



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå

VT 2020

Aktivisthedgefonder - värdeskapare eller corporate raiders?

En studie om marknadsreaktioner för aktivisthedgefonder och andra aktivister inom olika typer av aktivistkampanjer på europeiskt noterade målbolag

Författare

Dubniks, Valters

Engström, Jakub

Erbing, Emil

Handledare

Cociorva, Anamaria

Sammanfattning

Titel: Aktivisthedgefonder - värdeskapare eller corporate raiders?

Seminariedatum: 2020-06-04

Kurs: FEKH89, Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå, 15 HP

Författare: Dubniks, Valters; Engström, Jakub; Erbing, Emil

Handledare: Cociorva, Anamaria

Nyckelord: Investeraraktivism, Aktivist, Aktivisthedgefond, Aktivistkampanj, Bolagsstrategi

Syfte: Denna studie syftar till att undersöka vilken sorts aktivistkampanj som skapar högst marknadsreaktion samt att undersöka om det existerar en skillnad i marknadsreaktion till aktivisthedgefonder och andra aktivister.

Metod: Författarna använder sig av en kvantitativ metod med en hypotetisk deduktiv ansats. Sekundärdata har samlats in och analyseras med hjälp av ett "cross-sectional" t-test för att undersöka om det sker en genomsnittlig kumulativ överavkastning.

Teoretiska perspektiv: Studien grundar sig i tidigare forskning inom området gällande aktivistinvesteringar samt marknadsreaktion inom detta. Teoretiska ramverk som "marknadshypotesen" och "agent-principal relationen" har även använts.

Empiri: Studien analyserar 387 antal aktivistkampanjer på europeiska målbolag som inträffade under tidsperioden 2010–2019.

Resultat: Studien finner att marknaden reagerar positivt för aktivistkampanjer som faller under kategorierna M&A, aktieägarrättigheter och strategi, varav så inte är fallet för kategorierna bolagsstyrning och flera typer. Studien finner även att det inte sker någon genomsnittlig skillnad i marknadsreaktionen för aktivisthedgefonder och andra aktivister, men att skillnad går att se inom alla kategorier förutom bolagsstyrning. För kategorierna strategi, aktieägarrättigheter och flera typer sker en högre genomsnittlig skillnad i marknadsreaktioner för aktivisthedgefonder, medan inom kategorin M&A sker en högre genomsnittlig skillnad i marknadsreaktion för andra aktivister.

Abstract

Title: Activist Hedge Funds - value creators or corporate raiders?

Seminar date: 2020-06-04

Course: FEKH89, Degree Project in Corporate Finance, Undergraduate level, 15 ECTS-credits

Authors: Dubniks, Valters; Engström, Jakub; Erbing, Emil

Advisor: Cociorva, Anamaria

Key words: Shareholder activism, Activist, Hedge Fund Activist, Activist campaign, Corporate Strategy

Purpose: This study aims to find out which activist campaign creates the largest short-term abnormal return while at the same time exploring if there are any differences in the market's reaction to Hedge Fund Activists and Other Activists.

Methodology: The authors use a quantitative method with a hypothetical-deductive model. Secondary data have been retrieved and analyzed with a "cross-sectional" t-test to determine if there has been a cumulative average abnormal return.

Theoretical perspectives: The study takes its foundation from prior research about shareholder activism and its market reaction. Theoretical frameworks such as the efficient market hypothesis and agent-principal dilemma have also been applied.

Empirical foundation: The study analyses 387 activist campaigns on European target companies during the period between 2010-2019.

Conclusions: The study concludes that the market shows a positive reaction to activist campaigns under the categories M&A, Shareholder Rights and Strategy, while this is not the case for Corporate Governance and Multiple Types. The study also concludes that there is no aggregate difference between the market's reaction to hedge fund activists and other activists, but that differences can be seen in all categories except for Corporate Governance. For the categories Strategy, Shareholder Rights and Multiple Types, higher market reactions occur for activist hedge funds, whereas in category M&A, higher average market reactions occur for other activists.

Begreppslista

Andra aktivister: En investerare som inte är en aktivisthedgefond och med mindre erfarenhet av investerarakтивism. Kan bland annat vara en institutionell fond eller tidigare aktieägare.

Aktieägarrättighetsrelaterad aktivism: En aktivistkampanj där aktivisten yttrar på sina rättigheter som aktieägare i samband med transparens och övervakning.

Aktivist: En investerare som utövar sina rättigheter som aktieägare för att få genom en förändring i eller för ett målbolag.

Aktivisthedgefond: En hedgefond som har investerarakтивism som primär investeringsstrategi.

Aktivistkampanj: Aktivitet där en aktivist utövar sina rättigheter som aktieägare för att få igenom en förändring i eller för målbolaget.

Bolagsstyrningsrelaterad aktivism: En aktivistkampanj där aktivisten yttrar på bolagsstyrningsrelaterade frågor, exempelvis att få igenom en förändring i uppsättning av styrelsen.

CAAR: Genomsnittlig kumulativ överavkastning, dvs den genomsnittliga aggregerade överavkastningen under eventfönstret för flera aktivistkampanjer.

CAR: Kumulativ överavkastning, dvs den aggregerade överavkastningen under eventfönstret för en aktivistkampanj.

Flera typer av aktivistkampanjer: En aktivistkampanj där aktivisten yttrar på sina rättigheter som aktieägare att driva igenom flera typer av frågor.

Hedgefond: En fond som förvaltar pengar åt en annan person med oftast fria regler, använder sig av belåning och kan ta både långa och korta positioner i marknaden.

Institutionell investerare: En juridisk person som investerar pengar åt någon annan och klassificeras som exempelvis banker, försäkringsbolag, samt pensionsfonder.

Investerarakтивism: Ett sätt där investerare utövar sina rättigheter som aktieägare för att få igenom en förändring i eller för målbolaget.

Konglomerat: Ett företag med kombination av flera affärsenheter som verkar i helt olika branscher.

Kortsiktig avkastning: Ett annat ord för marknadsreaktion.

Normalavkastning: Den normaliserade avkastningen för en aktie i förhållande till marknaden under en lång tid. Används vid prognostisering av framtida förväntad avkastning.

Målbolag: Det företag som en aktivistkampanj fokuseras mot.

M&A: Förkortning för engelskans Mergers & Acquisitions, dvs fusioner och företagsförvärv.

M&A-relaterad aktivism: En aktivistkampanj där aktivisten yttrar på frågor relaterat till fusioner eller företagsförvärv, kan exempelvis vara företagssammanslagningar, avyttringar etc.

Peers: Företag som delar flera likheter med varandra som förenklar jämförbarhet mellan varandra, dem har exempelvis verksamhet inom samma sektor och är mer eller mindre lika stora

Proxytävling: En ovänlig tävling för att ta kontroll över ett målbolag.

Spin-off: En typ av avyttring av ett affärsområde genom att sälja eller distribuera nya aktier till befintliga ägare.

Strategirelaterad aktivism: En aktivistkampanj där aktivisten yttrar på strategirelaterade frågor.

Värdeinvestorare: Investerare som söker sig att investera i företag som är undervärderade i förhållande till deras underliggande tillgångar, inklusive skuld och kassa.

Överavkastning: Svenskt terminologi för "*Abnormal Returns*" som innefattar den konstaterade avkastning som en aktie överskrider sin normalavkastning.

Innehållsförteckning

1. Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problematisering.....	8
1.3 Syfte.....	10
1.4 Frågeställningar.....	10
1.5 Avgränsningar.....	10
1.6 Bidrag.....	11
1.7 Disposition.....	12
2. Fallstudie	13
2.1 ABB Ltd.....	13
3. Teori	16
3.1 Ekonomisk teori.....	16
3.2 Regelverk och bolagsstyrning.....	19
3.3 Tidigare forskning.....	20
3.4 Hypoteser.....	26
4. Metodologi	28
4.1 Val av metod.....	28
4.2 Datainsamling.....	32
4.3 Klassifikation av aktivistkampanjer och aktivister.....	35
4.4 Metoddiskussion.....	36
5. Resultat	42
5.1 Hypotes I.....	42
5.2 Hypotes II.....	49
6. Analys	61
6.1 Hypotes I.....	61
6.2 Hypotes II.....	65
7. Slutsats och diskussion	70
7.1 Slutsats.....	70
7.2 Diskussion.....	70
7.3 Vidare forskning.....	71
Referenser	72
Bilagor	78

1. Inledning

I det inledande avsnittet framförs bakgrunden och en problemdiskussion till studien. Avsnittet redogör även studiens syfte, frågeställning, avgränsningar, bidrag och disposition.

1.1 Bakgrund

Investeraraktivister har aldrig varit så inflytelserika som de är idag. Företag såsom Ericsson, ABB och Nordea kan i dagsläget räkna in Cevian Capital, en av Europas största aktivisthedgefonder, bland sina delägare (Holdings, 2020), varav många andra stora företag världen över kan göra detsamma (Ahmed, Deveau & Sam, 2017). Trots investeraraktivisternas stora inflytande är det inget begrepp som den vanligt informerade medborgaren känner till, men det är ett begrepp som har blivit allt mer känt bland investerarkretsar (Orol, 2008).

De senaste årtiondena har antalet studier som behandlar just investeraraktivism både ökat och diversifierats. Flertalet forskare har även försökt att definiera investeraraktivism och dess innebörd (Rho, 2007) och en av dessa har gjorts i Michael Smiths studie ”*Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*” (1996), där begreppet ”*shareholder activism*” beskrivs som en ägare som försöker kontrollera och införa förändringar i målbolagets ledning och styrelse, när dessa bolag ej uppfattas kunna maximera aktieägarvärdet. En annan definition går att finna hos Hernandez-Lopez (Rho, 2007), som sätter begreppet i en bredare kontext med följande: ”Åtgärder som en aktieägare kan ta, utifrån de rättigheter som innehavet ger, med målet att påverka företagets ledning”.

Genom exempelvis att vara aktieägare och de rättigheter som tillkommer kan aktivister, genom anskaffad legitimitet, verkställa de strategier och förändringar genom att bland annat rösta vid bolagsstämmor (Hedlund, 1985). Aktivister kan potentiellt även bidra till att minska, eller till viss mån, begränsa de konflikter som existerar mellan kontrollerande ägare och minoritetsägare samt bidra till en begränsning av den potentiella intressekonflikt som kan uppstå mellan styrelse och ledning (Fama & Jensen, 1983).

Studier visar även på att det finns skillnader i marknadens reaktion för dessa aktiviteter, eller kampanjer som de också kallas, beroende på om det är institutionella investerare eller så kallade aktivisthedgefonder som genomför de. Aktivisthedgefonder som är specialister inom just aktivism tenderar till att ha betydligt högre positiv påverkan på marknaden (Becht, Franks & Grant, 2010).

Det finns dessutom flera saker som aktivisterna syftar till att förändra i målbolaget. Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) forskning illustrerar marknadens reaktion beroende på vilken typ av kampanj som annonseras. Studien visar på att marknaden genererar relativt hög avkastning när kampanjerna syftar till att ”fixa” ineffektiviteter i målbolagen genom M&A och företagsstrategier. Andra typer av kampanjer kan vara relaterade till bolagsstyrningsfrågor och så kallade aktieägarrättigheter, dvs att aktivister försöker yttra på att dem inte blir behandlade enligt de rättigheter som de anser sig att ha som aktieägare (Thomson Reuters Eikon, 2020). Det finns alltså olika typer av aktivistkampanjer som används av aktivister på olika sätt.

Historiskt sett har dock aktivisterna och deras aktiviteter i mångt och mycket betraktats som ”hot” för målbolag och dess långsiktiga lönsamhet. Begreppet ”corporate raiders” myntades redan på 1970-talet i USA och kommer från den tillväxtvåg av förvärv som då rådde, där investerare köpte sig in i bolag för att tvinga dessa till aktiviteter som kortsiktigt höjde deras aktievärde, för att sedan sälja bort sitt innehav (Orol, 2008). Dagens aktivisthedgefonder har blivit anklagade för att agera på liknande sätt som dessa ”corporate raiders” genom att vara kortsiktiga spekulerare som förstör långsiktigt värde, trots att deras investeringsstrategi snarare liknar private equity genom att ta upp långsiktiga frågor och att engagera sig vänligt med bolagsledning för att gynna samtliga aktieägare (Emmerich, 2013; Seretakis, 2014; Orol, 2008). Med tanke på just detta fokus om värdeskapande, är många företag idag till och med positiva till att räkna en aktivisthedgefond bland sina ägare. Investeraraktivismen har både historiskt och idag främst förekommit i USA, men har sedan början på 2000-talet etablerats i allt högre grad i Europa (Seretakis, 2014). Vidare har många aktivisthedgefonder i Europa hittat egna segment där de kan bidra med sin unika expertis, något som inte fanns på 2000-talet när den europeiska aktivistmarknaden var i ett ungt och växande marknadsstadium (Orol, 2008).

1.2 Problematisering

Det kan konstateras att aktivisminvesteringar som fenomen fortfarande är ett relativt outforskat område i allmänhet, och i Europa i synnerhet. Detta trots att effekten av dessa ofta berör de allra största företagen. Aktivisminvesteringar är en mycket större industri i USA än vad den är i Europa, varav det är även där som den största delen av forskningen inom området har gjorts (Seretakis, 2014).

Den historiskt relativt låga aktivitet av aktivism i Europa kan förklaras av flera faktorer. Dels har den europeiska aktivistmarknaden ansetts som ett mindre strukturellt attraktivt investeringsområde till följd av en otalig mängd lokala bestämmelser, överlagda med EU direktiv i kombination med lokala aktiemarknadsregler (J.P. Morgan, 2014). En annan faktor är att bolagen i Europa ofta har koncentrerat och kontrollerat ägande. Det är i många fall bolag ägs av familjer och ärvs i generationer. Detta skiljer sig från

USA där ägarstrukturen ser helt annorlunda ut och fondbolag ofta är de största ägarna (Faccio & Lang, 2001; La Porta et al., 1999). Detta kontrollerande ägande som finns i Europa påverkar därmed relationen mellan styrelse och ledning genom att majoritetsägare i större grad kan påverka ledningen och styrelsen. Detta blir då till nackdel för minoritetsägare (Alvesson & Sveningsson, 2012), vilket bland annat är något som aktivistinvestorer försöker lösa.

Enligt J.P. Morgan (2014) har aktivismen i Europa sett en kraftig ökning sedan finanskrisen 2008. Detta förklaras först och främst av ett generellt bättre ekonomiskt tillstånd och aktiemarknadens återhämtning, vilket även har lett till att M&A aktiviteter förekommer i högre grad. Fler bolag i Europa avviker även från det traditionellt koncentrerade ägandet och aktivisthedgefondernas starka framfart har satt goda grunder för en framtida marknad för aktivism. Bara år 2014 hade 40% av de existerande aktivisthedgefonderna ett fokus på antingen Europa eller globalt. I linje med USA går cirka 50 % av kampanjerna i Europa igenom, men det framgår inte om dessa har skapat mer värde för aktieägarna eller inte.

Vidare är aktivisthedgefonder idag ansedda för att göra djupgående analyser innan en investering och aktivistkampanj annonseras, vilket sedermera leder till hög genomförbarhet när de driver igenom deras kampanjer (Orol, 2008). Detta i kontrast till andra aktivister som snarare har begränsad erfarenhet inom aktivism då dessa ofta är institutionella investerare eller tidigare aktieägare. Dock har andra aktivister god insyn i målbolag, dess bolagsstrategi och verksamhetsområden. Aktivisthedgefonder som använder sig av aktivistkampanjer relaterade till bolagsstyrning och aktieägarrättigheter, tenderar även att använda sådana frågor för att kunna påverka mer i långsiktiga frågor såsom strategi, M&A och operationellt fokus i målbolag (Orol, 2008). På detta sätt finns sannolika skäl att det finns stor skillnad i marknadsreaktioner beroende på vilken typ av kampanj som just aktivisten avser att bedriva.

Som tidigare nämnt, har de flesta studier inom området gjorts i USA. Även om paralleller kan dras mellan USA och Europa så behöver inte detta nödvändigtvis indikera på att studier genomförda med samma metodologi kommer producera liknande resultat. Som tidigare konstaterat finns det också olika typer av kampanjer, och beroende på vad aktivisterna syftar till att förändra i målbolaget går det dessutom att notera skillnader i hur marknaden reagerar, vilket också kan vara fallet i Europa. Det har heller inte gjorts studier som jämför hur marknaden reagerar ut beroende på om kampanjen genomförs av en aktivisthedgefond eller av en annan aktivist inom den europeiska marknaden, varav den senaste aktuella studien som överhuvudtaget berör frågan skrevs år 2010 när aktivistmarknaden såg helt annorlunda ut (Becht, Franks & Grant, 2010).

1.3 Syfte

Syftet med denna studie blir därmed att undersöka vilken aktivistkampanj som skapar högst marknadsavkastning på europeiska publikt noterade bolag under tidsperioden 2010–2019. Vidare ämnar studien undersöka huruvida marknadsreaktionen skiljer sig mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister inom olika aktivistkampanjer.

1.4 Frågeställningar

- Hur påverkas aktiekursen för publikt noterade europeiska bolag av olika typer av aktivistkampanjer vid annonseringsdatumet?
- Går det att se någon skillnad mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister gällande olika typer av aktivistkampanjer i publikt noterade europeiska bolag?

1.5 Avgränsningar

Studien avgränsar sig geografiskt genom att endast omfatta målbolag med huvudsäte i Europa. Detta beslut grundas i det faktum, att aktivism som fenomen på senare år, dels förändrat dess investeringsstrategi samt blivit allt mer förekommande på den europeiska marknaden, framförallt på grund av förändringar i reglering (Orol, 2008; European Securities and Markets Authority, 2019). Den geografiska avgränsningen syftar även till att begränsa studiens omfattning, vilket även ger ett mer rättvist resultat med färre variabler, som grundas på en mer homogen marknad, framförallt med hänsyn till den rådande reglering och till de ägarstrukturer som går att finna i Europa. Vidare, avser studien endast att undersöka de europeiska målbolag som är börsnoterade. Detta beslut är taget med hänsyn till den tillgång och tillförlitlighet av information gällande målbolagen och marknadens reaktion på bolagsvärdering, vilket analysen skall bygga på. Målbolag som är dubbelnoterade, dvs som är noterade på flera börser, eller är noterade utanför Europa tas även i beaktning i studien. Detta med tanke på att författarna uppfattat reglering som påverkar aktivism hänförs primärt till var målbolag har huvudsäte, även om vissa aktiemarknadsregler kan ha påverkan.

Författarna har även avgränsat sig till aktivistkampanjer som skett under tidsperioden 2010–2019, dels då aktivisthedgefonder blivit mer långsiktiga i deras investeringsstrategi, samt att marknaden sett en uppgång i aktivitet sedan finanskrisen 2008 (Orol, 2008; European Securities and Markets Authority, 2019). Mer om resonemanget kring detta går att läsa i avsnitt 4.2.6 *Tidsperiod*. Den data som gäller för målbolagen och avkastning har hämtats från Bloombergs databas och marknadsreaktionerna analyseras under ett eventfönster på 16 dagar. Vidare diskussion kring detta presenteras i avsnitt 4.1.2 *Eventstudie*.

Författarna har även övervägt ifall långsiktig påverkan av aktivism skulle tas med i studien. Dock har författarna valt att endast fokusera på marknadsreaktioner då författarna ser problematik i hur den långsiktiga påverkan av aktivism ska utvärderas. Genom exempelvis att utvärdera hur aktiekurser förändras på lång sikt, blir det svårt att fokusera just på hur aktivism påverkar aktiekursen då det finns ett flertal faktorer som påverkar aktiekurser, speciellt under längre tid. Vidare, är det svårt att identifiera specifika finansiella och operationella nyckeltal som ska utvärderas, i sådana fall skulle det kunna vara en kombination av nyckeltal, som å andra sidan kommer att kräva subjektiva avvägningar från författarna. Vilka ska användas och vilka ska prioriteras? Det blir således svårt att utvärdera hur aktivism påverkar målbolag långsiktigt, vilket resulterat i varför författarna endast fokuserar på hur aktiekursen påverkas av annonserandet av aktivistkampanjer.

1.6 Bidrag

Studiens syfte är konstruerad för att utveckla och bidra till det befintliga kunskapsläget som finns gällande investerarakтивism i allmänhet, och den europeiska aktivistmarknaden i synnerhet. Dels, utvecklar författarna gällande vilka typer av aktivistkampanjer som oftast bedrivs av aktivister, hur de skiljer sig mellan varandra, samt skillnader i när aktivisthedgefonder och andra aktivister engagerar sig inom aktivism. Studien är, enligt författarnas vetskap, den första som jämför hur marknadsreaktioner skiljer sig mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister inom olika aktivistkampanjer och således vilka kampanjer som anses som mest optimistiska. Det som då kan konstateras är inom vilka aktivistkampanjer som marknaden är både mest optimistiska för aktivisthedgefonder, samt vilka aktivistkampanjer som marknaden tror aktivisthedgefonder skapar mest värdeskapande skillnad inom. Studien utvärderar även 387 fall mellan 2010 och 2019 på den europeiska marknaden, vilket innebär att studien utvärderar fler fall än tidigare studier inom området på denna marknad (Becht, Franks & Grant, 2010).

1.7 Disposition

Studiens kommande disposition är strukturerad enligt följande:

Kapitel 2 - Fallstudie

I detta avsnitt presenteras en fallstudie för att bekanta läsaren om hur hedgefondaktivism kan se ut och vilka effekter som potentiellt kan observeras.

Kapitel 3 - Teori

I detta avsnitt presenteras först den ekonomiska teori som studien bygger på, för att sedan presentera tidigare forskning och avslutningsvis författarnas hypoteser.

Kapitel 4 - Metodologi

I detta avsnitt presenteras studiens forskningsmetod, metod för datainsamling, klassificering av kampanjtyper samt källkritik.

Kapitel 5 - Resultat

I detta avsnitt presenteras de resultat, författarna kommit fram till, samt förkastar eller bekräftar tidigare presenterade hypoteser.

Kapitel 6 - Analys

I detta avsnitt analyseras studiens resultat, med det valda teoretiska ramverk, studiens syfte och frågeställning som utgångspunkt.

Kapitel 7 - Slutsats och diskussion

I detta avsnitt presenteras den slutsats och diskussion som bygger på studiens resultat och analys. Avslutningsvis presenteras förslag för vidare forskning.

2. Fallstudie

I detta avsnitt presenteras ett fall för att underlätta förståelsen för läsaren om hur dagens hedgefondaktivism kan se ut, vilka effekter det kan ha på målbolaget och deras påverkan finansiellt, strategiskt och bolagsstyrningsmässigt. Fallet som presenteras nedan handlar om aktivisthedgefonden Cevian Capital, institutionella fonden Artisan Partners samt industrikonglomeratet ABB.

2.1 Fall: ABB Ltd

ABB är ett svenskt-schweiziskt konglomerat med verksamhetsområdena: Electrification, Industrial Automation, Motion, och Robotics & Discrete Automation (ABB, 2020). Bolaget har i sin grund många dotterbolag och uppkom 1988 efter att svenska Asea sammanslogs med schweiziska Brown Boveri (Atkins & Fortado, 2016). I juni 2015 kommunicerade Cevian Capital ut till allmänheten att de förvärvat mer än 3,0% av aktierna i ABB, och som konsekvens uppgick den kumulativa överavkastningen (CAR) till 4,0% (-5, +10) (Revill, 2015). Bolaget välkomnade Cevian Capital som ny aktieägare och Christer Gardell, medgrundare till aktivisthedgefonden, kommenterade inte sina planer mer än att han tyckte att ABB var ett bra bolag, där Cevian Capital såg en stor värdepotential. I samband med förvärvet av aktier, började det redan spekuleras ifall eventuella avstyckningar av ABB:s affärsenheter Power Grids och Industrial Automation var aktuellt (Joffer, 2015; Bart & Hellstrom, 2015). Veckor senare fortsatte Cevian Capital att förvärva aktier i bolaget, varav en maktkamp om den nu tomma ordförandeposten i ABB uppstod. Även huvudägaren Investor förvärvade aktier i ett försök att få ökad kontroll i ABB, varav de månader senare förlorade den interna maktkampen, då Cevian Capitals representant Peter Voser blev nyvald ordförande (Neurath, 2015; Rex, 2015).

Under augusti 2016, månader innan ABB skulle annonsera deras nya strategiska plan på deras kapitalmarknadsdag, berättade Cevian Capital i en intervju med Financial Times att de anser att ABB har en för komplex bolagsstruktur, att de underpresterar i jämförelse med deras *peers* och att bolaget skulle vara värt 60% mer ifall en spin-off av deras affärsenhet Power Grids genomfördes (Atkins & Fortado, 2016). Som svar till Cevian Capitals uttalande menade den dåvarande vd:n Ulrich Spiesshofer att ABB gynnas av konglomeratstrukturen då bolaget får tillgång till "kompletterande teknologier" och gemensamma centralfunktioner. Vid det här tillfället hade även Artisan Partners, en institutionell fond, blivit den tredje största ägaren i ABB och uppmuntrade också ledningen att genomföra spin-offs för att kunna förenkla affärsmodellen och därmed förbättra den operationella verksamheten, samt möjliggöra långsiktiga tillväxt- och marginalförbättringar (Atkins & Fortado, 2016). Trots detta kommunicerade ABB:s bolagsledningen på kapitalmarknadsdagen den 6 oktober 2016 att företaget avsåg behålla Power Grids, vilket var ett beslut som visade sig inte vara länge. Efter att Lars Förberg, från Cevian Capital, blev

invalid som styrelseledamot i ABB i februari 2017, förnyades återigen frågan om att Power Grids bör knopas av (ABB, 2017; Dagens Industri, 2017). I december 2018, efter mycket påtryckningar från aktivisthedgefonden genom styrelsen, såldes Power Grids till slut för uppemot 11 miljarder USD till japanska Hitachi, och som konsekvens uppgick den kumulativa överavkastningen (CAR) till 6,0% (-5, +10) (Svenska Dagbladet, 2018).

Ett kvartal senare efter ABB kommunicerat att de avser att sälja Power Grids, annonserades det att ABB:s VD Ulrich Spiesshofer motvilligt lämnade rollen, och att ordföranden Peter Voser blev tillförordnad VD under tiden som ABB letade efter en ny VD (ABB, 2019a). Det sades att styrelsen kommit överens med Spiesshofer att avgå, och att det var av essentiell karaktär för bolaget att "titta framåt" och fokusera mer på Robotics & Motion efter avyttringen av Power Grids. Som konsekvens av annonserandet, uppgick den kumulativa överavkastningen (CAR) till 8,6% (-5, +10) (Dahinten, 2019; Revill, 2019a). Ersättaren blev den tidigare VD:n för Sandvik, Björn Rosengren, som det tidigt ställdes höga förväntningar på, mycket på grund av dem förbättringsåtgärder som han lyckats genomföra under sin tid i Sandvik (ABB, 2019b). Cevian Capital blev nöjda med rekryteringen och den kommunicerade avyttringen av Power Grids, vilket ledde till att Christer Gardell uttalade sig att ABB har en möjlighet att vara värt över 35 CHF per aktie, givet att Rosengren lyckas att höja marginalerna och nå en värderingsnivå likt företagets *peers*. Detta skulle alltså innebära en värdedubbling i jämförelse med den dåvarande aktiekursen om ca 17 CHF per aktie (Johnson, 2019).

