorisonter. De investerar endast i stabila företag med bra framtidsutsikter. Men dock i Rottneros fall så var investeringshorisonten mycket kortare. Ole Søeberg förklarar att han inte såg några framtidsutsikter i industrin i stort och därför heller ingen framtid i Rottneros. Tillsammans med att Skagen Vekst fonden just då var i en

uppremningsprocess, innehavet skulle minska drastiskt, så kom Skagen Fonder att ha en uttalad exit-strategi i Rottneros.

Detta är alltså ett exempel på att en finansförvaltare beroende på omständigheterna kan komma att byta investeringshorisont drastiskt. Till skillnad från investeraren Peter Gyllenhammar så spelade alltså budets utformning och premium stor roll för Ole Søeberg och Skagen Fonder. De ville redan innan budets uppkommande bli av mitt sitt innehav. När sedan ett bud inkom i form av ett aktieutbyte, så är detta tvärtemot den uppremningsstrategi som fanns i fonden. Därför sker någonting väldigt intressant. Ole Søeberg och Skagen Fonder väljer att till trots sin korta investeringshorisont och strategi att sälja av sitt innehav, behålla och helt enkelt göra voice istället för exit. Ole Søeberg är både ute i media och är i samtal med andra parter i processen för att förklara att de välkomnar en alternativ lösning på situationen. Ett rent kontantbud förklarar Ole Søeberg i media, skulle innebära ett accepterande från deras sida. När sedan Arctic Paper kommer med sitt riktade bud till Skagen Fonder, förklarar Søeberg att de då hade gått emot sin investeringsstrategi under längre tid samt försökt få fram ett alternativt bud, och att de därför helt enkelt inte kunde säga nej till ett bud som ansågs vara tillräckligt gynnsamt för deras fondägare.

Finansförvaltarens skiftande investeringshorisonter och icke-känslostyrda investeringar, är alltså något som starkt påverkas av vilken utformning och premium som budet har. Ett accept av ett bud är först och främst, helt beroende på vilken investeringshorisont som finansförvaltaren har för tillfället. Men dock så visar fallet Rottneros på ytterligare en dimension. Nämligen kopplingen till budets utformning. Trots sin korta investeringshorisont och uttalade exit-strategi, så blev utformningen på budet en ren hindrande faktor för exit. Skagen Fonder blev helt enkelt tvungna att utföra voice istället, och stanna kvar. På grund av finansförvaltarens investeringskrav och kapitalförvaltning lyder dessa helt enkelt under striktare ramar än exempelvis investeraren.



Sammanfattningsvis är det alltså förutom en finansförvaltaress investeringshorisont oerhört viktigt med hur det fientliga budet ställs, för att få en exit istället för voice.

***De utlovade synergierna.*** Skagen Fonder incitament till exit, bortsett från alla aspekter i budet, var att minska portföljen till en mer hanterbar nivå. Eftersom synergieffekterna skulle realiseras över en såpass lång tid som 12-18 månader, så innebar ett innehav i den nya koncernen en väntan på en höjning av aktiekursen ända tills de förväntade synergieffekterna skulle realiseras. Detta skulle alltså innebära en alltför lång tidshorisont för Skagen Fonder, som just då tvärtemot ville uppnå en högre koncentration i portföljen med sin ”clean up” process. Därför var synergieffekterna förmodligen inte intressanta i jämförelse med budets premium och utformning.

Det fanns också skepsis gällande om synergieffekterna verkligen var realiserbara eller inte. Samma invändningar som Peter Gyllenhammar framförde lyfter Ole Søeberg också fram som orsaker till realiserbarheten. Men att de slutligen accepterade budet när de erbjöds hälften kontanter tyder på att allt som allt var nog synergieffekterna viktigare för finansförvaltaren än för lojalisterna, men inte den hjärtefråga som det blev för investerarna.

***Bilden av det budande företaget.*** Precis som investerarna så har finansförvaltarna samma kunskap och möjligheter att göra en finansiell analys av ett budande företag. Dock, en skillnad mellan finansförvaltaren och investeraren är att finansförvaltaren använder sig mer av en större helhetsbild av branschen än specifik företagsanalys som investeraren fokuserar på. Ole Søeberg förklarar att han tittar på branschen i stort och tror att finpappersbranschen befinner sig i en starkt nedåtgående trend, samt att Arctic Paper hade gynnats av att ha integrerat åt något annat håll i värdekedjan. Investeraren Peter Gyllenhammar beskriver en mycket mer specifik företagsinriktad syn och pratar mer om specifika redovisningstekniska siffror i Arctic Paper. Detta innebär att

bilden av företaget kan bli mer generell för finansförvaltaren. Eftersom finansförvaltarna inte är lika troliga eller villiga att äga aktierna i den nya koncernen är det inte heller i deras intresse, lika mycket som investerarens, att det går bra för koncernen. Bilden av det budande företaget är därför inte av en lika stor vikt som för investeraren eller lojalisterna som baserar sin bild på andra skäl än rent finansiella och branschmässiga.

