



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

VT-17

Vikten av ett effektivt försvar

Om effektiviteten av försvarsåtgärder vid fientliga företagsförvärv i Sverige och USA

Författare:

Joel Wennerholm

Martin Billing

Azra Osmani

Handledare:

Maria Gårdängen

Sammanfattning

Titel: Vikten av ett effektivt försvar - *Om effektiviteten av försvarsåtgärder vid fientliga företagsförvärv i Sverige och USA*

Seminariedatum: 2017-05-31

Kurs: FEKH89

Författare: Joel Wennerholm, Martin Billing, Azra Osmani

Handledare: Maria Gårdängen

Fem nyckelord: Fientliga företagsförvärv, försvarsåtgärder, budpremie, Sverige, USA

Syfte: Att utreda de praktiska möjligheterna till, och effekterna av, vidtagande av försvarsåtgärder i Sverige respektive USA. Med detta avses särskilt att undersöka i vad mån vidtagande av försvarsåtgärder kan leda till höjd budpremie eller förhindrat förvärv.

Metod: I studien tillämpas en kvantitativ metod med en deduktiv ansats. Datainsamlingen genomförs med hjälp av Zephyr, Mediarkivet och årsredovisningar. Datan analyseras med hjälp av binära logistiska regressionsanalyser som genomförs i statistikprogrammet SPSS.

Teoretiska perspektiv: Uppsatsen utgår ifrån teori som utpekar vidtagande av försvarsåtgärder som någonting värdeskapande för aktieägare. Denna teori balanseras även av Principal-agent-teorin där intressekonflikten mellan företagsledning och aktieägare är det centrala. Utöver detta anläggs även ett juridiskt perspektiv som synliggör skillnader i förutsättningar för vidtagande av försvarsåtgärder i de svenska och amerikanska rättsordningarna.

Empiri: Genomsökningen i Zephyr av samtliga fientliga bud i Sverige och USA under tidsperioden 2006-01-01 till 2016-12-31 genererade 28 fall i Sverige och 52 fall i USA. Totalt genomfördes sex logistiska regressionsanalyser; fyra analyserade försvarsåtgärders effektivitet i Sverige respektive USA, två analyserade effektiviteten av att bestrida bud beroende av vilket land målbolaget är noterat i.

Resultat: Av datainsamlingen och de därpå genomföra regressionsanalyserna framgick att inget samband kunde påvisas beträffande vidtagande av en viss försvarsåtgärd och höjd budpremie respektive förhindrat förvärv varken i Sverige eller i USA. Däremot påvisades ett samband mellan vilket land målbolaget var noterat i och huruvida bestridandet av det fientliga förbudet ledde till en höjd budpremie respektive förhindrat förvärv. Sambandet innebar att det kunde påvisas att bestridande av fientliga förvärv och vidtagande av försvarsåtgärder är mer effektivt för målbolag noterade på den amerikanska marknaden än på den svenska marknaden.

Summary

Title: Vikten av ett effektivt försvar - *Om effektiviteten av försvarsåtgärder vid fientliga företagsförvärv i Sverige och USA*

Seminar date: 2017-05-31

Course: FEKH89

Authors: Joel Wennerholm, Martin Billing, Azra Osmani

Advisor: Maria Gårdängen

Key words: Hostile takeovers, takeover defences, bid premium, Sweden, USA

Purpose: The aim of this study is to examine the practical possibilities and effects of undertaking defensive measures with regard to hostile corporate takeovers in Sweden and the US. This endeavour especially entails the examination of the impact of the undertaking of defensive measures as it relates to an increase in bid premium or aversion of a hostile corporate takeover.

Methodology: The methodology of the study is of quantitative nature with a deductive onset. The collection of data has been gathered from databases such as Zephyr and Mediarkivet, as well as end of year reports and financial press articles. The data has been analysed using a number of binary logistic regression analysis in the statistical computer program SPSS.

Theoretical perspectives: The starting point of the theory applied in this study is the theory of defensive measures as value creating from the standpoint of shareholders. This view is supplemented by the principal-agent theory, in which the conflict of interest between management and shareholders is of interest. A legal perspective is applied as well, with the intent to display how different jurisdictions entails deceive ramifications regarding the conditions in which defensive measures may be used in the Swedish and American legal systems.

Empirical foundation: The search in the database Zephyr for all hostile corporate takeovers in Sweden and the US, within the time frame of 2006-01-01 to 2016-12-31, resulted in 28 cases in Sweden and 52 cases in the US. In total, six logistical regression analysis was performed, of which four of them analysed the effects of undertaking defensive measures in Sweden and the US. The remaining two analysed the effects of undertaking defensive measures as dependent upon which country the subject of takeover was publicly listed.

Conclusions: From the data collection and the then following regression analysis it became apparent that no statistical connection could be made between the undertaking of a certain defensive measure and rising bid premium or aversion of hostile takeover in Sweden as well as the US. However, a statistical connection was shown between the undertaking of defensive measures in general and rising bid premium as dependent upon the country in which the subject for takeover was publicly listed. The connection shows that the undertaking of defensive measures was more effective among companies publicly listed in the US than they were among companies publicly listed in the Swedish market.

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Summary	3
Innehållsförteckning	4
1. Inledning	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Problemformulering	7
1.4 Syfte	7
1.5 Definitioner och avgränsningar	7
1.6 Disposition	8
2. Teori	10
2.1 Principal/agent-problematiken	10
2.2 Företagsförvärv	12
2.2.1 <i>Former av företagsförvärv</i>	12
2.2.2 <i>Motiv bakom företagsförvärv</i>	13
2.3 Fientliga förvärv	14
2.4 Försvarsåtgärder	15
2.4.1 <i>Preventiva försvarsåtgärder</i>	15
2.4.2 <i>Reaktiva försvarsåtgärder</i>	16
3. Lagstiftning	19
3.1 Svensk rätt	19
3.1.1 <i>Flaggning</i>	19
3.1.2 <i>Budplikt</i>	20
3.1.3 <i>Offentligt bud</i>	20
3.1.4 <i>Försvarsåtgärder</i>	21
3.2 Amerikansk rätt	23
3.2.1 <i>Federal rätt</i>	23
3.2.2 <i>Delstatsrätt</i>	24
3.3 Sammanfattning	24
4. Metod	26
4.1 Val av metod och forskningsansats	26
4.2 Datainsamling	27
4.3 Urval	27
4.3.1 <i>Databortfall</i>	29
4.4 Statistiskt tillvägagångssätt	29
4.4.1 <i>Hypotesformulering</i>	30
4.4.2 <i>Regressionsanalys</i>	32
4.4.3 <i>Oberoende variabler</i>	33

4.4.4 <i>Beroende variabler</i>	33
4.5 Metodkritik	34
4.5.1 <i>Validitet</i>	34
4.5.2 <i>Reliabilitet</i>	35
4.5.3 <i>Källgranskning</i>	36
5. Empiri	37
5.1 Presentation av insamlad data	37
5.2 Resultat av regressionsanalyser	38
6. Resultat och analys	41
6.1 Resultat och hypotesprövning	41
6.2 Förvärv och vidtagandet av försvarsåtgärder	43
6.3 Juridiska förutsättningar	44
7. Slutsatser och avslutande reflektioner	47
7.1 Slutsatser	47
7.2 Förslag till vidare forskning	48
Källförteckning	50
Bilagor	53

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Fientliga uppköp av företag är en företeelse som genererar stort massmedialt intresse och inte sällan skriver de större svenska finansmedierna om fientliga förvärv på den svenska och internationella marknaden. Kittlande i sammanhanget är användandet av s.k. försvarsåtgärder med amerikanska namn som exempelvis *Crown Jewel*, *Pac Man* eller *Poison Pill*. Det som inte uppmärksammas i samma utsträckning är vilken konsekvens vidtagande av dessa försvarsåtgärder har för aktieägare, personer i företagsledning eller andra anställda. Inte heller uppmärksammas det hur olika länder erbjuder företagsledningar vitt skilja förutsättning att försvara sig mot fientliga uppköp och vad detta har för påverkan på budpremier eller vad det innebär för olika intressenter.

1.2 Problemdiskussion

Att ledningen för ett företag vidtar åtgärder för att förhindra ett uppköpsförsök att misslyckas är ett fenomen som har gett upphov till en rik flora företagsekonomiska studier och litteratur. Duggal och Cudd (1993) identifierade tidigt ett behov av att genomföra en studie inom det amerikanska forskningsfältet som fokuserade på att utröna huruvida det går att finna en korrelation mellan vilken försvarsåtgärd som tillämpas och konsekvenserna av det fientliga uppköpsförsöket. Schoenberg och Thornton (2006) har utfört en liknande studie om möjligheterna att genomföra försvarsåtgärder i Storbritannien och vilka konsekvenser vidtagandet av försvarsåtgärder vid ett fientligt uppköp kan ge upphov till hos styrelseledamöter och aktieägare.

Inom litteraturen bör Orrbeck, *Företagsförvärv i praktiken* (2006), och Sevenius, *Företagsförvärv* (2011), särskilt lyftas fram som sådana verk som på ett holistiskt vis redogör för den komplexa process som ett företagsförvärv innebär, där hänsyn tas till juridiska såväl som ekonomiska implikationers praktiska påverkan för processen. Nachemson-Ekwall (2014) har undersökt hur regleringen av uppköpsförfarandet i svensk rätt påverkar hur uppköp

faktiskt genomförs och hur den svenska modellen för företagsförvärv skiljer sig från hur företagsförvärv genomförs i övriga Europa.

Trots att forskningsområdet kan beskrivas som i vart fall någorlunda utforskat, återstår det en del frågetecken som bör utredas. Även om det finns forskning som synliggör skillnaderna mellan hur olika länders lagstiftning påverkar möjligheten till vidtagandet av försvarsåtgärder utgår ämnets forskning huvudsakligen från amerikansk lagstiftning (Armour & Skeel, 2007; Schnepfer & Guillen, 2011). Vidare bör det nämnas att diverse försvarsåtgärders respektive effektivitet studerats, där aktievärde hos budgivande bolag såväl som målbolag undersökts (Shleifer & Vishny, 2003). Effektiviteten har även undersökts som ett mått på hur väl försvarsåtgärder försvårar ett uppköp, påverkar budpremie eller är marknadsmässigt nyttigt (Bange & Mazzeo, 2004; Scherer, 1988). Det som saknas är en studie som ur ett komparativt perspektiv undersöker förutsättningarna för vidtagandet av försvarsåtgärder i Sverige och USA, där diverse försvarsåtgärders effektivitet också mäts utefter hur de påverkar budpremien eller försvårar genomförandet av ett uppköp.

1.3 Problemformulering

Problematiken i den ovan anförda forskningsbakgrunden har gett upphov till uppsatsens frågeställning som lyder:

- Finns det ett samband mellan de rättsliga förutsättningarna att vidta försvarsåtgärder och hur effektivt styrelsen i målbolag kan bemöta fientliga uppköpsförsök i Sverige respektive USA?

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att utreda möjligheterna till, och effekterna av, försvarsåtgärder i Sverige respektive USA. Med detta avses särskilt att undersöka i vad mån vidtagande av försvarsåtgärder kan leda till höjd budpremie eller förhindrat förvärv.

1.5 Definitioner och avgränsningar

Innan företagsförvärv och dess ekonomiska följder kan diskuteras är det av vikt att klargöra vad som egentligen faller under termen *företagsförvärv* så som begreppet kommer behandlas

i uppsatsen. På grund av de många olika sätt som företagsförvärv kan genomföras och på grund av den varierande terminologi som brukas i media och i juridiska respektive ekonomiska sammanhang kan det finnas svårigheter i att förstå vad som egentligen faller under begreppet. I det följande kommer företagsförvärv endast att syfta till förvärv av kommersiell natur. Det innebär att företagsförvärv som inte är av affärsmässig natur inte kommer att behandlas. Således kommer förvärv som endast är del av omstruktureringar av koncerner eller generationsskiften i familjeägda företag att lämnas därhän (Sevenius, 2011). Därtill kommer företagsförvärv i uppsatsens mening att avse de situationer då ett offentligt bud presenteras för målbolaget av det köpande bolaget. Med fientliga förvärv avses situationer då målbolagets styrelse är negativt inställd till budet från det uppköpande bolaget.

Beträffande termen företagsförvärv är det även av vikt att klargöra de begrepp som kommer att användas synonymt i uppsatsen. Med förvärv kommer termerna *uppköp* och *takeover* att likställas. Detta är särskilt nyttigt att ha i åtanke avseende det rättsliga avsnittet då *takeover* är den beteckning på företagsförvärv som tvivelsutan är den vanligast förekommande i den svenska och amerikanska juridiska doktrinen. Uppsatsen kommer vidare endast att undersöka reaktiva åtgärder, varvid proaktiva åtgärder som exempelvis *Golden parachute* och *Staggered board* inte kommer att behandlas.

I uppsatsen kommer datainsamlingen begränsas på så vis att endast data mellan åren 2006-2016 kommer att behandlas. Avgränsningen görs då den svenska lagstiftningen om företagsförvärv genomgick en förändring år 2006 i och med implementeringen i svensk rätt av *takeover*-direktivet och ikraftträdandet av Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (citeras LUA).

1.6 Disposition

Uppsatsen kommer att vara disponerad på så vis att läsaren inledningsvis ges en redogörelse av den teori som är relevant för uppsatsens syfte och frågeställningar. Som en del av teoriavsnittet men i ett eget kapitel kommer gällande rätt i USA och Sverige att behandlas. Därefter presenteras metoden för uppsatsens genomförande. Efter metodavsnittet presenteras

uppsatsens empiri och uppsatsen avslutas sedan av en presentation och analys av resultatet av studien.

Kapitel två redogör för grundläggande teori kring företagsförvärv i allmänhet och fientliga förvärv i synnerhet. I samband med avsnittet om fientliga förvärv behandlas även försvarsåtgärder. Kapitel tre som följer kommer att rymma en redogörelse av gällande rätt beträffande företagsförvärv och försvarsåtgärder i Sverige respektive USA. I kapitel fyra presenteras och problematiseras den metod enligt vilken uppsatsen är skriven och studien genomförd. Därefter anges i kapitel fem en presentation av insamlad empiri varpå kapitel sex innehåller en presentation av resultatet och en analys av detsamma. Avslutningsvis presenteras i kapitel sju författarnas avslutande reflektioner.

2. Teori

I detta kapitel kommer det att redogöras för den teori som ligger till grund för uppsatsen. Inledningsvis kommer konflikten mellan principaler och agenter att diskuteras tillsammans med teorin om varför uppköp kan vara en förmånlig företeelse för aktieägare. Därefter kommer grundläggande teori om företagsförvärv att behandlas. Resterande del redogör för förhållandet mellan företagsförvärv och principal/agent-problematiken i samband med fientliga uppköp och vilka försvarsåtgärder som står till buds i sådana situationer.