Det finns alltså fortfarande mycket att vänta på i ABB för Cevian Capital, trots att aktivisten ägt bolaget i nästan fem år, ca två år längre än genomsnittsinvesteringen för aktivisthedgefonder på tre år (Becht, Franks & Grant, 2010). Dels kommer avyttringen av Power Grids att slutföras under första halvåret 2020, där det finns potential att ABB kommer dela ut köpeskillingen till aktieägarna. Sedan finns ytterligare möjligheter för spin-offs enligt styrelsen efter påtryckningar av Artisan Partners och Cevian Capital själva (Dahinten, 2019; Revill, 2019b). Sist men inte minst, finns stora förhoppningar om att Björn Rosengren ska lyckas förbättra vinsten och marginalerna under de kommande åren, vilket borde resultera i högre värdering.

Det är tydligt att Cevian Capital har lyckats driva igenom sin agenda i ABB. Aktivisthedgefonden drev på avyttringen av affärsenheten Power Grids som både förenklar bolagsstrukturen, förenklar ABB:s affärsstrategi och synliggör värden långsiktigt. Vidare lyckades även Cevian Capital driva på förändringar i bolagsledning, genom att både bidra i rekryteringen av en ny ordförande, samt ersätta den tidigare underpresterande vd:n. Även om inte aktiekursen har haft en stor förändring sedan aktivisthedgefondens inköpsdatum, så har marknaden överlag reagerat positivt från efter att Cevian Capital involverat sig i

bolaget, och reaktion skiljer sig från kampanj till kampanj. Fallet ABB illustrerar alltså väsentligheten av syftet av denna studie då marknadsreaktioner skiljer sig emellan typer av kampanjer samt ifall det är en aktivisthedgefond eller annan aktivist som initierar en kampanj. I tabell 1 presenteras den marknadsreaktion som har uppstått när aktivisthedgefonden involverat sig i bolaget under dess innehavstid.

Tabell 1: Marknadsreaktion när Cevian Capital involverar sig i ABB

Datum	Händelse	CAR (-5,+10)
06/05/2015	Cevian Capital investerar i ABB	4,0%
09/13/2016	Cevian Capital föreslår spin-off av Power Grids	1,2%
10/06/2016	ABB kommunicerar att de avser att behålla Power Grids	2,2%
02/22/2017	Cevian Capital får in representant i styrelsen	-4,6%
12/17/2018	ABB avyttrar Power Grids	6,0%
04/17/2019	Ulrich Spiesshofer avgår som vd	8,6%
08/12/2019	Björn Rosengren utses som ny vd och Cevian Capital yttrar värdepotential	2,4%
12/04/2019	Ytterligare spin-offs är möjliga enligt Artisan Partners	-1,5%

Källa: Bloomberg (2020), Thomson Reuters Eikon (2020)

3. Teori

I detta avsnitt presenteras studiens teoretiska ramverk, vilka regelverk och bolagsstyrningsstrukturer som påverkar aktivism, samt tidigare forskning inom området. Slutligen i avsnittet presenteras även författarnas hypoteser gällande frågeställningen.

3.1 Ekonomisk teori

3.1.1 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen togs fram av Eugene Fama (1970) och är en av de mest använda teorierna inom finansiell ekonomi. Fama definierar effektiva marknader som marknader där marknadspriser på värdepapper fullt reflekterar all information som finns tillgänglig till marknaden för det värdepappret. Detta innebär således att alla värdepapper kommer att vara *fair valued*, dvs rimligt prissatta och att konkurrensen eliminerar alla möjliga positiva handelsmöjligheter (Berk & DeMarzo, 2014). Det finns tre olika typer av marknadseffektivitet, samt tre antaganden för att marknader ska anses som effektiva.

Enligt Fama (1970), kan marknaden antingen vara svagt effektiv, medelstarkt effektiv eller starkt effektiv. En svagt effektiv marknad innebär att marknadsinformationen endast reflekteras i historiska priser, eller avkastningen på det underliggande värdepappret. Om marknaden är svagt effektiv går det alltså inte att generera överavkastning genom att använda historiska priser för att skapa avkastning (så kallad teknisk analys). I en medelstarkt effektiv marknad återspeglar priserna bara den information, relaterat till värdepappret, som är offentlig, t.ex. delårsrapporter, årsrapporter och pressmeddelanden. Sist, när marknaden är starkt effektiv återspeglar marknadspriser all möjlig information, både publik och icke-publik. Det går således inte att skapa överavkastning genom t.ex. insiderinformation.

Dem antaganden som Fama (1970) utgår ifrån för att marknaden ska vara effektiv är att det inte ska finnas några transaktionskostnader relaterade till värdepappershandel, att informationen ska vara gratis, samt att alla användare ska ha samma möjligheter till att tolka, värdesätta och bedöma informationens konsekvenser. Vidare inser Fama (1970) att det kan vara svårt att uppnå alla antaganden i praktiken men menar på att det inte spelar någon roll då marknaden behåller sin effektivitet eftersom alla har tillgång till samma information.

3.1.2 Agentteorin och kostnader

Agentteori har använts brett inom olika ämnesområden såsom redovisning, nationalekonomi, psykologi och finans. Det så kallade agentproblemet uppkommer när två samarbetande partners har olika mål, där principalen (aktieägarna) anlitar agenten (styrelsen) för att utföra ett arbete (Eisenhardt, 1989). Agentteorin antar att båda parter handlar i egenintresse och strävar efter att maximera sin egen nytta, och till följd av just detta uppkommer två problem. Det primära problemet uppstår vid konflikt av aktieägars och företagsstyrelsers mål och intressen, där det är svårt eller dyrt för aktieägarna att utvärdera styrelsens handlingar, vilket skapar ett övervakningsproblem, då aktieägarna inte fullt ut kan utvärdera om styrelsen tar rätt beslut eller inte. Det andra problemet grundar sig i riskfördelning, då aktieägare och styrelse har olika riskbenägenheter. Agentteorin säger att för att lösa denna problematik bör agenten bindas till ett kontrakt i syfte att arbeta för principalens bästa. Vidare försök att begränsa informationsasymmetri och konfliktfyllda intressen kan göras genom att aktieägare bland annat inför incitamentsprogram till styrelse och företagsledning, samt olika övervakande åtgärder. Större aktieägare kan även begränsa agentproblemet genom sin maktposition då dem har möjlighet att tillsätta styrelserepresentation från ägaren för att kunna driva en kontrollerande och ägarvänlig agenda vid företagsbeslut. Det kan också sägas att större aktieägare har större resurser och möjligheter att minska agentproblemet genom att påverka företagsledningen än minoritetsägare (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976).

Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) visar i sin studie hur aktivisthedgefonder sitter i en unik position för att kunna minska agentkostnader, i jämförelse med andra minoritetsägare. För det första använder sig aktivisthedgefonder av ett brett spann av olika taktiker för att nå deras mål, och är väldigt framgångsrika med tanke på att dem investerar så små andelar i målbolagen. Aktivisthedgefonder får inte sin avkastning med bakgrund till att dem är bra "*stock-pickers*", utan gör det för att de aktivt driver en värdeskapande agenda som de sedan levererar på. På detta sätt kan hedgefondaktivism ses som en ny intermediär mellan interna övervakare för stora aktieägare och externa övervakare likt "*corporate raiders*". Denna hybridposition möjliggör således att hedgefondaktivister kan inneha en unik position för att minska agentkostnader associerade med separationen av ägande och kontroll (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008).

I sin studie visar Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) vidare att aktivisthedgefonder är väldigt effektiva i att adressera agentproblem som specifikt relateras till bolagsstyrningen. Dels finner dem att aktivisthedgefonder ofta tenderar till att vara kritiska till "senior" bolagsledning, men att dem ändå tenderar att involvera bolagsledningen initialt i deras aktivistkampanjer. Vidare finner dem att VD:ar i målbolag påverkas i stor utsträckning då både deras löner minskar väsentligt och att flera personer i bolagsledningen

avgår eller blir sparkade. Detta resultat ska alltså visa på hur ekonomiska värden skiftar från bolagsledningen till aktieägare (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). En viktig sak att ta med i beaktningen är att aktivisthedgefonder har synpunkter på kompensationen till styrelsen och bolagsledningen när dem antingen anses underprestera, eller att de har för hög fast lön med för många förmåner i förhållande till vad de anses förtjäna (Orol, 2008). I dessa situationer försöker aktivisthedgefonder snarare skapa incitamentsstrukturer som återspeglar underliggande prestationer i målbolag, genom att bland annat koppla bonusprogram till resultat- eller aktieutveckling, något som även minskar agentkostnader (Eisenhardt, 1989).

3.1.3. Principal-principal problemet

Principal-principal problemet är en vidareutveckling av agentteorin. Den förklarar det problem som kan uppstå när agenten (styrelsen) tar ett beslut som påverkar de olika principalerna (ägare) olika till följd av asymmetrisk information eller egenintresse, där agentens (styrelsen) agerande påverkas av vad som är i grunden inte alla principalers gemensamma intresse (Balp, 2019). Exempelvis kan principal-principal konflikter uppstå mellan kontrollerande ägare och minoritetsägare som resultat av koncentrerat ägande, familjeägande och kontroll, samt svagt rättsligt skydd för minoritetsägare. Vid tillfällen när aktivister involverar sig i målbolag genom styrelserepresentation finns det möjlighet att lösa principal-principal problemet i kontrollerade målbolag då aktivister fokuserar på att driva en värdeskapande agenda som tillgodoser alla aktieägares intressen (Balp, 2019; Orol, 2008). För att få mer genomslagskraft tenderar även aktivister att söka upp andra större minoritetsägares stöd för att driva fram sina frågor och därmed minska principal-principal problemet (Skadden, 2019).

Ett annat problem som kopplas an till principal-principal problemet är det så kallade "*free-rider*" dilemman, som ofta brukar nämnas i samband med studier om aktivism. Klein och Zur (2006) förklarar detta begrepp vidare och menar dessutom att "*free-rider*" problemet är anledningen till att institutionella investerare inte startar aktivistkampanjer, även om de själva är medvetna om de problem som behöver lösas. "*Free-riding*" uppstår när endast en part står för kostnaderna, men de resterande parterna, som har avstått från kostnaderna, kan ta del av fördelarna. För att vidare komplicera detta för de institutionella investerarna, så har de ofta inte tillräckligt med resurser för att kostnaderna ska överväga fördelarna som tillkommer av att genomföra en eventuell kampanj. Då aktivisthedgefonder har mer resurser samt expertis för denna typ av aktivitet har de också möjligheten att kunna köpa till sig större kapitalandelar i målbolagen och på det sättet få fördelarna att överväga kostnaderna (Klein & Zur, 2006).

3.2 Regelverk och bolagsstyrning

3.2.1 Bolagsstyrning och regelverk

Bolagsstyrning, ägarstrukturer och regelverk påverkar aktivism och hedgefondaktivism i hög utsträckning (La Porta et al., 1999; J.P. Morgan, 2014). Bland annat så finns det stora skillnader gällande typiska ägarstrukturer i Storbritannien och USA, i jämförelse med Kontinentaleuropa (Faccio & Lang, 2001; La Porta et al., 1999). I Storbritannien och USA är ägandet mer spritt, varav det är mer koncentrerat ägandet i Kontinentaleuropa. Detta innebär således att det ofta finns fler familjeägda bolag i Europa, där större aktieägare haft kontroll i bolag över en längre tid, uppemot flera generationer. I USA och Storbritannien är det snarare fondbolag som är bland de största aktieägarna i börsbolag med en större ägarspridning.

Den ägarstruktur som finns i ett bolag påverkar ofta styrelse- och ledningsuppsättningar, därav skiljer sig styrelse- och ledningsstrukturerna i Kontinentaleuropa från hur de är strukturerade i USA och Storbritannien (Alvesson & Sveningsson, 2012). I Europa är styrelsen ofta avskild från bolagsledningen medan i Storbritannien och USA har ofta stora delar av styrelsen med i bolagsledningen. I och med att bolagen i Europa tenderar att ha stora kontrollerande aktieägare, har dem ofta en stark koppling till styrelsen, där större aktieägare är med i styrelsen. Detta innebär bland annat att det finns ett sämre minoritetsskydd för övriga aktieägare i Europa, jämfört med USA och Storbritannien (Alvesson & Sveningsson, 2012).

Historiskt sett har den europeiska aktivistmarknaden ansetts som ett mindre strukturellt attraktivt investeringsområde för aktivism än i USA. Mycket har varit på grund av att Europa har en otalig mängd lokala bestämmelser, överlagda med EU direktiv (J.P. Morgan, 2014). Ett exempel på denna skillnad går att se i vissa länder som Sverige, där bolagsstyrningssystemet refereras som "paradis", medan den samma ter sig mer komplicerad i andra länder (Orol, 2008). Vidare så förklarar Becht, Franks och Grant i sin studie (2010) att olika länder har olika aktieägarvänligt juridiskt system. I Storbritannien och Sverige har bland annat aktieägare som äger mer än 10% av aktierna möjlighet att kalla på en extraordinär bolagsstämma, medan i andra länder kan det vara svårt för stora ägare att ens kommunicera genom ordinarie bolagsstämma (Becht, Franks & Grant, 2010; Orol, 2008).

3.2.2 Transparency Directive i Europeiska unionen

År 2004 infördes EU direktivet Transparency Directive, som påverkade den europeiska aktivistmarkanden i stor utsträckning. Detta direktiv reviderades sedan år 2013, och avser säkerställa transparensen av information som är tillgänglig för investerare genom att skapa ett regelbundet informationsflöde av reglerad information och underlätta spridningen av denna till allmänheten (European Securities and Markets Authority, 2019). Enligt Market Abuse Directive (2003/6/EC) räknas finansiella rapporter, information om större innehav av rösträttigheter, samt annan marknadspåverkande information som reglerad information, som nu med direktivet ska rapporteras till allmänheten. Detta kräver även att företag måste publicera årsrapporter och annan reglerad information till marknaden inom en viss tidsram. Sådan information finns bland annat på Finansinspektionens börsdatabas på börsbolag med Sverige som hemmedlemsstat (Finansinspektionen, 2020).

Med direktivet infördes även att en aktieägare, som förvärvar eller avyttrar aktier, måste meddela det berörda företaget inom fyra handelsdagar av en sådan transaktion om förvärvet eller avyttrandet resulterar i att röstandelen överstiger eller understiger 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% och 75% (Europaparlamentet, 2013). Detta innebar således att marknaden fick betydligt mer information gällande investeringar och kampanjer som inleddes av aktivisthedgefonder i Europa. I och med att dessa regler är direktiv avser dessa alla medlemsländer i EU, och medlemsländer har möjlighet att införa striktare reglering än så.

Vidare förklarar direktivet att företag är skyldiga att behandla aktieägare likvärdigt, givet att dem sitter i samma position, samt att företagen gör all typ av nödvändig information tillgänglig för att aktieägare ska kunna säkerställa att dem kan utöva sina rättigheter (European Securities and Markets Authority, 2019).

3.3 Tidigare forskning

3.3.1 Aktivisthedgefonders och andra aktivisters marknadspåverkan

Även om aktivism diskuteras flitigt i media och är mer inflytelserikt än någonsin, finns det en vag uppfattning om området. Mestadelen av kritiken mot aktivism ifrågasätter antingen deras möjlighet att skapa aktieägarvärde, eller kritiserar aktivister för att endast distrahera företagsledningen i deras dagliga verksamhet (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Givet att aktivisthedgefonders genomsnittsinvestering varar om mer än tre år och uppvisar hög överavkastning, finns sannolikhet att tro att målbolag snarare påverkas väl (Becht, Franks & Grant, 2010; Orol, 2008).

I sin artikel *Hedge Fund Activism Coming to Europe* skriver Seretakis (2014) vidare om den allmänna kritiken som ställs gentemot aktivistinvestorer, att de förstör långsiktigt värde till fördel för den kortsiktiga vinningen, och ställer detta i kontrast gentemot slutsatsen dragen av ett annat av författarna Bebchuk, Brav och Jiangs arbeten (2013), där de kommer fram till att den nämnda kritiken inte stämmer. Vidare konstateras att det utträde aktivistinvestorer gör för vissa företag inte har en negativ påverkan för dess långsiktiga överavkastning. Seretakis (2014) visar även med empiriska data att den negativa associationen gentemot aktivistinvestorer härleds snarare från skadan gjord av "Hyperaktiva handlare, t.ex. Högfrekvenshandlare", då de har en stor inverkan på marknadens utbud och efterfrågan av värdepapper. Vidare anklagas oftast aktivisthedgefonder för att vilja dela ut målbolags kassa till aktieägare och på det sättet skapa kortsiktig avkastning. Enligt Orol (2008) missar dessa kritiker att aktivisthedgefonder snarare har identifierat stora kassapositioner som ofta missanvänds av bolagsledning i form av värdeförstörande förvärv, investeringar och andra onödiga kostnader. Detta exemplifieras ofta med att stora divisionaliserade företag förvärvar många olika typer av verksamheter som inte har med deras huvudverksamhet att göra (Orol, 2008). På detta sätt investerar därför aktivisthedgefonder ofta i målbolag som anses som konglomerat, där olika typer av verksamheter hämmar den underliggande potentialen. Genom en potentiell avyttring får då oftast målbolagen stora kassapositioner som aktivisthedgefonder anser därefter bör delas ut (Orol, 2008).

I deHaan, Larker och McClures (2018) studie *Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions* förklarar författarna att den positiva långsiktiga utvecklingen som tidigare studier finner är driven av de 20% minsta företagen. Dem argumenterar för att det inte finns någon positivt långsiktig signifikant avkastning baserat på en värdeviktad basis. Vidare finner författarna att operationell utveckling inte förbättrats avsevärt efter att aktivism har involverats. Aktivisthedgefonder skapar således inte långsiktigt värdeskapande för målbolag enligt dessa författare. Trots dessa slutsatser som görs, är det dock svårt att ta ifrån faktumet att hedgefondaktivism inte förbättrar målbolags långsiktiga värdering. Dels reduceras antalet agentproblem associerade med fritt kassaflöde, och påverkar ledning till ökad marknadsdisciplin. Två år efter en aktivistkampanj annonserats, finner även Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) att vinstmarginaler och räntabilitet på kapital förbättras i målbolag, något som indikerar på och påverkar målbolags underliggande lönsamhet och bolagsvärdering positivt.

Flertalet studier har visat på att aktivisthedgefonder genererar väsentliga fördelar genom deras aktivistkampanjer i jämförelse med institutionella fonder. Becht, Franks och Grant (2010) kommer fram till att det finns en signifikant skillnad mellan specialister och icke-specialister i Europa. En specialistfond är just en aktivisthedgefond medan icke-specialistfonder (dvs andra aktivister), är multi-strategi fonder där den genomsnittliga marknadsreaktionen för aktivisthedgefonder var ca 6,9%, medan för andra aktivister

var den ca 0,6% (Becht, Franks & Grant, 2010). Anledningen bakom att marknadsreaktionen var högre skedde på grund av att aktivisthedgefonder, till skillnad från institutionella fonder, lyckades påverka ledningen med en mer effektivt driven aktivistagenda (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Eftersom aktivisthedgefonder inte styrs av reglering i samma utsträckning som institutionella fonder, har aktivisthedgefonder möjligheten att ta större positioner i målbolagen för att bli mer inflytelserika, i kombination med att vara oberoende till ledningen i målbolagen. Aktivisthedgefonder kan därmed bättre arbeta som informationsövervakare i jämförelse med andra aktörer inom det finansiella systemet, varav de även har byggt upp en legitimitet inom aktivism (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Detta kan i sin tur kopplas till free-riding fenomenet i och med att andra ägare än aktivisthedgefonder också gynnas av kampanjer, avkastningsmässigt, trots att dem inte bär de kostnader som är associerade med aktivism (Klein & Zur, 2006).

3.3.2 Aktivism i Europa och USA

Eftersom aktivism är som störst i USA, har mesta delen av forskning om hedgefondaktivism fokuserat på den amerikanska marknaden, medan det finns allt färre studier inom området rörande den europeiska marknaden. Hedgefondaktivism uppkom så sent som på 2000-talet i Europa varav det dels till följd av regleringsbrist och att många aktivisthedgefonder arbetar igenom sina frågor genom styrelse och ledning istället för media, finns det begränsad data inom området (Seretakis, 2014; Orol, 2008). I USA har däremot 13D-anmälan funnits länge som kräver aktieägare med ägarandelar större än 5% att deklarerera deras intentioner, medan i Europa uppkom liknande reglering så sent som 2004 genom Transparency Directive. I Becht, Franks och Grants (2010) studie *Hedge Fund Activism in Europe*, går författarna in på marknads kortsiktiga avkastning till följd av hedgefondaktivism i Europa. Författarna kommer där fram till en statistisk signifikant överavkastning på ca 4,4% i publikt noterade bolag i samband med annonserandet av aktivistkampanjer, likt dem tidigare studier som gjorts på den amerikanska marknaden.

En av de mest djupgående studierna av aktivisthedgefonder gjordes på den amerikanska marknaden mellan åren 2001 och 2006. I denna studie finner Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) att målbolagets aktie påverkas positivt på mellan 7,0–8,0% inom ett 20 dagarsspann. Studien visar även att aktivister uppnår sina mål i två tredjedelar av fallen och att överavkastningen ökar i samband med 13D-anmälan med ca 7%. Även Klein och Zur (2006) påpekar i deras studie att den kortsiktiga avkastningen ökar i samband med en 13D-anmälan samt visar på att denna avkastning är 10,3% för aktivisthedgefonder jämfört med 5,2% för andra aktivister. En tolkning blir därmed att marknaden uppfattar aktivistkampanjer som mer inflytelserika genom att aktivisten använder sig av 13D-anmälan. Ingen tidigare studie har dock gjorts med den europeiska motsvarigheten, men i mångt och mycket kan 13D-anmälan uppfattas som en mer aggressiv taktik än den

europiska motsvarigheten Transparency Directive, eftersom aktivisten oftast förklarar anledningen bakom sin investering i samband med den amerikanska anmälan (Orol, 2008), vilket inte görs på samma sätt i Europa.

Nedan i tabell 2 presenteras en sammanställning av tidigare forskning inom området investerarakivism.

Tabell 2: Aktivistkampanjers marknadsreaktion i tidigare forskning

Författare	Period	Land/Region	Eventfönster	Överavkastning	Fall
Brav et al. (2008)	2001-2006	USA	[-20, +20]	7,2%	1059
Klein och Zur (2009) *	2003-2005	USA	[-30, +30]	7,2%	151
Clifford (2008) *	1998-2005	USA	[-2, +2]	3,4%	788
Greenwood och Schor (2009) *	1993-2000	USA	[-10, +5]	3,5%	784
Krishnan et al. (2015)	2008-2014	USA	[-10, +10]	5,8%	1262
Becht et al. (2010)	2000-2008	Europa	[-20, +20]	4,4%	299

* Urvalet innehåller bara aktivisthedgefonder

3.3.3 Olika typer av aktivistkampanjer

Till författarnas vetskap, finns endast en studie som undersöker hur marknadsreaktioner påverkas beroende på vilken aktivistkampanj som drivs av aktivister. Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) visar att hedgefondaktivism i USA som fokuserar på försäljning av verksamheter eller förändring av företagsstrategier, såsom verksamhetsfokuseringar eller spin-offs av icke-centrala verksamheter, är associerade med högst avkastning om ca 8,5% respektive 6,0%. Resultatet, som presenteras i tabell 3, tyder på att aktivisthedgefonder kan skapa aktieägarvärde i högre utsträckning när de ser stora allokerande ineffektiviteter. Å andra sidan visar kapitalstruktursrelaterade och bolagsstyrningsrelaterade aktiviteter, såsom omstruktureringar respektive vd-byte, endast nå en positiv men icke-statistiskt signifikant påverkan på aktiekursen (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Detta innebär således att marknaden tror att aktivister skapar mer aktieägarvärde genom strategiska och M&A-relaterade förändringar än andra typer av aktivistkampanjer. En anledning till att marknaden kan vara mer optimistisk till M&A-relaterad aktivism är att förvärvaren ofta behöver betala en kontrollpremie och får mer köpkraft till följd av potentiellt tillkommande synergier. Detta har även resulterat i att studier visat på att det säljande bolaget i genomsnitt får åtnjuta sig en ökning på 15% i aktievärdet (Berk & DeMarzo, 2014).

Vidare finner Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) att erfarna aktivisthedgefonder med tidigare lyckade aktivistkampanjer genererar högre avkastning. Författarna jämför dock inte i hur olika aktivistkampanjer

skiljer sig mellan aktivisthedgefonder i jämförelse med andra aktörer som utövar aktivism. Viktigt att beakta är att investerarakтивism och framför allt hedgefondaktivism har blivit mer inflytelserikt sedan studien gjordes.

Tabell 3: Marknadsreaktioner från olika typer av aktivistkampanjer i USA mellan 2001 och 2006

Strategi	Hela urvalet
Generell	6,28% **
Kapitalstruktur	1,47%
Företagsstrategi	5,95% **
M&A	8,54% **
Bolagsstyrning	1,73%

* Statistiskt signifikant vid 10% ** Statistiskt signifikant vid 5%

Källa: Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008)

3.3.4 Aktivisthedgefonder och andra aktivister i Europa

Studier har visat på att det är en stor skillnad på ifall en aktivisthedgefond eller en annan aktivist engagerar sig i en aktivistkampanj. Som illustrerats i Bechts, Franks och Grants (2010) studie är det en avsevärt större onormal avkastning när en aktivisthedgefond lanserar en kampanj. Dock är det inte så enkelt, då aktivisthedgefonder endast har byggt upp expertis inom vissa områden inom aktivism. Vidare finns det stora skillnader i hur europeiska och amerikanska aktivister bedriver aktivistkampanjer. Ofta är amerikanska aktivister mer aggressiva i deras strategi, där vissa aktivister till och med engagerar sig i proxytävlingar och rättegångar, medans europeiska aktivisthedgefonder fokuserar på långsiktiga värdeskapande frågor (Orol, 2008). Exempelvis så försöker tidigare nämnda Cevian Capital att arbeta proaktivt med deras målbolag för att skapa långsiktigt värdeskapande (Orol, 2008; Cevian Capital, 2020).