***Lojalitet till bolaget.*** Vi har i vår empiri funnit tydliga tecken på att Skagen Fonder och de övriga bankerna har använt sig av en exit-strategi i situationer och tidpunkter när det är finansiellt gynnsamt för deras kunder att genomföra en sådan strategi. Detta stämmer väl överens med Hedlund et al (1985), aktieägartyp finansförvaltaren. Skagen Fonder och finansförvaltaren kan därför ses som den minst lojala ägaren av de tre. När tillfälle ges så väljer de att sälja sitt innehav. En anledning till detta har framkommit i empirin, och det graden av specialisering. Skagen Fonders syfte med sitt ägande står i skarp kontrast mot de andra två ägarna, lojalisten och investeraren. Eftersom företaget endast specialiserar sig på själv finansmarknaden och ingen enskild bransch eller företag, så blir de aldrig lika känslomässigt investerade i något bolag som exempelvis lojalisten. Alltså, så är det kravet på förvaltare hos en finansförvaltare som påverkar denne i sin lojalitet och investeringar. Kravet på avkastning gör att en exit-strategi alltid kommer att föredras framför en voice-strategi.

### **Peter Gyllenhammar - Investeraren**

***Investeraren i empirin.*** I Rottneros ägarstruktur har vi identifierat att Peter Gyllenhammar, genom hans eget investmentbolag Bronsstädet AB, är ett tydligt exempel på vad Hedlund (1985) kallar en investerare. Peter Gyllenhammar tog tidigt avstånd från Arctic Papers

bud och arbetade aktivt för att få in en annan budgivare, alternativt öka sitt eget innehav i Rottneros för att förhindra det fientliga uppköpsförsöket.

Som tidigare nämnts är det lättast att identifiera en investerare genom att se vilken aktör som främst nyttjar voice och på så sätt är inblandad i de avgörande besluten som företaget står inför. Trots att Peter Gyllenhammar tog sig in i företaget relativt sent tog han snabbt möjligheten att vara drivande i frågorna som gällde Rottneros framtid och inte minst budprocessen i sig. Hedlund, et al. framhåller en investerares roll som långsiktig och genomtänkt. Detta är helt signifikant i Gyllenhammars fall där han tidigt uttrycker att han kan tänka sig att köpa upp hela Rottneros, och att det är hans genomgående strategi i alla hans investeringar. Det finns definitivt likheter mellan Gyllenhammar och aktieägargruppen omstrukturerare. Varför vi valt att klassificera Gyllenhammar som just en investerare beror främst på att engagemanget för att ta företaget i rätt riktning inte är lika kortvarigt som beskrivs av Hedlund et al.

Peter Gyllenhammar har även efter budets utfall slagit fast sin position som största minoritetsägare, intressent och investerare. Han har genom marknadsförvärv i skrivande stund lyckats tillskansa sig 11 % i Rottneros vilket innebär att han ensamt kan hindra att ett fullständigt övertag kan ske. Detta är även det i sig ett tydligt tecken på kännetecknen hos investeraren, dock ska man vara väl medveten att varken Gyllenhammar eller investerare i allmänhet har någon sentimental koppling till företaget och kan när rätt tillfälle infinner sig välja exit och sälja av sitt innehav.

***Budets premium och dess utformning.*** En investerares underliggande motivation kommer alltid att bottna i ekonomisk vinning. Det alternativ som ger högst vinning kommer att föredras framför ett sämre ett. Därför kommer budets utformning och/eller premium alltid vara en betydande faktor för en investerare som Gyllenhammar accepterar ett bud eller inte. Om budet är

tillräckligt bra så kommer det att accepteras. Dock så var detta inte fallet för Peter Gyllenhammar i fallet Rottneros. Till skillnad mot finansförvaltaren Skagen Fonder såg Peter Gyllenhammar en långsiktig ekonomisk vinning i företaget. Rottneros hade en ljus framtid, och budet innebar att han inte skulle kompenseras för denna framtida vinning.

Gyllenhammar berättar att han inte hade några direkta problem med själva premiumet eller utformningen av budet. Utan det som var problemet var Arctic Papers “upplåsta aktiekurs och företagsvärdering”. Aktiekursen var i hans mening mycket mindre i verkligheten och på grund av det blev budet dåligt. Men om Arctic Paper hade varit ett bättre skött företag och haft en mer sanningsenlig värdering, hade Peter Gyllenhammar troligtvis accepterat budet.

Alltså är budets utformning och premium två högst påverkande faktorer på en investerare som Peter Gyllenhammar. Ett bra bud kan få vilken investerare som helst att göra exit istället för aktiv voice. Men, om budet inte kompenserar investerarens långsiktiga vision för företaget så kommer investeraren aldrig att acceptera. Dessutom så får det fientligt övertagande företaget en väldigt aktiv motståndare mot sig i form av investeraren, som kommer försöka göra allt i sin makt för att förhindra att förvärvet sker.