2.1 Principal/agent-problematiken

Principal/agentproblematiken är en företagsekonomisk teori som behandlar de intressekonflikter som kan förekomma i kontrakts- eller kontraktsliknande förhållanden mellan en principal och en agent. Principalen, som när det är fråga om aktiebolag motsvaras av aktieägarna, karaktäriseras av att denne har ett visst intresse vars förfogande lämnas över till en agent, som i det här sammanhanget representeras av företagsledningen. Teorin utmynnar från antagandet att dessa aktörers intressen har en tendens att divergera och att det finns en nytthet att försöka förena parternas intressen för att nyttomaximera (Hart, 1995; Hill & Jones, 1992, s. 131 ff). Det som är intressant för denna framställning är inte de bolagsstyrningsmetoder som kan tillämpas med ledning av teorin, utan istället just antagandet att det finns motstående intressen hos agenter och principaler, vilket kan ge upphov till vidtagandet av försvarsåtgärder.

Eisenhardt (1989) förklarar principal/agent-teorin ytterligare genom att lyfta fram två exempel på hur problematiken kan ta sig uttryck: *moral hazard* och *adverse selection*. Dessa två problem utgår ifrån att det inte kan föreligga ett fullständigt utbyte av information i förhållanden mellan en principal och en agent. Då principalen inte kan känna till hur agenten kommer att agera kan heller inte ömsesidigt gynnande överenskommelser göras, så kallade fullständiga kontrakt. En avsaknad av fullständig information leder dels till *adverse selection*, som innebär att en av parterna förskönar bilden av sig själv vilket gör att den andra parten får en missvisande bild av motparten, dels till *moral hazard*, vilket innebär att en av parterna ges

utrymme att agera opportunistiskt tack vare avsaknaden av fullständig information och därmed utan den andra partens vetskap (Eisenhardt, 1989).

Intressekonflikten mellan principalen och agenten i anslutning till aktiebolag blir särskilt framträdande när det är fråga om företagsförvärv på grund av de vitt skilda konsekvenser förvärvet kan få för aktieägarna och företagsledningen. Exempelvis kan målbolagets aktieägarna gynnas av att målbolaget blir uppköpt genom den budpremie som oftast följer av ett uppköp. Företagsledningen i målbolaget kan å andra sidan förhålla sig klart mindre välvilliga till ett uppköp då ledningen riskerar att bytas ut i samband med förvärvet (Bange & Mazzeo, 2004). Forskning visar att det generellt finns ett tydligt samband mellan uppköp och styrelseomsättning, i synnerhet vid fientliga bud (Pearce & Robinson, 2004). Vid företagsförvärv består således en stor del av problematiken mellan målbolagets aktieägare och företagsledning/styrelse av just moral hazard eftersom agenten agerar efter egenintresse och vidtar försvarsåtgärder av självbevarelsedrift snarare än för att verka för aktieägarkollektivets intresse.

Vid ett uppköp av ett företag, rekommenderat såväl som fientligt, innebär detta i regel att existerande aktieägare erhåller ett vederlag för sina aktieinnehav som överstiger det marknadsmässiga priset. Detta eftersom det uppköpande bolaget avkrävs en premie för kontrollen över bolaget såväl som för de synergieffekter eller andra affärsmässiga fördelar som motiverar företag att genomföra köpet. Det finns dessutom forskning som utpekar vidtagandet av försvarsåtgärder som en företeelse som trissar upp det pris som det uppköpande bolaget behöver betala. Av den anledningen kan det argumenteras för att det utifrån ett aktieägarperspektiv finns ett intresse av vidtagandet av försvarsåtgärder eftersom detta leder till högre vederlag (Pearce & Robinson, 2004). Detta perspektiv argumenterar därför för att det är styrelsen i ett målbolagets jobb att aktivt arbeta för att aktieägarna ska erhålla en så hög premie som möjligt, vilket kan omfatta vidtagandet av s.k. försvarsåtgärder (Schoenberg & Thronton, 2006, s. 142 ff). Hur vederlaget bestäms och varför alla aktieägare erhåller samma vederlag kommer det att redogöras för i avsnitt tre, där gällande reglering på den svenska och amerikanska marknaden behandlas.

2.2 Företagsförvärv

Såväl de bakomliggande motiven till företagsförvärv som de olika formerna sådana transaktioner kan anta skiljer sig åt bland annat beroende på vilken relation de olika företagen i transaktionen har till varandra och vilken bransch de olika företagen är verksamma i. För att förstå hur företagsförvärv motiveras hos köparsidan är det av vikt att inledningsvis redogöra för de olika former ett företagsförvärv kan anta.

2.2.1 Former av företagsförvärv

När det är fråga om att kategorisera de olika formerna av företagsförvärv är det av vikt att till att börja med se till vilken juridisk form förvärv kan anta. Företagsförvärv delas i juridisk mening in i *aktieöverlåtelser* och *inkrånmsförvärv*. Inom ramen för denna framställning är det endast aktieöverlåtelser som är relevanta eftersom det är omöjligt att genomföra ett fientligt inkranmsförvärv. En sådan överlåtelse kan endast äga rum genom styrelsens försorg och förutsätter således att ledningen ser positivt på affären (8 kap. 4 & 29 §§ ABL).

Utöver förvärvens juridiska form kan de kategoriseras utifrån mer praktiska kriterier. Det kan bland annat göras en indelning mellan *industriella* och *finansiella* förvärv där syftet med förvärvet avgör hur det ska kategoriseras (Hillier et al. 2014, s.660). När det är fråga om *industriella förvärv* är uppköpande företag och målbolag verksamma i samma eller närliggande branscher och syftet med förvärvet är att uppnå synergieffekter som inte hade kunnat uppnås om de bägge företagen fortsatt sin verksamhet på varsitt håll. En form av industriella förvärv, som diskuteras är *disciplinära förvärv*. Disciplinära förvärv innebär att det uppköpande bolaget genomför en omstrukturering av målbolaget i syfte att effektivisera verksamheten vilket i de flesta fall medför ett skifte av företagsledning i målbolaget (Kini, Kracaw & Mian, 2004, s. 1511 ff). Förestående disciplinära förvärv är därmed, vilket kommer framgå senare i uppsatsen, en framträdande orsak till att försvarsåtgärder vidtas. *Finansiella förvärv* innebär att uppköpande företag har ett rent finansiellt syfte med målbolaget och behandlar det således som en investering. Värdet vid finansiella förvärv skapas bland annat genom att målbolag förvärvas till ett lägre pris än vad de senare kan avyttras för (Sevenius, 2011, s. 160 ff.).

Företagsförvärv kan även delas in i *vertikala* och *horisontella* förvärv baserat på det uppköpande företaget och målbolagets relation till varandra.. Det bör klargöras att både vertikala och horisontella förvärv är att betrakta som industriella förvärv då syftet är att uppnå synergieffekter. Vertikala förvärv innebär att parterna till transaktionen har en sådan relation till varandra att de befinner sig i olika led i förädlingskedjan, exempelvis kan målföretaget vara en leverantör till det uppköpande företaget. Horisontella förvärv karakteriseras av att det uppköpande företaget och målbolaget befinner sig på samma nivå i förädlingskedjan och därmed är konkurrerande företag. Värdeskapandet vid vertikala förvärv består i att förädlingskedjan reduceras och produktionen därmed effektiviseras. Vid horisontella förvärv består värdet i att de bägge företagen efter förvärvet kan uppnå skalfördelar (Shenoy, 2008, s. 1-14; Walker, 2000, s. 55 ff). Det finns även finansiella motiv med horisontella förvärv som innebär att de bägge företagen kan utnyttja stordriftsfördelarna som följer av förvärvet för att finansiera verksamhet och expansion (Andrén et al. 2015, s. 294).

2.2.2 Motiv bakom företagsförvärv

Ett grundläggande motiv för samtliga kommersiella företagsförvärv är enligt Orrbeck (2010) att generera en höjd marknadsandel och en ökad försäljning för det köpande företaget. Sevenius (2011) utvecklar vidare att de starkaste motiven bakom företagsförvärv är att stärka det uppköpande bolagets utveckling, vilket kan brytas ner till tre stundom överlappande motivbilder: *rörelsemotiv*, *värdesmotiv* och *ledningsmotiv*.

Rörelsemotiv innebär att syftet med företagsförvärvet är att generera tillväxt genom att lönsamheten i det uppköpande företagens verksamhet ökar. Helt enkelt ska verksamheten i det uppköpande företaget bli mer ekonomiskt effektiv, därför gör bolaget ett förvärv av målbolaget. Andrén et al. (2015) nämner en liknande motivbild genom att företag kan sakna erforderlig kompetens och därmed förvärvar ett målbolag som besitter den önskvärda spetskompetensen vilket stärker rörelsen i köparföretaget. Därmed följer det naturligt att rörelsemotiv ofta föreligger vid industriella förvärv då syftet med industriella förvärv är att uppnå synergieffekter.

Om företagsförvärvet istället görs med ett *värde*motiv finns det ett rent finansiellt syfte med förvärvet som innebär att målbolaget köps upp i egenskap av en finansiell tillgång. Företagsförvärvet är med andra ord en investering som görs bland annat i syfte att diversifiera risk, skapa aktieägarvärde samt generera vissa skattefördelar som kan uppstå i de fall målbolaget är ett underskottsbolag (Sevenius, 2011, s. 165 ff.).

Den tredje motivbilden Sevenius (2011) diskuterar är *lednings*motiv. Ledningsmotiv innebär att syftet med företagsförvärvet är att stärka ledningen inom det uppköpande företaget. Genom förvärvet av målbolaget kan ledningen i det uppköpande bolaget visa sig handlingskraftig och på så vis stärka sin egna renommé (Sevenius, 2011, s. 169 f.).

Som tidigare nämndes finns det emellertid svårigheter med att formulera kriterier som möjliggör att varje företagsförvärv som genomförs kan kategoriseras på ett korrekt sätt. Företagsförvärv kan genomföras på många olika sätt, i olika former och med olika bakomliggande motiv och inte sällan överlappas de förvärvsformer och motivbilder som har redogjorts för ovan.

2.3 Fientliga förvärv

Den tidigare redogjorda agentproblematiken mellan aktieägarna och företagsledningen framträder i allra högsta grad vid företagsförvärv. Då budet från det uppköpande bolaget i princip undantagslöst inkluderar en budpremie som tillfaller målbolagets aktieägare har dessa ofta en positiv inställning till uppköpet. Ledningen för målbolaget har däremot inte samma incitament att vara vänligt inställda då det köpande företaget inte sällan väljer att byta ut företagsledningen för målbolaget efter uppköpet (Bange & Mazzeo, 2004). Ett fientligt företagsförvärv skiljer sig åt mot ett ordinärt, välkommet förvärv i det att företagsledningen för målbolaget vid fientliga förvärv inte vill att uppköpet ska genomföras. Det är med andra ord bolagsledningens inställning till eventuella uppköp som avgör om de är att anse som fientliga eller inte (Shivdasani, 1993).

Ett icke-fientligt företagsförvärv genomförs i vanliga fall genom att företagsledningarna i det uppköpande bolaget och målbolaget kommer överens om ett bud och uppköpet verkställs när

aktieägarna i respektive bolag går med på det bud som företagsledningarna har förhandlat fram. Ett sådant förfarande brukar normalt föregås av förhandlingar, due-diligence genomgång för att fastställa ett värde på bolaget i syfte att nå ett vederlag som motsvarar en värdering av målbolaget som bägge parter är nöjda med. Vid fientliga uppköp riktar det uppköpande bolaget istället ett bud direkt till målbolagets aktieägare utan att förhandla med företagsledningen för målbolaget (Bergström & Samuelsson, 2015, s 99). Vid risk för ett fientligt uppköp är därmed målbolagets ledning måna om att uppköpet inte ska genomföras och kan i det syftet vidta möjliga åtgärder mot det annonserade budet för att försvåra eller omöjliggöra köpet av målbolaget (Bange & Mazzeo, 2004).

2.4 Försvarsåtgärder

Försvarsåtgärder delas ofta in i *proaktiva försvarsåtgärder* som är av en mer preventiv natur och vidtas av målbolaget innan bud har annonserats och *reaktiva försvarsåtgärder* som följaktligen vidtas efter att ett bud har annonserats eller då en annonsering av bud är nära förestående (Sevenius, 2011). Poängen med vidtagandet av försvarsåtgärder är antingen att mota bort det budgivande bolaget och göra uppköpet omöjligt eller i vart fall frustrerat, alternativt att driva upp budet för att sålades säkerställa en premie till aktieägarna. Det som är relevant för denna framställning är som tidigare nämnts att undersöka om vidtagandet av diverse försvarsåtgärder är effektiva i den mening att de påverkar budpremie eller försvårar uppköp. Av den anledningen är det inte intressant att studera de försvarsåtgärder som är av proaktiv natur eftersom dessa inte kommer som en konsekvens av ett konkret bud, till skillnad från reaktiva försvarsåtgärder. Vi kommer därför endast inledningsvis att kontextuellt och översiktligt nämna tre kända proaktiva åtgärder, medan större uppmärksamhet fästs vid de åtgärder som utgör en reaktion mot ett konkret bud.

2.4.1 Preventiva försvarsåtgärder

Golden parachute

Golden parachute är en form av bonusförsvar som innebär att företagsledningen för målbolaget får generösa avgångsvederlag eller bonusar om målbolaget blir uppköpt. *Golden parachute* är således en proaktiv försvarsåtgärd som medför att målbolaget blir mindre attraktivt för det eventuellt köpande bolaget då det är det köpande bolaget som får stå

kostnaderna för företagsledningens avgångsvederlag vid ett eventuellt uppköp (Statin, 2006 s. 81).

Staggered board

Staggered board innebär att målbolaget reglerar valet av styrelseledamöter så att exempelvis endast en tredjedel av ledamöterna kan bytas ut per år, vilket försvårar för en ny storägare att skaffa sig kontroll över ledningen i bolaget (Gaughan, 2011, s 198 f).

Poison pill

Försvarsåtgärden *poison pill*, på svenska kallat giftpillerförsvar, ska i breda drag förstås som varje åtgärd som direkt efter ett eventuellt uppköp gör målbolaget mindre attraktivt för det köpande bolaget. Exempelvis att det tas in klausul i bolagsordningen som stipulerar rätten för existerande aktieägare att köpa lagrade aktier till ett förmånligt pris om det skulle komma ett offentligt bud på bolagets utestående aktier. Eller att utestående företagsobligationer ska återköpas med premie om företaget blir föremål för ett offentligt bud. Därmed leder ofta giftpillerförsvar, vilket namnet antyder, till att målbolaget ofta förlorar värde genom att aktievärdet i regel sjunker efter att försvarsåtgärden har vidtagits. *Poison pill* är på sätt och vis ett samlingsnamn för en rad olika åtgärder som målbolaget kan vidta och behöver nödvändigtvis inte vara av preventiv karaktär även om detta är det vanligaste. Således ska *poison pill* i viss mån även klassificeras som en reaktiv åtgärd så den kan vidtas av företagsledningen när ett fiendligt bud är nära förestående och kommit till styrelsens kännedom (Statin, 2006 s. 99).