Europeiska aktivisthedgefonder har, till följd av en uppsjö av olika regelverk i Europa, fokuserat på mer långsiktiga frågor i förhållande till amerikanska aktivisthedgefonder. Många europeiska aktivisthedgefonder fokuserar även specifikt inom industrier och geografier där de har expertis inom (Orol, 2008). Exempelvis så investerar Cevian Capital uteslutande i skandinaviska, tyska och schweiziska målbolag inom industrisektorn, servicesektorn samt finanssektorn, för att just kunna proaktivt bidra strategiskt, operationellt och långsiktigt i de målbolag som dem investerar i (Cevian Capital, 2020). Under 2000-talet har även europeiska aktivistfonder såsom Cevian Capital försökt att investera i målbolag utanför deras specifika segment. Dem flesta av dessa investeringar resulterade i både negativ avkastning i

investeringen och negativ utveckling för målbolaget i sig. Detta har sedermera lett till att europeiska aktivisthedgefonder blivit mer nischade inom olika segment i jämförelse med amerikanska (Orol, 2008).

Aktivisthedgefonder är även ansedda för att göra djupgående analyser innan en investering och aktivistkampanj annonseras. Till följd av att europeiska aktivisthedgefonder gör djupgående analyser bygger upp erfarenhet inom deras specifika nisch, har dessa aktörer en hög genomförbarhet när de driver igenom deras kampanjer i jämförelse med andra aktivister (Orol, 2008). I och med att många europeiska aktivisthedgefonder avser att driva igenom mer strategiska frågor i och göra det proaktivt, försöker de i större utsträckning ta plats i målbolagens styrelse. Vidare skiljer sig deras strategi mot amerikanska aktivisthedgefonder då de driver igenom kampanjer och frågor med styrelsen, snarare än att bedriva frågor utanför bolaget med hjälp av media (Orol, 2008). Detta innebär således att aktivistkampanjer från europeiska aktivisthedgefonder som relaterar till bolagsstyrning och aktieägarrättigheter oftare handlar om att aktivisthedgefonden istället vill få en "fot" in i målbolaget, för att sedermera kunna bedriva deras huvudsakliga frågor. Dessa huvudsakliga frågor är som tidigare nämnt av mer långsiktig karaktär och brukar primärt avse hur målbolag arbetar operativt, hur målbolag riktar in sig strategiskt inom olika affärsområden och geografiska marknader, samt hur målbolaget arbetar med M&A för att skapa ytterligare värde. En vanlig initial kampanj är att aktivisthedgefonder ifrågasätter ersättningar för bolagsledning, i syfte att bygga förtroende med andra aktieägare. Anledningen till detta är att få de andra aktieägarna att följa aktivisternas rekommendationer för målbolaget gällande bland annat strategisk inriktning och M&A-beslut (Orol, 2008).

I kontrast till aktivisthedgefonder brukar andra aktivister vara institutionella fonder eller tidigare ägare, varav den sistnämnda utgör merparten. I och med detta har denna typ av aktivist oftast en väldigt djup förståelse av målbolags verksamhet. I europeiska målbolag tenderar även huvudägare att ha styrelsrepresentation. Det innebär således att, trots deras förståelse av målbolaget, tenderar andra aktivister i Europa inte vara lika effektiva i kampanjer som är relaterade till bolagsstyrning, då förslag som tas upp i kampanjer snarare kan genomföras via styrelsen i målbolag (Orol, 2008; Alvesson & Sveningsson, 2012). I Bromilow, Loop och Malones (2018) studie "*Changing Face of Shareholder Activism*" förklarar författarna vidare att institutionella fonder har begränsad handlingskraft när de anser att ett bolag underpresterar eller att bolagsstyrningen förhindrar långsiktigt värdeskapande aktiviteter. För att institutionella fonder ska kunna uppmärksamma ledningen i målbolaget kan dem därför behöva använda sig av aktivism för att försöka öka det långsiktiga värdet i målbolaget, inklusive bolagsstyrningsrelaterade frågor (Bromilow, Loop & Malone, 2018). Institutionella investerare tenderar även att ofta engagera sig med bolagsledningen och involverar sig i långsiktiga frågor såsom strategi (McCahery, Sautner & Starks,

2015). Aktivistkampanjer som drivs av "kluster", dvs aktivister som går samman för att driva igenom samma agenda, leder till högre överavkastning och lägre agentkostnader (Calluzzo & González, 2019).

Problemet med att andra aktivister, som oftast är tidigare ägare, engagerar sig i aktivism grundar sig i bakgrunden till varför just aktivism existerar. Aktivism associeras ofta med att målbolag underpresterar i förhållande till dess potential, där aktivisten vill göra värdeskapande åtgärder. Eftersom tidigare ägare bör stå ansvariga för den försämrade utvecklingen i målbolaget, innebär således att marknaden inte kan förlita sig på de nya initiativ som andra aktivister tar upp i nya kampanjer, då tidigare strategiska åtgärder inte varit värdeskapande (Orol, 2008). Vidare bidrar även aktivisthedgefonder till en nytändning vid införande av aktivistkampanjer, något som inte andra aktivister kan bidra med på samma sätt (Orol, 2008). Andra aktivister, har även begränsad erfarenhet om hur aktivism bör genomföras. Detta innebär således att genomförbarheten inte är så hög när andra aktivister lanserar deras aktivistkampanjer.

3.4 Hypoteser

3.4.1 Hypotes I

Med hänsyn till Fama (1970) och den effektiva marknadshypotesen ska priset på alla värdepapper spegla den information som finns tillgänglig för allmänheten, vilket i sin tur bör leda till en överavkastning i samband med att en aktivists intentioner i målbolaget når allmänheten. Detta argument stärks av Franks och Grants (2010) studie i Europa, där författarna kom fram till liknande resultat som tidigare gjorda studier i USA. Tidigare forskning visar även mer specifikt hur M&A-relaterad aktivism uppnår en högre positiv marknadsreaktion, relativt andra typer av kampanjer (Brav, Jiang, Partnoy och Thomas, 2008). Studierna är dock mer än 10 år gamla och reflekterar inte den effektivitet som finns idag gällande informations spridning och tillgänglighet. Vilka typer av aktivistkampanjer uppfattar marknaden till att bidra till underliggande värdeökning för målbolag? Vidare har regleringar såsom Transparency Directive sedan dess reviderats och möjliggjort en ökad transparens av information, vilket kan antas vara till fördel för aktivistinvestorer. Med bakgrund av ovanstående har följande hypoteser konstruerats:

H_0 : Aktivistkampanjer har inte statistiskt säkerställd kortsiktig överavkastning vid annonseringsdatumet för europeiska målbolag: $CAAR = 0$

H_1 : Aktivistkampanjer har statistiskt säkerställd kortsiktig överavkastning vid annonseringsdatumet för europeiska målbolag: $CAAR > 0$

- Hypotes Ia: M&A-relaterad aktivism skapar statistiskt säkerställd kortsiktig överavkastning
- Hypotes Ib: Aktieägarrätsrelaterad aktivism skapar statistiskt säkerställd kortsiktig överavkastning
- Hypotes Ic: Bolagsstyrningsrelaterad aktivism skapar statistiskt säkerställd kortsiktig överavkastning
- Hypotes Id: Strategirelaterad aktivism skapar statistiskt säkerställd kortsiktig överavkastning
- Hypotes Ie: Flera typer av kampanjer skapar statistiskt säkerställd kortsiktig överavkastning

3.4.2 Hypotes II

Tidigare nämnda resultat från USA, som visar på en signifikant högre avkastning för kampanjer som genomförs av aktivisthedgefonder, gentemot andra aktivister, beror i stora drag på graden av påverkan, aktivisterna lyckas uppnå i målbolaget (Becht, Franks & Grant, 2010). Genom att ta större positioner och vara oberoende gentemot ledningen kan aktivisthedgefonder med bättre förutsättningar, driva igenom sin agenda. Potentiellt är detta resultat något som inte är enhetligt med Europa, för samtliga typer av kampanjer. Vidare, kan aktivisthedgefonders fokus på strategi och M&A påverka en annorlunda marknadsreaktion än andra aktivister? Blir marknadsreaktion starkare då aktivisthedgefonder bidrar med att minska agentkostnader (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008)? Inom vilka kampanjer är således marknaden mer optimistiska kring när aktivisthedgefonder investerar i relation till andra aktivister? Med hänsyn till ovanstående kommer även följande hypoteser att testas:

H_0 : Aktivisthedgefonder skapar inte relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister

H_1 : Aktivisthedgefonder skapar relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister

- Hypotes IIa: Aktivisthedgefonder som engagerar sig i M&A-relaterad aktivism skapar relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister
- Hypotes IIb: Aktivisthedgefonder som engagerar sig i aktieägarrätsrelaterad aktivism skapar relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister
- Hypotes IIc: Aktivisthedgefonder som engagerar sig i bolagsstyrningsrelaterad aktivism skapar relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister
- Hypotes IId: Aktivisthedgefonder som engagerar sig i strategirelaterad aktivism skapar relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister
- Hypotes IIe: Aktivisthedgefonder som engagerar sig inom flera typer av kampanjer skapar relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister

4. Metodologi

I detta avsnitt presenteras studiens forskningsmetod, tillvägagångssättet vid konstruktionen av författarnas eventmodell samt en metoddiskussion.

4.1 Val av metod

4.1.1 Deduktiv metod

Då studien är av kvantitativ natur genomfördes den utifrån ett hypotetiskt-deduktivt förhållningssätt, vilket bland annat har lett till att hypoteserna har formulerats utifrån tidigare forskning inom området. Även tillvägagångssättet gällande insamling av data har inspirerats därifrån. Med den insamlade data som grund har en eventstudie gjorts av 387 aktivistkampanjer som sedan analyserats med hjälp av ett "cross-sectional" t-test för att kunna dra en slutsats gällande ställda hypoteser. Förhoppningen är att denna studies resultat ska kunna addera till den redan existerande forskningen och teorin inom området.

4.1.2 Eventstudie

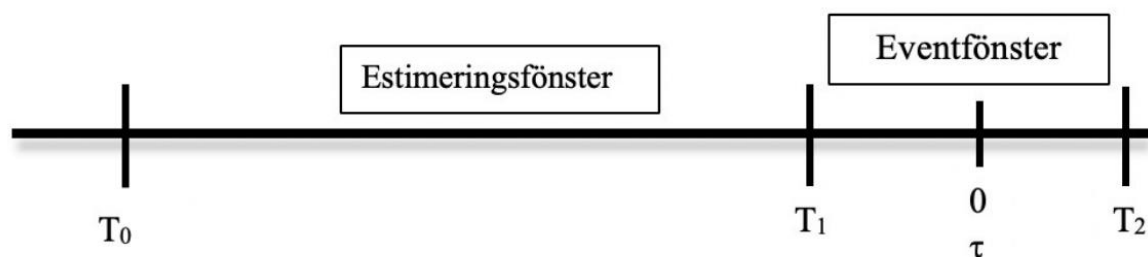
För att mäta effekten som aktivisterna har på målbolags aktiekurs utförs en så kallad eventstudie. Denna metodologi uppmäter den påverkan specifika händelser har på värderingen av företaget. Förutsatt en effektiv marknad, så är denna typ av studiemetod väldigt användbar då en händelse ska uppvisa en omedelbar påverkan för värderingen av värdepapper. Givet detta så ska en händelses ekonomiska effekt kunna konstrueras utifrån prisförändringen av värdepapper som observeras över en kortare period (MacKinlay, 1997).

Det första steget för denna typ av studie är att avgöra vilken händelse som ska undersökas närmare och sedan bestämma vilket tidsspänn som gäller för de värdepapper som ska granskas. Händelsen är den aktivismaktivitet som investerarna genomför gentemot sitt målbolag, varav dagen då aktivistinvesterarna går ut med informationen om kampanj är utgångspunkten för eventstudien. Då tidigare forskning har visat på förändring som ej är trendmässig upp till 10 dagar före samt 20 dagar efter informationen blir offentlig, (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008; Klein & Zur, 2006; Bebchuk et al, 2015), innebär detta att eventfönstret måste sättas några dagar innan kampanjen offentliggörs, då information når investerarna trots dess konfidentiella natur.

Om en anskaffning av aktier överstiger 5%-gränsen, så måste det berörda företaget informeras om detta inom ett tidsspänn på 4 dagar före annonseringen av kampanjen. Denna tidshorisont öppnar upp möjligheten för insider-trading och förklarar till stor del varför det sker en onormal avkastning innan en kampanj tillkännages. Keown och Pinkerton (1981) studerade 194 tillkännagivanden av sammanslagningar och märkte i sin studie att informationsläckor var ett stort problem, varav värdepappershandel genomfördes på

basis av ej offentliggjord information till och med 12 dagar innan planen om att slå ihop företag hade nått ut allmänheten. Av dessa skäl, för att ordentligt uppmäta den effekt som aktivistkampanjer har på värderingen av ett företag, avgränsas eventfönster på 16 dagar, där dag 0 är datumet för tillkännagivandet och dag -5 och dag 10 är satta start- respektive slutdatum.

Härnäst måste även en tidshorisont då det ska ha skett en normalavkastning bestämmas. Denna horisont har avgränsats till 255 dagar, antalet handelsdagar per år, vilket resulterar i dagarna -275 och -20. Viktigt att nämna är att det inte får ske en överlappning av tiden då en normalavkastning uppskattas och den tid där effekten av händelsen granskas. Nedanstående figur är tänkt att visa tidslinjen för denna studie.



T representerar en dag under hela tidslinjen

T₀ är första estimeringsdagen, 275 handelsdagar före publiceringsdatumet av aktivistkampanjen

T₁ innefattar sista estimeringsdagen, 20 dagar före publiceringsdatumet av aktivistkampanjen

$\tau = T_1 + 1$ till $\tau = T_2$ representerar händelsefönstret

$\tau = 0$ representerar publiceringsdatumet av aktivistkampanjen

4.1.3 Normalavkastning

Det finns flera sätt att beräkna ett företags normalavkastning när en eventstudie görs (MacKinlay, 1997). I denna studie beräknades den med hjälp av *Market Model*, vidare benämnt som Marknadsmodellen. Denna modell är ett statistiskt redskap som sätter avkastningen av ett specifikt värdepapper i relation till en marknadsportfölj. Modellen förutsätter att avkastningen sker oberoende från varandra och är jämnt fördelat över tiden.

Ekvationen för modellen är som följer (MacKinlay, 1997):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Där R_{it} = är avkastningen för aktie i under dag t och R_{mt} = är avkastningen för marknadsportföljen under dag t . e_{it} är feltermen för aktien i under dag t och β_i samt α_i är uppskattade parametrar för marknadsportföljen.

Uppskattningen av parametrarna för marknadsportföljen tas fram från ett jämförbart marknadsindex, och vad som är att anse som sådant diskuteras vidare i avsnitt 4.2.5. *Marknadsindex vid betaberäkning*. Beräkningen görs genom en användning av Ordinary Least Squares (OLS).

4.1.4 Överavkastning

För att just kunna mäta effekten som aktivistkampanjer kan ha på ett företags värdering behöver det även ta redas på om det har skett någon överavkastning för värdepappret (MacKinlay, 1997). Detta beräknas fram genom att ta skillnaden på den uppmätta avkastningen inom händelsefönstret och vad normalavkastningen skulle ha varit under samma tidsspänn, givet att aktivistkampanjen inte inträffat. Ekvationen som då används ser ut på följande sätt:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}$$

Där R_{it} är tidsperioden t uppmätta avkastning, $R_{m\tau}$ är avkastningen för marknadsportföljen under dag t , samt α_i och β_i är de uppskattade parametrarna för marknadsmodellen och tas fram ”out of sample basis”. Denna överavkastning beräknas för varje dag inom tidsspännet för varje värdepapper. Genom att sedan summera denna uppmätta överavkastning kan den kumulativa överavkastningen (CAR) beräknas:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$$

Då hela urvalet och inte endast den aggregerade överavkastningen för enskilda aktier ska testas kalkyleras även den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR). Anledningen till att detta görs är att, även om det finns annat som kan påverka ett företags avkastning, ska CAAR (om urvalet är tillräckligt stort) visa på effekten aktivistkampanjer har i genomsnitt på företagen. CAAR beräknas på följande sätt:

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(\tau_1, \tau_2)$$

Detta gjordes så att en jämförelse kunde göras mellan resultatet för de olika kategorierna samt mellan aktivisthedgefonderna och andra aktivisterna.

4.1.5 Statistisk signifikans

För att kunna utvärdera signifikansnivån hos den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för respektive hypotes har variansen för varje enskild aktivistkampanj beräknats under det bestämda eventfönstret (-5, +10). Beräkningarna hämtas fortsatt från MacKinley (1997) där variansen för respektive falls överavkastning har beräknats enligt formeln nedan:

$$\text{var}(\overline{AR}_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_i}^2.$$

För att sedan komma fram till varje dags varians av den genomsnittliga kumulativa överavkastningen, har variansen för respektive fall summerats enligt formeln nedan:

$$\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \text{var}(\overline{AR}_\tau).$$

Med dessa beräkningar gjorda kan sedan ett “cross-sectional” t-test utföras för att kunna utvärdera om överavkastningen var statistiskt signifikant från noll eller inte. För att nollhypotesen ska förkastas vid en signifikansnivå på $\alpha = 0,05$ krävs att ett theta värde överskrider 1,645. Med en lägre signifikansnivå på $\alpha = 0,01$ krävs det att theta-värdet överskrider 2,326 för att nollhypotesen ska förkastas (MacKinley, 1997). Beräkningar gjordes för varje dag under eventfönstret och t-värdet beräknades enligt formeln nedan:

$$\theta_1 = \frac{\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)}{\text{var}(\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2))^{1/2}} \sim N(0,1).$$

För att kunna undersöka signifikansnivån för alla typer av aktivistkampanjer har t-tester slutförts för kampanjtyper separat. För att även kunna jämföra skillnaden i den genomsnittliga kumulativa överavkastningen som finns för aktivisthedgefonder och andra aktivister inom respektive kampanjtyp, har även t-tester gjorts för vardera aktivisttyp inom varje kampanjtyp.

4.2 Datainsamling

4.2.1 Bearbetning av data

Underlaget till studien utgår från data som Thomson Reuters Eikon tagit fram, enligt deras definition om aktivistinvestorer och aktivistkampanjer. Thomson Reuters, numera Refinitiv, har utvecklat ett Corporate Governance-verktyg där aktivistkampanjer samlas över en längre tid, och som grundas på pressmeddelanden eller 13D-anmälningar. Med bakgrund till detta har Thomson Reuters Eikon en bred samling av data för varje aktivistkampanj, och de klassificerar bland annat själva de aktivistkampanjer som de presenterar. Den data som presenteras i Thomson Reuters Eikons verktyg Corporate Governance har därmed laddats ned till Microsoft Excel, men begränsats till europeiska aktivistkampanjer mellan perioden 2010-01-01 och 2019-12-31. Handelsdata vid stängning för berörda värdepapper har hämtats från Bloomberg och sedan bearbetas i Microsoft Excel, varav det är ifrån Thomson Reuters Eikon som data gällande aktivistkampanjer har sitt ursprung. Vidare har beräkningar gjorts i Microsoft Excel för att ta fram den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) samt ett "cross-sectional" t-test för varje aktivisttyp per aktivistkampanj.

4.2.2 Urval

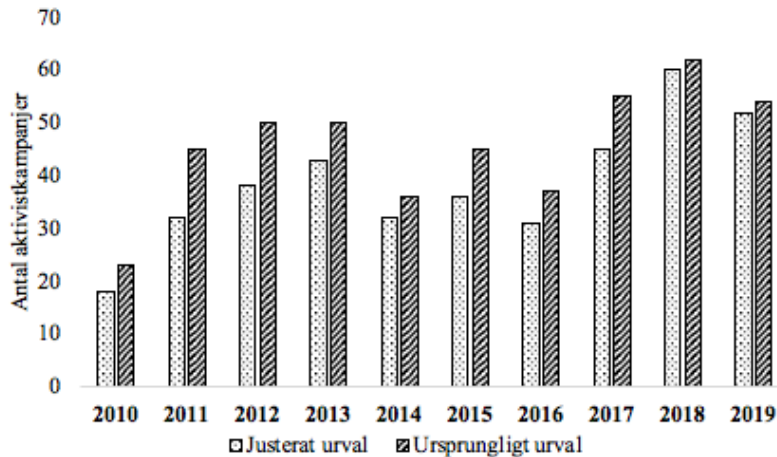
Då frågeställningen endast berör aktivistkampanjer som sker inom den europeiska marknaden är urvalet mer begränsat än om utgångspunkten hade varit utifrån ett globalt perspektiv. Företag som är aktiva inom den europeiska marknaden men har sitt huvudsäte utanför Europa är därmed exkluderade från urvalet. Ingen begränsning har satts på var aktivisterna har sin utgångspunkt, vilket bland annat innebär att amerikanska aktivister tagits med i studien, trots att den betydande majoriteten av aktivisterna är europeiska. Urvalet begränsades ytterligare av den valda tidsperioden. Se avsnittet *4.2.6 Tidsperiod*.

4.2.3 Bortfall och exkluderande händelser

I studien har en del bortfall av urvalet av aktivistkampanjer gjorts. Det ursprungliga urvalet var 457 antal kampanjer men studien omfattar endast 387 antal kampanjer. Detta innebär således 70 bortfall. I flertalet fall fanns inte tillräckligt med handelsdata för att mäta överavkastningen vid aktivistkampanjen, vilket resulterade i bortfall. Bland annat har vissa kampanjer exkluderats i studien till följd av att målbolaget har avnoterats vilket lett till att aktiekursdata inte kunnat hämtats. Vissa kampanjer har även exkluderats i urvalet på grund av stora förändringar i aktiekurs innan eller efter annonseringsdatumet, då fallen snedvrider resultatet. Exempelvis har stora aktiekursförändringar skett på grund av att en annan aktör lagt bud på målbolaget. I och med att studiens syfte endast avser att utvärdera marknadsreaktionen när aktivisten

involverar sig i olika typer av aktivistkampanjer, har således aktivistkampanjer där målbolags aktiekurs påverkats markant av andra anledningar, tagits bort från urvalet.

Figur 1: Antalet aktivistkampanjer mellan åren 2010 och 2019 i ursprungliga urvalet och det justerade urvalet



4.2.4 Mätfel

All data bearbetades i Microsoft Excel vilket innebär att beräkningar konstruerades och applicerades i programmet. Då studien utvärderar ett stort antal fall, finns det en möjlighet att vissa mätfel kan ha uppkommit. Ett potentiellt mätfel som observerades är då en manuell korrigering som behövdes göras på datumen för de värdepapper som ej handlades under exakt samma dagar som index. Påverkan som detta hade kunnat ha på resultatet är dock väldigt liten, givet antalet fall, samt antalet handelsdagar som användes vid betaberäkning för respektive fall. För de dagar som inte överensstämde valde författarna att använda sig av aktiekurs från föregående handelsdag. Med tanke på dessa justeringar uppstår därför inte någon aktiekursförändring vilket resulterat i att betavärdet, i dessa fall, har minskat nästintill obetydligt.

4.2.5 Marknadsindex vid betaberäkning

För att komma fram till den kumulativa överavkastningen (CAAR) som används i studien, behövdes data som återspeglar marknadens avkastning för estimerings- och eventfönstret. Detta för att bland annat beräkna estimeringsperiodens normalavkastning med hjälp av marknadens historiska avkastning samt aktiens betavärde i förhållande till dess motsvarande marknadsindex. Vid val av marknadsindex har marknadens storlek, handelsvolym, och antalet underliggande aktiers storlek och spridning för respektive marknadsindex tagits i beaktning, för att kunna spegla marknadens avkastning så bra som möjligt. Vid framtagning av denna marknadsdata har motsvarande lands största marknadsindex används, exempelvis används FTSE100 för målbolag som är noterade i Storbritannien. Det bredare indexet OMXN40 har även

används för nordiska målbolag i och med dess likheter, medan länder med mindre utvecklade kapitalmarknader har jämförts mot Europaindex SX5E. I tabell 4 illustreras vilka marknadsindex som har används för respektive land.

Tabell 4: Fördelning av marknadsindex och land för urvalet

Land/Region	Index	Antal kampanjer	Procent av urval
Nederländerna	AEX	10	2,6%
Österrike	ATX	3	0,8%
Belgien	BEL20	4	1,0%
Frankrike	CAC40	35	9,0%
Tyskland	DAX	40	10,3%
Storbritannien	FTSE100	165	42,6%
Italien	FTSEMIB	18	4,7%
Spanien	IBEX35	10	2,6%
Irland	ISEQALL	12	3,1%
Norden	OMXN40	16	4,1%
Tjeckien	PX	3	0,8%
Schweiz	SMI	34	8,8%
Övrigt*	SX5E	37	9,6%
Totalt	13	387	100,0%

*Länder avser Bulgarien, Cypern, Gibraltar, Grekland, Guernsey, Isle of Man, Jersey, Luxemburg, Malta, Monaco, Polen, Portugal, Ryssland och Ukraina

4.2.6 Tidsperiod

Studiens tidsperiod omfattar tio kalenderår mellan 2010-01-01 och 2019-12-31. Valet av tidsperiod grundar sig dels i tillväxten inom investerarakтивism i Europa efter finanskrisen 2008, att aktivisthedgefonder blivit mer långsiktiga i deras investeringsstrategi, samt byggt upp legitimitet och kunskap inom aktivistinvesteringar under 2000-talet (Orol, 2008). Många europeiska aktivisthedgefonder har identifierat segment där dem bidrar med expertis och kunskap, vilket därmed bevisar hur den europeiska aktivistmarknaden skiljer avsevärt från hur den såg ut under 2000-talet (Orol, 2008). På detta sätt blir dels studien aktuell och på ett förenklat sätt kunna jämföra hur marknadsreaktioner påverkas av aktivisthedgefonder och andra aktivister inom olika typer av aktivismkampanjer. Studien skulle eventuellt kunna inkludera kampanjer som skedde i slutet av 2000-talet, men eftersom volatiliteten ökade under 2008 som konsekvens av finanskrisen, har dessa kampanjer valts att uteslutas.

4.3 Klassifikation av aktivistkampanjer och aktivister

4.3.1 Klassifikation av aktivistkampanjer

Thomas Reuters Eikon använder sig av ett brett antal kategorier när de klassificerar aktivistkampanjer. Med bakgrund till detta har klassifikationen av Thomson Reuters Eikon, omklassificerats till en mer generell kategorisering för att kunna dra fler slutsatser (då urvalet per kategori annars hade blivit för litet för att kunna göra en ordentlig jämförelse). Den klassificering som har gjorts följer tidigare forskning samt hur ledande investmentbanker delar upp kampanjtyper. I tabell 5 illustreras dessa huvudkategorier samt fördelningen dem emellan. Vidare presenteras hur Thomas Reuters Eikons klassifikationer omklassificeras av författarna i bilaga 1 i avsnittet *Bilagor*.