***De utlovade synergierna.*** Det har i vår empiri stått klart att de utlovade synergieffekterna hade stor inverkan på investeraren Peter Gyllenhammar. Eftersom investerare har en långsiktig investeringshorisont där företaget förväntas nå sin potential, är investeraren inte villig att sälja utan att kompenseras för den potentialen. Om ett bud läggs med aktier som compensation måste synergieffekterna vara realistiska eftersom det annars finns en risk för att det budande företaget drar ner på det egna företags potential. Till skillnad från lojalisten har investeraren också kompetensen för att själv skapa sig en uppfattning om synergieffekterna existerar eller inte. Om en investerare ser att de utlovade synergierna är realiserbara och att hans företag och det budande

företaget kan nå längre tillsammans har han ett starkt incitament att acceptera budet. Om investeraren däremot räknar ut att synergier är låga eller icke-existerande har han starka incitament att förkasta budet. För Peter Gyllenhammar så blev ett tydligt incitament att förkasta budet, när enbart vissa synergier verkade kunna realiseras i budet från Arctic Paper på Rottneros.

Något som inte tagits upp i andra modeller är hur Gyllenhammar var aktiv i media och förkastade synergieffekterna för att vända opinionen mot budet. Detta är intressant eftersom det visar på hur viktiga synergieffekterna var. Men det är också intressant eftersom han genom denna så kallade aktivism också förmodligen påverkade de andra parterna i budet. Hans finansiella analyser av synergier verkar ha påverkat de andra parterna i processen och ökat frågans inflytande i hela budprocessen.

***Bilden av det budande företaget.*** För investeraren Gyllenhammar är det budande företags finansiella status avgörande för hur det uppfattas. Investerarens bild av det budande företaget baseras framför allt på finansiell analys, t.ex. genom att analysera målföretags balansräkning och verksamhet. Detta skiljer sig från lojalisterna som inte har samma kunskap och därför möjlighet att göra finansiella analyser, och istället baserar sin bild av företaget på andra faktorer än finansiella. Varför det budande företags finanser är betydande beror främst på att en investerares ägande är en långsiktig investering, och om budet är utformat som i fallet Rottneros med aktier innebär en accept ett utbyte av en långsiktig investering. Det är då av största vikt att ett budande företag har goda finanser vilket ger förutsättningar för ett långt och utvecklande samarbete mellan bolagen. Bilden av det budande företaget är alltså mycket viktig ur ett finansiellt perspektiv och är starkt påverkande för investeraren.

**Lojalitet till bolaget.** Investerarare är också till viss utsträckning påverkade av lojalitet till företaget dem är investerade i. Eftersom en investerare investerar på lång sikt i syfte att göra vinst över tid, blir en investerare lojal på det sättet att företaget och investerarens långsiktiga mål korrelerar. De är insatta och aktiva gällande bolagets styrning för att försäkra sig om dess framgång. Lojaliteten i detta fall är dock inte av sentimental karaktär, utan en lojalitet som grundar sig på företagets ekonomiska sida. Detta tillåter investeraren att utnyttja en exit-strategi ifall bolaget går en, för investeraren, ogynnsam väg och hans påverkan inte kan driva det i annan riktning.

I vår empiri kan vi se att Peter Gyllenhammar, som är en tydlig investerare, också har en tydlig, uttalad roll i budprocessen där han publikt fördömde Arctic Papers bud. Han har den kraft och kompetens som enligt Hedlund, et al (1985) krävs för att utöva voice i ett bolag, vilket de små ägarna inte har. Gyllenhammars lojalitet bestod alltså i att hans investering riskerade att ta ett, enligt honom, dåligt ekonomiskt beslut. Han använde då voice istället för en exit i syfte att styra bolaget och de andra aktieägarna bort från ett accepterande av budet.

### **De små aktieägarna - Lojalisterna**

**Lojalisterna i empirin.** I Rottneros ägarstruktur går det att urskilja en stor grupp med små och medelstora aktieägare. Dessa har mycket överens med Hedlunds beskrivning av aktieägargruppen lojalister. Denna grupp har kopplingar till företaget genom att de är lokalt och känslomässigt till företaget. Många tros vara starkt kopplade till den svenska traditionen i skogsbranschen. Gruppen är också, som ovan nämnt, en väldigt viktig tillgång för Rottneros eftersom företaget därigenom har ett stort stöd från sina aktieägare under både uppgång och nedgång. Detta stämmer också väl överens med hur lojalisterna beskrivs som stötdämpare av Hedlund, et al. (1985). Ett tydligt exempel på detta är hur de små aktieägarna vid Rottneros

nyemission 2009 ställde upp och anskaffade nya aktier vilket var en del av att rädda bolaget. Detta är ett utmärkande drag för gruppen lojalister och en huvudanledning till varför vi ser denna grupp som lojalister och inte rörelseintressenter. Dessutom är det inte säkert att denna grupp små aktieägare till en majoritet består av anställda av eller bolag som gör affärer med Rottneros utan den kan också bestå av aktieägare som är lojala trots att de enbart har pengar investerade i bolaget.