2.4.2 Reaktiva försvarsåtgärder

Crown jewel defense

Försvarsåtgärden, på svenska kronjuvelsförsvar, innebär att ledningen för målbolaget inför ett stundande uppköp säljer de viktigaste tillgångarna i målbolaget till andra utomstående än det köpande bolaget. I extremfall likvideras bolaget och då ges taktiken istället namnet *Scorched earth* (Hillier et al. 2014, s. 671).

Nancy Reagan

Nancy Reagan kallas på svenska för samarbetsförsvar och är en reaktiv åtgärd som innebär att ledningen för målbolaget helt enkelt tackar nej till budet och försvarar för köparföretaget i största möjliga mån genom vägran till samarbete kring företagsbesiktningar, förhandlingar, prospektframställning etc. (Sevenius, 2011, s. 170 f.)

Rättsliga åtgärder

Tätt förknippat med *Nancy Reagan*-metoden ligger andra metoder som syftar till att frustrera möjligheten för det köpande bolaget att genomföra uppköpet eller skaffa sig kontroll över målbolaget. Ofta handlar det om användandet av diverse rättsmedel i syfte att försena förfarandet. Exempelvis att målbolaget vänder sig till Aktiemarknadsnämnden eller annat tillsynsorgan för att erhålla ett utlåtande kring en rättsfråga (Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:24).

Pac man

Pac man kallas på svenska för motbudsförsvar och innebär att ledningen för målbolaget helt enkelt går till motattack och lägger ett fientligt anbud om att köpa det fientliga företaget i syfte att skapa förvirring och korsägande. Skulle motbudet lyckas kommer det första budet naturligtvis inte genomföras (Statin, 2006, s. 80 f.).

White knight

Försvarsåtgärden *white knight*, på svenska kallat vitriddareförsvar, förekommer i de lägen då ett målbolags företagsledning inte är emot ett uppköp rent generellt utan snarare fientligt inställda till det specifika budet från det köpande bolaget, oftast på grund av att budet anses för lågt. I sådana fall tar ledningen för målbolaget kontakt med ett annat företag som målbolaget är mer välvilligt inställda till och ber det nya företaget att lägga ett bud (Hillier et al. 2014, s. 671). Två försvarsåtgärder som är nära förknippade med *white knight* är *sandbag* och *white squire*. Sandbag, som är en form av fördröjningsförsvar, innebär att målbolagets ledning gör vad de kan för att fördröja budprocessen från det fientliga köparföretaget fram till dess att den vita riddaren kan träda in med sitt bud (Sevenius, 2011). *White squire*, även kallad *vit godsherre*, är en lättare form av vitriddareförsvar och innebär att målbolaget tar

kontakt med en utomstående investerare som åtar sig att köpa tillräckligt med andelar i målbolaget för att hotet från det köpande bolaget elimineras (Hillier et al. 2014, s. 671).

Kritik mot bud

En av de enklare åtgärderna som en styrelse i ett målbolag kan vidta är att kritisera budet. Taktiken går i sin enkelhet ut på att angripa budet på alla tänkbara sätt för att påverka aktieägarnas inställning till budet i negativ riktning. Exempelvis att budet inte reflekterar ett marknadsmässigt pris för aktierna, eller att det budgivande bolagets motivering till budet saknar rationalitet, eller att påstådda synergieffekter inte kommer förverkligas, eller att köpet är konkurrensmässigt är onyttigt för samhället, eller att det budgivande bolaget inte är ärliga med sina intentioner, eller att det budgivande bolaget saknar tillräckligt starka finansiella muskler för att den framtida fusionen mellan företaget ska bli lyckad. Detta kan även kompletteras av att målbolaget offentliggör positiv information om sig själva i syfte att driva aktiekursen uppåt eller påverka aktieägare att inte sälja sina innehav (Marcelius & Wallinder, 2005, s. 111).

3. Lagstiftning

I denna del kommer gällande rätt beträffande företagsförvärv och försvarsåtgärder att behandlas. Kapitlet är uppdelat i två huvudavsnitt som redogör för svensk respektive amerikansk rätt inom området.

3.1 Svensk rätt

Den svenska regleringen för hur ett förvärv av ett bolag kan och får gå till är en tekniskt komplex del av svensk rätt. I botten av detta hav av regler och rekommendationer ligger två direktiv från EU vilka stipulerar om flaggning av innehav, budplikt av målbolagets aktier och detaljerad reglering som beskriver hur ett företagsförvärv får gå till (Rådets direktiv 88/627/EEG; Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/25/EG). Dessa regler utgör ramen för hur uppköpande bolag såväl som målbolag får bete sig i anslutning till ett fientligt förvärv såväl som vilka försvarsåtgärder som står målbolaget till buds vid en sådan situation. Utöver de offentlighetsregler som ramar in rättsområdet präglas takeovers av en extensiv privat reglering, vilka alla noterade bolag är kontraktsrättsligt förpliktade att följa enligt noteringsavtal (18 kap. 2 § Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden; Sandström, 2012 s. 167; 2 kap. 1 § Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden). Offentlig såväl som privat reglering är skriven utifrån ett perspektiv vars syfte är att säkerställa skyddet för minoritetsaktieägare, vilket i sammanhanget går i polemik med intresset att möjliggöra takeovers. Följande avsnitt ämnar beskriva den legala bakgrund som omfattar takeovers, samspel och distinktion mellan offentlig och privat reglering och vad detta innebär för målbolags motiv och förutsättningar att vidta försvarsåtgärder.

3.1.1 Flaggning

I Sverige har det under flera årtionden funnits självreglering vid svenska börser för flaggning av innehav. Regleringen har vartefter inkorporerande av EU-rätt framskridit, utvecklats och getts ett legalt fundament istället. Idag hittas regleringen i *lag (1991:980) om handel med finansiella instrument*. Sammanfattningsvis stadgar reglerna att fysisk eller juridisk person som överstiger eller understiger tröskelvärdena; 5, 10, 15, 20, 30, 50, 66, eller 90 %, ska anmäla detta till Finansinspektionen och aktiebolaget i fråga, varpå informationen

offentliggörs (4:1; 4:3-5 Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument). Syftet med flaggningsreglerna är att alla som handlar på börsen ska ges tillgång till samma mängd information, underbygga förtroende för aktiemarknaden, värna om minoritetsaktieägares investerarskydd och försvåra möjligheten för kontrollskifte i noterat aktiebolag (Af Sandberg & Sevenius, 2012 s. 275; Sandström, 2012 s. 168).

3.1.2 Budplikt

Budplikt är sammanlänkat med flaggning av innehav och innebär att ett företag tvingas lägga bud på samtliga aktier i ett annat bolag om innehavet i det bolaget överstiger 30 % av rösterna eller aktierna (3:1 LUA). Att gränsen har satts till just 30 % beror på att det empiriskt har fastslagits att detta gränsvärde för den svenska marknaden är relevant för kontrollövergång och att en takeover därmed är ett faktum (SOU 2005:58, s 108). Återigen lyser minoritetsaktieägarskyddet igenom i svensk lagstiftning. Syftet med budplikten är att minoritetsaktieägare ska ges möjligheten att lämna ett bolag där kontrollen förändras, i synnerhet blir detta viktigt i de fall där målbolaget förväntas avnoteras vilket ofta är fallet vid uppköp (Ohlsson, 2010 s. 822; Skog, 1997 kap 6:3; Stattin 2009 s. 416).

3.1.3 Offentligt bud

Den privata reglering som tillämpas vid svenska börser och svenska multilaterala handelsplatser är i all väsentlighet densamma, den skillnad som finns beror på att de svenska börserna i större utsträckning träffas av rättsområdets lagtext än de multilaterala handelsplatserna. Som konsekvens av detta har den privata regleringen för de multilaterala handelsplatserna kommit att utvidgas i motsvarande utsträckning (Takeoverreglerna; NBK-reglerna). Den följande framställningen kommer att ske med utgångspunkt i den reglering som är tillämplig för svenska börser men ska förstås som lika tillämplig i förhållande till multilaterala handelsplatser.

Sammanfattningsvis kan det nämnas att reglerna är skrivna i syfte att säkerställa likabehandling mellan aktieägare, lojalitet mot målbolagets aktieägare, tillräcklig information och tid till aktieägare i målbolag, icke-otillbörlig påverkan på aktiemarknaden, skäliga villkor och vederlag, samt att uppköpet inte ska påverka ett målbolags löpande verksamhet.

Budgivaren måste kunna styrka att ett bud är genomförbart och budet ska offentliggöras genom budpressmeddelande. Meddelandet måste innehålla information kring budets villkor, hur köpet finansieras, åtagande att följa all relevant reglering för en takeover, motivering till skälen bakom erbjudandet om uppköp och information om det köpande bolaget (II.3-8, 17, 17 a, 18-20 Takeoverreglerna).

Regleringen är även detaljerad beträffande hur målbolaget ska bete sig vid ett bud. Inte endast finns det regler för vidtagande av försvarsåtgärder utan även exempelvis att styrelsen har en skyldighet att yttra sig kring budet, acceptfrist för aktieägare i målbolag, insiderinformation och stränga regler om beräkning av vederlag för aktierna i målbolaget. Den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen placeras i främsta rummet, vilken stipulerar att samtliga aktier av samma slag ska motivera lika vederlag och medför extensiv reglering för för-, sido- och efteraffärer (II.10-15 Takeoverreglerna). Avslutningsvis kan det konstateras att förfarandet vid en takeover i Sverige inte är någonting annat än en väldigt regelstyrd process som i sig självt hämmar möjligheterna att genomföra takeovers.

3.1.4 Försvarsåtgärder

Enligt 5 kap. 1 § 1 st. LUA får företagsledning i ett målbolag inte vidta försvarsåtgärder mot ett offentligt uppköpserbjudande eller mot ett förestående offentligt uppköpserbjudande. I förarbetena till LUA förklarar lagstiftaren att det inte är möjligt att uttömmande ange vilka åtgärder som är otillåtna men exempel som lyfts fram är riktade emissioner, förvärv av egna aktier, överlåtelse eller förvärv av tillgångar, erbjudande av köp av budgivande bolags aktier eller bud av annat bolags aktier. Detsamma gäller för dotterbolag till målbolaget. Avgörande för bedömningen om en åtgärd är otillåten är huruvida syftet med åtgärden är att försvåra köp av målbolagets aktier (Prop. 2005/06:140).

Det framgår av regelns andra stycke att detta förbud inte riktar sig mot att ledningen i målbolaget söker efter alternativa konkurrerande bud ifrån annan aktör, alltså försvarsåtgärden *white knight*. Teleologiskt framgår att aktieägarskyddsintresset gör sig påmint och samtidigt kan inte regeln anses sträcka sig till att omfatta försvarsåtgärder som enligt teorin beskrivs som preventiva (Stattin, 2009, s 69 ff.). Styrelsen i målbolag har även,

som tidigare nämnts, en skyldighet att yttra sig vid ett offentligt uppköpserbjudande och det finns inget hinder mot att en styrelse väljer att försöka påverka aktieägare negativt i förhållande till ett bud. Inte heller finns det någon skyldighet för en styrelse att vara det budgivande bolaget behjälplig eller ens medverka till att det budgivande bolaget tillåts genomföra en due diligens av målbolaget (AMN 2004: 19 VLT, 2005: 47 Skandia/Old mutual; AMN 2006:55 Scania/Man).

Undantag kan medges i de fall där beslut på bolagstämma hos målbolaget godkänner vidtagande av försvarsåtgärder. Detta är inte detsamma som att ett beslut kan tas av en eller flera ägare som har praktisk majoritet i bolaget utan att ordinarie bolagsstämma sammankallas. Inte heller innebär det att ett sådant beslut kan fattas för att sedan ratihaberas, utan det krävs ett stämmobeslut i vanlig ordning (Stattin 2009, 70 f.). Det kan även tilläggas att extra bolagsstämma senast kan tillkallas två veckor innan bolagsstämman ska hållas enligt 7 kap. 20 § ABL. Sammantaget bör undantaget genom sammankallande av bolagsstämma vara relativt svårt att använda sig av i sammanhanget.

Det framgår av den privata regleringen vid de svenska börserna att det från förbudet kan sökas dispens hos Aktiemarknadsnämnden eller Finansinspektionen. Praxis i detta avseende verkar vara obefintlig enligt Aktiemarknadsnämndens databas och uppfattningen i doktrin är att försvarsåtgärder utgör en sådan ägarfråga som det ska beslutas om på bolagsstämma och ingen annanstans (Aktiemarknadsnämndens databas; Stattin 2009, s. 73).

Det kan vidare tilläggas att den svenska aktiebolagslagen utgör hinder i förhållande till flera av de försvarsåtgärder som beskrivs i litteraturen. Återköp av aktier i ett publikt bolag med mer än 10 % av aktiekapitalet är otillåtet enligt 19 kap 5§ ABL och riktad nyemission skulle troligtvis angripas med generalklausulen i 7 kap 49 § ABL eftersom takeovers generellt anses verka positivt för samhällsekonomin och dessutom skulle en sådan åtgärd inte vara förenlig med god sed på aktiemarknaden (Stattin 2009, s. 79). Inte heller är det enligt svensk rätt tillåtet att genomföra riktade återköp av aktier enligt 19 kap 4 § ABL, vilket innebär att *green mail* inte är en möjlig strategi för svenska bolag.

3.2 Amerikansk rätt

Inledningsvis bör det nämnas att amerikansk rätt till viss del består av federal rätt, vilken är densamma för samtliga stater, men rättsläget är också till stor del beroende av respektive delstats specifika lagstiftning. Oavsett var ett företag verkar eller har sitt säte kommer platsen för företagets inkorporerande vara avgörande för vilken rätt som är applicerbar på det företaget. Inom ramen för företagsöverlåtelser och försvarsåtgärder finns det viss nyans mellan delstaterna i detta avseende även om juridiken lyckligtvis är relativt likalydande på grund av den rättspraxis som vuxit fram i delstaten Delaware. Delaware har förmånligare bolagsrätt än någon annan stat inom federationen vilket har lett till att en majoritet av alla amerikanska bolag är inkorporerade i Delaware och delstatens rättspraxis med avseende på företagsöverlåtelser har kommit att exporteras till federationen i allmänhet (Wang, 2013 s. 103 f.). Nästkommande avsnitt kommer därför att inledningsvis redogöra för federal juridik och sedan övergå till att behandla delstatliga förutsättningar med utgångspunkt i den rättspraxis som utvecklats.