4.3.2 Klassifikation av aktivisthedgefonder och andra aktivister

I dataunderlaget som hämtats från Thomson Reuters Eikon finns ingen klassifikation ifall aktivisterna är aktivisthedgefonder eller andra aktivister. Med bakgrund till detta har författarna själva klassificerat varje aktivist som antingen en aktivisthedgefond eller annan aktivist. Definitionerna för tidigare nämnda begrepp finns i *Begreppslistan*. Anledningen till att författarna har valt att klassificera aktivister är för att kunna bemöta syftet med studien, dvs att undersöka hur marknaden påverkas beroende på om det är en aktivisthedgefond eller en annan aktivist som driver en kampanj. För att författarna har kunnat klassificera aktivisterna så korrekt och välgrundat som möjligt har datorprogrammen Bloomberg Terminal och Thomson Reuters Eikon använts (Bloomberg, 2020; Thomson Reuters Eikon, 2020). Vid klassifikationer där tidigare nämnda datorprogram inte varit tillräckliga har även tidigare aktivistrapporter från Lazard och J.P. Morgan använts (Lazard, 2019; J.P. Morgan, 2014).

Vissa av de aktivistkampanjer som hämtades ned från Thomson Reuters Eikon har drivits av privatpersoner, varav de flesta av dessa privatpersoner arbetar för en aktivisthedgefond. Dem personer som arbetar för aktivisthedgefonder har därför klassificerats som aktivisthedgefonder, eftersom kampanjen primärt drivs av aktivisthedgefonden i sig och inte den faktiska privatpersonen. I tabell 5 presenteras uppdelning av antalet aktivisthedgefonder och andra aktivister per aktivisttyp och av urvalet, medan klassifikation av samtliga aktivister finns i bilaga 2 i avsnittet *Bilagor*.

Tabell 5: Fördelning av aktivistkampanjer, aktivisthedgefonder och andra aktivister av urvalet

Kampanjtyp	Antalet kampanjer	Aktivisthedgefonder	Andra aktivister
M&A	129	83	46
Aktieägarrättigheter	100	46	54
Bolagsstyrning	99	53	46
Strategi	33	21	12
Flera typer	26	12	14
Totalt	387	215	172

4.4 Metoddiskussion

För att underlätta datainsamlingsprocessen har olika databaser använts, som själva sammanställt och klassificerat information. Delar av information har även klassificerats av författarna. Detta innebär att studien, som resultat av datainsamlingsprocessen och databearbetning, har blivit beroende av källor, dess beräkningar och antaganden. Vidare har även andra delar av författarnas metod påverkat resultatet.

4.4.1 Val av Thomson Reuters Eikon som dataleverantör

Thomson Reuters Eikons verktyg Corporate Governance har använts för att samla in aktivistkampanjer under tidsperioden som studien avser. Thomson Reuters är en ledande nyhetsleverantör och grundar deras data av aktivistkampanjer med pressmeddelanden och 13D-anmälningar. Detta innebär således att Thomson Reuters Eikons Corporate Governance verktyg är en trovärdig källa, med hög reliabilitet för aktivistkampanjer, vilket var anledningen till valet av databasen som datakälla.

Det finns dock sannolikhet för begränsningar i den data som använts med bakgrund till att Thomson Reuters Eikon har samlat data och klassificerat den själv. Bland annat så är studien beroende av hur Thomson Reuters Eikon definierar aktivistinvestorer och aktivistkampanjer. Det betyder således att aktivistkampanjerna som används i studien beror på hur Thomson Reuters Eikon definierar dem och kan även innebära att deras urval kan ha uteslutit eller tagit med aktivistkampanjer som inte bör klassificeras som sådana. Ett exempel på en aktivistkampanj som inte tagits med i urvalet är Elliott Managements aktivistinvestering i Axis Communications under 2015 (Westermarck Anjou, 2017). Det innebär således att urvalet inte återspeglar populationen fullständigt, men anses dock fortfarande inte påverka reliabiliteten i resultaten avsevärt. Vidare, kan dataunderlaget från Thomson Reuters Eikon ha förbättrats över den utvärderade tiden. Detta återspeglas i att det finns fler aktivistkampanjer under senare delar av den undersökta tidsperioden.

I USA annonseras aktivistkampanjer på myndighetssidor, något som idag inte görs för europeiska målbolag. Genom ett införande för Europa, på exempelvis EU-nivå skulle således dataunderlag vid utvärderade av europeisk aktivism underlättas, även om många kampanjer från aktivisthedgefonder genomförs genom målbolags styrelse och bolagsledning, som sedermera komplicerar datainsamling.

4.4.2 Val av Bloomberg som dataleverantör för handelsdata

Vid insamling av handelsdata användes Bloomberg Terminal för att kunna mäta effekten som aktivistkampanjer har på aktiekursen på målbolag. Bloomberg Terminal är ett datorprogram som samlar handelsdata i realtid för alla marknader och är en världsledande tjänst inom detta. För ett fåtal aktier förekom inte handelsdata för vissa datum, vilket kan försämra reliabiliteten och validiteten i resultatet, och i dem aktier där det finns begränsade handelsdata, uteslöts respektive aktivistkampanj i studien. Även om detta förekom, anses Bloomberg till att vara den mest lämpade källan för datainsamlingen givet dess marknadsposition och anseende.

4.4.3 Författarnas klassifikation av aktivistkampanjer och aktivister

Eftersom författarna dels har omklassificerat typer av aktivistkampanjer från Thomson Reuters Eikons definition samt klassificerat aktivister som aktivisthedgefonder eller andra aktivister baserat på tidigare forskning, finns det möjlighet att resultatet påverkas av just dessa antaganden. Även om klassifikationerna grundar sig i välrenommerade källor, finns det risk för att studiens reliabilitet och validitet påverkas av just dessa antaganden. Det är just med anledning av att förminska denna risk, samt öka transparensen varför tillvägagångssättet presenteras tydligt.

4.4.4 Exkluderade variabler som kan påverka resultatet

Det finns ett flertal olika variabler som kan påverka enskilda aktivistkampanjers avkastning. Bland annat påverkar hur stor ägarandel som aktivister har i målbolag, vilken marknadsreaktion som sker till följd av en kampanj. Aktivister med större ägarandelar tenderar till att ha högre genomförbarhet i deras kampanjer, med anledning till högre röststyrka (Calluzzo & González, 2019). Detta kan således påverka det resultat som presenteras i studien. Författarna har dock avstått från att undersöka variabeln till följd av att aktivisthedgefonder arbetar som aktiva minoritetsägare och oftast inte tar en större ägarandel än ca 15% av ett målbolag (Orol, 2008).

Författarna har även belyst vilken väsentlighet lagar och regelverk har för investerarakтивism generellt och för aktivisthedgefonder i synnerhet. I och med att studien fokuserar på Europa och därmed inkluderar länder med en otalig mängd lokala bestämmelser, överlagda med EU direktiv, finns stor sannolikhet att

marknadsreaktioner varierar beroende på hur aktieägarvänlig reglering det finns i respektive land (J.P. Morgan, 2014). Författarna anser dock att EU direktiv påverkar individuella länder i tillräckligt stor utsträckning för att påverka resultatet avsevärt.

4.4.5 Val av statistisk metod

För att kunna utvärdera den överavkastning som sker inom olika typer aktivistkampanjer samt olika typer av aktivister användes marknadsmodellen (MacKinley, 1997). Andra modeller såsom Constant Mean Return modellen, Capital Asset Pricing Model (CAPM) och Fama-Frenchs flerfaktormodell beaktades vid valet av metod. Dessa modeller är dock oftast beroende av författarnas antaganden vilket således påverkar resultatet i högre utsträckning. Nackdelen med Constant Mean Return modellen är att den antar en genomsnittlig avkastning över tid, medan marknadsmodellen istället tar höjd för detta och antar en stabil linjär relation mellan marknadens avkastning och tillgångens avkastning (MacKinley, 1997). Eftersom studien innehåller aktivistkampanjer inom olika länder inom Europa, blir därför exempelvis CAPM problematisk att använda då den skulle kräva att författarna antar olika marknadspremier samt riskfria räntor för respektive land. I och med att studien även i stor utsträckning utfördes i olika marknadsklimat med bakgrund till dess långa tidsperiod, skulle även olika marknadsräntor antas för olika tidpunkter under studien, då exempelvis marknadens uppfattning av riskfri ränta har förändrats under studiens tidsperiod.

Vid analys av signifikansnivå har författarna valt att genomföra ett "cross-sectional" t-test, vilket vid eventstudier görs då nollhypotesen testas för CAAR och då det följer i linje med de rekommendationer MacKinley gör vid genomförandet av denna typ av eventstudie. Detta t-test är att anse som mer avancerat än det mer välkända "Studentens t-test" då resultatet den ger är att anse som mer signifikant, och kan endast genomföras under förutsättningen att eventfönstret inte överlappar med estimeringsfönstret (MacKinley, 1997), vilket den ibland gör för andra eventstudier. Som vid andra t-tester beräknas sedan t-värdet för att utvärdera om nollhypotesen ska förkastas eller inte och även bedöma styrkan i detta påstående. Alternativet till att denna form av t-test var att resultatet hade analyserats med hjälp av en regressionsanalys. Vid eventstudier är dock en regressionsmodell mer lämplig att använda när syftet är att testa för flera nollhypoteser och variabler, vilket detta arbete inte gör (MacKinley, 1997).

4.4.6 Bortfallsanalys

I avsnitt 4.2.3 *Bortfall och exkluderande händelser* presenteras studiens bortfall från det ursprungliga urvalet. Bortfallet som presenteras uppgår till ca 15,3% av det ursprungliga urvalet, vilket är att anse som normalt. Begränsad aktiehistorik var den primära anledningen till bortfallen. Det är dock viktigt att beakta att ca 43% av alla aktivistkampanjer som finns i det justerade urvalet kommer från Storbritannien, vilket

ger denna del av den europeiska marknaden en tyngre vikt i resultatet. Även om Storbritannien utgör en stor del av den europeiska marknaden tar det dock inte ifrån att resultatet påverkas och eventuellt inte återspeglar det resultat som avsedda populationen skulle visa (Lazard, 2019). Vidare består strategirelaterade aktivistkampanjer och flera typer av aktivistkampanjer endast av 33 respektive 26 fall, vilket även får anses som små urval där enskilda fall kan potentiellt vinkla resultatet avsevärt. Denna mindre mängd beror dock inte på att ett bortfall har skett utan snarare på att europeiska aktivistkampanjer ofta genomförs genom diskussioner med målbolags styrelse samt att ett fåtal antal av fallen i urvalet uppfyller kriterierna för att falla in under dessa kategorier. Författarna har valt att ha kvar dessa i det presenterade resultatet då resultaten inom kategorierna tyder på statistiskt signifikanta resultat och att dataset inte skulle återspegla den avseende population.

4.4.7 Survivorship bias

Som tidigare presenterat i avsnittet *4.2.3 Bortfall och exkluderande händelser* förekom att målbolag har avnoterats efter en aktivistkampanj varit riktad mot bolaget, vilket kan ha möjliggjort för survivorship bias i det justerade urvalet. Survivorship bias innebär att studier endast utvärderar de fall som överlevt processen och därmed exkluderar de fall som inte överlevt (Brown, Goetzmann, Ibbotson & Ross, 1992). Detta innebär således att det kan ha förekommit i det ursprungliga urvalet att vissa aktivistkampanjer hade kunnat påverka målbolag så pass negativt att bolaget avnoterats av olika skäl och därmed exkluderats i studien när datainsamlingen påbörjades. Då dessa okända antal fall har exkluderats från det justerade urvalet, öppnar det upp möjligheten för att resultatet har blivit positivt påverkat av att dessa inte beaktats i resultatet. På detta sätt finns det viss sannolikhet att resultaten som presenterats i studien är av mer positiv karaktär än vad som är förenligt till populationen som utvärderas. Av studiens karaktär samt de datainsamlingsprogrammen författarna har använt, har detta varit svårt att motverka och ens upptäcka om det har skett. Den utgångspunkt som tagits i motverkandet av detta är att data som samlats för studien har hämtats från mer än en källa, vilket ökar chansen att de företag som har blivit avnoterade inom Bloombergs databas fortfarande finns kvar inom t.ex. Thomson Reuters Eikons databas.

4.4.8 Selection bias

Som tidigare presenterats i avsnitten *4.3.1 Klassifikation av aktivistkampanjer*, *4.3.2 Klassifikation av aktivisthedgefonder och andra aktivister* samt *4.4.1 Val av Thomson Reuters Eikon som dataleverantör* finns stora sannolikheter för att selection bias förekommit i studiens urval. Selection bias innebär att ett mänskligt urval kan ha skett som missleder till hur den faktiska populationen skulle ha sett ut (Hug, 2003). Inom studien har författarna bland annat omklassificerat olika typer av aktivistkampanjer, samt klassificerat olika aktivister som aktivisthedgefonder eller andra aktivister, vilket innebär att det finns en risk för

selection bias. Med tanke på detta har författarna i klassifikationsprocessen använt sig av kvalitativa och marknadsledande källor såsom Thomson Reuters Eikon, Bloomberg, J.P. Morgan och Lazard.

Vidare har även författarnas definitioner av de olika klassifikationerna funnit stöd i tidigare forskning. Författarnas åtgärder tar dock inte ifrån att sannolikheten att klassificeringen kan ha varit felaktig i vissa fall och därmed påverkat hur urvalet egentligen ska ha återspeglat populationen. Grunddata i sig som hämtats från Thomson Reuters Eikon kan även omfatta just selection bias, i och med att vissa aktivistkampanjer inte ens tas med i urvalet som författarna identifierat. Det bör även tilläggas att en avsaknad av data i Bloombergs databas gällande företags aktiekurs inte nödvändigtvis inneburit att data inte har kunnat finnas någon annanstans. Risken för att detta inträffat är dock liten, men den existerar ändå. Det som har kunnat göras för att motverka selection bias är att förlita sig på den hämtade informationen, samt nämna dessa händelser i bortfallet.

4.4.9 Reliabilitet

Reliabilitet handlar om hur tillförlitliga resultaten i studien är. Ett resultat har hög reliabilitet ifall samma hypotes testas där resultaten återkommande efterliknar varandra (Bryman & Bell, 2017). Författarna av studien har använt sekundärdata i stor utsträckning. Enligt Bryman och Bell (2017) minskar det kontroll över kvaliteten och i vilken form som data är inhämtad. Dock anses andrahandskällorna Thomson Reuters Eikon och Bloomberg Terminal som använts vid datainhämtning till att inneha väldigt hög reliabilitet, med tanke på att dem är mycket etablerade institut.

De omklassificeringar som dock gjorts från Thomson Reuters Eikon, anses av författarna till att vara mest påverkande av studiens reliabilitet. Omklassificeringarna har därmed gjorts återhållsamt och begründande från Thomson Reuters Eikons dataunderlag, för att inte vrida på klassifikationer av kampanjtyper. För att öka reliabiliteten i resultaten har även författarna använt sig av ledande investmentbankerna J.P. Morgan och Lazard, vid identifikation av aktivisthedgefonder. Med bakgrund till ovan anses dataunderlaget och resultatet att ha hög reliabilitet.

En faktor som påverkar reliabiliteten i detta arbete negativt är skillnaden på urvalsstorleken inom kampanjtypen M&A, mellan grupperna aktivisthedgefonder och andra aktivister. Som kan ses i avsnitt *4.3.2 Klassifikation av aktivisthedgefonder och andra aktivister*, i tabell 5, så är det en stor skillnad på antalet inom dessa grupper, då 83 investerare räknas in som aktivisthedgefonder varav 46 räknas som andra aktivister. Detta innebär att jämförelsen dem emellan blir svårare att göra, bland annat då utstickare har en större chans att påverka resultatet för det mindre urvalet.

Som tidigare diskuterats i avsnitt 4.2.4 *Mätfel* har vissa justeringar gjorts i den handelsdata som hämtats från Bloomberg Terminal. I samband med att olika dataset har justerats vid olika beräkningar, är det inte osannolikt att resultatet i studien kan ha påverkats. Dock anses detta påverka resultatet minimalt då dessa justeringar har gjorts för ett fåtal fall i studien av de totala 387 fallen. Som även nämns i avsnitt 4.2.4 *Mätfel* har dessa justeringar berört datum och inte själva handelsdata, vilket även är varför dessa fall inte har lagts in bland bortfallen. Variabeln beta, som påverkas, har även påverkats minimalt. De gånger som data har hämtats utanför Bloomberg Terminal, har data hämtats från Thomson Reuters Eikon, vilket minimerar för mätfel och påverkad reliabilitet.

Ytterligare en faktor som påverkar studiens reliabilitet och som är värd att nämna är hur stor del av urvalet är viktat gentemot Storbritannien. Då denna marknad utgör ca 44% av urvalet kommer dess interna reaktioner sannolikt speglas i resultatet. Resultatet hade kunnat se annorlunda ut om denna marknad hade tagits bort, men då studien är en granskning av Europa som helhet har varken detta eller en jämförelse mellan Storbritannien och resterande Europa gjorts.

4.4.10 Validitet

Validitet innebär hur relevant den analyserade data är och ifall testet mäter det den faktiskt avser att mäta (Bryman & Bell, 2017). Utifrån de valda teoretiska ramverken för hur värdering av företag beräknas anses validitetskravet vara uppfyllt, då data som tittas på berör just företagets aktiekurs, vilket enligt den effektiva marknadshypotesen ska spegla företagets värde. En diskussion kan dock föras kring den effektiva marknadshypotesen och om aktiekurs är att anse som det bästa sättet att bedöma ett företags värde, vilket i sin tur påverkar studiens validitet. Då andra tänkbara värderingsmått kommer t.ex. från företags bokföring, är dessa inga som kan användas inom en eventstudies ramverk, vilket ändå gör handelsdata i form av aktiekurs lämpligast för denna typ av studie.

Ytterligare en faktor som kan påverka studiens validitet är Thomson Reuters Eikons databas gällande aktivistkampanjer, då författarna inte har verifierat någon annanstans om det de benämner som en aktivistkampanj har faktiskt inträffat. I avsnitt 4.4.1 *Val av Thomson Reuters Eikon som dataleverantör* har det förts en diskussion kring pålitligheten av deras databas, med slutsatsen att den anses som en pålitlig källa, så även här anses validitetskraven vara uppfyllda.

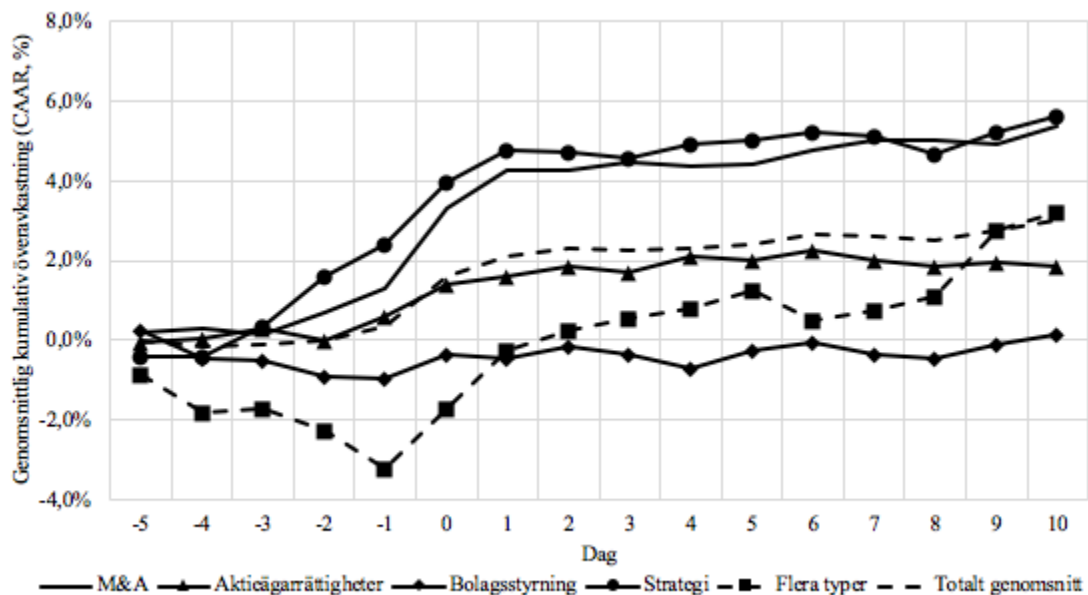
5. Resultat

I detta avsnitt presenteras studiens resultat gällande olika typer av aktivistkampanjers marknadsreaktion avseende avkastning, signifikansnivå och hypotesutfall.

5.1 Hypotes I

I Figur 2 presenteras den uppmätta genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för samtliga typer av aktivistkampanjer. För de 387 fall som inkluderades i studien uppgick den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) till 3,0% (-5, +10). Samtliga kampanjtyper skapade positiv kortsiktig överavkastning där strategi- och M&A-relaterad aktivism hade högst kortsiktig överavkastning inom eventfönstret om 5,6% respektive 5,4% (-5, +10). I respektive delavsnitt presenteras resultaten mer genomgående. Det är även tydligt i resultatet att den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) ökar under eventfönstret, varav den även startar vid annonseringsdatumet.

Figur 2: Genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) uppdelat på olika typer av aktivistkampanjer



5.1.1 M&A-relaterad aktivism (Ia)

I studien klassificerades 129 aktivistkampanjer som M&A-relaterade kampanjer. Resultaten, som visas i tabell 6, illustrerar att M&A-relaterade aktivistkampanjer skapar en genomsnittlig kumulativ överavkastning om 5,4% inom eventfönstret (-5, +10). Den största förändringen av överavkastning sker dag 0, dvs annonseringsdatumet. Generellt sett är den genomsnittliga kumulativa överavkastningen positiv genom hela eventfönstret. Redan två dagar innan annonseringsdatumet visar M&A-relaterade aktivistkampanjer överavkastning och genomgående från dagen innan annonseringsdatumet (-1) inom 1%-nivån då theta-värdet överskrider 2,326 (-1, +10).

Tabell 6: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för M&A-relaterade aktivistkampanjer

Dag	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	0,18%	0,86
-4	0,31%	1,03
-3	0,13%	0,35
-2	0,70%*	1,64
-1	1,30%**	2,73
0	3,29%**	6,33
1	4,26%**	7,59
2	4,28%**	7,13
3	4,46%**	7,02
4	4,38%**	6,54
5	4,40%**	6,26
6	4,78%**	6,51
7	5,03%**	6,58
8	5,00%**	6,30
9	4,91%**	5,98
10	5,37%**	6,34

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.1.2 Aktieägarrättsrelaterad aktivism (Ib)

I tabell 7 presenteras den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för de 100 fall som identifierades som aktieägarrättsrelaterade aktivistkampanjer i studien. Resultatet visar att aktieägarrättsrelaterade aktivistkampanjer skapar en kortsiktig positiv överavkastning om 1,8% (-5, +10). Resultatet indikerar på att den genomsnittliga överavkastningen är som störst under annonseringsdatumet, dag 0, samt att den kumulativa överavkastningen var som högst under dag 6. Vidare visar resultaten på att den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) är statistiskt signifikant på 1%-nivån mellan dag 0 och dag 7 (0, +7) medans endast på 5%-nivån från dagarna därefter (+8, +10).

Tabell 7: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för aktieägarrättsrelaterade aktivistkampanjer

Dag	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	-0,06%	-0,27
-4	0,06%	0,19
-3	0,28%	0,69
-2	0,02%	0,04
-1	0,57%	1,10
0	1,41%**	2,47
1	1,59%**	2,57
2	1,85%**	2,81
3	1,71%**	2,45
4	2,10%**	2,85
5	1,98%**	2,57
6	2,25%**	2,78
7	2,03%**	2,41
8	1,87%*	2,15
9	1,93%*	2,14
10	1,83%*	1,97

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.1.3 Bolagsstyrningsrelaterad aktivism (Ic)

I tabell 8 presenteras den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för de 99 bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer som identifierades i studien. Resultatet visar ingen signifikant avkastningskillnad från 0 under eventfönstret. Den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) varierar mellan att vara negativ och positiv under eventfönstret och avvek aldrig från 0 under eventfönstret, då theta-värdet underskred 1,645.

Tabell 8: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer

Dag	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	0,25%	0,69
-4	-0,43%	-0,86
-3	-0,51%	-0,83
-2	-0,93%	-1,30
-1	-0,95%	-1,19
0	-0,36%	-0,41
1	-0,45%	-0,48
2	-0,15%	-0,15
3	-0,37%	-0,34
4	-0,68%	-0,61
5	-0,27%	-0,22
6	-0,04%	-0,04
7	-0,35%	-0,27
8	-0,48%	-0,36
9	-0,13%	-0,09
10	0,16%	0,11

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.1.4 Strategirelaterad aktivism (Id)

Antalet strategirelaterade aktivistkampanjer som identifierades i studien var 33. I tabell 9 presenteras den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för strategirelaterade aktivistkampanjer. Resultatet visar på en överavkastning om 5,6% (-5, +10), och att resultatet var statistiskt signifikant redan från två dagar innan annonseringsdatumet (-2). Från dag -1 till dag 10 sker även en statistisk överavkastning på 1%-nivån, vilket stärker resultaten om att strategirelaterad aktivism skapar kortsiktig överavkastning, trots antalet fall var få. Resultaten visar även på att den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) stärks under eventfönstret.

Tabell 9: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för strategirelaterade aktivistkampanjer

Dag	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	-0,43%	-0,96
-4	-0,41%	-0,64
-3	0,33%	0,42
-2	1,61%*	1,79
-1	2,40%**	2,39
0	3,98%**	3,62
1	4,74%**	3,99
2	4,69%**	3,69
3	4,56%**	3,39
4	4,90%**	3,45
5	5,04%**	3,38
6	5,20%**	3,34
7	5,10%**	3,15
8	4,65%**	2,77
9	5,20%**	2,99
10	5,64%**	3,14

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.1.4 Flera typer av aktivism (Ie)

I tabell 10 presenteras den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) för när flera typer av aktivistkampanjer ämnas till att drivas igenom vid annonseringsdatumet. Resultaten visar på att överavkastningen är positiv men icke-statistiskt signifikant då theta-värdet inte överskrider 1,645. Detta innebär således att när en aktivist försöker driva igenom flera typer av aktivistkampanjer, ger det en positiv kortsiktig avkastning men den är inte säkerställd.

Tabell 10: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för flera typer av aktivistkampanjer

Dag	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	-0,85%	-1,47
-4	-1,80%	-2,20
-3	-1,72%	-1,72
-2	-2,27%	-1,97
-1	-3,24%	-2,51
0	-1,74%	-1,23
1	-0,27%	-0,18
2	0,25%	0,15
3	0,55%	0,32
4	0,79%	0,43
5	1,26%	0,66
6	0,49%	0,25
7	0,74%	0,36
8	1,08%	0,50
9	2,78%	1,24
10	3,20%	1,38

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.1.5 Hypotesutfall

I tabell 11 presenteras hypotesutfallen för Hypotes I där det framkommer att aktivistkampanjer relaterade till M&A, aktieägarrättigheter samt strategi skapar statistiskt säkerställd överavkastning. Vidare förklarar även tabellen att studiens totala resultat tyder på att det sker en statistiskt säkerställd överavkastning när en aktivistkampanj annonseras.