De små ägarna är måna om sitt ägande och känner en lojalitet som enligt Hirschmans teori (1970) oftast är den avgörande faktorn i valet mellan att göra exit eller voice. Desto högre grad av lojalitet, desto större är sannolikheten att aktieägaren hellre utövar voice än exit. Voice innebär i detta fall att vara aktiv och göra sin röst hörd för att påverka andra parter under budprocessen. Däremot har de enligt Hedlund, et al (1985) inte alltid den kraft och kompetens att utöva sin voice, detta då man som mindre part har mindre röstandel vilket i sig kan ge mindre makt. Just detta var tydligt i vår empiri då det var de större aktieägarna som satte tonen och var närvarande i budprocessen.

***Budets premium och utformning.*** Intressant nog verkar inte budets premium och dess utformning haft en avgörande påverkan på lojalisternas val i Rottneros. Ormegard förklarar, vilket Mikael Lilja också instämmer i, att anledningen till varför budets utformning och premium inte påverkade särskilt var på grund av det lilla aktieinnehavet de mindre lojalisterna hade. Lilja berättar att majoriteten av de mindre ägarna hade ett innehav runt 2000 aktier eller mindre, och för dessa ägare var därför den finansiella vinningen i budet så pass låg att den blev irrelevant. Det är rimligt att anta att det alltid går att hitta en nivå av budets premium som en aktieägare kommer vara villig att acceptera, men när varje aktieägare har en mycket liten post blir det svårare att övertyga aktieägarna med ekonomiska incitament. Intressant gällande utformningen av budet

uttrycker både Peter Gyllenhammar och Kjell Ormegard under sina intervjuer att kontanterbudandet, trots allt, kan ha haft en viss påverkan på de mindre aktieägarna. Det kan således bli enklare att acceptera ett kontantvederlag och på så sätt göra snabb exit, trots att innehavet i sig är litet. För de andra två aktieägargrupperna, investerare och finansförvaltare, verkar budets premium och utformning har spelat en betydligt större roll.

*De utlovade synergierna.* Synergierna kan endast påverka aktieägarens val mellan accept eller förkastande av två anledningar. Den första anledningen är att aktieägaren inte vill sälja sina aktier till ett budande företag om det inte finns realistiska synergier mellan de båda företagen. Detta kan bero på att aktieägaren, förutom egen vinning, också bryr sig om företagets framtid. Den andra anledningen till varför synergieffekterna spelar roll är om erbjudandet innehåller aktier istället för kontanter, vilket var fallet i budet från Arctic Paper till Rottneros. När budet är aktier och budet går igenom kommer synergierna, om de realiserar, att höja den nya koncernens aktiekurs. Stora synergier innebär därmed att aktieägaren får mer värdefulla aktier och synergieffekterna blir då ett finansiellt argument för att göra voice eller exit.

För de små aktieägarna var det mindre troligt att synergierna gav ett ekonomiskt incitament till att acceptera budet och få aktier i Arctic Paper. Detta beror på, som vår empiri har visat, att deras innehav var alltför litet och på att de mindre aktieägarna inte har den kunskap om de finansiella argumenten för budet. Till skillnad från investeraren Peter Gyllenhammar och finansförvaltaren Skagen Fonder så har de mindre aktieägarna inte möjligheter att genomföra exempelvis en företagsvärdering eller prognostisering i samma djupgående utsträckning.

Synergierna kan alltså ha spelat roll för de mindre aktieägarna, men förmodligen av anledningen att de ville ha ett sammangående som skulle gynna Rottneros snarare än att de själva såg en personlig finansiell vinning.



**Bilden av det budande företaget.** Det är tydligt i vår empiri att lojalisternas bild av det budande företaget var en viktig faktor för deras val mellan voice och exit. I den bilden verkar det som att det inte enbart är det budande företags finansiella ställning som spelar in, utan att den också präglas också av företags symbolvärde. Vid ett uppköp kan det uppstå en konflikt mellan det egna företags symbolvärde och det budande företags. Rottneros var som vi redan beskrivit ett traditionellt svenskt bolag, med mycket gamla rötter i den svenska skogsindustrin. Arctic Paper däremot var ett utländskt bolag, noterat på Warszawabörsen. Kontrasten emellan bolagen kan ha inneburit att de små aktieägarna fick en negativ inställning till Arctic Paper. Både Kjell Ormegard och Peter Gyllenhammar pratar om just detta, och berättar att Rottneros “har väldigt djupa rötter bland skogsägare i Värmland”, och därför tror de att det skapade osäkerhet hos aktieägarna att ett främmande och utländskt bolag som Arctic Paper lade budet.

Det faktum att Arctic Paper var noterat i utlandet kan därmed i sig ha skapat osäkerhet hos aktieägarna i Rottneros. Arctic Paper valde att genomföra en sekundärnotering på svenska börsen, så att ägarna skulle behålla sitt innehav i Sverige. Detta skulle kunna ses som ett försök att minska denna osäkerhet och ett försök att bygga upp en trovärdighet gentemot de känslomässigt bundna Rottnerosägarna. Dock gjordes detta i väldigt nära anslutning till budprocessen vilket kan ha gjort att ett sådant förtroende inte hann byggas upp.