3.2.1 Federal rätt

Den federala juridiken saknar reglering med avseende på försvarsåtgärder, detta har lämnats till delstaterna att reglera. Däremot regleras företagsöverlåtelser generellt på federal nivå inom ramen för handel med finansiella instrument (Securities Act of 1933; Securities Exchange Act of 1934). Just offentliga bud regleras särskilt i The Williams Act of 1968, i vilken det stadgas processregler för hur ett offentligt bud bör utformas i syfte att säkerställa fritt informationsflöde, minoritetsaktiägar skydd och hämma användandet av budstrategier (Hirst, 2011). Regleringen påminner i mångt och mycket om den reglering som finns i Sverige i detta avseende. Ett budgivande bolag måste ange hur budet ska finansieras, vem budgivaren är, vad som är syftet med budet, i synnerhet i de fall där det finns planer på omstruktureringar eller likvidation av målbolaget (Securities Exchange Act of 1934, sektion 13(d)).

Likt den svenska regleringen om flaggning har USA ett komplicerat regelverk för när diverse investerartyper behöver tillkännage aktieinnehav, även om detta endast aktualiseras när en investerare förvärvar eller avyttrar innehav som placerar denne över eller under fem eller tio

procent. Styrelsen i målbolaget har likt sin svenska motsvarighet en skyldighet att yttra sig om ett bud och rekommendera aktieägare att acceptera eller förkasta ett sådant. Amerikansk rätt har även anti-diskriminerande reglering som säkerställer att alla aktieägare som är föremål för budet säkerställs samma vederlag och lika villkor (Securities Exchange Act of 1934, sektion 14 (d)). En väsentlig skillnad mot svensk rätt är att det saknas budplikt i amerikansk rätt.

3.2.2 Delstatsrätt

I amerikansk rätt finns det ingen regel som uttryckligen förbjuder vidtagandet av försvarsåtgärder av en styrelse i ett målbolag. Dock behöver vidtagande av försvarsåtgärder vara förenligt med en styrelsens *fiduciary duties*, vilka innebär att en styrelse ska fatta alla beslut som rör företaget utifrån all tillgänglig information, samt premiera företaget och aktieägarnas intresse framför allt. Hur detta bedöms är vagt formulerat, men bedömningen utgår ifrån att styrelsens agerande ska vara lojalt mot företaget, att vidtagna åtgärder ska vara affärsmässigt motiverade och att de ska vara utförda i god tro. Förutsatt att det inte är visat att styrelsen verkligen inte brustit i detta avseende så har den inte gjort någonting fel. I *Paramount Communications Inc v Time Inc* klargjordes det exempelvis att en styrelse uppfyller sin lojalitetsplikt om den förkastar ett bud, vidtar försvarsåtgärder trots att budet innebär en premie som var tillräckligt intressant för majoriteten av aktieägarna, med motiveringen att åtgärderna var vidtagna mot bakgrund av att styrelsen ville skydda anställda och andra intressenter (Wang, 2013 s. 101 ff; Magnuson 2009).

Det ledande rättsfallet på området heter *Unitrin v. American General*, i vilket det klargjordes att en styrelse, förutsatt att den förhåller sig lojalt mot bolaget eller dess aktieägare, har nästintill fria händer att vidta försvarsåtgärder så länge inte åtgärderna är oproportionerliga i förhållande till det hot som styrelsen upplever och om åtgärderna affärsmässigt kan motiveras (Wang, 2013 s. 101 ff; Magnuson 2009).

3.3 Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan det konstateras att de legala förutsättningarna för den svenska, respektive amerikanska marknaderna är vitt skilda. På den svenska marknaden finns det en

rad hinder mot att en styrelse kan vidta försvarsåtgärder mot ett fientligt uppköp. Nästan alla åtgärder som vidtas i syfte att försvåra för att ett bud går igenom är otillåtna. Undantag kan medges genom beslut av bolagsstämman eller i de fall där målbolaget använder sig av försvarsåtgärden *white knight*, vilken explicit undantas från förbudet. I övrigt framgår från svensk praxis att det ej heller föreligger hinder mot att en styrelse aktivt söker påverka aktieägarna i negativ riktning mot budet eller att styrelsen i målbolaget försvårar för det budgivande bolaget att införskaffa för denne relevant information, exempelvis genom att omöjliggöra för det budgivande bolaget att genomföra en due diligence. På den amerikanska marknaden saknas det på federal nivå hinder mot vidtagande av försvarsåtgärder och även rättspraxis har utvecklats i en allt mer generös riktning. Förutsatt att försvarsåtgärder bedöms vara proportionerliga samt att de har ett skyddsintresse i förhållande till bolaget eller dess aktieägare, står det en styrelse fritt att vidta åtgärder att förhindra ett fientligt bud.

Utöver denna skillnad med avseende på just försvarsåtgärder finns det skillnader i svensk och amerikansk rätt. Enligt svensk rätt är det viktigare att flagga om innehav, vilket i sig kan ses som försvårande för det bolag som i hemlighet vill kunna överta kontrollen i ett målbolag. Dessutom finns i svensk rätt reglering om budplikt i de fall det finns risk för att kontrollen över ett bolag går över, vilket i sig också kan ses som en försvårande omständighet i sammanhanget. Däremot ser själva förfarandet vid ett offentligt bud relativt likt ut både för svenskt och amerikanskt vidkommande, eftersom det finns detaljerade regelverk kring hur budgivar- och målbolag behöver agera med avseende på exempelvis utformning av anbudshandling eller vederlag.

Avslutningsvis kan det konstateras att det i svensk rätt finns ett aktieägarskyddsintresse i regelverket som saknas i det amerikanska i samma utsträckning där styrelsen ges lösa tyglar och mer frihet att beakta andra intressen, inklusive sitt eget intresse. Amerikansk reglering kan i kontrast istället beskrivas som att den tillgodoser styrelsen intresse primärt.

4. Metod

I det följande avsnittet kommer metoden för studiens genomförande att presenteras. I samband med valet av metod kommer även studiens forskningsansats att anges. En övervägande del av kapitlet är reserverad för presentation av metod för datainsamling och studiens statistiska tillvägagångssätt.

4.1 Val av metod och forskningsansats

Vid genomförandet av en forskningsstudie är det av stor vikt att valet av metod utförs utifrån studiens ämne och att valet anses som det mest lämpliga i syfte att besvara studiens frågeställningar. I de allra flesta fall tar valet av metod avstamp i valet mellan en kvantitativ eller en kvalitativ metod. Bryman och Bell (2011) anger vilka grundläggande faktorer som skiljer de två olika forskningsmetoderna åt. Den kvantitativa forskningen är inriktad mot den deduktiva strategin, är av naturvetenskaplig modell gällande positivismen och den ontologiska inriktningen är objektiv. I breda drag innebär den kvantitativa metoden att stora mängder data sammanställs och analyseras och primärt fokus ligger på kvantiteten av de studier som genomförs. Den kvalitativa teorin är motsatsvis av induktiv karaktär, innehåller ett tolkande synsätt och den ontologiska inriktningen är av konstruerande förmåga (Bryman och Bell, 2011, s. 50 f.). Den kvantitativa metoden är bäst lämpad för prövning av redan etablerad teori vilket kan ställas i paritet med att den kvalitativa metoden har en klar fördel när det är fråga om att generera ny teori till forskningsområdet.

För företagsekonomisk forsknings vidkommande är den klart dominerande forskningsmetoden kvantitativ metod (Bryman och Bell, 2011, s. 162). I studien kommer en kvantitativ metod att tillämpas eftersom studiens teori och undersökningsområde uppfyller de grundläggande kriterierna som ställs i den kvantitativa metoden (Bryman och Bell, 2011, s. 49). Vi anser även att eftersom föremålet för vår undersökning till stor del består i data som mäts i monetära termer eller andra enkelt kvantifierbara parametrar så bör den kvantitativa metoden tillämpas istället för en kvalitativ metod. Utöver detta motiveras även tillämpandet av den kvantitativa metoden av att studien ämnar vara så generaliserbar som möjligt.

I enlighet med den ordinära kvantitativa metoden kommer studien att anta en deduktiv ansats. Den deduktiva ansatsen karakteriseras av att ett antal hypoteser formuleras utifrån etablerad företagsekonomisk teori och att dessa hypoteser därefter prövas mot den empiri som mynnar ut i datainsamlingen som följer av studien (Bryman och Bell, 2011, s. 31). Den induktiva ansatsen kan motsatsvis beskrivas som en teorigenererande modell som syftar till att pröva verkliga förhållanden för att utifrån resultatet av testerna formulera generaliserbara slutsatser (Bryman och Bell, 2011, s.32).

4.2 Datainsamling

En grundförutsättning för genomförandet av studien är att de försvarsåtgärder som har vidtagits vid fientliga förvärv identifieras och att följderna som vidtagandet av försvarsåtgärderna har lett till i Sverige respektive USA undersöks. Det följer därmed naturligt att den data som analyserats i studien utgjorts av sekundärdata. Sekundärdata är kort sagt information som sedan tidigare sammanställts och som finns dokumenterad (Lundahl & Skärvad, 2016, s. 157). Då sekundärdatan som undersökts i studien består av företagsinformation lämpade det sig väl att eftersöka datan främst i relevanta databaser, facktidningar, information som distribueras av de aktuella företagen och i dagstidningar (Lundahl & Skärvad, 2016, s. 160 f.).

Datan har samlats in med hjälp av Zephyr, som är en databas över såväl genomförda som stoppade företagsförvärv. Zephyr har i första hand använts i syfte att identifiera genomförda och förhindrade fientliga företagsförvärv under perioden 2006-2016 i respektive land men även i syfte att ge en överblickbar bild av tidsförloppet vid respektive förvärv. Den insamlade datan har därefter kompletterats med hjälp av artiklar, Mediarkivet och årsredovisningar där information om varje aktuellt initierat försök till företagsförvärv eftersökts. Informationen som har eftersökts var främst vilka försvarsåtgärder som målbolagen vidtog och om försvarsåtgärden bidrog till ett höjt bud eller ett förhindrat förvärv.

4.3 Urval

Urvalet av de fientliga buden som har undersökts i studien har i stor utsträckning hämtats genom sökning i Zephyr. Databasen Zephyr är utformad så att användaren anger vilka

kriterier som resultatet ska uppfylla och på så vis genereras ett resultat av förvärv som genomförts inom avsedd tidsperiod och som uppfyller avsedda kriterier. Vid sökningen i Zephyr valdes följande kriterier för att uppnå ett resultat som inkluderar samtliga fientliga företagsförvärv och försök till fientliga företagsförvärv som genomförts på den svenska respektive amerikanska marknaden.

- Current deal status: Completed, Withdrawn
- Time period: 2006.01.01 - 2016.12.31
- Deal type: Acquisition, Merger
- Sub-deal type: Public takeover
- Sub-deal type: Hostile bid, Hostile initially became recommended

Två sökningar genomfördes enligt ovan angivna kriterier, en sökning på den svenska marknaden och en på den amerikanska marknaden. Då studien avsett att undersöka i vilken utsträckning vidtagande av försvarsåtgärder leder till höjt bud eller förhindrat uppköp har både *completed* och *withdrawn* valts som *current deal status*. Den valda tidsperioden motiveras av att endast inkludera transaktioner som varit föremål för gällande rätt i och med att LUA trädde i kraft år 2006. *Deal type* och *sub-deal type* har valts ut i syfte att omfatta samtliga fientliga förvärv av noterade aktiebolag, även förvärv som med tiden accepterats av styrelsen. För att erhålla ett empiriskt underlag som var jämförbart mellan de olika marknaderna har vi valt att endast titta på offentliga bud, detta för att buden skulle komma att vara sådana som i Sverige beskrivs som *offentliga uppköpsebjudanden* och i USA som *tender offers*. Vi har medvetet valt bort privata överlåtelse av den anledningen att det skulle medföra svårigheter beträffande av kategoriseringen av fientliga bud. Vi har även valt att bortse från affärer som varit s.k. *management buy-outs*, där sittande företagsledning försöker köpa ut bolaget själva. Anledningen till det var att det hade försvårat undersökningen, utökade det empiriska underlaget i för stor utsträckning och särskilt eftersom det kan argumenteras för att det utgör en form av försvarsåtgärd. Urvalet har naturligtvis varit strängt beroende av skapa en studie som även i det komparativa avseendet var gångbart och metodologiskt genomförbart. Det kriterier som vi valt är de som bäst kunde tillgodose dessa intressen.

4.3.1 Databortfall

Tanken med användandet av databasen Zephyr, och de sökkriterier som vi valt, var att eliminera risken för att relevanta transaktioner skulle lämnas utanför studien. Avsikten var att valet av transaktioner inte skulle medföra något databortfall och att genomförda såväl som icke-slutförda bud skulle omfattas av studien. Vi har dock inte kontrollerat överlåtelseerna som utgjort empirin i denna undersökning mot andra källor för att bekräfta att empirin är heltäckande. Detta eftersom det hade medfört en studie i sig, där utfallet efter sökningen i Zephyr hade behövt jämföras mot samtliga relevanta handelsplatsers arkiv på den svenska och amerikanska marknaden. Det kan särskilt tilläggas att empirin kan ha påverkats genom att vi slagit samman bud i de fall där det varit samma parter och där dessa skett under ett kort tidsspänn. Istället för att undersöka två separata fientliga bud har vi istället betraktat det som ett och samma förfarande som istället är mer utdraget.

Beträffande den andra delen av datainsamlingen som bestod av identifiering av de försvarsåtgärder som vidtagits finns också risk för eventuellt databortfall. Att undersöka tidskrifter och årsredovisningar i syfte att utröna hur styrelsen i målbolagen har agerat vid hot om fientliga förvärv har genomförts efter bästa möjliga förmåga men kan däremot inte garantera att vissa åtgärder som vidtagits inte finns dokumenterade.

4.4 Statistiskt tillvägagångssätt

Av studiens problemformulering framgår att avsikten med studien är att identifiera och undersöka samband mellan vilka försvarsåtgärder som vidtas och huruvida det fientliga uppköpet förhindras eller om budet höjs i respektive land. Studien ämnar därmed vara orsaksförklarande genom att se till vilka faktorer som orsakar ett visst bestämt fenomen (Lundahl & Skärvad, 2016, s. 207). För att mäta sambandet mellan försvarsåtgärderna och dess effektivitet har inledningsvis hypoteser formulerats utifrån etablerad teori och därefter prövats med hjälp av statistiska analyser.