Tabell 11: Presentation av hypotesutfall för Hypotes I

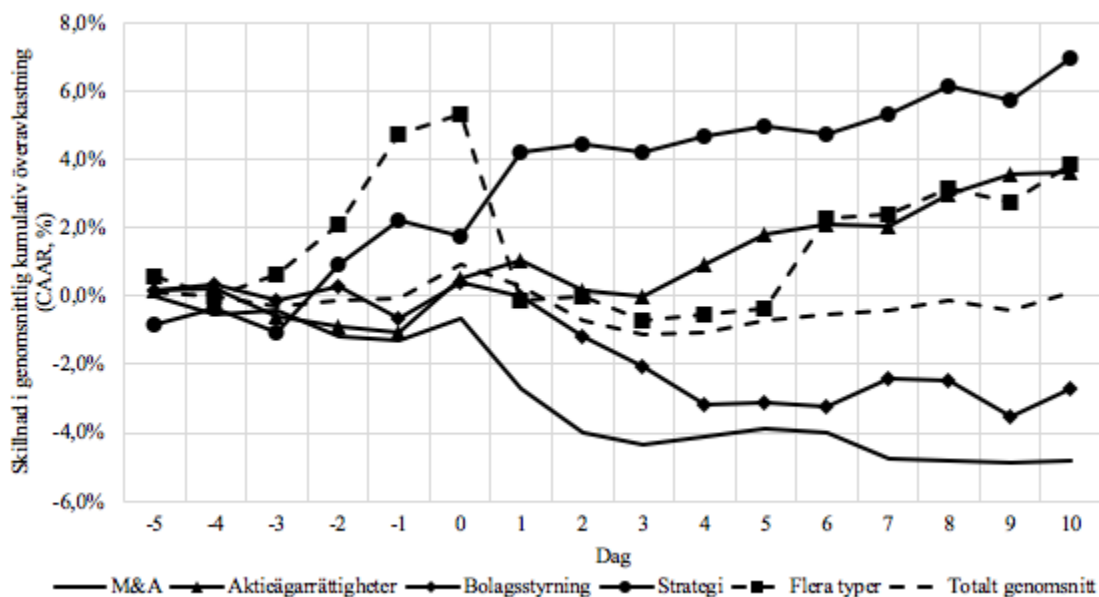
Kampanjtyp	CAAR (%)	Antal fall	Förkastas nollhypotesen
M&A	5,4%**	129	Ja
Aktieägarrättigheter	1,8%*	100	Ja
Bolagsstyrning	0,2%	99	Nej
Strategi	5,6%**	33	Ja
Flera typer	3,2%	26	Nej
Totalt	3,0%**	387	Ja

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.2 Hypotes II

Mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister är resultatet olika beroende på vilka kampanjer som drivs igenom. I studien visade det sig att generellt så skapade aktivisthedgefonder inte högre kortsiktig överavkastning i förhållande till andra aktivister. Inom strategirelaterade aktivistkampanjer, aktieägarrätsrelaterade aktivistkampanjer, samt flera typer av aktivistkampanjer skapar aktivisthedgefonder i genomsnitt, högre genomsnittlig kumulativ överavkastning, i jämförelse med andra aktivister, medan inom M&A- och bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer skapade aktivisthedgefonder mindre marknadsreaktion än andra aktivister. Den kampanjtyp där det fanns störst skillnad var inom strategirelaterad aktivism där den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) var 7,0% högre för aktivisthedgefonder i jämförelse med andra aktivister.

Figur 3: Skillnad i genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister uppdelat på olika typer av aktivistkampanjer

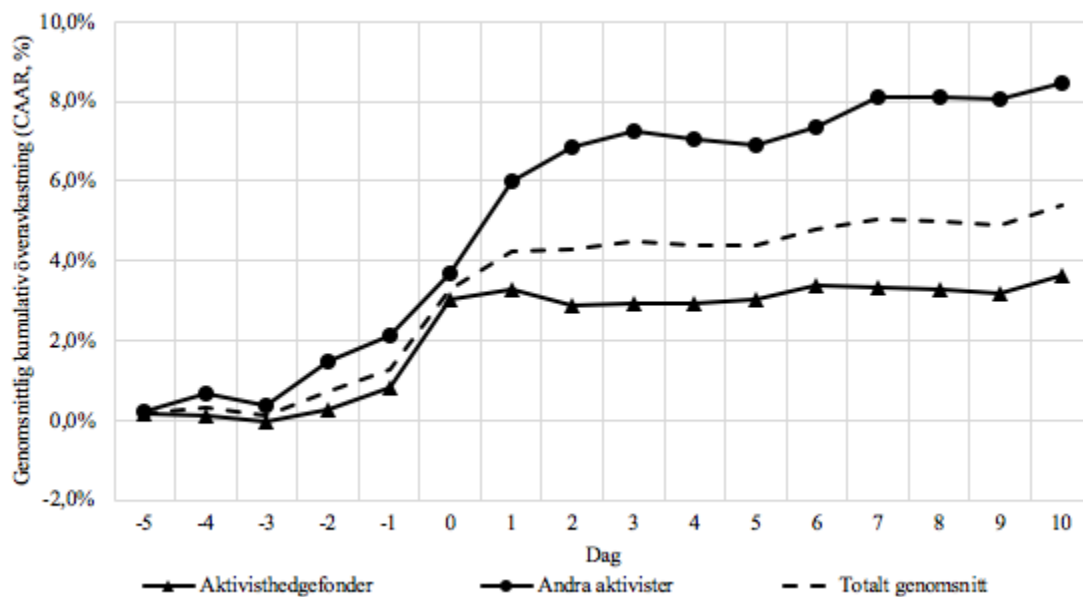


Not: Skillnad i CAAR är beräknad enligt: $CAAR_{Skillnad} = CAAR_{Aktivisthedgefonder} - CAAR_{Andra aktivister}$

5.2.1 M&A-relaterad aktivism (IIa)

Av de 129 M&A-relaterade aktivistkampanjerna i studien var 83 aktivistkampanjer drivna av aktivisthedgefonder medan 46 var drivna av andra aktivister. För de 83 fall som var drivna av aktivisthedgefonder uppgick den genomsnittliga kumulativa överavkastningen till 5,4%, medan för de 46 fall som drevs av andra aktivister uppgick den till 3,7% (-5, +10). I Figur 4 illustreras CAAR under hela eventfönstret för M&A-relaterade aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister.

Figur 4: Genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) för M&A-relaterade aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister



I tabell 12 illustreras även hur CAAR (%) förändras under eventfönstret med respektive theta-värde. Resultaten i tabellen tyder på att båda typer av aktivister skapar statistiskt signifikant genomsnittligt kumulativ överavkastning från och med dag -1, dvs dagen innan annonseringsdatumet. Detta tyder alltså på att aktivisthedgefonder som engagerar sig i M&A-relaterade aktivistkampanjer inte skapar högre genomsnittlig kumulativ överavkastning i förhållande till andra aktivister.

Tabell 12: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för M&A-relaterade aktivistkampanjer uppdelat på aktivisthedgefonder och andra aktivister

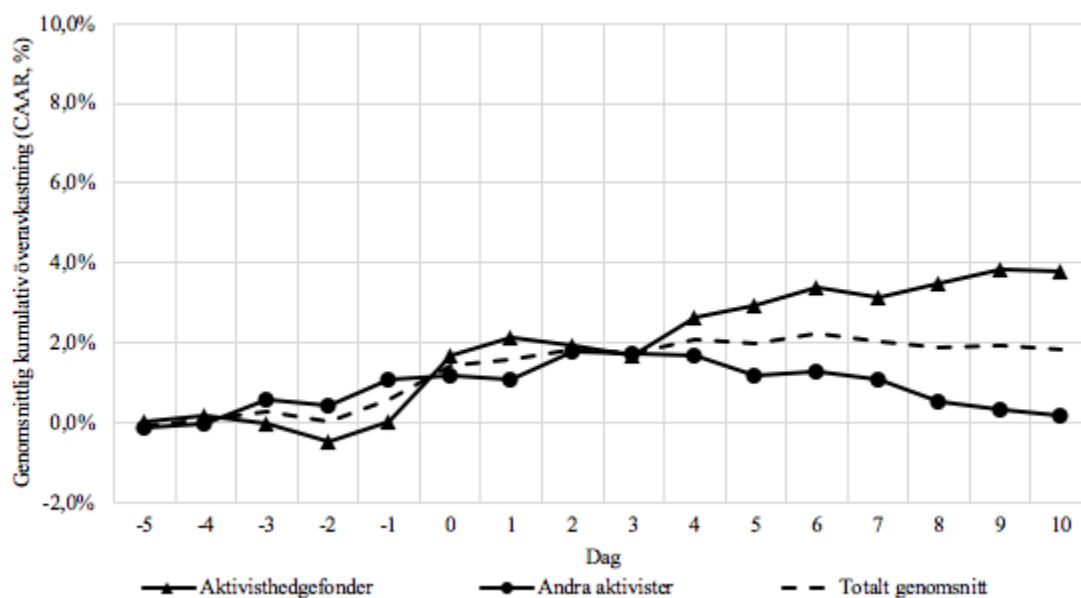
Dag	Aktivisthedgefonder		Andra aktivister	
	CAAR (%)	Θ-Värde	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	0,17%	0,77	0,21%	0,46
-4	0,11%	0,34	0,67%	1,06
-3	-0,02%	-0,04	0,39%	0,50
-2	0,28%	0,64	1,45%	1,63
-1	0,84%*	1,73	2,11%*	2,12
0	3,06%**	5,73	3,71%**	3,39
1	3,29%**	5,72	6,00%**	5,08
2	2,86%**	4,64	6,84%**	5,42
3	2,91%**	4,45	7,27%**	5,43
4	2,92%**	4,24	7,03%**	4,98
5	3,01%**	4,17	6,91%**	4,67
6	3,36%**	4,46	7,35%**	4,75
7	3,34%**	4,26	8,08%**	5,02
8	3,28%**	4,02	8,11%**	4,86
9	3,16%**	3,75	8,06%**	4,66
10	3,66%**	4,20	8,48%**	4,75

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.2.2 Aktieägarrätsrelaterad aktivism (IIb)

Av de 100 fall som var aktieägarrätsrelaterade aktivistkampanjer var 46 drivna av aktivisthedgefonder medan 54 var drivna av andra aktivister. Det var alltså fler aktivistkampanjer som drevs av andra aktivister än aktivisthedgefonder inom kampanjtypen. För de aktivistkampanjer som var drivna av aktivisthedgefonder uppgick den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) till 3,8%, medans för de aktivistkampanjer som var drivna av andra aktivister uppgick den till 0,2% (-5, +10). I Figur 5 illustreras CAAR under hela eventfönstret för aktieägarrätsrelaterade aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister.

Figur 5: Genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) för aktieägarrätsrelaterade aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister



I tabell 13 illustreras även hur CAAR (%) förändras under eventfönstret med respektive theta-värde. Resultaten i tabellen tyder på att aktivistkampanjer som är drivna av aktivisthedgefonder skapar statistiskt signifikant genomsnittligt kumulativ överavkastning (CAAR) från och med dag -1, dvs dagen innan annonseringsdatumet, medan aktieägarrätsrelaterade aktivistkampanjer drivna av andra aktivister inte skapar statistiskt signifikant genomsnittligt kumulativ överavkastning. Detta tyder alltså på att aktivisthedgefonder som engagerar sig i aktieägarrätsrelaterade aktivistkampanjer skapar högre genomsnittlig kumulativ överavkastning i förhållande till andra aktivister.

Tabell 13: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för aktieägarrätsrelaterade aktivistkampanjer uppdelat på aktivisthedgefonder och andra aktivister

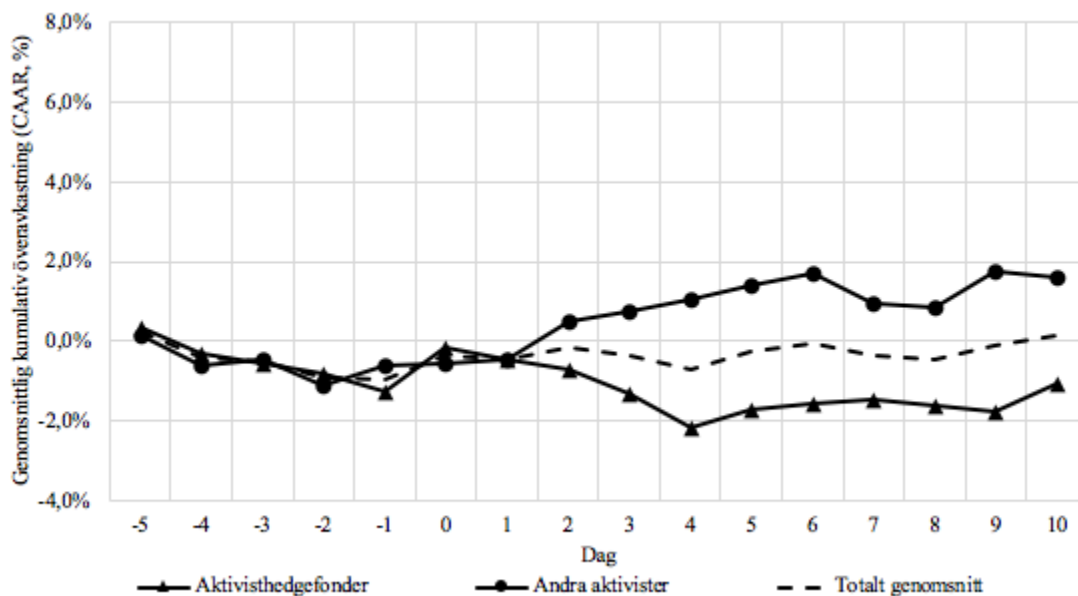
Dag	Aktivisthedgefonder		Andra aktivister	
	CAAR (%)	Θ-Värde	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	0,04%	0,13	-0,15%	-0,42
-4	0,18%	0,42	-0,03%	-0,07
-3	-0,05%	-0,10	0,56%	0,91
-2	-0,48%	-0,79	0,44%	0,63
-1	0,01%	0,01	1,05%	1,34
0	1,68%*	2,29	1,18%	1,37
1	2,15%**	2,72	1,10%	1,18
2	1,94%**	2,29	1,78%*	1,79
3	1,70%*	1,89	1,72%	1,63
4	2,62%**	2,76	1,66%	1,49
5	2,95%**	2,97	1,16%	0,99
6	3,39%**	3,26	1,27%	1,05
7	3,13%**	2,90	1,08%	0,85
8	3,48%**	3,10	0,51%	0,39
9	3,85%**	3,31	0,31%	0,23
10	3,78%**	3,16	0,17%	0,12

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.2.3 Bolagsstyrningsrelaterad aktivism (IIc)

I studien uppgick totalt 99 aktivistkampanjer som var bolagsstyrningsrelaterade, varav 53 var drivna av aktivisthedgefonder, medan 46 var drivna av andra aktivister. För de aktivistkampanjer som var drivna av aktivisthedgefonder uppgick den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) till -1,1%, medan för de aktivistkampanjer som var drivna av andra aktivister uppgick till 1,6% (-5, +10). Detta är den enda kampanjtypen där aktivisthedgefonder inte skapar positiv genomsnittlig kumulativ överavkastning i studien. I Figur 6 illustreras CAAR under hela eventfönstret för bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister.

Figur 6: Genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) för bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister



I tabell 14 illustreras även hur CAAR (%) förändras under eventfönstret med respektive theta-värde. Resultaten i tabellen tyder på att aktivistkampanjer som är drivna av aktivisthedgefonder och andra aktivister inte skapar statistiskt signifikant genomsnittligt kumulativ överavkastning. Detta tyder alltså på att aktivisthedgefonder som engagerar sig i bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer inte skapar högre genomsnittlig kumulativ överavkastning i förhållande till andra aktivister.

Tabell 14: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer uppdelat på aktivisthedgefonder och andra aktivister

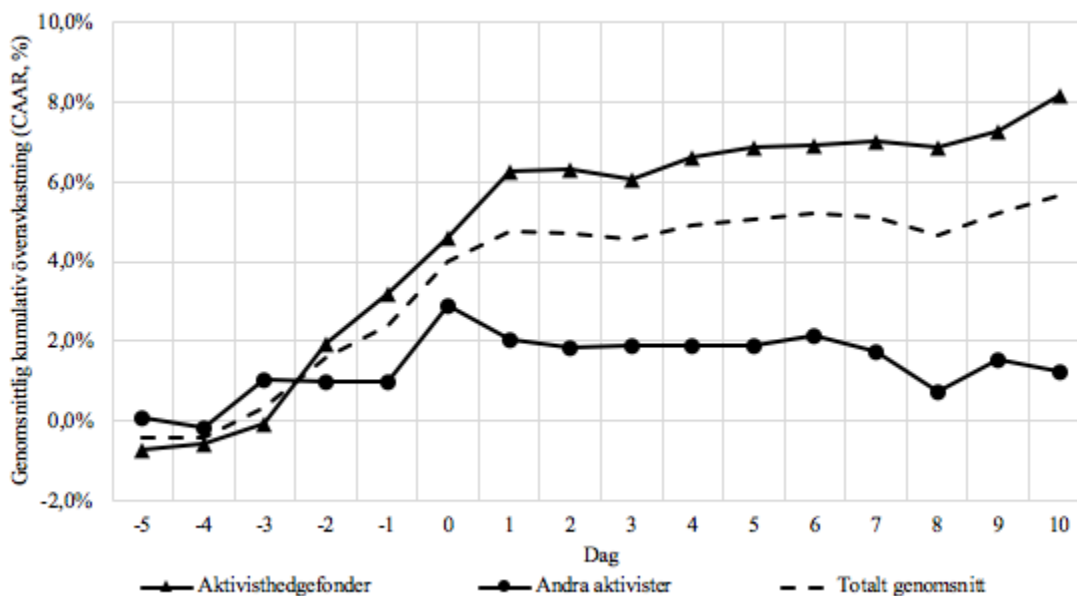
Dag	Aktivisthedgefonder		Andra aktivister	
	CAAR (%)	Θ-Värde	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	0,32%	1,02	0,16%	0,24
-4	-0,29%	-0,64	-0,60%	-0,63
-3	-0,56%	-1,03	-0,46%	-0,39
-2	-0,79%	-1,25	-1,09%	-0,81
-1	-1,25%	-1,76	-0,62%	-0,41
0	-0,18%	-0,23	-0,57%	-0,34
1	-0,46%	-0,55	-0,44%	-0,25
2	-0,71%	-0,79	0,49%	0,26
3	-1,34%	-1,41	0,75%	0,37
4	-2,17%	-2,17	1,03%	0,48
5	-1,71%	-1,63	1,40%	0,62
6	-1,55%	-1,42	1,69%	0,72
7	-1,47%	-1,29	0,95%	0,39
8	-1,62%	-1,37	0,83%	0,33
9	-1,77%	-1,44	1,76%	0,67
10	-1,08%	-0,85	1,60%	0,59

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.2.4 Strategirelaterad aktivism (II)

Av de 33 aktivistkampanjer som var strategirelaterade var 21 kampanjer ledda av aktivisthedgefonder, medan 12 var ledda av andra aktivister. För de aktivistkampanjer som var drivna av aktivisthedgefonder uppgick den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) till 8,2%, medan för de aktivistkampanjer som var drivna av andra aktivister uppgick till 1,2% (-5, +10). Detta innebär att aktivisthedgefonder skapar markant högre kortsiktig överavkastning än andra aktivister. För aktivisthedgefonder ökade även den genomsnittliga kumulativa överavkastningen under eventfönstret. I Figur 7 illustreras CAAR under hela eventfönstret för strategirelaterade aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister.

Figur 7: Genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) för strategirelaterade aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister



I tabell 15 illustreras även hur CAAR (%) förändras under eventfönstret med respektive theta-värde. Resultaten i tabellen tyder på att aktivistkampanjer som är drivna av aktivisthedgefonder skapar statistiskt signifikant genomsnittligt kumulativ överavkastning, medan aktivistkampanjer som är drivna av andra aktivister inte skapar statistiskt signifikant genomsnittligt kumulativ överavkastning. Detta tyder alltså på att aktivisthedgefonder som engagerar sig i strategirelaterade aktivistkampanjer skapar högre genomsnittlig kumulativ överavkastning i förhållande till andra aktivister.

Tabell 15: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för strategirelaterade aktivistkampanjer uppdelat på aktivisthedgefonder och andra aktivister

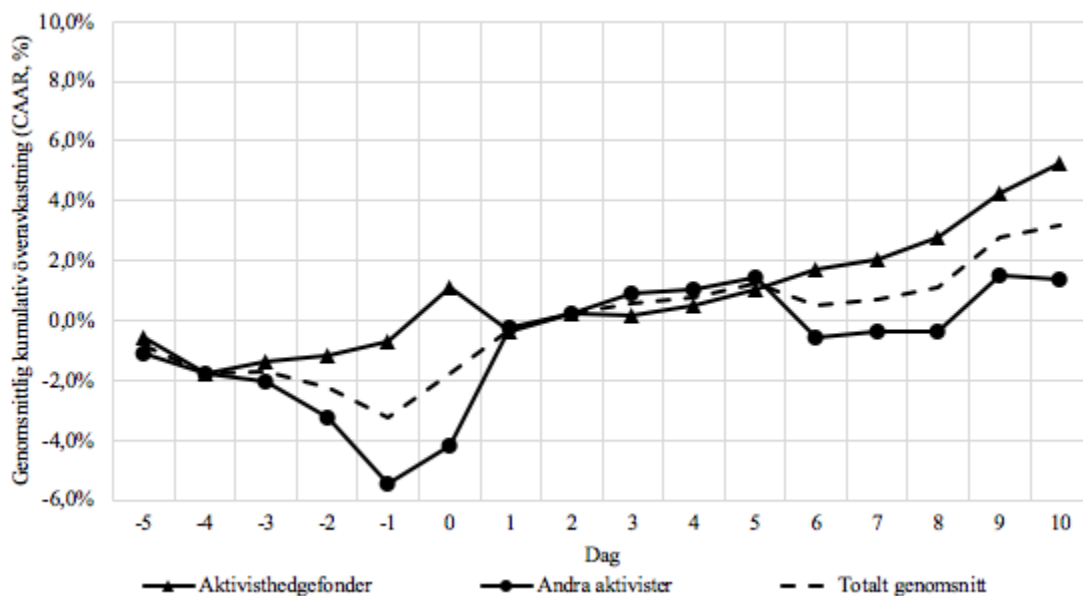
Dag	Aktivisthedgefonder		Andra aktivister	
	CAAR (%)	Θ-Värde	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	-0,74%	-1,53	0,11%	0,12
-4	-0,55%	-0,80	-0,16%	-0,13
-3	-0,07%	-0,08	1,02%	0,65
-2	1,96%*	2,03	1,01%	0,56
-1	3,20%**	2,98	0,99%	0,49
0	4,60%**	3,90	2,89%	1,31
1	6,27%**	4,92	2,07%	0,87
2	6,31%**	4,63	1,86%	0,73
3	6,08%**	4,21	1,90%	0,70
4	6,60%**	4,34	1,92%	0,67
5	6,84%**	4,28	1,89%	0,63
6	6,93%**	4,15	2,17%	0,69
7	7,02%**	4,04	1,73%	0,53
8	6,88%**	3,82	0,73%	0,22
9	7,29%**	3,91	1,55%	0,44
10	8,17%**	4,24	1,22%	0,34

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.2.4 Flera typer av aktivism (IIe)

Inom klassifikationen som innehöll flera typer av aktivistkampanjer uppgick 26 antal kampanjer varav 12 var drivna av aktivisthedgefonder, medan 14 var drivna av andra aktivister. För de aktivistkampanjer som var drivna av aktivisthedgefonder uppgick den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) till 5,3%, medan för de aktivistkampanjer som var drivna av andra aktivister uppgick till 1,4% (-5, +10). Detta innebär således att aktivisthedgefonder skapar markant högre kortsiktig överavkastning än andra aktivister. För aktivisthedgefonder ökade även den genomsnittliga kumulativa överavkastningen under eventfönstret. I Figur 8 illustreras CAAR under hela eventfönstret för flera typer av aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister.

Figur 8: Genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) för flera typer av aktivistkampanjer generellt, för aktivisthedgefonder samt för andra aktivister



I tabell 16 illustreras även hur CAAR (%) förändras under eventfönstret med respektive theta-värde. Resultaten i tabellen tyder på att aktivistkampanjer som är drivna av aktivisthedgefonder skapar statistiskt signifikant genomsnittlig kumulativ överavkastning, medan aktivistkampanjer som är drivna av andra aktivister inte skapar statistiskt signifikant genomsnittlig kumulativ överavkastning. Detta tyder alltså på att aktivisthedgefonder som engagerar sig i flera typer av aktivistkampanjer vid annonseringstillfället skapar högre genomsnittlig kumulativ överavkastning i förhållande till andra aktivister.

Tabell 16: Genomsnittlig kumulativ överavkastning för flera typer av aktivistkampanjer uppdelat på aktivisthedgefonder och andra aktivister

Dag	Aktivisthedgefonder		Andra aktivister	
	CAAR (%)	Θ-Värde	CAAR (%)	Θ-Värde
-5	-0,54%	-0,75	-1,11%	-1,27
-4	-1,80%	-1,77	-1,79%	-1,45
-3	-1,37%	-1,10	-2,01%	-1,32
-2	-1,14%	-0,79	-3,24%	-1,85
-1	-0,68%	-0,42	-5,43%	-2,77
0	1,12%	0,63	-4,18%	-1,95
1	-0,33%	-0,17	-0,21%	-0,09
2	0,23%	0,11	0,27%	0,11
3	0,17%	0,08	0,88%	0,33
4	0,51%	0,22	1,02%	0,37
5	1,07%	0,45	1,43%	0,49
6	1,72%	0,69	-0,56%	-0,19
7	2,03%	0,78	-0,37%	-0,12
8	2,78%	1,03	-0,37%	-0,11
9	4,26%	1,53	1,51%	0,45
10	5,28%*	1,83	1,41%	0,40

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

5.2.5 Hypotesutfall

I tabell 17 presenteras hypotesutfallen för Hypotes II där resultatet tyder på aktivisthedgefonder skapar relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister inom aktivistkampanjer som är relaterade till M&A, aktieägarrättigheter, samt strategi. Vidare tyder resultaten på att aktivisthedgefonder skapar relativt högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än andra aktivister när flera typer av kampanjer lanseras samtidigt på annonseringstillfället. Överlag visar dock resultaten på ingen skillnad mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister.