**Lojalitet till bolaget.** De små aktieägarna verkar ha en hög grad av lojalitet kopplade till Rottneros som företag, vilket påverkade dem mycket i deras inställning till budet. Denna lojalitet springer ur olika typer av kopplingar till företaget, bland annat av geografiska eller historiska anledningar. De geografiska handlar om rent lokal anknytning då man bor och verkar i samma ort som företaget eller bruket. Man kan då till exempel äga aktier med avsikten att försöka behålla företaget i sin närhet och på så sätt förhindra att till exempel jobbtillfällena försvinner. De

historiska anledningarna som nämns i Hedlund et al (1985) kan hänföras till Rottneros historia eller aktieägarnas personliga historia med avseende på aktieägandet. Då Rottneros är ett gammalt anrikt företag har många av de lojalistiska ägarna ägt aktier under lång tid, kanske i vissa fall under flera generationer. Detta gör att aktieägarna inte äger aktier ur rent finansiellt perspektiv, utan av mer känslomässiga skäl, och kommer därför vara mindre troliga att göra en förhastad exit. Peter Gyllenhammar och Kjell Ormegard förklarar också att Rottneros aktieägare innan tidpunkten för budet redan behållit sitt aktieinnehav under svåra tider. Rottneros var bara några år innan budet på ruinens brant, och de aktieägare som därför är kvar, menar dem, känner en ännu starkare koppling till företaget.

De känslomässiga kopplingarna påverkar därmed aktieägarna på så sätt att de inte har för avsikt att sälja av sitt innehav i syfte att göra finansiella vinster. Det finns istället en stark kulturell och historisk koppling till föremålet för ägandet. Bolaget är alltså mer än bara en investering för lojalisterna vilket får som följd att små lojala aktieägare oftare använder sig av voice än exit i sådana situationer.

## **DISKUSSION OCH SLUTSATSER**

### **Inledning**

Utifrån analysen går det att dra en del slutsatser för vad som kan maximera sannolikheten för ett accept av budet. Först och främst är det viktigt att analysera aktieägarstrukturen i målföretaget. Det denna studie har visat är att de faktorer som påverkar olika aktieägare i valet mellan voice och exit varierar kraftigt mellan olika aktieägargrupper. Det räcker därför inte att analysera målföretaget utifrån graden av koncentrerat ägarskap - spritt ägarskap. Inte heller räcker det att göra en analys utifrån endast dimensionen institutionella ägare - privata aktieägare. Det är de olika ägargruppernas incitament till deras ägande som avgör hur de agerar i företaget och också

vilka faktorer som är viktiga och oviktiga vid ett fientligt bud. Att därför lägga ett bud utan att känna till vilka ägargrupper som finns representerade i målföretaget och hur dessa gruppers incitament till deras ägande är, är därför någonting som kommer att försämra sannolikheten att budet accepteras. Självklart har alla aktieägargrupper ett premium där de kommer att acceptera att sälja sina aktier, men detta premium kan skifta kraftigt och denna studie har visat att det finns andra faktorer som påverkar om aktieägarna känner sig manade till att sälja eller inte.

Vi kommer i diskussionen att resonera kring hur det budande företaget ska förhålla sig till de tre aktieägartyperna finansförvaltarna, investerarna och lojalisterna vid ett fientligt övertagningsförsök. Syftet med diskussionen är alltså att skapa en guide för hur ett företagsövertagande kan lyckas.

### **De tre aktieägartyperna**

***Finansförvaltaren.*** Då denna aktieägartyp inte är intresserad av, eller insatt i, det enskilda företags styrning i detalj, behövs endast finansiella medel som övertalning i en budprocess. Andra faktorer som om det budande företaget är noterat i ett annat land eller som lojalitet till det egna företaget är därför inte faktorer som måste tas med i beräkningen av hur budet bör läggas.

Eftersom denna grupp vill vara så lätrarlig som möjligt är det tydligt att ett kontantbud kommer att ha en betydligt högre acceptansgrad än ett aktiebud. Om möjligt bör därför ett kontantbud läggas för att öka sannolikheten för accept. För att försäkra sig om accept från finansförvaltaren krävs också att de erbjuds ett finansiellt rimligt premium. Nivån på detta premium är inte givet på förhand. Om finansförvaltaren äger aktier i bolaget men egentligen vill minska sin portfölj, eller äger aktier i bolaget som betalning på ett lån och därmed är en motvillig ägare i bolaget, krävs endast att finansförvaltaren kompenseras för en kortsiktig vinst i bolaget eller knappt ens det. Om finansförvaltaren däremot ser en ljus framtid i branschen och är en villig

ägare i bolaget måste finansförvaltaren kompenseras för det långsiktiga värdet av bolaget. Ett sätt att ta reda på vilken nivå på budets premium som är nödvändig för att skapa accept är att undersöka hur finansförvaltaren har kommit över aktierna i bolaget. Om finansförvaltaren är att klassificera som en motvillig ägare kan alltså ett lägre premium användas och ändå skapa accept.

Om uppskattningen av det nödvändiga premiet för accept skulle vara fel kan ett nytt bud läggas med ett högre premium. Detta kan i teorin upprepas tills finansförvaltaren når sin lägstanivå för exit eller att det budande företaget inte tycker att målföretaget är värd ett högre premium.