4.4.1 Hypotesformulering

I enlighet med den deduktiva ansatsens utformning har hypoteser konstruerats med hänvisning till vad som framgår av etablerad teori. Utifrån varje hypotes (H_1) har det formulerats en nollhypotes (H_0) som därefter prövats med hjälp av statistiska analyser med ambition att antingen förkasta eller acceptera nollhypotesen beroende på om resultatet visat på en godtagbar signifikansnivå (Bryman & Bell, 2011, s. 269). I de statistiska analyserna som har genomförts har statistisk signifikans godtagits för signifikansnivåer under 5 % ($p < 0,05$), vilket utgör den högsta accepterade nivån för statistisk signifikans (Körner & Wahlgren, 2015, s. 200).

Som redogjorts för i uppsatsens teoriavsnitt finns etablerad företagsekonomisk forskning som beskriver vidtagandet av försvarsåtgärder som en aktivitet som kan utföras i syfte att förhindra fientliga företagsförvärv. Utifrån denna teori har följande hypotes formulerats:

Hypotes 1

H_1 : Att ett förhindrat förvärv är beroende av vidtagande av försvarsåtgärd X.

H_0 : Att ett förhindrat förvärv är oberoende av vidtagande av försvarsåtgärd X.

Företagsekonomisk teori beskriver vidtagandet av försvarsåtgärder som ett verktyg som ett målbolag kan tillgripa i syfte att trissa upp priset per aktie vid ett fientligt företagsförvärv, vilket ger konsekvensen att målbolagets aktieägare erhåller en högre budpremie vid dess användande. Utifrån denna teori har följande hypotes formulerats:

Hypotes 2

H_1 : Att ökad budpremie vid fientligt förvärv är beroende av vidtagande av försvarsåtgärd X.

H_0 : Att ökad budpremie vid fientligt förvärv är oberoende av vidtagande av försvarsåtgärd X.

Uppsatsens avsnitt som redogör för olika jurisdiktioners tillämpliga regelverk vid fientliga företagsförvärv förklarar att förutsättningarna för ett målbolags vidtagande av försvarsåtgärder skiljer sig åt mellan Sverige och USA. Utifrån denna juridiska bakgrund har studiens tredje och fjärde hypotes formulerats.

Hypotes 3

H₁: Att förhindrandet av förvärv är beroende av i vilket land som målbolaget är noterat i.

H₀: Att förhindrandet av förvärv är oberoende av i vilket land som målbolaget är noterat i.

Hypotes 4

H₁: Att ökad budpremie vid fientligt förvärv är beroende av i vilket land som målbolaget är noterat i.

H₀: Att ökad budpremie vid fientligt förvärv är oberoende av i vilket land som målbolaget är noterat.

En sådan deduktiv hypotesprövning som genomförts i studien och som till stor del förlitar sig på en mätning av den statistiska signifikansnivån kan leda till att två typer av fel begås; typ I och typ II. Inom den samhällsvetenskapliga forskningen är den gemensamma uppfattningen att signifikansnivåer över 5 % ($p > 0,05$) inte kan accepteras. Om resultatet av den statistiska analysen däremot genererar en signifikansnivå under 5 % ($p < 0,05$) är resultatet statistiskt signifikant och den formulerade nollhypotesen kan i sådana fall förkastas. (Bryman & Bell, 2011, s. 269). Typ-I fel innebär att resultatet, trots statistiskt signifikans, bygger på tillfälligheter och leder till att nollhypotesen förkastas trots att den egentligen stämmer. Signifikansnivån är ett mått för resultatets slumpmässighet och den angivna gränsen för en signifikansnivå på 5 % innebär att risken för att resultatet bygger på tillfälligheter och är slumpmässigt är fem på hundra. Desto lägre signifikansnivå som resultatet av den statistiska analysen genererar, desto lägre är risken för typ I-fel i studien. Typ II-fel är motsatsvis risken att acceptera nollhypotesen trots att den i realiteten är felaktig. (Körner & Wahlgren, 2015, s. 209 ff.)

4.4.2 Regressionsanalys

I syfte att pröva de ovan formulerade hypoteserna har studien tillämpat sex binära logistiska regressionsanalyser. Fyra regressionsanalyser har genomförts i syfte att undersöka huruvida samband föreligger mellan försvarsåtgärderna och höjd budpremie respektive resultat av bud i Sverige respektive USA. Två regressionsanalyser har genomförts i syfte att undersöka sambandet mellan vilket land målbolaget är noterat i och huruvida förvärvet förhindras respektive innebär en höjning av budpremien. Regressionsanalyser i allmänhet är ett vanligt förekommande statistiskt tillvägagångssätt när det är fråga om att analysera nominalvariabler, det vill säga variabler som kan kategoriseras men inte rangordnas inbördes (Lundahl & Skärvad, 2016, s. 105).

En binär logistisk regressionsanalys lämpar sig bäst i de fall då både de oberoende och den beroende variabeln är dikotoma kategorivariabler, det vill säga variabler som endast kan anta två värden (Körner & Wahlgren, 2015, s. 420 f.). Då effektivitet i studien representeras av att budet höjs eller att budet stoppas och de oberoende variablerna, försvarsåtgärderna samt vilket land målbolagen är noterade i, endast kan anta två värden, lämpar sig den binära logistiska regressionsanalysen bäst vid hypotesprövningen i den aktuella studien. Beträffande prövningen av de ovan presenterade hypoteserna har den logistiska regressionsanalysen utförts i syfte att generera en signifikansnivå som kan indikera på förekomsten eller avsaknaden av statistisk signifikans vilket i sin tur medför att nollhypotesen i de angivna hypoteserna kan förkastas eller accepteras (Körner & Wahlgren, 2015, s. 197).

Bortsett från signifikansnivån genererar en binär logistik regressionsanalys den exponentiella B-koefficienten ($\text{Exp}(B)$) för den aktuella oberoende variabelns olika värden, vilket framför allt är av intresse beträffande regressionsanalyserna av studiens tredje och fjärde hypotes. Vid en binär logistisk regression med en nominal oberoende variabel, så som den oberoende variabeln *land* som antingen kan anta värdet *Sverige* eller *USA*, visar den exponentiella B-koefficienten ett odds-förhållande, alltså hur pass mycket större oddset är för att den oberoende variabelns ena värde leder till ett visst värde av den beroende variabeln i förhållande till den oberoende variabeln andra värde.

4.4.3 Oberoende variabler

I den logistiska regressionsanalyserna har olika oberoende variabler inkluderats. Beträffande de fyra regressionsanalyserna som avsåg att mäta samband mellan vidtagna försvarsåtgärder och utfallet av de fientliga anbuden har de oberoende variablerna utgjorts av de vidtagna försvarsåtgärderna i respektive land. Vidtagandet av en försvarsåtgärd kan anta två värden, antingen har försvarsåtgärden vidtagits eller så har den inte vidtagits. Vid genomförandet av regressionsanalysen i SPSS har försvarsåtgärdernas olika värden operationaliserats i binära termer (0 eller 1) och ett vidtagande av en försvarsåtgärd har värderats med (1) och när en försvarsåtgärd inte har vidtagits har det värderats med (0). En sådan binär variabel kallas även för en 0-1-variabel (Körner & Wahlgren, 2015, s. 420).

I de regressionsanalyser som syftat till att mäta samband mellan vilket land målbolaget är noterat i och huruvida budpremien har höjts eller inte respektive förvärvet har förhindrats eller inte har endast en oberoende variabel inkluderats; *Land för notering*. Variabeln kan anta två värden, antingen är målbolaget noterat i Sverige eller i USA, och för att uttrycka variabelns värden i binära termer har USA värderats med (1) och Sverige med (0).

4.4.4 Beroende variabler

Effektiviteten av vidtagna försvarsåtgärder och effektiviteten av bestridande av fientliga förvärv bestäms av huruvida förvärvet förhindras och om det uppköpande bolaget förbättrat budpremien under tiden för bestridandet. Vid samtliga genomförda regressionsanalyser har därmed den beroende variabeln bestått av antingen utfall av förvärv eller höjd budpremie. De båda beroende variablerna kan endast anta två värden, antingen höjs budet eller inte och antingen förhindras det fientliga förvärvet eller så genomförs det. Vid genomförandet av de regressionsanalyser där höjd budpremie utgjort beroende variabel har höjt bud värderats som (1) och oförändrat bud värderats som (0). Vid genomförandet av de regressionsanalyser där utfall av förvärv har utgjort den beroende variabeln har förhindrat förvärv värderats som (1) och genomfört förvärv har värderats som (0).

4.5 Metodkritik

4.5.1 Validitet

Validiteten i en undersökning beskriver hur väl undersökningen faktiskt mäter det som är avsett att mätas. Hur relevanta är de parametrar som undersökningen tar hänsyn till och hur relevant är den data som utgör underlaget för studien? Detta omfattar frånvaron av systematiska mätfel och att undersökningen generaliseras. Inom begreppet kan ytterligare en distinktion göras mellan inre och yttre validitet.

Den inre validiteten syftar till att beskriva hur väl mätinstrumenten kommer åt att mäta det i empirin som är av vikt för studien. Mäter undersökningen datan tillräckligt omfattande, på rätt sätt och rätt saker eller innebär undersökningen att datan inte kommer att kunna mätas korrekt på grund av att verktygen i mätningen inte är tillräckligt precisa. Yttre validitet syftar istället till att beskriva hur väl datan i sig lämpar sig att utgöra empiri i undersökningen med hänsyn till vad som är föremålet för undersökningen (Bryman & Bell, 2011 s 95 f; Lundahl & Skärvad, 2016, s. 108 ff).

Vi har mätt effektiviteten av vidtagandet av försvarsåtgärder på två olika sätt. Dels har vi mätt i vad mån vidtagandet i sig leder till förhindrande av fientligt företagsförvärv och dels har vi mätt i vad mån vidtagande av försvarsåtgärder har en påverkan på budpremien. I detta avseende kan undersökningen beskrivas som en med hög inre validitet. Urvalet anser vi vara av tillräcklig storlek för att lämpa sig för undersökningen och måtten på effektivitet anser vi vara klokt utvalda. Samtidigt kan det framföras att fientliga företagsförvärv är en väldigt komplex process och dessa två mått kan inte mäta effektiviteten i diverse försvarsåtgärder fullt ut. Andra parametrar hade varit intressanta att undersöka. Exempelvis i vilken utsträckning vidtagandet av försvarsåtgärder är kostsamt för målbolaget och vilken konsekvens detta kan leda till för aktievärdet. Eller hur aktiviteten i sig påverkar bolaget i övrigt, exempelvis hur det upplevs utifrån de anställdas perspektiv hos målbolaget.

Beträffande den yttre validiteten är vi av uppfattningen att empirin i undersökningen utgör ett bra underlag för att genomföra en studie av den här typen. Urvalet är tillräckligt stort för att

kunna vara generaliserande, nyanserat och relevant. Självklart kan det trots detta i alla fall argumenteras för att studien hade kunnat vara mer omfattande, täcka in flera kriterier eller spänna över ett större tidsintervall. Vi var även förvånade över att det inte skiljde speciellt mycket mellan antalet fientliga förvärv på den svenska och den amerikanska marknaden. Då den amerikanska marknaden är mycket större och lagstiftningen mindre sträng trodde vi att empiri från den marknaden skulle vara mer omfattande än vad den var, vilket ger fog för misstanke om att urvalet inte är heltäckande. Detta behöver nödvändigtvis inte vara ett problem, och vi ser det heller inte så, eftersom materialet i alla fall är tillräckligt stort att för att kunna erbjuda en god undersökning. Dock hade urvalet kunnat testas genom att genomföra liknande efterforskningar i andra databaser, exempelvis de olika olika handelsplatsers respektive arkiv. Vi valde att inte genomföra en sådan kontroll av den anledningen att en sådan kontrollering, för att vara komplett, skulle innebära att varje enskild handelsplats på den svenska eller amerikanska marknaden omfattats.

4.5.2 Reliabilitet

Reliabilitet till skillnad från validitet handlar om frånvaron av slumpmässiga mätfel. En undersökning har högre reliabilitet om den kan antas vara pålitlig och stabil, i det avseendet att undersökningen i liten utsträckning påverkas av subjektiva bedömningar hos de som utför undersökningen, att undersökningens empiri är följdriktig, trovärdig och inte enkelt påverkbar av omkringliggande faktorer som skulle försvåra en undersökningens replikerbarhet. Reliabilitet är viktigt i syfte att kunna beskriva hur väl datainsamlingen fungerat och att resultaten går att upprepa (Bryman & Bell, 2011 s 93 f; Lundahl & Skärvad, 2016, s. 110).

Vi har varit tre personer som har undersökt empirin i denna studie. Alla har utgått ifrån samma kriterier för vad som utgör ett fientligt bud och samma definitioner beträffande de olika försvarsåtgärderna. Trots detta medför denna metodik och denna typ av empiri att materialet blottas för oss som utför undersökningen. Hur datan i undersökningen har tolkats, framförallt hur vidtagandet av försvarsåtgärderna utrönts genom att undersöka artiklar, årsredovisningar eller budpressmeddelanden bör lyftas fram särskilt som en sådan punkt där materialet kan ha blivit påverkat. Att så sker är dock oundvikligt.

4.5.3 Källgranskning

Källorna i denna undersökning består i stor utsträckning av artiklar eller andra analyser utförda av andra personer i form av sammanställningar i databaser eller årsredovisningar. Användandet av sekundärkällor bör medföra ett vakande öga av den anledningen att empirin genom detta blottas för andra personers eventuella tendensiösa, vinklade eller inkompetenta inställning till materialet (Lundahl & Skärvad, 2016, s. 162).

I mesta möjliga mån har undersökningen intagit en distanserad hållning till den data som undersökts. I samtliga fall vid undersökningen beträffande vilka försvarsåtgärder som har vidtagits har en mängd artiklar, budpressmeddelanden och skrivelser undersökts för att därigenom kunna bekräfta riktigheten i informationen från flera håll. Som tidigare nämnts har vi endast använt en databas för att erhålla underlaget kring vilka fientliga uppköp som utgjort underlaget för studien. Det hade givit undersökningen trovärdighet om detta hade kompletterats med information från andra databaser. Det bör även nämnas att även om de andrahandskällor som vi använt kommer från tillförlitliga källor som exempelvis välrenommerade finansiella tidskrifter eller budpressmeddelanden så finns det risk för att just sådant material är tendensiöst eller ofullständigt. Ämnet i sig gör det samtidigt svårt att tillgå källor som kommer än närmre verkligheten.

5. Empiri

I avsnittet kommer den insamlade datan och resultatet av de genomförda regressionsanalyserna att presenteras. För att materialet ska kunna presenteras så pedagogiskt som möjligt är förklarande tabeller inkluderade i framställningen.