Tabell 17: Presentation av hypotesutfall för Hypotes II

Kampanjtyp	CAAR (%)		Antal fall		Hypotesutfall
	Aktivisthedgefonder	Andra aktivister	Aktivisthedgefonder	Andra aktivister	
M&A	3,7% **	8,5% **	83	46	CAAR _{Skillnad} < 0
Aktieägarrättigheter	3,8% **	0,2%	46	54	CAAR _{Skillnad} > 0
Bolagsstyrning	-1,1%	1,6%	53	46	CAAR _{Skillnad} = 0
Strategi	8,2% **	1,2%	21	12	CAAR _{Skillnad} > 0
Flera typer	5,3% *	1,4%	12	14	CAAR _{Skillnad} > 0
Totalt	3,0% **	2,9% **	215	172	CAAR_{Skillnad} = 0

*=Signifikant vid $\alpha=0,05$, **=Signifikant vid $\alpha=0,01$

6. Analys

I detta avsnitt analyseras studiens tidigare presenterade resultat, utifrån studiens syfte, det valda teoretiska ramverket samt tidigare forskning.

6.1 Hypotes I

Studiens resultat visade på en stor variation av genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) för de olika typerna av aktivistkampanjer som identifierats. För de 387 europeiska aktivistkampanjer som inkluderades i studien uppgick den genomsnittliga kumulativ överavkastningen (CAAR) till 3,0% (-5, +10), vilket är ca 1,4%-enheter lägre än det resultat som Becht, Franks och Grant (2010) kom fram till för tio år sedan. Detta innebär således att marknadsreaktioner för publika europeiska målbolag, har sjunkit sedan 2010-talet, något som även tidigare forskning tyder på inom den amerikanska marknaden (Krishnan, Partnoy & Thomas, 2015; Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008).

Intuitivt, finns det möjlighet att tro att den kortsiktiga avkastningen har påverkats negativt till följd av att det finns allt färre målbolag för aktivister att ta sig in i, samt att marknaden redan räknat in de ineffektiviteter som aktivister har möjlighet att förbättra i priset. Det är dock osannolikt att detta skulle vara fallet då den europeiska marknaden är fortfarande i ett, mångt och mycket, växande stadie för investerarakivism. Fallande kortsiktig avkastning sker snarare på grund av att marknader har blivit mer effektiva (Fama, 1970) som följd av den ökade marknadstransparensen som utvecklades under 2010-talet i jämförelse med 2000-talet, då digitaliseringen har möjliggjort för investerare att få tillgång till mer och snabbare information (Orol, 2008).

Oavsett ifall avkastningen sjunkit över tid, ser marknaden överlag positivt på påbörjade aktivistkampanjer som görs på europeiska målbolag. Detta innebär således att marknaden är optimistiska kring att målbolags bolagsvärdering bör vara högre efter en aktivistkampanj är slutförd. Resultaten visar även på att marknadsreaktioner på europeiska målbolag är lägre än i tidigare amerikanska studier (Krishnan, Partnoy & Thomas, 2015; Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Marknaden är således mindre optimistiska till kampanjer som riktas mot europeiska målbolag än deras amerikanska motparter, vilket inte förvånar författarna då det, bland annat, finns mer koncentrerat ägande (Alvesson & Sveningsson, 2012), som försvårar genomförbarheten av aktivistkampanjer.

Resultaten som visas i figur 2 tyder även på det ofta sker en marknadsreaktion en dag innan en aktivistkampanjen annonseras (-1). Detta innebär således att information gällande aktivistkampanjer kommer ut till marknaden innan annonserandet, vilket tyder på att marknaden läcker information samt

stämmer överens med resultatet från tidigare studier (Keown & Pinkerton, 1981). I vissa typer av aktivistkampanjer visar resultaten till och med på att det sker en statistiskt säkerställd överavkastning innan annonseringsdatumet. Å andra sidan, tenderar aktivister att ackumulera ägarandelar innan annonserandet av aktivistkampanjer, i syfte att få mer inflytande, vilket eventuellt kan vara en betydande faktor som därmed påverkar aktiekursen positivt. Vidare kan ökad volatilitet och eftersläpning av marknadsreaktioner förklaras i att marknaden har svårt att värdera informationen som publiceras i samband med en kampanj, då den baseras på en subjektiv värdering och innehar flertalet framtidsantaganden.

6.1.1 M&A-relaterad aktivism

I studiens resultat presenteras att M&A- och strategirelaterade aktivistkampanjer skapar högst genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) om 5,4% respektive 5,6% (-5, +10). Marknaden är således mest optimistiska när en aktivist startar sådana kampanjer. Detta följer även det resultat Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) kom fram till, där M&A- och strategirelaterade aktivistkampanjer skapade högst genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) om 8,5% respektive 6,0% (-20, +20). Denna studies resultat skiljer sig dock i stor uträkning gällande den uppmätta avkastning som skett inom M&A-relaterade aktivistkampanjer. Alltså följer det trenden om att marknadsreaktionerna från aktivistkampanjer är lägre i Europa i jämförelse med i USA. Eventfönstret för de ovan nämndas studie avviker dock i förhållande till denna studie, vilket således innebär att studierna inte är direkt jämförbara då överavkastningen tenderar att öka ju längre tidsperiod som används.

Bortsett från tidsperioden, så finns det många anledningar till att marknadsreaktionen är hög för just M&A-relaterade aktivistkampanjer. Den primära anledningen grundar sig i att M&A påverkar underliggande bolagsvärdering väsentligt, mycket med tanke på synergier och kapitalallokering (Berk & DeMarzo, 2014). De flesta målbolag som finns i Europa, tenderar till att ha en konglomeratstruktur där marknaden har svårt att uttyda underliggande värdepotential. Det kan således vara svårt att identifiera hur verksamhetsområden samarbetar och ifall dessa är värdeskapande eller värdeförstörande för aktieägare. Det underlättar därmed för marknaden när aktivister, som har möjlighet att identifiera stora allokativa ineffektiviteter, startar en kampanj och tydliggör för marknaden vilken värdepotential som finns (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008; Orol, 2008). Detta är likt fallet med ABB, där aktivisten Cevian Capital, arbetade för avyttringar av verksamheter, då det hämmade den underliggande utvecklingen som fanns i ABB:s huvudverksamhet.

En ytterligare anledning till den positiva marknadsreaktionen kan vara förväntat att räntabilitet på kapital förbättras efter annonserandet av aktivistkampanjer, och således den underliggande värdering (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Förvärv och försäljningar påverkar inte bara marginaler positivt utan kan

optimera förhållandet mellan kapitalbindning och rörelsemarginaler och ökar således räntabiliteten på kapital. Vidare brukar ägare till bolag få åtnjuta en genomsnittlig ökning på 15% i aktievärdet vid annonserandet av ett potentiellt förvärv. Detta till följd av att förvärvaren är tvungen att förvärva till en budpremie (Berk & DeMarzo, 2014). Det finns således flertalet faktorer som påverkar den underliggande marknadsreaktionen till en M&A-relaterad aktivistkampanj.

6.1.2 Strategirelaterad aktivism

Likt M&A-relaterade aktivistkampanjer finns det flertal anledningar till att marknaden ser optimistiskt på strategirelaterade aktivistkampanjer. Först och främst påverkar målbolagens strategi den underliggande bolagsvärdering, och en förändring av strategin kommer i sin tur påverka bolagsvärderingen. Vidare har aktivister en unik position som extern övervakare genom att komma in som en extern, oberoende och professionell aktör som föreslår varierande typer av strategiska förändringar som bör genomföras (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Detta innebär att tolkningen kan göras att aktivister kommer in som en nytändning i ett målbolag som visar på en ny strategisk inriktning för dessa (Orol, 2008). Vidare går det inte att komma ifrån att aktivister är professionella investerare som investerar nästan uteslutande i vad de anser vara underliggande bra verksamheter. Därav innebär det att en aktivistinvestering eller en aktivistkampanj med strategisk fokus bör indikera att målbolaget i sig är av kvalité, men underpresterar i förhållande till dess potential (Orol, 2008). Slutligen brukar även flertalet aktivister sikta in sig på olika typer av företag med konglomeratstrukturer, dvs företag med många olika typer av verksamhetsområden som inte nödvändigt är närliggande. Aktivister kan på det sättet enkelt visa en ny strategisk riktning genom att förenkla och rationalisera målbolags affärsmodeller (Orol, 2008). På detta sätt kan således marknaden utvärdera målbolag enklare och dess underliggande värdering.

6.1.3 Aktieägarrätsrelaterad aktivism

En annan typ av aktivistkampanj som också skapade en statistisk signifikant genomsnittlig kumulativ överavkastning var aktivistkampanjer som relaterade till aktieägarrätsfrågor. Den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) var dock lägre än för M&A- och strategirelaterade aktivistfrågor och uppgick till 1,8% (-5, +10). Vad som dock är intressant är att den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) var som högst under dag 6 i eventfönstret om 2,3%, vilket således innebär att överavkastningen var negativ för de resterande dagarna 7 och dag 10 under eventfönstret (+7, +10). Detta kan bero på att marknaden förhoppningar om aktivistens kampanj minskar, då aktiekursen kan ha svårt att prisa in de förmåner som associeras med kampanjen. Givet att marknaden skulle prisa in kampanjen korrekt finns det dock möjlighet att det kan vara svårt för marknaden att bedöma sannolikheten av att kampanjen genomförs. Författarna har uppfattat att aktivister utnyttjar aktieägarrätsrelaterade kampanjer för att få sin

röst hörd hos målbolag snarare än att faktiskt förändra. Således motiveras den positiva marknadsreaktionen med att marknaden tror att aktivister har ökad sannolikhet att få igenom värdehöjande åtgärder mer effektivt när en aktieägarrätsrelaterade kampanj genomförs.

6.1.4 Bolagsstyrningsrelaterad aktivism

De klassifikationer som inte uppmätte en statistiskt säkerställd genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) var bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer samt när flera typer av aktivistkampanjer annonserades samtidigt. Gällande bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer är resultatet likt tidigare forskning som har gjorts på den amerikanska marknaden, trots att lagar och bolagsstyrningsstrukturer skiljer sig avsevärt (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008).

En anledning till att det inte uppvisas en positiv marknadsreaktion när aktivister lanserar bolagsstyrningsrelaterade kampanjer, är att dessa kampanjer inte adresserar agentproblemet i samma grad som i USA. Eftersom europeiska bolag oftast har styrelserepresentation från deras huvudägare har många agentkostnader redan reducerats. Detta innebär således att aktivister inte har samma möjlighet att minska agentkostnader som dem har i amerikanska målbolag. I USA finns det dock tydliga anledningar till att aktivister adresserar agentproblemet effektivt, eftersom oftast styrelse och ledning har dålig koppling till varandra (Eisenhardt, 1989; Jensen & Meckling, 1976).

Vad som dock kan diskuteras är huruvida aktivister adresserar principal-principal problemet. Enligt teorin, kan vissa huvudägare driva igenom förslag som endast gynnar dem själva och inte alla minoritetsägare (Balp, 2019). En styrelseledamot som tillsatts som representant från huvudägaren kan således “styras blint i” vad som endast gynnar huvudägaren och inte resterande aktieägare. Det som dock blir svårt för aktiemarknaden är att bedöma genomförbarheten för aktivisterna gällande deras lösning av principal-principal problemet, vilket resulterar i en passiv marknadsreaktion. Detta kan bero på att aktivister har svårare att genomföra förändringar i målbolag som har huvudägare med hög röststyrka.

Vad som även ska beaktas i resultaten är att ca 41% av de bolagsstyrningsrelaterade kampanjerna kom från Storbritannien. Eftersom USA och Storbritannien har lik bolagsstyrningsstruktur, kan det även vara en anledning till varför resultatet efterliknar tidigare amerikanska studiers resultat.

6.1.5 Flera typer av aktivism

Resultatet för klassifikationen “flera typer av aktivistkampanjer”, kan förklaras i att marknaden inte är lika optimistiska på kampanjer när aktivisten avser att bedriva flera olika typer av kampanjer samtidigt. Dels

kan marknaden ha svårt att uppfatta vilken påverkan som de olika kampanjerna har på målbolaget. Marknaden kan även uppfatta kampanjerna som svårare att genomföra till följd av att flera typer av kampanjer bedrivs. Kampanjerna kan även uppfattas som för idealistiska där tron om dess genomförbarheten minskar. Vidare kommer de associerade kostnader med aktivistkampanjer att öka till följd av att fler aktivistkampanjer försöker att genomföras samtidigt (Klein & Zur, 2006; Calluzzo & González, 2019). Dessa är kostnader som fördelas mellan aktivisten och målbolaget. Det innebär således att dessa kostnader överskrider värdet av den sannolikhetsjusterade nyttan som uppstår när flera typer av aktivistkampanjer bedrivs. Vad som även bör tilläggas är att det förmodligen råder mindre optimism gällande målbolagets framtid när en utomstående part kommer in och säger att det existerar mer än ett allvarligt problem som behöver lösas.

6.2 Hypotes II

Intuitivt är det sannolikt att tro att aktivisthedgefonder bör ha högre marknadsreaktion än andra aktivister. Becht, Franks och Grant (2010) kommer fram till denna slutsats och observerar i sin studie hur aktivisthedgefonder har signifikant högre marknadsreaktion än andra aktivister i Europa. Denna studies blandade resultat är därför unika för det befintliga kunskapsläget och intressanta att utvärdera djupare, då aktivisthedgefonder som specialiserar sig inom aktivism bör ha högre överavkastning. Även Klein och Zur (2006) observerar resultat som avviker från denna studies resultat. I studien från 2006 finner de en kortsiktig överavkastning som är 5,1% högre för aktivisthedgefonder jämfört med andra aktivister.

För kampanjnivå specifikt så visar dock dem kampanjer som är relaterade till strategi- och aktieägarrättsfrågor att marknadsreaktionen är statistiskt säkerställt högre för aktivisthedgefonder än för andra aktivister. När även aktivister involverar sig i flera typer av aktivistkampanjer samtidigt så är även marknadsreaktionen här högre för aktivisthedgefonderna. Vidare visar resultaten att marknadsreaktionen är lägre för aktivisthedgefonder inom M&A-relaterade aktivistkampanjer. Sist illustrerar resultaten att det inte finns någon märkbar skillnad för aktivistkampanjer associerade med bolagsstyrningsfrågor.

Enligt teorin och tidigare forskning förvånas inte författarna av att resultaten för de olika kampanjerna varierar. Detta med bakgrund till att moderna aktivisthedgefonder tenderar till att använda olika kampanjtyper på olika sätt i deras aktivistagenda (Orol, 2008). Enligt teorin bör dock resultaten indikera på att marknadsreaktioner är högre för aktivisthedgefonder i alla kategorier, på grund av en mer oberoende position samt en mer effektiv agenda. Med en lång erfarenhet och lösare reglering bör aktivisthedgefonderna ha bättre förutsättningar för att jobba som informationsövervakare och generera högre marknadsreaktion (Orol, 2008). Tidigare forskning som endast utvärderat skillnader i

marknadsreaktioner mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister, är dock mer än 10 år gamla och utvärderade ett helt annorlunda aktivistklimat än den vi ser idag (Becht, Grants & Thomas, 2010). Tillgängligheten av mer information, i synnerhet för allmänheten minimerar möjligtvis den fördel aktivisthedgefonder har som informationsövervakare och "specialister" gentemot andra aktivister. Vidare har även aktivisthedgefonder börjat arbeta mer långsiktigt i jämförelse med under 2000-talet (Orol, 2008). Därmed kan det vara så att denna transparens samt långsiktighet förändrar hur marknaden uppfattar aktivistkampanjer från de olika typerna av aktivister.

6.2.1 Strategirelaterad aktivism

Studiens resultat gällande aktivistkampanjer som var strategirelaterade, visar på att aktivisthedgefonder skapar betydligt högre optimism gentemot andra aktivister. En tydlig skillnad på 7,2% i CAAR (-5, +10), illustrerar denna skillnad. Studiens resultat följer även tidigare forskning, som säger att aktivisthedgefonder genererar höga marknadsreaktioner när syftet är strategiska förändringar i målbolaget (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008).

Författarna tror att det finns ett flertal anledningar till att marknaden är mer optimistisk när en aktivisthedgefond involverar sig i en strategirelaterad kampanj, i jämförelse med andra aktivister. Dels har aktivisthedgefonder i Europa byggt upp en lång erfarenhet inom strategifrågor och har stora resurser för att genomföra sådana förändringar (Orol, 2008; Klein & Zur, 2006), vilket inte andra aktivister har i samma utsträckning. Idag har även många aktivisthedgefonder byggt upp relationer med branscheexperter och gör gedigen research på vad som bör förändras och förbättras. På detta sätt driver således aktivisthedgefonder en tydlig strategisk agenda på vilka värdehöjande åtgärder som behövs genomföras i deras aktivistkampanjer (Orol, 2008), något som marknaden uppskattar. Vidare finns sannolikhet att tro att marknaden är mer ifrågasättande till andra aktivisters förslag på strategifrågor. Detta sker eftersom andra aktivister antingen har svårt att engagera sig djupt i verksamheten (institutionella investerare) eller har ansvarat för att ett bolag försämrats under dess ägarperiod (tidigare ägare) (Orol, 2008).

Europeiska aktivisthedgefonder är även välkända för att vilja förtydliga målbolags affärsmodeller för att marknaden ska ha det enklare att se underliggande bolagsvärdering, och detta ofta med goda resultat. Detta i kombination med framgångsrik historia samt hedgefondernas legitimitet som allokativa investerare är en stor bidragande faktor till den marknadsreaktion som observeras (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). Konkret uppfattar således marknaden att aktivisthedgefonder bidrar mer värdeskapande strategirelaterade kampanjer, än andra aktivisters, i kombination med högre genomförbarhet.

6.2.2 Aktieägarrättsrelaterad aktivism

Inom kategorin aktieägarrättigheter skapade även här aktivisthedgefonderna högre statistiskt säkerställd genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) än andra aktivister. En genomsnittlig kumulativ överavkastning om 3,8% respektive 0,2% (-5, +10), illustrerar hur aktivisthedgefonder genom att få en "fot" in i målbolaget genererar höga marknadsförväntningar (Orol, 2008).

Som tidigare presenterats i avsnitt *6.1.3 Aktieägarrättsrelaterad aktivism* är aktieägarrättsrelaterade aktivistkampanjer inte associerade med marknadsoptimism. Dock är marknaden mer optimistisk när en aktivisthedgefond bedriver en sådan kampanj. Andra aktivister, som har varit tidigare ägare i målbolaget har haft stora influenser på detta och kan därmed inte anses genomföra en förbättring med en aktieägarrättsrelaterad kampanj. Därav kan det sägas att marknaden är mer optimistisk när just aktivisthedgefonder får mer inflytande i målbolag. Som har nämnts tidigare, arbetar aktivisthedgefonder idag mer proaktivt för att skapa värde på lång sikt (Orol, 2008). Genom ett utökat inflytande från aktieägarrättskampanjen kan således aktivister bedriva deras huvudsakliga frågor mer effektivt.

6.2.3 Flera typer av aktivism

När det kommer till kategorin Flera typer visar resultatet att aktivisthedgefonderna skapade statistisk säkerställd genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) på 5,3% till skillnad från andra aktivister som genererade en genomsnittlig kumulativ överavkastning på 1,4% (-5, +10). Samtidigt som detta intuitivt inte är ett överraskande resultat, visade inte denna kategori på ett statistiskt säkerställt resultat när distinktionen mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister inte görs.

Generellt kan en aktivists agenda och intentioner verka idealistiska när det är flera typer av förändringar som ska ske i målbolaget. Slutsatsen som kan dras här, är alltså att optimismen är högre när en aktivisthedgefond, dvs en aktivist med vissa specifika kunskaper och erfarenheter ska genomföra mer omfattande förändringar (Orol, 2008). Jämfört med andra aktivister är det mer troligt att aktivisthedgefonderna har mer utförligt värderat hur flera olika typer av förändringar i ett målbolag kan påverka alla dimensioner av företagets verksamhet. Ytterligare en faktor kan vara det att marknaden har mer förtroende för att nyttan kommer att överskrida de kostnader som uppkommer av aktivism när en aktivisthedgefond driver kampanjen (Calluzzo & González, 2019).

6.2.4 M&A-relaterad aktivism

Resultaten som presenteras gällande M&A-relaterade aktivistkampanjer skiljer sig i förhållande till övriga resultat. Detta är den aktivistkampanj där andra aktivister uppnår en högre genomsnittlig kumulativ överavkastning än aktivisthedgefonder. Aktivisthedgefonder uppmätte här en genomsnittlig kumulativ

överavkastning om 3,7% medan andra aktivister om 8,5% (-5, +10). Detta innebär således att marknaden är mer optimistisk till M&A-relaterade kampanjer som drivs av andra aktivister, i förhållande till aktivisthedgefonder.

Det finns många möjliga anledningar till att resultaten ser ut som dem gör. För det första är antalet kampanjer för aktivisthedgefonder (83) nästan dubbelt så stort som för klassifikationen andra aktivister (46), något som försvårar jämförbarheten. Vidare förändras även denna genom att aktivisthedgefonder involverar sig i en klassifikation av M&A-kampanjer som inte andra aktivister gör. Denna klassifikation är för de kampanjer som avser att blocka offentliga företagsbud, genom att försöka påverka bolagsledning att antingen tacka nej till budet eller att överväga andra bud. Möjligtvis grundar sig den observerade skillnaden i just detta, att aktien först går upp som en reaktion på förvärv för att sedan ändra till en negativ riktning på grund av hedgefondaktivisternas blockering, då detta skapar en ökad osäkerhet om målbolagets framtid.

Den överavkastning som resultaten visar för andra aktivister är oavsett väldigt höga. Den optimistiska marknadsreaktionen kan dock grundas i att andra aktivister har väldigt bra förståelse för hur delverksamheter fungerar, vilka synergier som finns och hur de kompletterar varandra (Orol, 2008). I och med att andra aktivister, i mångt och mycket, består av tidigare ägare har således denna grupp god insikt i hur underliggande bolagsvärdering skulle påverkas, till följd av synergier som uppkommer till följd av kostnad- och investeringsreduktioner.

Den relativt lägre överavkastningen som uppmättes för aktivisthedgefonder kan även förklaras med att marknaden uppfattar M&A-relaterade kampanjer från aktivisthedgefonder som kortsiktiga, även om aktivisthedgefonder sägs ha ökat sitt långsiktiga investeringsfokus. Detta sker med tanke på att det kan uppfattas som kortsiktigt när, till följd av en avyttring, kassan ökar i målbolag. En naturlig följd av denna tillökning är att extrautdelningar görs då för stora kassapositioner anses ofta missanvändas av bolagsledningen genom bland annat värdeförstörande förvärv, investeringar och andra onödiga kostnader (Orol, 2008).

6.2.5 Bolagsstyrningsrelaterad aktivism

Sist utvärderas bolagsstyrningsrelaterad aktivism, där den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) var negativ för aktivisthedgefonder på -1,1%, i förhållande till andra aktivister på 1,6% (-5, +10). Detta är ett intressant resultat med tanke på att tidigare forskning bland annat tar upp *free-riding problemet* och argumenterar för att aktivisthedgefonder innehar en unik position att minska agentkostnader associerade med separationen av ägande och kontroll (Brav, Jiang, Partnoy & Thomas, 2008). *Free-riding-*

problemet bör även indikera på mer positiv marknadsreaktion hos aktivisthedgefonder än andra aktivister, med bakgrund till att institutionella investerare inte har tillräckligt med resurser för att engagera sig i aktivistkampanjer, medan aktivisthedgefonder har (Balp, 2019; Klein & Zur, 2006).

Även om tidigare forskning argumenterar för detta, finner dock författarna anledningar till att inte marknaden är så optimistiska till bolagsstyrningsrelaterade aktivistkampanjer. Eftersom europeiska aktivisthedgefonder tenderar att arbeta med sin agenda via bolagsstyrelsen istället för att gå offentligt med det, lanseras ofta kampanjer för att just påverka bolagsstyrningen utan att detta nödvändigtvis är huvudagendan (Orol, 2008). Snarare så är målet att få igenom mer långsiktiga frågor såsom strategi och M&A, varav den nystartade kampanjen är till för att lägga mer tryck på bolagsledningen att lyssna på aktivisterna (Orol, 2008). Med bakgrund till detta bör dock överavkastningen likställas med de resultat som uppmätts för kampanjer relaterade till aktieägarrättigheter. Den skillnad som dock uppmätts mellan kampanjtyperna kan därmed förklaras i att aktieägarrättskampanjer kopplas tydligare till lagar och regler då alla aktieägare med samma rättigheter ska behandlas lika (European Securities and Markets Authority, 2019). Vidare kan de passiva marknadsreaktionerna förklaras i att aktivisthedgefonder inte har samma genomslagskraft i röstningar till följd av det höga och koncentrerade ägandet som finns i Europa (Alvesson & Sveningsson, 2012).

Marknadsreaktioner för de andra aktivister engagerar är inte heller stor. Detta grundar sig i att många av dessa aktivister antingen är tidigare aktieägare eller institutionella fonder. I och med att många bolag generellt har styrelsrepresentation från dess ägare i Europa (Alvesson & Sveningsson, 2012), uppfattar således marknaden att inte så mycket kommer att förändras när en bolagsstyrningsrelaterad kampanj lanseras av befintliga eller tidigare ägare.

7. Slutsats & Diskussion

7.1 Slutsats

Uppsatsens syfte är att undersöka hur värdering av målbolag påverkas vid publiceringsdatumet beroende på vilken typ av aktivistkampanj som annonseras, samt ifall om det finns någon skillnad när aktivisthedgefonder ligger bakom dessa i jämförelse med andra aktivister. Av de 387 undersökta aktivistkampanjerna kan det konstateras att det sker en genomsnittlig kumulativ överavkastning (CAAR) för de aktivistkampanjer som är relaterade till M&A, aktieägarrättigheter och strategi, varav samma inte kan sägas för de kampanjer som berör bolagsstyrning, eller där det har varit mer än en typ av kampanj. Dem kampanjtyper som uppmäter avsevärt högst överavkastning är M&A- och strategirelaterade kampanjer, mycket på grund av att dessa aspekter påverkar underliggande bolagsvärdering i högst utsträckning. Studien visar även på att den observerade överavkastningen även gäller för aktivism generellt. Detta visar på att resultatet från Becht, Franks och Grant (2010) studie delvis återspeglas, dock till en mildare grad.

Studien visar även att aktivisthedgefonder skapar relativt högre överavkastning inom aktivistkampanjer relaterade till strategi, aktieägarrättigheter och när flera typer av aktivism annonseras samtidigt, vilket inte gäller för M&A- och bolagsstyrningsrelaterade kampanjtyper. Detta med bakgrund till att aktivisthedgefonder använder sig av olika kampanjer för olika syften, något som marknadsreaktionerna återspeglar. Dock kan inte en högre genomsnittlig överavkastning observeras mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister. Dessa slutsatser är bidrag till den redan existerande forskningen inom området rörande investerarakтивism.