**Investeraren.** Investeraren som aktieägare har aktier i ett bolag som denna tror på långsiktigt och har därför som incitament till sitt ägande att på långt sikt kunna få en hög avkastning. Därför måste investeraren kompenseras för det långsiktiga värdet som investeraren identifierat i bolaget vid en budsituation. Förutom att kompenseras för det långsiktiga värdet vid ett bud kan investeraren, om budet är ett aktiebud, acceptera budet om ett sammanslagande av bolagen kan skapa ännu mer värde än enbart det egna bolaget ensamt. När budet är ett aktiebud blir därför synergieffekterna och det budande företags finansiella status investerarens hjärtefrågor. Det budande företag måste därför ha bra finanser och rimliga prospekt för att övertyga investeraren. Den största risken och det säkraste sättet att skapa voice hos investeraren är om det budande företags prospekt, beräkningar eller uppskattningar skulle uppfattas som felaktiga. Därför är tydlighet och öppenhet två karaktäristika som är av största vikt för investerare. Att som budande företag därför vara mycket transparent och tydligt härleda varifrån de tilltänka synergier kommer ifrån vid ett aktiebud är därför till stor fördel. Det kan spekuleras i om det inte är bättre att presentera lägre, men tydligt härledda synergier, än högre som inte uppfattas som realiserbara av investeraren.

## **Lojalisten**

Om en stor del av aktieägarna i målföretaget kan klassas som lojalister är det viktigt att skapa en positiv bild av det budande företaget. Den största risken för ett budande företag är att framstå som att ett sammangående skulle rubba kontinuiteten i bolaget. Normalt är budhandlingen mestadels ett finansiellt dokument som är till för att presentera det budande företaget, målföretaget och för att visa den finansiella rationaliteten bakom budet. När det finns många lojalister i målföretaget kan det istället vara till budets fördel att också lämna utrymme i budhandlingen för att bemöta lojalisternas oro inför ett eventuellt övertagande. T.ex. att funktioner såsom produktionen eller forskning kommer att hållas kvar i samma ort som tidigare.

Att som budande företag lägga ett bud över landsgränser kan innebära en svårighet om aktieägarna har en oro över att detta rubbar kontinuiteten i bolaget. Det är svårt att bemöta denna oro. Kanske kan kopplingar mellan det budande företaget och målföretagets hemland lyftas fram såsom t.ex. noteringar i målföretagets hemland eller belysning av det budande företags koppling till målföretagets hemland.

Det övergripande verktyget för att övertyga lojalister om att göra en exit från bolaget är att bygga förtroende. Detta innebär att de kan vara väldigt svåra att övertyga vid fientliga övertag eftersom styrelsen, som lojalisterna troligtvis har ett högt förtroende för, ställt sig negativa till budet. Om möjligt är det därför viktigt att försöka ha en kontinuerlig diskussion med styrelsen både innan budet läggs och under budprocessen och därmed i högsta möjliga mål försöka förhindra att budet blir fientligt.

***Förslag till vidare forskning.*** Vi har inom ramen för detta arbete endast kunna använda en fallstudie för att undersöka vilka faktorer som påverkar aktieägare. För att undersöka om våra slutsatser kan vara applicerbara på populationen av fientliga övertag i stort skulle fler fallstudier

behöva undersökas. Vi hoppas på att det i framtiden görs fler studier som inte enbart tar upp budets premium och dess utformning som påverkande faktorer som påverkar aktieägarnas val. En annan framtida forskningsvinkel skulle kunna behandla hur ett målföretag kan skapa en optimal ägarstruktur i sitt bolag för att skydda sig från fientliga övertag.

Ett andra förslag till fortsatt forskning är själva fallet Arctic Paper - Rottneros. Detta är ett unikt fall där många olika intressanta perspektiv går att applicera. I denna uppsats har vi försökt hålla oss till det strategiska perspektivet, men framtida studier skulle utan tvekan också kunna analysera fallet ur ett finansiellt eller juridiskt perspektiv. Det finns också möjligheter till framtida forskning att se fallet utifrån t.ex. Arctic Papers synvinkel och hur de resonerade kring bud- och övertagandeprocessen.

## REFERENSER

### Akademisk litteratur och rapporter

Besanko, D., Dranove, D., Schaefer, S., Shanley, M. 2013. *Economics of Strategy*. 6. uppl. John Wiley & Sons Inc.

Brown, L., Rosengren, S. 1987. Are hostile takeovers different? *Conference Series - Federal Reserve Bank of Boston* 31: 199-242.

Ericson, M. 1991. *Iggesundaffären*. Diss., Handelshögskolan i Stockholm.

Fama, E., Jensen, M. 1983. *Separation of Ownership and Control*. *Journal of Law and Economics* Vol. 26.

Goergen, M., Renneboog, L. 2004. Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management* 10 (1): 9-45.

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E. & Rydén, B. 1985. *Institutioner som aktieägare. Förvaltare? Industrialister? Klippare?*. Stockholm: SNS Förlag.