5.1 Presentation av insamlad data

Den totala insamlade datan av fientliga företagsförvärv i Sverige och USA finns presenterad i studiens bilaga 1 och 2. Även resultatet från samtliga genomförda regressionsanalyser i SPSS finns presenterade som bilagor. I tabell 1 nedan presenteras den procentuella förekomsten av försvarsåtgärder vid de 52 undersökta fientliga förvärven i USA. Tabell 2 visar den procentuella förekomsten av försvarsåtgärder vid de 28 transaktionerna som ägde rum i Sverige. Den klart dominerande försvarsåtgärden vid fientliga förvärv i såväl Sverige som i USA är *kritik mot bud*, vilket förefaller naturligt då ett bud definieras som fientligt i de fall styrelsen för målbolaget inte vill att förvärvet ska genomföras. Kritik mot bud omfattar inte de situationer då styrelsen endast avböjer budet då försvarsåtgärder i sådana fall skulle förekomma undantagslöst i de observerade transaktionerna. Av tabellerna framgår vidare att försvarsåtgärden *white knight* var den populäraste i både Sverige och USA bortsett från *kritik mot bud*. Utöver *white knight* och *kritik mot bud* förekom även rättsliga åtgärder i ett begränsat antal fall i Sverige. I USA vidtogs utöver nämnda försvarsåtgärder även *poison pill* och *Nancy Reagan*.

Tabell 1 (t.v) samt tabell 2 (t.h)

Försvarsåtgärder	Förekomst i %
Kritik mot bud	61,54%
White knight	36,53%
Poison pill (reaktiv)	23,08%
Rättsliga åtgärder	15,38%
Nancy Reagan	11,54%

Försvarsåtgärd	Förekomst i %
Kritik mot bud	89,29%
White knight	25,00%
Rättsliga åtgärder	7,14%

I tabell 3 nedan presenteras utfallet av de fientliga buden i USA respektive Sverige. I USA förhindrades de fientliga förvärven i drygt tre fjärdedelar (76,92 %) av fallen vilket kan

ställas i paritet mot Sverige där fientliga förvärv förhindrades i mindre än hälften av fallen (42,86 %). På den amerikanska marknaden höjde det uppköpande bolaget budpremien i 73,08 % av fallen vilket är en klar skillnad mot den svenska marknaden där budpremien höjdes i 17,86 % av de fientliga förvärven.

Tabell 3

	Förhindrat förvärv	Höjd bupremie
Sverige	42,86%	17,86%
USA	76,92%	73,08%

5.2 Resultat av regressionsanalyser

Vid behandlingen av den insamlade datan genomfördes totalt sex logistiska regressionsanalyser. Fyra stycken genomfördes i syfte att undersöka samband mellan försvarsåtgärderna och höjd bud premie respektive resultat av bud i Sverige respektive USA. Två genomfördes i syfte att undersöka sambandet mellan resultat av bud respektive höjning av budpremie och vilket land försöken till fientliga företagsförvärv ägde rum i. I tabell 4 nedan presenteras signifikansnivån från regressionsanalysen av sambandet mellan de genomförda försvarsåtgärderna i Sverige och resultatet av det fientliga budet. I tabell 5 presenteras motsvarande analys för höjd budpremie som beroende variabel. Som framgår av tabellerna var signifikansnivån vid bägge analyserna i de flesta fall klart högre än de 5 % som i studien utgjort den kritiska gränsen för om signifikans ska anses föreligga. Regressionsanalyserna av den svenska marknaden har således lett till ett insignifikant resultat.

Tabell 4 - Beroende variabel Förhindrat förvärv, Sverige

	Kritik mot bud	White Knight	Rättsliga åtgärder
Steg 1	100%	99,90%	99,90%
Steg 2	-	99,90%	99,90%

Tabell 5 - Beroende variabel Höjd budpremie, Sverige

	Kritik mot bud	Rättsliga åtgärder	White Knight
Steg 1	99,90%	99,90%	9,40%
Steg 2	-	99,90%	9,40%

För den amerikanska marknadens vidkommande genererade de genomförda regressionsanalyserna ett liknande resultat. I tabell 6 nedan presenteras resultatet av regressionsanalysen för sambandet mellan vidtagna försvarsåtgärder och utfallet av det fientliga budet på den amerikanska marknaden. Motsvarande regressionsanalys med höjning av budpremie som beroende variabel presenteras i tabell 7. Trots att det, likt regressionsanalyserna av den svenska marknaden, genomfördes en metod om stepwise backward likelihood ratio i syfte att eliminera påverkan av att försvarsåtgärder tillämpats parallellt, visar även regressionsanalyserna av den svenska marknaden ett insignifikant resultat.

Tabell 6 - Beroende variabel Förhindrat förvärv, USA

	White knight	Rättsliga åtgärder	Nancy Reagan	Kritik mot bud	Poison pill
Steg 1	98,10%	71,70%	64,60%	25,60%	20,60%
Steg 2	-	71,40%	64,60%	23,20%	19,60%
Steg 3	-	-	65,30%	24,70%	21,20%
Steg 4	-	-	-	26,00%	17,10%
Steg 5	-	-	-	-	19,70%

Tabell 7 - Beroende variabel Höjd budpremie, USA

	Rättsliga åtgärder	Poison pill	Nancy Reagan	White knight	Kritik mot bud
Steg 1	71,80%	64,30%	53,10%	44,40%	7,80%
Steg 2	-	58%	53,60%	46,50%	8,20%
Steg 3	-	-	59,40%	42,80%	7,70%
Steg 4	-	-	-	42,90%	8,30%
Steg 5	-	-	-	-	11,40%

De återstående två genomförda regressionsanalyserna syftade till att undersöka effektiviteten av ett bekämpande av fientliga förvärv i Sverige och USA ur ett komparativt perspektiv. Tabell 8 och 9 anger signifikansnivån (sig.) och den exponentiella B-koefficienten (Exp(B)) i de genomförda analyserna. I tabell 8 framgår att resultatet av regressionsanalysen av sambandet mellan det land det fientliga förvärvet ägde rum i och höjning av budpremien visar en signifikansnivå som understiger kravet på $p < 0,05$ för både Sverige och USA och resultatet kan därmed anses vara signifikant. Den exponentiella B-koefficienten tyder på att

ett bestridande av fientliga förvärv i USA har 12,5 gånger större chans att leda till en höjd budpremie än ett bestridande av fientliga förvärv i Sverige. Av tabell 9 framgår att även den andra komparativa regressionsanalysen gav ett signifikant resultat. Av tabellen framgår att ett bestridande av fientliga förvärv på den amerikanska marknaden har 4,44 gånger större chans att leda till att det fientliga förvärvet förhindras än ett motsvarande bestridande på den svenska marknaden.

Tabell 8 - Komparativ regressionsanalys, beroende variabel Höjd budpremie

	Sig.	Exp(B)
USA	0%	12,5
Sverige	0%	0,08

Tabell 9 - Komparativ regressionsanalys, beroende variabel Förhindrat förvärv

	Sig.	Exp(B)
USA	3%	4,44
Sverige	3%	0,22

6. Resultat och analys

I detta avsnitt diskuteras och analyseras empirin mot bakgrund i vald teori. Avsnittet kommer att inledas med en kort redogörelse för studiens resultat, varpå detta betraktas utifrån de teoretiska infallsvinklar som är presenterade i uppsatsen.

6.1 Resultat och hypotesprövning

Av empirin som presenterades i det tidigare avsnittet framgick att de fyra regressionsanalyserna som behandlade sambandet mellan vidtagande av en viss försvarsåtgärd och huruvida förvärvet förhindras respektive budpremien höjs inte visade på statistisk signifikans. Det anförda ger för handen att nollhypotesen inte kan förkastas och det kan därmed inte konstateras att det föreligger samband mellan vidtagandet av en specifik försvarsåtgärd och huruvida ett förvärv förhindras eller att budpremien höjs varken beträffande fientliga förvärv på den svenska marknaden eller på den amerikanska marknaden. Genom att nollhypotesen inte kan förkastas uppstår en risk för förekomsten av typ-II fel, det vill säga att nollhypotesen accepteras trots att den i realiteten är felaktig. Att inte förkasta nollhypotesen är synonymt med att nollhypotesen accepteras vilket innebär ett konstaterande om att samband ej föreligger. Det bör därmed klargöras att då det föreligger en risk för att ett typ II-fel har begåtts föreligger en risk för att nollhypotesen är felaktig och att samband i realiteten föreligger men att studien inte har varit förmögen att säkerställa sambandet statistiskt.

Resultaten av de regressionsanalyser som syftade till att undersöka effektiviteten av bestridande av fientliga förbud ur ett komparativt perspektiv presenterades i tabell 8 och 9 i empiriavsnittet ovan. Av resultaten framgick att det förelåg statistisk signifikans i bägge fallen vilket medför att nollhypotesen i hypotes 3 och hypotes 4 kan förkastas. Därmed kan ett samband konstateras mellan dels huruvida målbolaget är noterat i Sverige eller USA och huruvida det fientliga förvärvet förhindras, dels huruvida målbolaget är noterat i Sverige eller USA och huruvida budpremien höjs.

I samband med att nollhypotesen förkastas är det relevant att behandla frågan om det föreligger en risk för att typ I-fel har begåtts, det vill säga risken att förkasta en nollhypotes som i realiteten är riktig. Beträffande den tredje hypotesen och sambandet mellan vilket land målbolaget varit noterat i och huruvida budpremien höjdes visades en signifikansnivå på 0 %. Risken för typ I-fel är därmed obefintlig då signifikansnivån tyder på att 0 fall av hundra kan bero på tillfälligheter. Samtidigt föreligger ingen risk för att begå typ II-fel då den statistiska signifikansen innebär att nollhypotesen förkastas. Därmed kan nollhypotesen i studiens tredje hypotes förkastas utan risk för vare sig typ I-fel eller typ II-fel. Beträffande studiens fjärde hypotes visades en signifikansnivå på 3 %. Risken för typ II-fel kan i samklang med vad som angavs ovan anses obefintlig. Risken för att typ-I fel har begåtts föreligger visserligen men är med tanke att på signifikansnivån så pass låg att analysens resultat får anses tillförlitligt och att nollhypotesen i den fjärde hypotesen kan förkastas.

Av det anförda framgår att resultatet innebär att ett samband inte kan anses föreligga mellan vidtagande av en specifik åtgärd och huruvida budpremien höjs eller förvärvet förhindras. Det kan däremot konstateras att ett samband föreligger mellan vilket land målbolaget är noterat i och huruvida bestridandet av det fientliga förvärvet leder till höjd budpremie respektive förhindrat förvärv. Resultatet av de regressionsanalyser som påvisade det sistnämnda sambandet angav därtill ett odds-förhållande mellan de olika värdena av den oberoende variabeln, med andra ord oddsen för att det faktum att målbolaget är noterat i USA kommer leda till höjt bud respektive förhindrat förvärv i förhållande till målbolag noterade i Sverige. De odds-förhållanden som framgår av resultatet innebär att det faktum att målbolaget är noterat i USA ger en 12,5 gånger större chans för ett höjt bud och en 4,44 gånger större chans för förhindrat förvärv än vad som är fallet för målbolag noterade i Sverige.

Studien visar således att huruvida vidtagandet av försvarsåtgärder är effektivt, med avseende på hur väl vidtagandet av åtgärder generellt försvårar uppköp eller leder till ökad budpremie, är beroende av vilket land som målbolaget är noterat i – alltså i vilket land som uppköpet äger rum i och som målbolaget försvarar sig i. Det bör i sammanhanget därtill erinras om att fientliga förvärv förhindrades i ca 77 % av fallen på den amerikanska marknaden medan

motsvarande siffra på den svenska marknaden endast var ca 43 %. I ca 73 % av fallen på den amerikanska marknaden ledde vidtagandet av försvarsåtgärder även till att budpremien ökade, medan denna siffra på den svenska marknaden var ynka ca 18 %. Det kan av det anförda konstateras att det är effektivare att vidta försvarsåtgärder om målbolaget är noterat i USA än vad det är om det är noterat i Sverige.

I generella termer kan det konstateras att trots svårigheterna med att påvisa vilka försvarsåtgärder som är effektiva, relativt varandra, visar empirin att vidtagandet av åtgärder i sig är någonting som har en positiv påverkan på budpremien samtidigt som det kan omöjliggöra ett uppköpsförsök. I bägge avseenden är vidtagandet av försvarsåtgärder effektivt och bör av den anledningen förstås som någonting positivt oavsett om ämnet betraktas utifrån ett aktieägarperspektiv eller styrelseperspektiv. Bilden bör dock samtidigt nyanseras eftersom att även om aktieägare ser budpremien öka i takt med att målbolaget försvarar sig så kommer de i alla fall inte se röken av de pengarna om köpet tillslut aldrig blir av.

6.2 Förvärv och vidtagandet av försvarsåtgärder

En utgångspunkt för vidtagandet av försvarsåtgärder såväl som företagsförvärv hittas i olika motiv till vad som är affärsmässigt klokt. Det kan argumenteras för att företagsförvärv i sig är någonting som motiveras av att det köpande bolaget ser till exempelvis synergier, ökade marknadsandelar eller skalfördelar som önskvärda mål med förvärvet. För målbolagets vidkommande motiveras förvärvet bland annat av att det tillkommer en premie som tillfaller målbolagets aktieägare. Inom ramen för detta är det styrelsens jobb att företräda aktieägarna, att agera i förenlighet med deras intresse och att erhålla ett så förmånligt vederlag för aktierna som möjligt. Den etablerade teorin pekar ut försvarsåtgärder som en aktivitet målbolaget kan vidta som ett verktyg i en förhandling för att trissa upp priset. Enligt detta synsätt betraktas vidtagandet av försvarsåtgärder utifrån ett aktieägarperspektiv som någonting som kan vara positivt.

I kontrast till det ovan angivna bör det nämnas att det i forskning har påvisats ett samband mellan ett lyckat uppköp och omsättning av styrelseledamöter. Att det uppköpande bolaget

efter genomförandet av uppköpet vill cementera sin kontroll genom att byta ut ledningen för bolaget. Det finns således ett intresse för styrelseledamöter att av ren självbevaringsdrift försvåra för ett budgivande bolag att genomdriva uppköpet. Principal-agent-teorin förklarar att det finns en inneboende intressekonflikt i principal-agent-förhållanden som beror på antingen *moral hazard* eller *adverse selection* som, om den inte överbryggas genom en förening av intressen, kommer leda till att agenten handlar i egennytta framför principalens nytta. Översatt till ämnet för denna studie pekar teorin på att företagsledning eller styrelseledamöter har incitament att försvåra för uppköp oaktat vad det innebär för aktieägare, eftersom handlingsmönstret premierar vad som är förmånligt för dem själva, vilket är status quo. Det följer även naturligt av definitionen av vad som är ett fientligt bud, att styrelsen valt att inte rekommendera budet till sina aktieägare tillika uppdragsgivare, att inse att styrelsen saknar incitament att inte frustrera processen.