7.2 Diskussion

Denna studie har, i författarnas mening, lyckats uppnå sitt syfte att undersöka både vilken aktivistkampanj som skapar högst marknadsavkastning samt huruvida marknadsreaktionen skiljer sig åt mellan aktivisthedgefonder och andra aktivister. Studien kan påvisa att marknaden överlag ställer sig positivt till när aktivister går in i målbolag, men kan inte påvisa detsamma för marknadsreaktion till aktivisthedgefonder jämfört med andra aktivister inom alla kategorier. Generellt, grundar det sig i att aktivisthedgefonder i Europa har en investeringsstrategi som fokuserar på långsiktiga frågor som påverkar bolagsvärdering mest, vilket förklarar varför marknadsreaktioner är mest optimistiska för strategi- och M&A-relaterade kampanjer.

Tidigare forskning inom området har påvisat ett mer definitivt resultat vid besvarandet av dessa frågor, men då mycket skiljer sig åt både gällande vilka marknader som analyseras, förändrade regelverk inom dessa

samt en annan tidshorisont, gör det att detta arbetes resultat ändå kan stå separat från tidigare forskning och ses som ett komplement. På ett vidare plan bidrar denna studie med att ge bakgrund till många av de faktorerna som påverkar marknadens reaktion till investerarakivism, och sätter sedan dessa ur ett europeiskt perspektiv, vilket i sin tur har saknats i många tidigare studier. Vidare kan det konstateras att denna studie med sina 387 undersökta kampanjer är att anse som ett av de mer omfattande inom området, vilket bidrar till att det presenterade resultatet är mer trovärdigt och träffsäkert.

Resultatet från studien anses av författarna att ha hög validitet och reliabilitet. Detta då studiens metodik har förklarats grundligt, i stor utsträckning och baserats på redan existerande tillvägagångssätt. Den data som använts i arbetet har även hämtats från välkända och pålitliga datakällor. Studiens resultat kan med detta kompletteras i framtiden när fler aktivistkampanjer har genomförts och på det sättet att bli ännu mer träffsäkert, vilket är möjligt då investerarakivism som industri fortsätter att växa.

7.3 Vidare forskning

Under studiens gång har det på många sätt uppdagats saker som det saknas tidigare forskning inom området. Detta är inte alltför konstigt, då det är ett fortsatt utforskat område med många fler variabler som vidare kan studeras. För författarnas del har det dock varit en fråga om både otillräcklig tid, resurser samt en viss avsaknad av data som gjort att dessa variabler inte undersökts i detta arbete. Något som är direkt relevant till studiens resultat är frågan om hur stor påverkan aktivistinvesteringarna har på marknadens värdering av målbolagen i förhållande till hur mycket de köper sig in i dessa. Även om trenden visar på att de köper sig in till uppemot 15% (Orol, 2008), finns det ändå tillräckligt mycket variation för att det hade kunnat sägas något mer i frågan. Ytterligare en variabel som nämnts i arbetet men som inte undersökts närmare är frågan om det kan gå att påvisa regionala skillnader inom den europeiska marknaden. Denna fråga kommer förhoppningsvis kunna besvaras när det finns mer data att tillgå och när investerarakivismen når de mindre välutvecklade europeiska marknaderna i större utsträckning.

Då studien endast ser marknadsreaktioner, dvs kortsiktig reaktion från marknaden, hade det även varit intressant att dels undersöka hur långsiktiga aktivisthedgefonder faktiskt är samt göra en liknande studie som Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) gjorde och jämföra hur målbolag påverkas på längre sikt genom att exempelvis utvärdera hur vinstmarginaler och räntabilitet på kapital förändras 1–2 år efter att aktivistkampanjer genomförts. Då skulle därmed slutsatser kunna dras gällande aktivisthedgefonders faktiska långsiktighet, samt utvärdera hur målbolag och andra aktieägare påverkas lång sikt.

Referenser

- ABB (2017), ABB nominates new Board member, Tillgänglig online via: <https://new.abb.com> (Hämtad 3 april 2020)
- ABB (2019a), ABB names Peter Voser as interim CEO, Tillgänglig online via: <https://new.abb.com> (Hämtad 3 april 2020)
- ABB (2019b), ABB utser Björn Rosengren till ny VD och koncernchef, Tillgänglig online via: <https://new.abb.com> (Hämtad 3 april 2020)
- ABB (2020) About us, Tillgänglig online via: <https://new.abb.com/about> (Hämtad 2 april 2020)
- Ahmed, N. Deveau, S. Sam, C. (2017), The World's Most Feared Investor, *Bloomberg*, 7 Augusti 2017, Tillgänglig online via: <https://www.bloomberg.com> (Hämtad 1 april 2020)
- Alvesson, M. Sveningsson, S. (2012), Organisationer – ledning och processer, *Lund: Studentlitteratur*, no 1.
- Atkins, R. Fortado, L. (2016), Swiss engineer ABB urged by investors to offload power grids, *Financial Times*, 14 September 2016, Tillgänglig online via: <https://www.ft.com> (Hämtad 2 april 2020)
- Balp, G. (2019), ACTIVIST SHAREHOLDERS AT DE FACTO CONTROLLED COMPANIES, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol. 13, no, 2, pp. 341-393, Tillgänglig online via: <https://eds-b-ebshost-com> (Hämtad 31 maj 2020)
- Bart, K. Hellstrom, J. (2015), UPDATE 1-ABB shares jump on activist investor Cevian's stake, *Reuters*, 4 juni 2015, Tillgänglig online via: <https://www.reuters.com> (Hämtad 2 april 2020)
- Bebchuk, L, Brav, A. Jiang, W. (2015) The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, *Columbia Law Review*, vol. 115, no. 5, pp. 1085-1155, Tillgänglig online via: <https://www-nber-org> (Hämtad 31 maj 2020)
- Becht, M., Franks, J. Grant, J. (2010). Hedge Fund Activism in Europe, *SSRN Electronic Journal*, Tillgänglig online via: <https://papers.ssrn.com> (Hämtad 31 mars 2020)
- Berk, J. DeMarzo, P. (2014), Corporate Finance, *Pearson Education*, no. 3
- Bloomberg (2020), *Bloomberg Professional*, Tillgänglig online via: Prenumerationstjänst (Hämtad april & maj 2020)

- Bray, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R. (2008), Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance, *The Journal of Finance*, vol. 63, no. 4, pp. 1729-1775, Tillgänglig online via: <https://www-jstor-org> (Hämtad 31 maj 2020)
- Bromilow, C., Loop, P., & Malone, L. för PricewaterhouseCoopers LLP. (2018). The Changing Face of Shareholder Activism, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 1 februari, Tillgänglig online via: <https://corpgov.law.harvard.edu> (Hämtad 16 april 2020)
- Brown, S. J., Goetzmann, W., Ibbotson, R. G. & Ross, S. A. (1992). Survivorship Bias in Performance Studies, *The review of Financial Studies*, vol. 5, no. 4, pp. 553-580, Tillgänglig online: <https://academic.oup.com> (Hämtad 6 maj 2020)
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, no. 3, Malmö: Liber
- Båvestram, U. Gabrielsson, L. (2017), Special examination of Axis AB, *Advokatfirman Westermark Anjou AB*, Tillgänglig online via: <https://www.axis.com> (Hämtad 5 maj 2020)
- Calluzzo, P. & Artiga González, T. (2019). Clustered Shareholder Activism. *Corp Govern Int Rev*. 2019; vol 27, pp. 210– 225, Tillgänglig online via: <https://eds-b-ebscobhost-com> (Hämtad 31 maj 2020)
- Cevian Capital (2020), About us, Tillgänglig online via: <https://www.ceviancapital.com> (Hämtad 13 maj 2020)
- Clifford, C. (2008) Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists. *Journal of Corporate Finance*, vol. 14. no. 4, pp. 323-336, Tillgänglig online via: <https://www-sciencedirect-com.ludwig.lub.lu.se> (Hämtad 31 maj 2020)
- Dagens Industri (2017), Cevians Lars Förberg tar plats i ABB:s styrelse, *Dagens Industri*, 22 februari 2017, Tillgänglig online via: <https://www.di.se> (Hämtad 3 april 2020)
- Dahinten, J. (2019), ABB CEO Leaves Abruptly After Years of Pressure From Investors, *Bloomberg*, 17 april 2019, Tillgänglig online via: <https://www.bloomberg.com> (Hämtad 3 april 2020)
- deHaan, E., Larcker, D. F. McClure, C. (2018), Long-Term Economic Consequences of Hedge Fund Activist Interventions, *SSRN Electronic Journal*, Tillgänglig online via: <https://papers.ssrn.com> (Hämtad 15 april 2020)

- Emmerich, A. Karp, D. Gordon, M. Lipton, M. Niles, S. Mirvis, T. Lipton, M. (2013), Important Questions about Activist Hedge Funds, *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 9 mars 2013, Tillgänglig online via: <https://corpgov.law.harvard.edu> (Hämtat 17 april 2020)
- Eisenhardt, K. (1989) Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 1, pp. 57-74, Tillgänglig online via: <https://onlinelibrary.wiley.com> (Hämtad 31 mars 2020)
- Europaparlamentet (2013), EUROPAPARLAMENTETS OCH RÅDETS DIREKTIV 2013/50/EU, *Europeiska unionens officiella tidning*
- European Securities and Markets Authority (2019). Transparency Directive, Tillgänglig online via: <https://www.esma.europa.eu> (Hämtad 13 april 2020)
- Faccio, M. Lang, L. (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, vol. 65, no. 3, pp. 365–395, Tillgänglig online via: <https://www-sciencedirect-com> (Hämtad 31 maj 2020)
- Fama, E.F. (1970), Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383-417, Tillgänglig via: <https://onlinelibrary.wiley.com> (Hämtad 30 mars 2020)
- Fama, E., Jensen, M. (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, June, Tillgänglig online: <https://are.berkeley.edu> (Hämtad 15 april 2020)
- Finansinspektionen (2020), Börsinformation: Flaggningsmeddelanden och annan offentliggjord information av börsbolagen, Tillgänglig online via: <https://www.fi.se> (Hämtad 13 april 2020)
- Greenwood, R. Schor, M. (2009), Investor Activism and takeovers, *Journal of Financial Economics*, vol. 92, no. 3, pp. 362-375, Tillgänglig online via: <https://www-sciencedirect-com.ludwig.lub.lu.se> (Hämtad 31 maj 2020)
- Hedlund, G. (1985), Institutioner som Aktieägare: Förvaltare? Industrialister? Klippare?. Stockholm: Studieförb. Näringsliv och samhälle (SN&S)
- Holdings (2020), *Modular Finance AB*, Prenumerationstjänst, Tillgänglig online via: <https://www.holdings.se> (Hämtad 31 maj 2020)

- Jensen M. C. Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, pp. 305-360, Tillgänglig online via: <https://www-sciencedirect-com> (Hämtad 31 maj 2020)
- Joffer, B. (2015), Ny storägare in i ABB, *Dalarnas Tidning*, 4 juni 2015, Tillgänglig online via: <https://www.dt.se> (Hämtad 2 april 2020)
- Johnson, S. (2019), Cevian Capital says ABB shares could be worth over 35 CHF, *Reuters*, 12 augusti 2019, Tillgänglig online via: <https://www.reuters.com> (Hämtad 3 april 2020)
- J.P. Morgan, (2014), Knocking on the door – Shareholder activism in Europe: Five things you need to know, Tillgänglig online: <https://www.jpmorgan.com> (Hämtad online 20 april 2020)
- Keown, A. Pinkerton, J. (1981), Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation, *The Journal of Finance*, Vol. 36, No. 4, pp. 855-869, Tillgänglig online via: <https://www-jstor-org> (Hämtad 31 maj 2020)
- Klein, A. Zur, E. (2006), Hedge Fund Activism, Department of Accounting, working paper, no. CLB-06-017, New York University (NYU), Tillgänglig online via: <http://w4.stern.nyu.edu> (Hämtad 31 maj 2020)
- Klein, A. Zur, E. (2009), Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors. *The Journal of Finance*. vol. 64, no. 1, pp. 187-229, Tillgänglig online via: <https://www-jstor-org> (Hämtad 31 maj 2020)
- Krishnan, C., Partnoy, F. Thomas, R. (2015), Top Hedge Funds and Shareholder Activism, *Vanderbilt Law and Economics Research Paper*, vol. 15, no. 9, pp. 1-58, Tillgänglig online via: <https://www.researchgate.net> (Hämtad 31 maj 2020)
- La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A. (1999), Corporate Ownership Around the World, *The Journal of Finance*, vol. Liv, no. 2, pp. 471-517, Tillgänglig online via: <https://www-nber-org.ludwig.lub.lu.se> (Hämtad 31 maj 2020)
- Lazard (2019), 2019 Review of Shareholder activism, Tillgänglig online: <https://www.lazard.com> (Hämtad online 25 april 2020)
- MacKinlay, C. A. (1997), Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 1, pp.13-39, Tillgänglig online via: <http://www.business.unr.edu> (Hämtad 23 april 2020)

- McCahery, J.A. Sautner, Z. Starks, L.T. (2015), Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance*, vol. 71, no. 6, pp.2905-2932. Tillgänglig online via: <https://onlinelibrary-wiley-com.ludwig.lub.lu.se> (Hämtad 31 maj 2020)
- Neurath, C. (2015), Investor förlorade maktstrid i ABB, *Svenska Dagbladet*, 20 augusti 2015, Tillgänglig online via: <https://www.svd.se> (Hämtad 3 april 2020)
- Orol, D. Ronald. (2008), Extreme Value Hedging: How Activist Hedge Fund Managers Are Taking on the World, no. 1, John Wiley & Sons Inc.
- Revill, J. (2015), ABB Shares Rise After Cevian Capital Buys 3.1% Stake, *Wall Street Journal*, 4 juni 2015, Tillgänglig online via: <https://www.wsj.com> (Hämtad 2 april 2020)
- Revill, J. (2019a), ABB CEO steps down abruptly in middle of group's overhaul, *Reuters*, 17 april 2019, Tillgänglig online via: <https://www.reuters.com> (Hämtad 3 april 2020)
- Revill, J. (2019b), ABB CEO says more spin-offs possible, *Reuters*, 4 december 2019, Tillgänglig online via: <https://www.reuters.com> (Hämtad 13 april 2020)
- Rex, M. (2015), Cevian ökar i ABB, *Dagens Industri*, 23 juni 2015, Tillgänglig online via: <https://www.di.se> (Hämtad 3 april 2020)
- Rho, H. (2007), ON DEFINING SHAREHOLDER ACTIVISM: EXPLORING THE TERRAIN FOR RESEARCH, *Corporate Ownership & Control*, vol. 4, no. 2, pp. 304-305, Tillgänglig online: <http://www.virtusinterpress.org> (Hämtad 10 april 2020)
- Smith, M.P. (1996). Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, vol. 51, no. 1, Tillgänglig online: <https://onlinelibrary.wiley.com> (Hämtad 10 april 2020)
- Seretakis, A. L. (2014). Hedge Fund Activism Coming to Europe? Lessons from the American Experience, 8 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law* 2014, Tillgänglig online via: <https://ssrn.com> (Hämtad 31 mars 2020)
- Skadden. (2019). Activist Investing in Europe 2019, *Activist Insight*, Tillgänglig online via: <https://www.activistinsight.com> (Hämtad 16 april 2020)
- Svenska Dagbladet (2018), ABB säljer Power Grids till Hitachi, *Svenska Dagbladet*, 17 december 2018, Tillgänglig online via: <https://www.svd.se> (Hämtad 3 april 2020)

Thomson Reuters Eikon (2020), Corporate Governance, *Refinitiv*, Tillgänglig online via:
<https://thomsonreuters.com> (Hämtad april & maj 2020)

Bilagor

Bilaga 1: Omklassifikation av kampanjer

Klassifikation	Kampanjtyp	Antal	Procent av urval
Governance related	Amend Bylaws	1	0,3%
	Board Control	11	2,8%
	Board Representation	76	19,6%
	Change to Board Of Directors	2	0,5%
	Change To Board Of Directors,Board Representation	1	0,3%
	Say on Pay	5	1,3%
	Shareholder Rights,Change To Board Of Directors	2	0,5%
	Shareholder Rights,Say On Pay	1	0,3%
M&A related	Force Sale	17	4,4%
	Force Sale,Seek Alternatives	3	0,8%
	Hostile Acquisition	17	4,4%
	Seek Alternatives	54	14,0%
	Seek Alternatives,Board Control,Shareholder Rights	0	0,0%
	Seek Alternatives,Board Representation	6	1,6%
	Seek Alternatives,Force Sale	2	0,5%
	Seek Alternatives,Oppose Sale	1	0,3%
	Seek Alternatives,Shareholder Rights	2	0,5%
	Seek Alternatives,Shareholder Rights,Board Control	1	0,3%
	Seek Alternatives,Spinoff	3	0,8%
	Shareholder Rights,Board Representation,Spinoff,Seek Alternatives	0	0,0%
	Shareholder Rights,Force Sale	1	0,3%
Shareholder Rights,Hostile Acquisition	1	0,3%	

	Shareholder Rights,Seek Alternatives	2	0,5%
	Spinoff	13	3,4%
	Spinoff,Board Representation	1	0,3%
	Spinoff,Seek Alternatives	3	0,8%
	Spinoff,Shareholder Rights	1	0,3%
	Spinoff,Strategic Direction,Force Sale,Seek Alternatives,Shareholder Rights	1	0,3%
	Board Control,Force Sale	1	0,3%
	Board Control,Seek Alternatives	0	0,0%
	Board Representation,Seek Alternatives	7	1,8%
	Board Representation,Seek Alternatives,Shareholder Rights	1	0,3%
	Board Representation,Shareholder Rights	8	2,1%
	Board Representation,Spinoff,Strategic Direction	0	0,0%
	Board Representation,Strategic Direction,Seek Alternatives	1	0,3%
	Change To Board Of Directors,Board Representation,Shareholder Rights	0	0,0%
Multiple campaigns	Change To Board Of Directors,Seek Alternatives	1	0,3%
	Force Sale,Board Control	1	0,3%
	Force Sale,Shareholder Rights	2	0,5%
	Hostile Acquisition,Board Representation	1	0,3%
	Hostile Acquisition,Strategic Direction	0	0,0%
	Seek Alternatives,Board Control,Strategic Direction	0	0,0%
	Seek Alternatives,Change To Board Of Directors	1	0,3%
	Seek Alternatives,Strategic Direction	1	0,3%
	Strategic Direction,Seek Alternatives,Shareholder Rights	1	0,3%
Shareholder Rights related	Shareholder Rights	88	22,7%

	Shareholder Rights,Board Control	1	0,3%
	Shareholder Rights,Board Representation	11	2,8%
	Board Control,Strategic Direction	0	0,0%
	Operational Improvement	20	5,2%
	Operational Improvement,Shareholder Rights	1	0,3%
	Shareholder Rights,Strategic Direction	1	0,3%
	Shareholder Rights,Strategic Direction,Board Representation	2	0,5%
Strategy related	Strategic Direction	2	0,5%
	Strategic Direction,Board Representation	2	0,5%
	Strategic Direction,Force Sale	1	0,3%
	Strategic Direction,Seek Alternatives	3	0,8%
	Strategic Direction,Shareholder Rights	1	0,3%

Bilaga 2: Klassificering av aktivisterna i studien

Aktivist	Typ	Antal kampanjer
Elliott Management Corp	Aktivsthedgefond	33
Cevian Capital AB	Aktivsthedgefond	15
Crystal Amber Fund Ltd	Aktivsthedgefond	12
Amber Capital LP	Aktivsthedgefond	10
Laxey Partners Ltd	Aktivsthedgefond	9
Harwood Capital LLP	Aktivsthedgefond	8
Knight Vinke Ast Mgmt LLC	Aktivsthedgefond	7
Sherborne Investors B Ltd	Aktivsthedgefond	7
GO Investment Partners LLP	Aktivsthedgefond	6
SVG Investment Managers Ltd	Aktivsthedgefond	5
Vivendi SA	Annan aktivist	5
Weiss Asset Management LLC	Aktivsthedgefond	5
Active Owners Fund SCS	Aktivsthedgefond	4
Damille Investments II Ltd	Aktivsthedgefond	4
Peter Gyllenhammar	Annan aktivist	4
Petrus Advisers LLP	Aktivsthedgefond	4
Third Point LLC	Aktivsthedgefond	4
Toscafund Asset Management LLP	Aktivsthedgefond	4
VERAISON Capital AG	Aktivsthedgefond	4
Worldview Capital Management	Annan aktivist	4
Audley Capital Advisors LLP	Aktivsthedgefond	3
Colony Capital LLC	Annan aktivist	3
Harris Associates LP	Aktivsthedgefond	3
Sandell Asset Management Corp	Aktivsthedgefond	3
TCI	Annan aktivist	3
ValueAct Capital Partners LP	Aktivsthedgefond	3
Alpha Real Trust Ltd	Annan aktivist	2
Artisan Partners Asset Mgmt	Aktivsthedgefond	2
Centaurus Capital LP	Annan aktivist	2
Charity Invest Asset Mgmt	Annan aktivist	2
Children's Invest Fund Mgmt	Annan aktivist	2
CIAM SAS	Aktivsthedgefond	2
Deutsche Balaton AG	Annan aktivist	2
Eclair Group SA	Annan aktivist	2
Eminence Capital LP	Aktivsthedgefond	2
Ethos, Swiss Foundation for	Annan aktivist	2
Guy P Wyser-Pratte	Aktivsthedgefond	2
Lansdowne Partners Ltd	Annan aktivist	2

Lucerne Capital Management LP	Aktivisthedgefond	2
Luminus Management LLC	Aktivisthedgefond	2
Nanes Balkany Partners LLC	Aktivisthedgefond	2
Oaktree Capital Management LP	Aktivisthedgefond	2
Oasis Mgmt Co Ltd	Aktivisthedgefond	2
Odey Asset Management Ltd	Annan aktivist	2
Polygon Global Partners LLP	Aktivisthedgefond	2
RWC Partners Ltd	Aktivisthedgefond	2
Scorpio Services Holding Ltd	Annan aktivist	2
Shareholder Value Mgmt Ag	Annan aktivist	2
Southeastern Asset Mgmt Inc	Aktivisthedgefond	2
Sports Direct Intl PLC	Annan aktivist	2
Springowl Associates LLC	Aktivisthedgefond	2
Trafigura Beheer B.V.	Annan aktivist	2
Vincent Bollore	Aktivisthedgefond	2
Woodford Invest Mgmt Ltd	Annan aktivist	2
Wstn Gate Pte Invests Ltd	Aktivisthedgefond	2
Wyser Pratte Management Co Inc	Aktivisthedgefond	2
Abdul Rahman Kayed	Aktivisthedgefond	1
Aberdeen Asset Management Ltd	Annan aktivist	1
Abrams Capital LLC	Annan aktivist	1
ADW Capital Partners LP	Annan aktivist	1
AIM&R	Annan aktivist	1
Alberta Investment Management	Annan aktivist	1
Alpine Select AG	Annan aktivist	1
Arrowgrass Capital Partners	Annan aktivist	1
Arthur H Del Prado	Annan aktivist	1
Atlantic Investment Mgmt Inc	Aktivisthedgefond	1
Axxion SA	Annan aktivist	1
Baker Street Capital Mgmt Svcs	Annan aktivist	1
Barclays Direct Investing	Annan aktivist	1
Baring Asset Management Co Ltd	Annan aktivist	1
Biotechnology Value Fund LP	Annan aktivist	1
Borneo Bumi Energi & Matel	Annan aktivist	1
Broadfin Capital LLC	Aktivisthedgefond	1
Canton Holdings LLC	Annan aktivist	1
Cat Rock Capital Management LP	Aktivisthedgefond	1
Cavendish Asset Management Ltd	Annan aktivist	1
CDPQ	Annan aktivist	1
Cerberus Capital Management LP	Aktivisthedgefond	1
CEZ AS-Shareholders	Annan aktivist	1

Cie Agricole et Industrielle	Annan aktivist	1
Clearance Capital Ltd	Annan aktivist	1
Coast Capital Management LP	Aktivisthedgefond	1
Cobas Asset Mgmt Sgiic Sa	Annan aktivist	1
Coltrane Master Fund LP	Aktivisthedgefond	1
Constructive Capital Sdn Bhd	Aktivisthedgefond	1
Credit Agricole Assurances	Annan aktivist	1
Crown Ocean Capital	Annan aktivist	1
Czech News Center as	Annan aktivist	1
Dave Breith	Annan aktivist	1
Davide Serra	Aktivisthedgefond	1
Deer Pk Road Mgmt Co LP	Annan aktivist	1
Delfin Sarl	Annan aktivist	1
Dgfd SA	Annan aktivist	1
DNO ASA	Annan aktivist	1
DWS Group GmbH & Co KGaA	Annan aktivist	1
Easygroup Holdings Ltd	Annan aktivist	1
Ecotricity Group Ltd	Annan aktivist	1
Equilibria Capital Management	Annan aktivist	1
Ernst Goehner Stiftung	Annan aktivist	1
Fiat Industrial SpA	Annan aktivist	1
Fininvest SpA	Annan aktivist	1
Fir Tree Inc	Aktivisthedgefond	1
Fortress Investment Group LLC	Annan aktivist	1
Fortum Oyj	Annan aktivist	1
Franklin Templeton Global Ltd	Annan aktivist	1
Freenet AG	Annan aktivist	1
Fubon Group	Annan aktivist	1
GAMCO Investors Inc	Annan aktivist	1
Gatmore Capital Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	1
Global Value Investment Corp	Annan aktivist	1
GoldenPeaks Capital RE	Aktivisthedgefond	1
Grizzlyrock Capital LLC	Annan aktivist	1
Gvc Holdings PLC	Annan aktivist	1
Hastor Group	Annan aktivist	1
Hawkwood Industries Inc	Annan aktivist	1
Hengistbury Invest Partners	Aktivisthedgefond	1
Hermes Eq Ownership Svcs	Aktivisthedgefond	1
HNA Group Co Ltd	Annan aktivist	1
Ian Alexander Anton	Annan aktivist	1
Ian Charles Hannam	Annan aktivist	1

Iberdrola SA	Annan aktivist	1
Icahn Partners LP	Aktivisthedgefond	1
Icamap Invetments	Aktivisthedgefond	1
Immofinanz AG	Annan aktivist	1
JEC Co Ltd	Annan aktivist	1
Joe Lewis	Annan aktivist	1
Jose Moreno Carretero	Annan aktivist	1
Julian Dunkerton	Annan aktivist	1
Kerrisdale Capital Mgmt LLC	Annan aktivist	1
Kifin Ltd	Annan aktivist	1
Kingston Capital Limited	Annan aktivist	1
Konstantinos Konstantakopoulos	Annan aktivist	1
Kraft Heinz Co	Annan aktivist	1
Kvip Intl V Lp	Annan aktivist	1
Lake Street Capital Markets	Annan aktivist	1
Larius Capital AG	Annan aktivist	1
Legal & Gen Invest Mgmt Hldg	Aktivisthedgefond	1
Litespeed Management LLC	Aktivisthedgefond	1
Liwet Holding AG	Annan aktivist	1
Marcato Capital Management LLC	Aktivisthedgefond	1
Maryport Navigation Corp	Annan aktivist	1
MASH Holdings Ltd	Annan aktivist	1
McCormick & Co Inc	Annan aktivist	1
Messrs Anastassios	Annan aktivist	1
Michael Ellis	Annan aktivist	1
Microport Scientific Corp	Annan aktivist	1
Monarch Alternative Capital LP	Annan aktivist	1
Moulin Family	Annan aktivist	1
Muddy Waters LLC	Annan aktivist	1
Nathaniel Rothschild	Annan aktivist	1
Natlata Partners Ltd	Annan aktivist	1
New Oasis Asset Management Ltd	Aktivisthedgefond	1
Nokomis Capital LLC	Annan aktivist	1
Nostra Terra Oil & Gas Co PLC	Annan aktivist	1
NWOGaction	Annan aktivist	1
Oceanwood Capital Mgmt LLP	Annan aktivist	1
Octavian Advisors LP	Annan aktivist	1
One Hundred,Eighty Degrees Cap	Annan aktivist	1
Orange Capital LLC	Annan aktivist	1
Otkritie Invests Cyprus Ltd	Annan aktivist	1
Ouram Holdings Sarl	Annan aktivist	1