Hirschman, A. 1970. *Exit, voice, and loyalty. Responses to decline in firms, organizations and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Hirshleifer, D., Titman, S. 1990. Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids. *The Journal of Political Economy - The University of Chicago Press* 98 (2): 295-324.

Jansson, A. 2007. *Collective Action Among Shareholder Activists*. Växjö University Press.

Munck, J. 2014. *Sveriges Rikes Lag*.

Nachemson-Ekwall, Sophie. 2012. *An Institutional Analysis of Cross-border Hostile Takeovers*. Diss., Handelshögskolan i Stockholm

## Elektroniska källor

Affärsvärlden. 2014. *Meda avfärdar Mylanbud*. <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article3822881.ece>

Publicerad: 28/4 2014

Hämtad: 12/5 2014

Aktiemarknadsnämnden. 2013. *Aktiemarknadsnämndens uttalande 2013:09*.

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/201309>

Publicerad: 24/1 2013

Hämtad: 20/5 2014

Arctic Paper (1). 2014. *About us*.

<http://www.arcticpaper.com/sv/Arctic-Paper/Arctic-Paper/About-us/>

Hämtad: 8/5 2014

Arctic Paper (2). 2012. *Erbjudande till aktieägarna i Rottneros AB*.

<http://www.arcticpaper.com/Global/IR%20Documents/Rottneros%20Offer%20Documents/SV/Arctic-Paper-Erbjudandehandling.pdf>

Publicerad: 7/11 2012

Hämtad: 7/4 2014

Arctic Paper (3). 2012. *Arctic Paper bildar en integrerad massa- och finpapperskoncern med ledande position i Europa – offentliggör ett rekommenderat erbjudande till aktieägarna i Rottneros*.

<http://www.arcticpaper.com/Global/IR%20Documents/Rottneros%20Offer%20Documents/SV/Pressmeddelanden/Arctic-Paper-pressmeddelande-121107.pdf>

Publicerad: 7/11 2012

Hämtad: 7/4 2014

Bernander, M. 2013. *Rottneros: Ägarförändringar har ingen stor betydelse - VD*. SvD Börs.

<http://bors-nliv.svd.se/index.php/news/detail/a0978f53-b667-4190-b5b8-46cd6796a73a>

Publicerad: 1/2 2013

Hämtad: 15/5 2014

Berle, A., Means, G. 1932. *The Modern Corporation & Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc.

[http://books.google.se/books?id=mLdLHhqxUb4C&printsec=frontcover&source=gbs\\_ge\\_summary\\_r&cad=0#v=onepage&q&f=false](http://books.google.se/books?id=mLdLHhqxUb4C&printsec=frontcover&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false)

Hämtad: 31/5 2014

Börsforum Sverige AB. 2009. *Börsnotering i Arctic Paper S.A.*

[http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-notering/arctic\\_paper\\_sa/532](http://www.nyemissioner.se/foretag/planerad-notering/arctic_paper_sa/532)

Publicerad: 23/10

Hämtad: 23/5 2014



The Economist. 2012. *Exit Albert Hirschman*.

<http://www.economist.com/news/business/21568708-great-lateral-thinker-died-december-10th-exit-albert-hirschman>.

Publicerad: 22 december 2012

Hämtad: 16 april 2014

Dagens Industri (1). 2014. *Mylan stiger på Meda-bud*.

<http://www.di.se/artiklar/2014/4/25/mylan-stiger-pa-meda-bud/>

Publicerad: 25/4 2014

Hämtad: 15/5 2014

Dagens Industri (2). 2012. *Storägare välkomnar Rottneros nej till Arctic Papers bud*.

<http://www.di.se/artiklar/2012/11/26/storagare-valkomnar-rottneros-nej-till-arctic-papers-bud/>

Publicerad: 26/11 2012

Hämtad: 20/4 2014

Dagens Industri (3). 2012. *Arctic Paper vägrar ge upp striden om Rottneros*.

<http://www.di.se/artiklar/2012/12/14/arctic-papers-vagrar-ge-upp-striden-om-rottneros/>

Publicerad: 14/12 2012

Hämtad: 20/4 2014

Dagens Industri (4). 2013. *Arctic Paper ger upp Rottneros*.

<http://www.di.se/artiklar/2013/2/27/arctic-paper-ger-upp-rottneros/>

Publicerad: 27/2 2013

Hämtad: 20/4 2014

Dagens Industri (5). 2013. *Stämman röstade nej till Rottneros-utdelning*.

<http://www.di.se/artiklar/2013/3/22/stamman-rostade-nej-till-rottneros-utdelning/>

Publicerad: 22/3 2013

Hämtad: 20/4 2014

Dagens Industri (6). 2012. *Det hemliga budet på Rottneros*.

<http://www.di.se/artiklar/2012/11/6/det-hemliga-budet-pa-rottneros/>

Publicerad: 6/11 2012

Hämtad: 20/4 2014

Dagens Nyheter. 2004. *Scania lägger bud på Ainax-aktierna*. <http://www.dn.se/ekonomi/scania-lagger-bud-pa-ainax-aktierna/>

Publicerad: 1/11 2004

Hämtad: 12/5 2014

Rolander, D. 2010. *Emissioner räddar Rottneros från ruin*. Aktiespararna.