Utifrån resultatet av undersökningen kan det argumenteras för att båda dessa teorier har haft en inverkan på empirin. Tydligt är att vidtagandet av försvarsåtgärder påverkar aktieägarnas förväntade budpremie i positiv riktning. Dock är vidtagandet av försvarsåtgärder än mer effektivt med avseende på att mota bort fientliga uppköpare med konsekvensen att aktieägare i alla fall inte får ta del av premien. Att det förhåller sig på detta vis kan förklaras med att principal-agent-teorin är dominant i detta avseende och även om försvarsåtgärder kan vara av nytta för målbolagets aktieägare så är det än mer nyttigt för bolagsledningen eller bolagets styrelse.

6.3 Juridiska förutsättningar

Det mesta som finns skrivet kring takeovers såväl som försvarsåtgärder är skrivet med bakgrund av den amerikanska marknaden och de juridiska förutsättningar som gäller där. Tidigare forskning har utpekat den juridiska miljön för takeovers som en faktor som har en påverkan på i vad mån försvarsåtgärder kan tillgripas såväl som vilka konsekvenser detta vidtagande ger upphov till. Detta gäller både vad avser i vilken utsträckning som vidtagandet av försvarsåtgärder förhindrar uppköp eller inte och om vidtagandet av diverse motåtgärder kan påverka budpremien i stigande riktning.

Beträffande de juridiska förutsättningarna för den svenska och den amerikanska marknaden finns det stora skillnader i flera avseenden som kan påverka utfallet av vidtagande av försvarsåtgärder. I svensk gällande rätt finns det bestämmelser som uttryckligen förbjuder vidtagande av reaktiva försvarsåtgärder med undantag för åtgärden *white knight* eller *kritik mot bud*. I amerikansk rätt saknas detta förbud och det står målbolaget nästintill fritt att vidta åtgärder om dessa kan motiveras av något skyddsintresse. Exempelvis skyddet för anställda. En tydlig skiljelinje mellan länderna är att det svenska regelverket premierar ett aktieägarskyddsintresse medan det amerikanska saknar denna värdering och i kontrast kan beskrivas som ett system som ser till styrelsens möjlighet att försvara sig i första hand. Konsekvensen har blivit att det amerikanska regelverket tillåter vidtagandet av alla de åtgärder som behandlats i denna uppsats medan det Sverige endast är de som nämnts i detta stycke som tillåts.

Den främsta förklaringen till varför det i USA är vanligare att försvarsåtgärder används, att de leder till ökad budpremie och att de i högre utsträckning leder till försvårande av förvärv är att det möjliggörs av gällande rätt på området. De svenska reglerna fyller emellertid den omvända funktionen. Detta för även med sig konsekvensen att den amerikanske aktieägaren kan se fram emot fler tillfällen att ta del av budpremier samtidigt som styrelseledamöter/bolagsledning kan känna en större frihet i hanterandet av fientliga bud.

Med bakgrund i det aktieägarskyddsintresse som ligger i förgrunden till det svenska regelverket kan det konstateras att de bakomliggande motiv som motiverat varför det svenska systemet har dess nuvarande utformning har misslyckats. Det svenska systemet, som ämnar säkerställa aktieägarskydd, leder till att det svenska aktieägarkollektivet snuvats på chanser att ta del av budpremier eftersom regelverket som begränsar vidtagandet av försvarsåtgärder är så strängt. Det kan dessutom argumenteras för att den svenska budplikten som medför offentliga bud i de fall ägande i noterat bolag överstiger 30 % av aktierna eller rösterna i målbolaget försvårar möjligheterna att analysera de takeovers som ägt rum på den svenska marknaden. Exempelvis kan det resoneras kring att en budgivare som lägger ett bud på grund av en tvingande regel inte är fullt lika motiverad i sin budgivning jämfört med ett bolag som

av enkom frivilliga skäl försöker köpa ett annat bolag. Detta skulle kunna utgöra en alternativ förklaring till varför den svenska marknaden ser färre budpremier än den amerikanska.

7. Slutsatser och avslutande reflektioner

Detta avslutande avsnitt med inleds med sammanfattande slutsatser kring resultatet och vilka slutsatser som kan dras utifrån teorins påverkan på empirin. Avsnittet ger även förslag på framtida forskningsområden.

7.1 Slutsatser

Resultatet visar att det inte går att dra några slutsatser beträffande vilken försvarsåtgärd som är den mest effektiva i syfte att driva upp budpremien vid ett fientligt uppköpsförsök. Resultatet visar även att det inte går att dra någon slutsats kring vilken försvarsåtgärd som är mest effektiv att vidta i syfte att förhindra uppköpsförsök. Detta gäller oavsett om det fientliga uppköpsförsöket äger rum på den svenska eller amerikanska marknaden.

Däremot visar resultatet att vidtagande av försvarsåtgärder i generella termer, beträffande målbolag på såväl den svenska som den amerikanska marknaden, är en aktivitet som dels kan medföra en ökad budpremie för aktieägare, dels utgöra metod för att förhindra fientliga uppköpsförsök. Av det anförda följer att det essentiella vid ett fientligt bud är att målbolaget väljer att ta upp striden, inte vilket vapen målbolaget väljer att tillgripa. Vidare kan det anföras att medan försvarsåtgärder är effektiva vad avser att förhindra uppköp så är de även effektiva vad gäller att förhindra att aktieägare ges tillfälle att ta del av budpremier då alla de upptrissade budpremier som följer av ett vidtagande av försvarsåtgärder försvinner i de fall budet i slutändan ändå dras tillbaka av budgivaren.

Resultatet visar även att vidtagandet av försvarsåtgärder i generell tappning är effektivare i USA än vad det är i Sverige. Detta gäller oavsett om effektivitetsmättet utgörs av ökad budpremie för aktieägare eller hur väl åtgärden hindrar företagsförvärv.

Att aktieägare i många fall inte får ta del av budpremier eftersom försvarsåtgärder är så pass effektiva att budet till slut dras tillbaka talar för att det är styrelsens intressen som de facto premieras i situationer då målbolaget väljer att vidta försvarsåtgärder. Detta kan härledas ifrån teorierna som menar att försvarsåtgärder kan medföra budpremier, att ett uppköp

normalt medför personalomsättning i bolagsledning såväl som styrelser och principal-agent teorin. Styrelsen har att beakta sin uppdragsgivare aktieägarnas intressen men resultatet implicerar att styrelsen, vilket stöds av teorin om principal-agent, prioriterar sina egna intressen, nämligen att behålla status quo. Av detta kan ytterligare en slutsats härledas; att försvarsåtgärder är effektiva verktyg för ett målbolag men även slutsatsen att detta framförallt är sant utifrån ett bolagsledningsperspektiv snarare än ett aktieägarperspektiv.

Det framgår även från den studie som utförts beträffande de båda marknadernas respektive rättsordningar att vidtagandet av försvarsåtgärder är effektivare i USA än i Sverige på grund av att det amerikanska regelverket är mer slapphänt än det svenska. Konsekvensen av att den amerikanska lagstiftningen är mindre sträng än den svenska vad gäller hur ett målbolag har agera i förhållande till ett fientligt uppköpsförvärv, inbegripet vidtagandet av försvarsåtgärder, är att amerikanska bolag har fler försvarsåtgärder som de kan använda sig av. Antalet verktyg i verktygslådan spelar alltså roll för hur väl målbolaget kan försvara sig. Intressant i sammanhanget är att den svenska rättsordningen vilar på aktieägarskyddsintresse till skillnad mot den amerikanska. Samtidigt medför regelverket som omgärdar försvarsåtgärders användning i USA möjligheten för aktieägare att i större utsträckning ta del av budpremier, vilket är just det syfte som den svenska reglering strävat efter.

7.2 Förslag till vidare forskning

Denna uppsats har endast undersökt reaktiva försvarsåtgärder och vilken påverkan vidtagandet av dessa haft för bolag på den svenska och amerikanska marknaden under ett tidspann om tio år. Denna avgränsning lämnar stort utrymme till angränsande forskningsområden. Exempelvis hade det varit intressant att även inkludera proaktiva försvarsåtgärder trots att detta torde kunna medföra mätsvårigheter. Vidare är studien som nämnt begränsad vad avser tid och rum och vidare forskning hade kunnat omfatta ett större empiriskt underlag. Särskilt intressant hade det varit att utifrån ett komparativt perspektiv undersöka andra marknader, exempelvis den japanska.

Det hade också kunnat studeras vilken påverkan vidtagandet av försvarsåtgärder har på målbolagets kostnader. Exempelvis hade det varit nyttigt för forskningen att undersöka hur

olika försvarsåtgärder förhåller sig till varandra i en studie som tar hänsyn till de utgifter som varje åtgärd för med sig kontra den ökade budpremie försvarsåtgärden kan ge upphov till.

Ytterligare ett uppslag hade varit att undersöka frekvensen av proaktiva åtgärder kontra reaktiva eftersom detta troligtvis kan berätta mer om hur företag väljer att försvara sig ur ett mer holistiskt perspektiv. Eller att utifrån ett aktieägarperspektiv undersöka vad vidtagandet av olika försvarsåtgärder har för påverkan på aktievärde.

Avslutningsvis kan vi konstatera att det finns ett stort antal sätt som avvägningen mellan nytta och kostnader kring vidtagandet av försvarsåtgärder kan problematiseras.

Källförteckning

Litteratur

- Af Sandberg, C. & Sevenius, R. (2012). Börsrätt, andra upplagan, Malmö: Studentlitteratur
- Aktiemarknadsnämnden. Samtliga Uttalanden. http://www.aktiemarknadsnamnden.se/aktiemarknadsnamndens-uttalanden/samtliga-uttalanden__357 [Hämtad 2017-04-20]
- Aktiemarknadsnämnden (2014). Aktiemarknadsnämndens uttalande 2014:24. <http://www.aktiemarknadsnamnden.se/201424> [Hämtad 2017-04-20]
- Armour, J. & Skeel, D. A. (2007). Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why - The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation. *Faculty Scholarship*. vol. 95, nr.73/2006, s.1727,
- Andrén, N., Eriksson, T. & Hansson, S. (2015). Finansiering, Stockholm: Liber AB
- Bange, M. M. & Mazzeo, M. A. (2004). Board composition, Board Effectiveness, and the Observed Form of Takeover Bids, *The Society for Financial Studies*, vol 17, nr 4, s. 1185-1215
- Bryman, A. & Bell, E. (2013). Företagsekonomiska forskningsmetoder, Stockholm: Liber AB
- Duggal, R. & Cudd, M. (1993). Successful Antitakeover Defences, Top Management Turnover and Stock Prices. *Managerial and Decision Economics*, vol 14, nr. 6, s. 509-517
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*. vol. 14, nr. 1, s. 57-74
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implication. *The Economic Journal* vol. 105, nr. 430, s. 678-689
- Hill, Charles W. L. och Jones, Thomas M. (1992). Stakeholders Agency Theory. *Journal of Management Studies* vol. 29, nr. 2, s. 131-154.
- Hillier, D., Clatcher, I., Ross, S., Westerfield, R. & Bradford, J. (2014). Fundamentals of Corporate Finance, Second edition: McGraw Hill Education
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2015). Statistiska metoder, Lund: Studentlitteratur AB
- Magnuson, W. (2009). Takeover Regulation in the United States and Europe, An Institutional Approach, *Pace International Law Review* vol. 21, nr. 1, s. 205.
- Mediearkivet. <http://web.retriever-info.com.ludwig.lub.lu.se/services/archive.html> [Hämtad 2014-04-22]

Nachemson-Ekwall, S. (2014). Fientliga bud - Teorierna, maktspelet, kortsiktigheten, Stockholm: SNS förlag.

Nasdaq Stockholm. (2015). Takeover-regler. http://business.nasdaq.com/Docs/96647_takeover-regler-2015-02-01.pdf [Hämtad 2017-04-20]

NBK:s regler rörande offentliga uppköpserbjudanden avseende aktier i svenska aktiebolag vilkas aktier handlas på vissa handelsplattformar (2009-10-05).http://www.naringslivetsborskommitte.se/Userfiles/NBK_TO-regler_091005Publicerat091007.pdf - Hämtad [2017-04-20]

Ohlsson, J. (2004). Dispens från budplikt – om Aktiemarknadsnämndens praxis, Juridisk Tidskrift nr. 4, 2009/2010, s. 820

Orrbeck, M. (2010). Företagsförvärv i praktiken, Lund: Studentlitteratur AB

Pearce, J. A. & Robinson, B. R. (2004). Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, vol. 47, nr. 5, s.15-24

Sandström, T. (2012). Svensk aktiebolagsrätt, fjärde upplagan, Vällingby: Norstedts Juridik

Scherer, F.M. (1988). Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments. *The Journal of Economic Perspectives* vol. 2, nr. 1, s. 69-82

Schnepper, W. D. & Guillén, M. F. (2004). Stakeholder Rights and Corporate Governance: A Cross-National Study of Hostile Takeovers. *Administrative Science Quarterly* vol. 49, nr. s. 263-295

Schoenberg, R. & Thornton, D. (2006). The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions. *European Management Journal*, vol 24, nr. 2-3, s. 117-246

Sevenius, R. (2011). Företagsförvärv, Lund: Studentlitteratur AB

Shenoy, J. (2008). An Examination of the Efficiency, Foreclosure, and Collusion Rationales for Vertical Takeovers. *Management Science*, vol. 58, nr. 8, s.1482-1501

Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of financial Economics* vol. 16, nr. 1-3, s. 167-198

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics* vol. 70, nr. 3, s. 295-311

Skog, R. (1997). Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? – A Critical Analysis, Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Amsterdam.

Wang, X. (2013). Takeover law in the UK, US and China: a comparative analysis and recommendations for Chinese takeover law reform, Salford.

Offentligt tryck

Amerikansk rätt

Securities Act of 1933

Securities Exchange Act of 1934

The Williams Act of 1968

Svensk rätt

SOU 2005:58 Ny reglering för offentliga uppköpserbjudanden

Prop. 2005/06:140).

EU-rätt

RÅDETS DIREKTIV 88/627/EEG av den 12 december 1988 om sådana uppgifter som skall offentliggöras vid förvärv eller avyttring av ett större innehav i ett börsnoterat bolag.

EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

Rättspraxis

Unitrin v American General

Paramount Communications Inc v Time Inc

Databaser

Zephyr

Bilagor

Bilaga 1 - Fientliga förvärv i Sverige 2006-01-01 - 2016-12-31

År	Uppköpande bolag	Målbolag	Köp genomfört (Ja/Nej)	Ökad budpremie (Ja/Nej)	Försvarsåtgärd
2006	JCE GROUP AB	CYBERCOM GROUP AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
	OLD MUTUAL PLC	FORSÄKRINGSAKTIEBOLAGET SKAN	Ja	Nej	Kritik mot bud
2007	BORSE DUBAI LTD	OMX AB	Nej	Ja	White knight, Rättsliga åtgärder
	KAPPAHL AB	LINDEX AB	Nej	Nej	Kritik mot bud, White knight
	MAN AG	SCANIA AB	Nej	Ja	Kritik mot bud, Rättsliga åtgärder
2008	ASKERÖ UTVECKLING AB	SIGMA AB	Nej	Ja	Kritik mot bud, White knight
	DECCAN VALUE ADVISORS LP	IJS AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
	IVYTAN AB	Q-MED AB	Nej	Nej	Kritik mot bud
	STENA ADACTUM AB	BALLINGSLOV INTERNATIONAL AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
2009	HAKON INVEST AB	HEMTEX AB	Ja	Ja	Kritik mot bud
	INTERNATIONAL GOLD EXPLORATION IGE	IGE NORDIC AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
	MANNERHEIM INVEST AB	ENACO SVERIGE AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
	PEAB AB	PEAB INDUSTRI AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
	PONDERUS TECHNOLOGY AB	TECHNOLOGY NEXUS AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
	PORSCHIE AUTOMOBIL HOLDING SE	SCANIA AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
2010	MEERWIND AB	RORVIK TIMBER AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
2011	NYGREN INVEST I LJUSDAL AB	1,618 STRICT AB	Nej	Ja	Kritik mot bud, White knight
	SECURITAS AB	NISCAYAH GROUP AB	Nej	Nej	White knight
	STYLEFIELD HOLDING LTD	FINMETRON AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
	WALDIR AB	NETONNET AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
2012	SCHIBSTED ASA	ASPIRO AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
2013	LIFCO AB	NOTE AB	Nej	Nej	Kritik mot bud
2014	PETROGRAND AB	SHELTON PETROLEUM AB	Nej	Nej	Kritik mot bud
	VOLKSWAGEN AG	SCANIA AB	Ja	Nej	Kritik mot bud
2015	COREM PROPERTY GROUP AB	TRIBONA AB	Nej	Nej	Kritik mot bud, White knight
	DANSKE KONCEPT RESTAURANTER HOLDIN	NORDIC SERVICE PARTNERS HOLDIN	Nej	Nej	Kritik mot bud
2016	SAF-HOLLAND GMBH	HALDEX AB	Nej	Nej	White knight
	VEGA HOLDCO SARL	D CARNEGIE & CO AB	Ja	Nej	Kritik mot bud

Bilaga 2 - Fientliga förvärv i USA 2006-01-01 - 2016-12-31

Datum	Uppköpande bolag	Målbolag	Köp genomfört (Ja/Nej)	Höjt bud (Ja/Nej)	Försvarsåtgärder
2006	ATS INC.	ENERGY PARTNERS LTD	Nej	Nej	Kritik mot bud, White knight
	BASF AG	ENGELHARD CORPORATION	Nej	Ja	Kritik mot bud,
	MIRANT CORPORATION	NRG ENERGY INC.	Nej	Nej	Kritik mot bud, Nancy Reagan
	MORGAN STANLEY	TRANSMONTAIGNE INC.	Ja	Ja	White knight
	MR STEVEN MIHAYLO	INTER-TEL INC.	Nej	Ja	Ingen
2007	AIRTRAN HOLDINGS INC.	MIDWEST AIR GROUP INC.	Nej	Ja	White knight, Nancy Reagan
	APEX ACQUISITION CORPORATION	APPLICA INC.	Nej	Ja	White knight
	HIGH RIVER LP	WCI COMMUNITIES INC.	Nej	Nej	Poison pill (reaktiv)
	MR CHARLES F DOLAN	CABLEVISION SYSTEMS CORPORATION	Nej	Ja	Ingen
	ROKONET INDUSTRIES USA INC.	INTERNATIONAL ELECTRONICS INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, Nancy Reagan
	TECHNITROL INC.	BEL FUSE INC.	Nej	Ja	Ingen
	YAMANA GOLD INC.	MERIDIAN GOLD INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, White knight, Poison pill (reaktiv)
2008	BANK of TOKYO-MITSUBISHI UFJ LTD.	UNIONBANCAL CORPORATION	Ja	Ja	Kritik mot bud
	ELECTRONIC ARTS INC.	TAKE TWO INTERACTIVE SOFTWARE IN	Nej	Ja	Kritik mot bud, Poison pill (reaktiv)
	ELLIOTT ASSOCIATES LP	PACKETEER INC.	Nej	Nej	White knight, Rättsliga åtgärder
	GULL HOLDINGS LTD	USANA HEALTH SCIENCES INC.	Nej	Ja	Ingen
	INBEV SA	ANHEUSER-BUSCH COMPANIES INC.	Ja	Nej	Kritik mot bud, Rättsliga åtgärder
	VISHAY INTERTECHNOLOGY INC.	INTERNATIONAL RECTIFIER CORPORAT	Nej	Ja	Kritik mot bud
2009	BVF ACQUISITION LLC	AVIGEN INC.	Nej	Ja	kritik mot bud, Poison pill (reaktiv)
	EXELON CORPORATION	NRG ENERGY INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, Rättsliga åtgärder
	FBC ACQUISITION CORP	FACET BIOTECH CORPORATION	Nej	Ja	Kritik mot bud, Poison pill (reaktiv)
	FIJI ACQUISITION CORPORATION	EMULEX CORPORATION	Nej	Nej	White knight, Poison pill (reaktiv)
	SEQUENOM INC.	EXACT SCIENCES CORPORATION	Nej	Nej	White knight
2010	AGRIUM INC.	CF INDUSTRIES HOLDINGS INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud
	ALIMENTATION COUCHE-TARD INC.	CASEY'S GENERAL STORES INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, White Knight, Poison pill (reaktiv)
	CF INDUSTRIES HOLDINGS INC.	TERRA INDUSTRIES INC.	Ja	Nej	Ingen
	INDUSTRIAS ROMI SA	HARDINGE INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, Nancy Reagan
	LITEX ACQUISITION I LLC	CRAFTMADE INTERNATIONAL INC.	Ja	Ja	Nancy Reagan
	RAMIUS VALUE AND OPPORTUNITY AI	CYPRESS BIOSCIENCE INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud
	RSR ACQUISITION COMPANY	CPEX PHARMACEUTICALS INC.	Nej	Ja	White knight
2011	ACI WORLDWIDE INC.	S1 CORPORATION	Nej	Ja	Kritik mot bud
	AIR PRODUCTS AND CHEMICALS INC.	AIRGAS INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, Rättsliga åtgärder
	COMMUNITY HEALTH SYSTEMS INC.	TENET HEALTHCARE CORPORATION	Nej	Ja	Kritik mot bud, Rättsliga åtgärder
	GLOBAL STOCK INVESTMENTS LTD	NIS HOLDINGS CORPORATION	Nej	Nej	Ingen
	INTERCONTINENTALEXCHANGE INC.	NYSE EURONEXT INC.	Nej	Nej	Kritik mot bud
	LSRI HOLDINGS INC.	MCCORMICK & SCHMICKS INC.	Ja	Nej	White knight, Poison pill (reaktiv)
	PLATO LEARNING INC.	RENAISSANCE LEARNING INC.	Nej	Ja	White knight, Rättsliga åtgärder, Nancy Reagan
	SANOPI-AVENTIS SA	GENZYME CORPORATION	Ja	Ja	Kritik mot bud
	VALIDUS HOLDINGS LTD	TRANSATLANTIC HOLDINGS INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, White knight, Poison pill (reaktiv)
	CYPRESS SEMICONDUCTOR CORPORAT	RAMTRON INTERNATIONAL CORPORAT	Ja	Ja	White knight
	GLAXOSMITHKLINE PLC	HUMAN GENOME SCIENCES INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud
	JEP METALS SUB LLC	COMMERCIAL METALS COMPANY	Nej	Nej	Kritik mot bud
	ICAHN ENTERPRISES HOLDINGS LP	CVR ENERGY INC.	Ja	Ja	Kritik mot bud
	INTERNATIONAL PAPER COMPANY	TEMPLE-INLAND INC.	Ja	Ja	Poison pill (reaktiv)
	PHILADELPHIA ACQUISITION SUB INC.	PHARMERICA CORPORATION	Nej	Nej	Kritik mot bud, Poison pill (reaktiv)
	ROCHE HOLDING AG	GENENTECH INC.	Ja	Ja	Kritik mot bud, Rättsliga åtgärder
2013	DISH NETWORK CORPORATION	CLEARWIRE CORPORATION	Nej	Ja	Kritik mot bud, Rättsliga åtgärder, White knight
2014	BGC PARTNERS INC.	GFI GROUP INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud
	MENS WEARHOUSE INC.	JOS A BANK CLOTHIERS INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, White knight
2015	DOLLAR GENERAL CORPORATION	FAMILY DOLLAR STORES INC.	Nej	Ja	Kritik mot bud, White knight
	HNH GROUP ACQUISITION LLC	JPS INDUSTRIES INC.	Ja	Ja	White knight
	J2 GLOBAL INC.	CARBONITE INC.	Nej	Nej	Kritik mot bud, White knight, Poison pill (reaktiv)

Bilaga 3 - Resultat från SPSS, Beroende variabel Förhindrat förvärv, Sverige

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.
Step 1^a	White_knight(1)	-2,944	1,433	4,224	1	,094
	Rattsliga_atgarder(1)	-41,015	33996,651	,000	1	,999
	Kritik_mot_bud(1)	-20,686	21949,710	,000	1	,999
	Constant	41,015	33996,651	,000	1	,999
Step 2^a	White_knight(1)	-2,251	1,343	2,812	1	,094
	Rattsliga_atgarder(1)	-23,422	26601,421	,000	1	,999
	Constant	22,729	26601,421	,000	1	,999

Bilaga 4 - Resultat från SPSS, Beroende variabel Höjd budpremie, Sverige

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.
Step 1^a	White_knight(1)	-22,589	20096,487	,000	1	,999
	Rattsliga_atgarder(1)	-21,524	23601,900	,000	1	,999
	Kritik_mot_bud(1)	-,646	28763,174	,000	1	1,000
	Constant	42,727	30998,685	,000	1	,999
Step 2^a	White_knight(1)	-22,328	14400,686	,000	1	,999
	Rattsliga_atgarder(1)	-21,491	23208,995	,000	1	,999
	Constant	42,433	27313,681	,000	1	,999

Bilaga 5 - Resultat från SPSS, Beroende variabel Förhindrat förvärv, USA

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.
Step 1^a	Kritik_mot_bud(1)	-,796	,700	1,290	1	,256
	White_knight(1)	,016	,695	,001	1	,981
	Poison_pill(1)	,978	,773	1,601	1	,206
	Rattsliga_atgarder(1)	,345	,952	,131	1	,717
	Nancy_reagan(1)	-,548	1,193	,211	1	,646
	Constant	,806	1,645	,240	1	,624
Step 2^a	Kritik_mot_bud(1)	-,800	,669	1,431	1	,232
	Poison_pill(1)	,982	,759	1,670	1	,196
	Rattsliga_atgarder(1)	,347	,947	,134	1	,714
	Nancy_reagan(1)	-,548	1,192	,211	1	,646
	Constant	,813	1,617	,253	1	,615
Step 3^a	Kritik_mot_bud(1)	-,760	,656	1,341	1	,247
	Poison_pill(1)	,907	,727	1,557	1	,212
	Nancy_reagan(1)	-,532	1,183	,202	1	,653
	Constant	1,130	1,361	,689	1	,406
Step 4^a	Kritik_mot_bud(1)	-,735	,653	1,269	1	,260
	Poison_pill(1)	,977	,713	1,875	1	,171
	Constant	,589	,637	,856	1	,355
Step 5^a	Poison_pill(1)	,900	,697	1,667	1	,197
	Constant	,336	,586	,330	1	,566
Step 6^a	Constant	,999	,313	10,201	1	,001

Bilaga 6 - Resultat från SPSS, Beroende variabel Höjd budpremie, USA

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.
Step 1 ^a	Kritik_mot_bud(1)	-1,337	,760	3,098	1	,078
	White_knight(1)	-,598	,780	,587	1	,444
	Poison_pill(1)	-,429	,925	,215	1	,643
	Rattsliga_atgarder(1)	,347	,959	,131	1	,718
	Nancy_reagan(1)	-,750	1,197	,393	1	,531
	Constant	2,919	1,788	2,665	1	,103
Step 2 ^a	Kritik_mot_bud(1)	-1,276	,734	3,022	1	,082
	White_knight(1)	-,563	,771	,534	1	,465
	Poison_pill(1)	-,498	,900	,306	1	,580
	Nancy_reagan(1)	-,737	1,191	,383	1	,536
	Constant	3,200	1,610	3,949	1	,047
Step 3 ^a	Kritik_mot_bud(1)	-1,287	,727	3,137	1	,077
	White_knight(1)	-,602	,760	,628	1	,428
	Nancy_reagan(1)	-,626	1,176	,284	1	,594
	Constant	2,734	1,353	4,082	1	,043
Step 4 ^a	Kritik_mot_bud(1)	-1,257	,725	3,004	1	,083
	White_knight(1)	-,602	,762	,624	1	,429
	Constant	2,160	,795	7,389	1	,007
Step 5 ^a	Kritik_mot_bud(1)	-1,067	,676	2,494	1	,114
	Constant	1,686	,487	11,998	1	,001
Step 6 ^a	Constant	1,204	,329	13,380	1	,000

Bilaga 7 - Resultat från SPSS, Beroende variabel Höjd budpremie, Komparativ

Categorical Variables Codings

		Frequency	Parameter coding (1)
Land	USA	52	1,000
	Sverige	28	,000

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I... Lower
Step 1 ^a	Land(1)	2,525	,584	18,679	1	,000	12,486	3,974
	Constant	-1,526	,493	9,565	1	,002	,217	

Bilaga 8 - Resultat från SPSS, Beroende variabel Förhindrat förvärv, Komparativ

Categorical Variables Codings

		Frequency	Parameter coding (1)
Land	USA	52	1,000
	Sverige	28	,000

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I... Lower
Step 1 ^a	Land(1)	1,492	,504	8,754	1	,003	4,444	1,655
	Constant	-,288	,382	,568	1	,451	,750	