[http://www.aktiespararna.se/analys\\_rottneros1001](http://www.aktiespararna.se/analys_rottneros1001)

Publicerad: 14/1 2010

Hämtad: 8/4 2014

Rottneros (1). 2014. *Årsredovisning 2013*.

<http://www.rottneros.com/afw/files/press/rottneros/20140319-67834-sv-1.pdf>

Publicerad: 21/3 2014

Hämtad: 9/5 2014

Rottneros (2). 2014. *Om oss*.

<http://www.rottneros.com/sv/content/om-oss>

Hämtad: 8/5 2014

Rottneros (3). 2012. *Statement by the Board of Directors of Rottneros AB (publ) in relation to Arctic Paper S.A.'s public takeover offer*.

[http://www.rottneros.com/en/press?s=detail&afw\\_id=1258577](http://www.rottneros.com/en/press?s=detail&afw_id=1258577)

Publicerad: 7/11 2012

Hämtad: 5/4 2014

Rottneros (4). 2012. *Kompletterande information från styrelsen för Rottneros AB (publ) rörande Arctic Papers bud på bolaget*.

[http://www.rottneros.com/afw/index.php?p=press&s=detail&afw\\_id=1260096&afw\\_lang=sv](http://www.rottneros.com/afw/index.php?p=press&s=detail&afw_id=1260096&afw_lang=sv)

Publicerad: 26/11 2012

Hämtad: 5/4 2014

Wande, H. 2012. *Rådgivarna bakom Rottneros-affären*.

[http://www.realtid.se/ArticlePages/201211/07/20121107091049\\_Realtid160/20121107091049\\_Realtid160.dbp.asp?Action=Print](http://www.realtid.se/ArticlePages/201211/07/20121107091049_Realtid160/20121107091049_Realtid160.dbp.asp?Action=Print)

Publicerad: 7/11 2012

Hämtad: 2/4 2014

Wiman, J. 2009. *Lyckad börsintroduktion i Polen för Arctic Paper*.

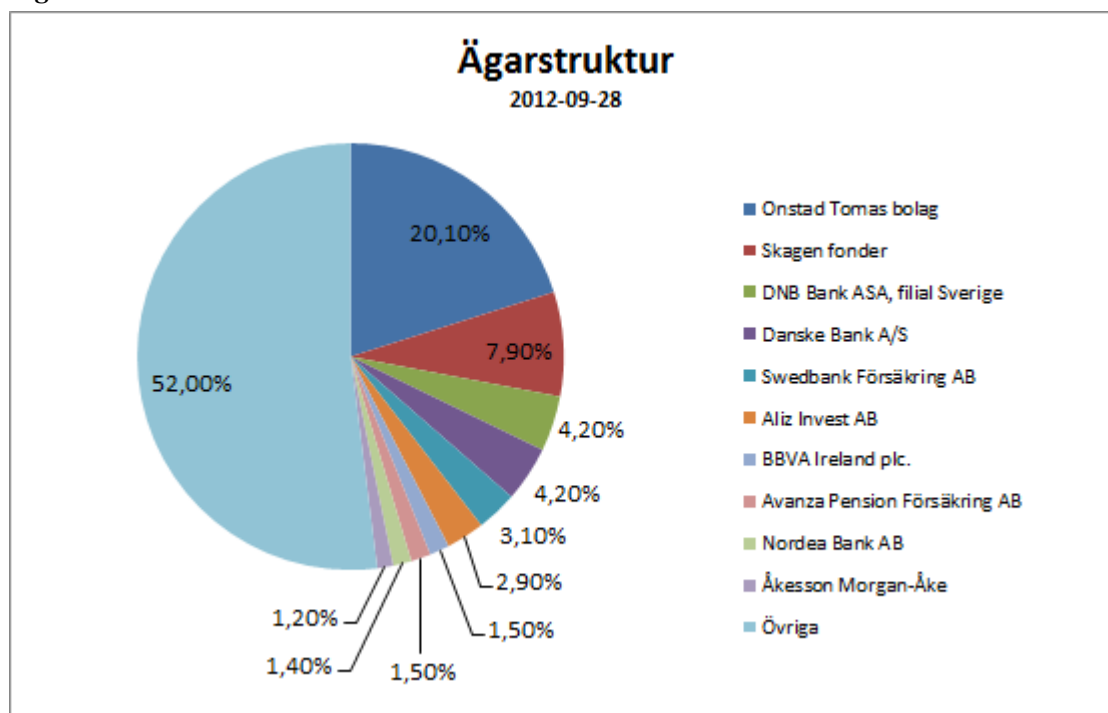
<http://ttela.se/ekonomi/naringsliv/1.621129-lyckad-borsintroduktion-i-polen-for-arctic-paper>

Publicerad: 27/10 2009

Hämtad: 23/5 2014

## BILAGOR

Figur 1



Figur 2