Parvus Asset Management Ltd	Annan aktivist	1
Pelham Capital Management	Aktivisthedgefond	1
Phitrust SA	Annan aktivist	1
Piotr Skoczylas	Annan aktivist	1
PrimeStone Capital LLP	Aktivisthedgefond	1
Proxima Capital Group Inc	Annan aktivist	1
Quetzal Securities Ltd	Annan aktivist	1
QVT Financial LP	Aktivisthedgefond	1
R20 Advisory Ltd	Aktivisthedgefond	1
RBR Capital Advisors AG	Annan aktivist	1
Rbr Strategic Value Ltd	Annan aktivist	1
Richmond Group Ltd	Annan aktivist	1
Rima Persyn SAS	Annan aktivist	1
Rothschild Holdings Inc	Annan aktivist	1
Royal London Asset Mgmt Ltd	Annan aktivist	1
Sachem Head Capital Mgmt LP	Aktivisthedgefond	1
Sapinda Holding BV	Annan aktivist	1
SC Fundamental Value Fund LP	Annan aktivist	1
Schoenfeld Asset Management	Annan aktivist	1
Seafox International Ltd	Annan aktivist	1
Sentis Capital PCC	Aktivisthedgefond	1
Shareholder-Galliford Try PLC	Annan aktivist	1
Shareholders-Afarak Group PLC	Annan aktivist	1
Shareholders-Afren PLC	Annan aktivist	1
Shareholders-ASOS PLC	Annan aktivist	1
Shareholders-Aviva PLC	Annan aktivist	1
Shareholders-Crest Nicholson	Annan aktivist	1
Shareholders-LMS Capital PLC	Annan aktivist	1
Shareholders-New World Oil &	Annan aktivist	1
Shareholders-Stratex Intl PLC	Annan aktivist	1
Shareholders-Telefonica SA	Annan aktivist	1
ShareSoc	Annan aktivist	1
Shellhouse Ltd	Annan aktivist	1
Shreholders-Ventus VCT plc	Annan aktivist	1
SKAGEN AS	Annan aktivist	1
Slater Investments Ltd	Annan aktivist	1
Starboard Value LP	Aktivisthedgefond	1
Steel Partners Holdings LP	Annan aktivist	1
Sterling Strategic Value Ltd	Annan aktivist	1
Teleios Capital Partners GmbH	Aktivisthedgefond	1
Thalassa Holdings Ltd	Annan aktivist	1

Third Avenue Management LLC	Aktivisthedgefond	1
Trian Fund Management LP	Aktivisthedgefond	1
Value Recovery Fund Ltd	Annan aktivist	1
Vector Capital Management LP	Annan aktivist	1
Wealth Nominees Ltd	Annan aktivist	1
West Face Capital Inc	Annan aktivist	1
Whitetail Holdings LLC	Annan aktivist	1
YF Finance Ltd	Annan aktivist	1
<u>Zegona Ltd</u>	Annan aktivist	1
<hr/>		
Totalt		387

Bilaga 3: Aktivistkampanjer i studien

Annonseringsdatum	Aktivist	Aktivisttyp	Målbolag	Index	Kampanjtyp
2019-12-19	Wstn Gate Pte Invests Ltd	Aktivisthedgefond	Stock Spirits Group Plc	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2019-11-27	Elliott Advisors (UK) Ltd	Aktivisthedgefond	Altran	CAC40	Strategi
2019-11-25	Luminus Management LLC	Aktivisthedgefond	Valaris PLC	FTSE100	Flera typer
2019-11-22	Richmond Group Ltd	Annan aktivist	Amigo Holdings PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2019-11-22	Clearance Capital Ltd	Annan aktivist	Hoivatilat Oyj	OMXN40	Strategi
2019-11-21	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	Allied Minds PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2019-11-12	Cerberus Capital Management LP	Aktivisthedgefond	Deutsche Bank AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2019-11-05	R20 Advisory Ltd	Aktivisthedgefond	Urban Exposure PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2019-11-05	Oaktree Capital Mgmt (UK) LLP	Aktivisthedgefond	Inmarsat PLC	FTSE100	Strategi
2019-10-29	Liwet Holding AG	Annan aktivist	SCHMOLZ + BICKENBACH AG	SMI	Flera typer
2019-09-26	Teleios Capital Partners GmbH	Aktivisthedgefond	Aareal Bank AG	DAX	Strategi
2019-09-18	VERAISON Capital AG	Aktivisthedgefond	Implenia AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2019-09-12	Active Ownership Capital Sarl	Aktivisthedgefond	Sunrise Commun Group Ag	SMI	Strategi
2019-09-10	Axxion SA	Annan aktivist	Sunrise Commun Group Ag	SMI	Strategi
2019-09-03	Icamap Invetments	Aktivisthedgefond	Atrium European Re Ltd	SX5E	Strategi
2019-09-03	Eminence Capital LP	Aktivisthedgefond	Just Eat PLC	FTSE100	Strategi
2019-08-30	Pelham Capital Management	Aktivisthedgefond	Scout24 AG	DAX	Bolagsstyrning
2019-08-30	Freenet AG	Annan aktivist	Sunrise Commun Group Ag	SMI	Strategi
2019-08-20	Knight Vinke Ast Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	Alpiq Holding AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2019-08-20	Vivendi SA	Annan aktivist	Mediaset SpA	FTSEMIB	Strategi
2019-08-05	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Scout24 AG	DAX	M&A
2019-07-07	Legal & Gen Invest Mgmt Hldg	Aktivisthedgefond	Acacia Mining PLC	FTSE100	Strategi
2019-07-05	Barclays Direct Investing	Annan aktivist	Management Resource Solutions	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2019-06-12	Luminus Management LLC	Aktivisthedgefond	Valaris PLC	FTSE100	Strategi
2019-06-05	Shreholders-Ventus VCT plc	Annan aktivist	Ventus VCT PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2019-06-04	YF Finance Ltd	Annan aktivist	Rurelec PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2019-05-23	ValueAct Capital Partners LP	Aktivisthedgefond	Merlin Entertainments PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2019-05-13	Delfin Sarl	Annan aktivist	EssilorLuxottica SA	CAC40	Bolagsstyrning
2019-05-12	Coast Capital Management LP	Aktivisthedgefond	FirstGroup PLC	FTSE100	Flera typer
2019-05-09	AMBER CAPITAL UK LLP	Aktivisthedgefond	Lagardere SCA	CAC40	M&A
2019-05-05	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Whitbread PLC	FTSE100	M&A
2019-05-03	PrimeStone Capital LLP	Aktivisthedgefond	Mears Group PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2019-04-18	Lucerne Capital Management LP	Aktivisthedgefond	Telenet Group Holding NV	BEL20	Aktieägarrättigheter
2019-04-18	Kvip Intl V Lp	Annan aktivist	Uniper SE	DAX	Strategi
2019-04-09	Zegona Ltd	Annan aktivist	Euskaltel SA	IBEX35	Bolagsstyrning
2019-04-02	Julian Dunkerton	Annan aktivist	Superdry PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2019-03-26	VERAISON Capital AG	Aktivisthedgefond	Comet AG	SMI	Bolagsstyrning
2019-03-25	CIAM SAS	Aktivisthedgefond	Scor SE	CAC40	Aktieägarrättigheter
2019-03-21	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Uniper SE	DAX	Aktieägarrättigheter

2019-03-07	Sports Direct Intl PLC	Annan aktivist	Debenhams PLC	FTSE100	Flera typer
2019-03-04	Seafox International Ltd	Annan aktivist	Gulf Marine Services PLC	FTSE100	Flera typer
2019-02-26	Vivendi SA	Annan aktivist	Telecom Italia SpA	FTSEMIB	Aktieägarrättigheter
2019-02-26	Ernst Goehner Stiftung	Annan aktivist	Panalpina Weltransport	SMI	Aktieägarrättigheter
2019-02-26	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Panalpina Weltransport	SMI	Flera typer
2019-02-22	Scorpio Services Holding Ltd	Annan aktivist	Scorpio Bulkers Inc	SX5E	M&A
2019-02-21	Ian Charles Hannam	Annan aktivist	Ophir Energy PLC	FTSE100	Strategi
2019-02-14	Elliott Advisors (UK) Ltd	Aktivisthedgefond	EDP Energias de Portugal SA	SX5E	M&A
2019-02-11	Artisan Partners Asset Mgmt	Aktivisthedgefond	Panalpina Weltransport	SMI	M&A
2019-02-06	Coltrane Master Fund LP	Aktivisthedgefond	Interserve PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2019-02-04	DWS Group GmbH & Co KGaA	Annan aktivist	ThyssenKrupp AG	DAX	M&A
2019-01-21	Ouram Holdings Sarl	Annan aktivist	TLG Immobilien AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2019-01-14	Petrus Advisers Ltd	Aktivisthedgefond	Ophir Energy PLC	FTSE100	Strategi
2018-12-21	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Nordea AB	OMXN40	M&A
2018-12-17	Cat Rock Capital Management LP	Aktivisthedgefond	Just Eat PLC	FTSE100	M&A
2018-12-15	Vivendi SA	Annan aktivist	Telecom Italia SpA	FTSEMIB	Aktieägarrättigheter
2018-12-12	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Pernod Ricard SA	CAC40	M&A
2018-12-11	Broadfin Capital LLC	Aktivisthedgefond	Avadel Pharmaceuticals PLC	ISEQALL	M&A
2018-12-07	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Bayer AG	DAX	M&A
2018-12-06	Sentis Capital PCC	Aktivisthedgefond	Meyer Burger Technology AG	SMI	M&A
2018-11-25	Shareholders-ASOS PLC	Annan aktivist	ASOS PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2018-11-24	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	De La Rue PLC	FTSE100	Strategi
2018-11-22	Polygon Global Partners LLP	Aktivisthedgefond	Realia Business SA	IBEX35	Aktieägarrättigheter
2018-11-14	Grizzlyrock Capital LLC	Annan aktivist	Restaurant Group PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2018-11-08	ADW Capital Partners LP	Annan aktivist	Fiat Chrysler Automobiles NV	FTSE100	Strategi
2018-11-03	Shareholder-Galliford Try PLC	Annan aktivist	Galliford Try PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2018-10-26	Czech News Center as	Annan aktivist	METRO AG	DAX	Bolagsstyrning
2018-10-25	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Panalpina Weltransport	SMI	Bolagsstyrning
2018-10-15	Cobas Asset Mgmt Sgiic Sa	Annan aktivist	Aryzta AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2018-10-12	CEZ AS-Shareholders	Annan aktivist	CEZ as	PX	Aktieägarrättigheter
2018-09-19	Royal London Asset Mgmt Ltd	Annan aktivist	Ryanair Holdings PLC	ISEQALL	Aktieägarrättigheter
2018-09-19	Cie Agricole et Industrielle	Annan aktivist	Scor SE	CAC40	M&A
2018-09-17	Rima Persyn SAS	Annan aktivist	Unilever PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2018-09-13	Larius Capital AG	Annan aktivist	Aryzta AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2018-09-07	Davide Serra	Aktivisthedgefond	Telit Communications PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2018-09-07	Springowl Associates LLC	Aktivisthedgefond	Playtech PLC	SX5E	M&A
2018-09-05	Elliott Management Corp	Aktivisthedgefond	Vodafone Group PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2018-08-24	Shareholders-Afarak Group PLC	Annan aktivist	Afarak Group PLC	OMXN40	Bolagsstyrning
2018-08-17	Deer Pk Road Mgmt Co LP	Annan aktivist	Altisource Solutions SA	SX5E	Bolagsstyrning
2018-08-16	DNO ASA	Annan aktivist	Faroe Petroleum PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2018-08-08	Dgfd SA	Annan aktivist	Creval	FTSEMIB	Bolagsstyrning

2018-08-06	Jose Moreno Carretero	Annan aktivist	Sacyr SA	IBEX35	Aktieägarrättigheter
2018-07-19	Biotechnology Value Fund LP	Annan aktivist	Erytech Pharma SA	CAC40	M&A
2018-07-12	AMBER CAPITAL UK LLP	Aktivisthedgefond	Suez SA	CAC40	M&A
2018-07-04	Shareholder Value Mgmt Ag	Annan aktivist	Mears Group PLC	FTSE100	M&A
2018-07-02	Oasis Mgmt Co Ltd	Aktivisthedgefond	Premier Foods PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2018-07-02	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	GEA Group AG	DAX	Flera typer
2018-06-13	Messrs Anastassios	Annan aktivist	Ellaktor SA	SX5E	Flera typer
2018-06-11	Deutsche Balaton AG	Annan aktivist	Biofrontera AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2018-06-05	Woodford Invest Mgmt Ltd	Annan aktivist	Stobart Group Ltd	FTSE100	Bolagsstyrning
2018-06-01	Fininvest SpA	Annan aktivist	Mediaset SpA	FTSEMIB	Bolagsstyrning
2018-05-22	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	ThyssenKrupp AG	DAX	M&A
2018-05-09	Lucerne Capital Management LP	Aktivisthedgefond	Telenet Group Holding NV	BEL20	Aktieägarrättigheter
2018-05-03	AMBER CAPITAL UK LLP	Aktivisthedgefond	Lagardere SCA	CAC40	Bolagsstyrning
2018-04-24	Oaktree Capital Management LP	Aktivisthedgefond	Ranger Direct Lending Fund PLC	FTSE100	Flera typer
2018-04-21	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Hammerson PLC	FTSE100	M&A
2018-04-18	Petrus Advisers LLP	Aktivisthedgefond	Wienerberger AG	ATX	Bolagsstyrning
2018-04-15	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Whitbread PLC	FTSE100	M&A
2018-04-12	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Micro Focus International PLC	FTSE100	M&A
2018-04-09	Vivendi SA	Annan aktivist	Telecom Italia SpA	FTSEMIB	Bolagsstyrning
2018-04-09	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Telecom Italia SpA	FTSEMIB	M&A
2018-04-04	Iberdrola SA	Annan aktivist	Siemens Gamesa Renewable	IBEX35	Bolagsstyrning
2018-03-29	CIAM SAS	Aktivisthedgefond	Koninklijke Ahold Delhaize NV	AEX	Aktieägarrättigheter
2018-03-28	Credit Agricole Assurances	Annan aktivist	Icade SA	CAC40	Bolagsstyrning
2018-03-26	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Travelport Worldwide Ltd	FTSE100	M&A
2018-03-19	Sherborne Invs (Guernsey) C	Aktivisthedgefond	Barclays PLC	FTSE100	M&A
2018-03-06	Scorpio Services Holding Ltd	Annan aktivist	Scorpio Tankers Inc	SX5E	M&A
2018-02-21	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Fidessa Group PLC	FTSE100	Strategi
2018-02-20	Baring Asset Management Co Ltd	Annan aktivist	BHP Group PLC	FTSE100	M&A
2018-02-09	Sandell Asset Management Corp	Aktivisthedgefond	Booker Group PLC	FTSE100	Strategi
2018-01-18	Global Value Investment Corp	Annan aktivist	StealthGas Inc	SX5E	M&A
2018-01-17	Sachem Head Capital Mgmt LP	Aktivisthedgefond	Whitbread PLC	FTSE100	M&A
2018-01-15	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	GKN PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2017-11-21	Fortum Oyj	Annan aktivist	Uniper SE	DAX	Aktieägarrättigheter
2017-11-13	Michael Ellis	Annan aktivist	Van Elle Holdings PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2017-11-07	Nokomis Capital LLC	Annan aktivist	Sequans Communications SA	CAC40	M&A
2017-11-03	Children's Invest Fund Mgmt	Annan aktivist	London Stock Exchange Grp PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2017-10-21	RBR Capital Advisors AG	Annan aktivist	Credit Suisse Grp Ag	SMI	M&A
2017-09-13	Petrus Advisers LLP	Aktivisthedgefond	Commerzbank AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2017-09-08	Shareholders-Stratex Intl PLC	Annan aktivist	Stratex International PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2017-08-31	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	STADA Arzneimittel AG	DAX	M&A
2017-08-03	Arrowgrass Capital Partners	Annan aktivist	Ensco PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter

2017-08-01	One Hundred, Eighty Degrees Cap	Annan aktivist	Enumeral Biomedical Hldgs Inc	PX	M&A
2017-07-31	Whitetail Holdings LLC	Annan aktivist	Clariant AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2017-07-15	West Face Capital Inc	Annan aktivist	FirstGroup PLC	FTSE100	M&A
2017-07-10	Ecotricity Group Ltd	Annan aktivist	Good Energy Group PLC	FTSE100	Flera typer
2017-06-26	Third Point LLC	Aktivisthedgefond	Nestle SA	SMI	M&A
2017-06-09	Nostra Terra Oil & Gas Co PLC	Annan aktivist	Magnolia Petroleum PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2017-05-31	Otkritie Invests Cyprus Ltd	Annan aktivist	QIWI PLC	SX5E	M&A
2017-05-22	HNA Group Co Ltd	Annan aktivist	OM Asset Management PLC	FTSE100	M&A
2017-05-19	Wealth Nominees Ltd	Annan aktivist	Infrastrata PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2017-05-11	Active Ownership Capital Sarl	Aktivisthedgefond	Schaltbau Holding AG	DAX	M&A
2017-05-05	Eclair Group SAS	Annan aktivist	JKX Oil & Gas PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2017-04-24	Franklin Templeton Global Ltd	Annan aktivist	GE Money Bank as	PX	Bolagsstyrning
2017-04-24	Eminence Capital LP	Aktivisthedgefond	ASM International NV	AEX	M&A
2017-04-20	GAMCO Investors Inc	Annan aktivist	Innocoll Holdings PLC	ISEQALL	M&A
2017-04-14	Vivendi SA	Annan aktivist	Telecom Italia SpA	FTSEMIB	Bolagsstyrning
2017-04-10	Hastor Group	Annan aktivist	Grammer AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2017-04-10	Alpha Real Trust Ltd	Annan aktivist	Industrial Multi Ppty Tr PLC	SX5E	Aktieägarrättigheter
2017-04-10	Ian Alexander Anton	Annan aktivist	Hornby PLC	FTSE100	Flera typer
2017-04-03	Value Recovery Fund Ltd	Annan aktivist	Innocoll Holdings PLC	ISEQALL	M&A
2017-03-27	Litespeed Management LLC	Aktivisthedgefond	Ansaldo STS SpA	FTSEMIB	M&A
2017-03-23	Shareholders-Crest Nicholson	Annan aktivist	Crest Nicholson Holdings PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2017-03-22	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Akzo Nobel NV	AEX	Aktieägarrättigheter
2017-03-15	Charity Invest Asset Mgmt	Annan aktivist	Euro Disney SCA	CAC40	Strategi
2017-03-14	Konstantinos Konstantakopoulos	Annan aktivist	Costamare Inc	SX5E	M&A
2017-03-10	CDPQ	Annan aktivist	Elior Group SA	CAC40	Bolagsstyrning
2017-03-01	Oasis Mgmt Co Ltd	Aktivisthedgefond	Premier Foods PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2017-02-27	Rbr Strategic Value Ltd	Annan aktivist	GAM Holding AG	SMI	Strategi
2017-02-24	Active Ownership Capital Sarl	Aktivisthedgefond	STADA Arzneimittel AG	DAX	M&A
2017-02-23	Cevian Capital II Master Fund	Aktivisthedgefond	ABB Ltd	SMI	Flera typer
2017-02-17	Kraft Heinz Co	Annan aktivist	Unilever PLC	FTSE100	M&A
2017-02-16	Children's Invest Fund Mgmt	Annan aktivist	Safran SA	CAC40	Strategi
2017-02-08	Amber Capital LP	Aktivisthedgefond	Parmalat SpA	FTSEMIB	Aktieägarrättigheter
2017-02-06	Cavendish Asset Management Ltd	Annan aktivist	Ithaca Energy Inc	FTSE100	Strategi
2017-01-24	Crown Ocean Capital	Annan aktivist	Bowleven PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2017-01-24	Charity Invest Asset Mgmt	Annan aktivist	Zodiac Aerospace SA	CAC40	Aktieägarrättigheter
2017-01-05	Aberdeen Asset Management Ltd	Annan aktivist	Sports Direct Intl PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2016-12-28	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Alliance Trust PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2016-12-28	Microport Scientific Corp	Annan aktivist	Lombard Medical Inc	FTSE100	Bolagsstyrning
2016-12-22	Maryport Navigation Corp	Annan aktivist	Danaos Corp	SX5E	M&A
2016-11-14	Alpha Real Trust Ltd	Annan aktivist	Industrial Multi Ppty Tr PLC	SX5E	M&A
2016-11-10	Thalassa Holdings Ltd	Annan aktivist	Local Shopping REIT PLC	FTSE100	M&A

2016-10-13	Parvus Asset Management Ltd	Annan aktivist	William Hill PLC	FTSE100	M&A
2016-09-13	Artisan Partners LP	Aktivisthedgefond	ABB Ltd	SMI	M&A
2016-09-13	Cevian Capital II Master Fund	Aktivisthedgefond	ABB Ltd	SMI	M&A
2016-09-12	Starboard Value LP	Aktivisthedgefond	Perrigo Co PLC	ISEQALL	M&A
2016-08-10	Toscafund Asset Management LLP	Aktivisthedgefond	Speedy Hire PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2016-07-25	Gatmore Capital Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	French Connection Group PLC	FTSE100	M&A
2016-07-05	Shareholder Value Mgmt Ag	Annan aktivist	John Menzies Plc	FTSE100	M&A
2016-06-23	Shareholders-New World Oil &	Annan aktivist	New World Oil & Gas Plc	SX5E	Aktieägarrättigheter
2016-06-16	Southeastern Asset Mgmt Inc	Aktivisthedgefond	Applus Services SA	IBEX35	M&A
2016-06-14	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Premier Farnell PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2016-05-26	Oceanwood Capital Mgmt LLP	Annan aktivist	NH Hotel Group SA	IBEX35	Aktieägarrättigheter
2016-05-06	TCI Advisory Services LLP	Annan aktivist	Volkswagen AG	DAX	Bolagsstyrning
2016-05-03	Active Owners Fund SCS	Aktivisthedgefond	STADA Arzneimittel AG	DAX	Flera typer
2016-04-19	Wstn Gate Pte Invests Ltd	Aktivisthedgefond	Stock Spirits Group Plc	FTSE100	Bolagsstyrning
2016-03-17	Woodford Invest Mgmt Ltd	Annan aktivist	GlaxoSmithKline PLC	FTSE100	M&A
2016-03-15	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	Grainger PLC	FTSE100	M&A
2016-03-10	Fubon Group	Annan aktivist	Delta Lloyd NV	AEX	Aktieägarrättigheter
2016-03-09	Slater Investments Ltd	Annan aktivist	Lakehouse PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2016-03-09	Muddy Waters LLC	Annan aktivist	Casino Guichard-Perrachon SA	CAC40	M&A
2016-03-03	VERAISON Capital AG	Aktivisthedgefond	Mikron Holding AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2016-02-29	Easygroup Holdings Ltd	Annan aktivist	FastJet PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2016-02-26	VERAISON Capital AG	Aktivisthedgefond	Komax Holding AG	SMI	Bolagsstyrning
2016-02-25	Alpine Select AG	Annan aktivist	Altin AG	SMI	Bolagsstyrning
2016-02-12	McCormick & Co Inc	Annan aktivist	Premier Foods PLC	FTSE100	M&A
2016-01-11	Amber Capital LP	Aktivisthedgefond	PRISA	IBEX35	Bolagsstyrning
2016-01-11	Shareholders-Telefonica SA	Annan aktivist	Telefonica SA	IBEX35	M&A
2015-12-11	Proxima Capital Group Inc	Annan aktivist	JKX Oil & Gas PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2015-11-11	Constructive Capital Sdn Bhd	Aktivisthedgefond	Kongsberg Automotive ASA	OMXN40	Bolagsstyrning
2015-11-08	Sports Direct Intl PLC	Annan aktivist	Findel PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2015-11-04	Elliott Advisors (UK) Ltd	Aktivisthedgefond	Dialog Semiconductor PLC	DAX	Bolagsstyrning
2015-10-09	Orange Capital LLC	Annan aktivist	C&C Group PLC	ISEQALL	M&A
2015-09-01	NWOGaction	Annan aktivist	New World Oil & Gas Plc	SX5E	Bolagsstyrning
2015-08-10	Quetzal Securities Ltd	Annan aktivist	The Hotel Corporation Plc	SX5E	Flera typer
2015-08-03	ValueAct Capital Partners LP	Aktivisthedgefond	Rolls-Royce Holdings PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2015-07-02	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Alcatel Lucent SA	CAC40	Aktieägarrättigheter
2015-07-02	Worldview Capital Management	Annan aktivist	Petroceltic International PLC	ISEQALL	Flera typer
2015-06-22	Deutsche Balaton AG	Annan aktivist	PNE Wind AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2015-06-22	GO Investment Partners LLP	Aktivisthedgefond	Kuoni Reisen Holding AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2015-06-11	Moulin Family	Annan aktivist	Carrefour SA	CAC40	Bolagsstyrning
2015-06-11	Monarch Alternative Capital LP	Annan aktivist	Scorpio Bulkers Inc	SX5E	Flera typer
2015-06-11	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	XPO Logistics Europe SA	CAC40	Strategi

2015-05-27	Shareholders-Afren PLC	Annan aktivist	Afren PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2015-05-21	Petrus Advisers LLP	Aktivisthedgefond	Conwert Immobilien Invest SE	ATX	Strategi
2015-05-15	Gvc Holdings PLC	Annan aktivist	Bwin Party Digital	SX5E	M&A
2015-05-15	Canton Holdings LLC	Annan aktivist	Luxfer Holdings PLC	FTSE100	M&A
2015-05-12	ShareSoc	Annan aktivist	Alliance Trust PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2015-05-05	GO Investment Partners LLP	Aktivisthedgefond	Premier Farnell PLC	FTSE100	M&A
2015-04-30	Lake Street Capital Markets	Annan aktivist	John Menzies Plc	FTSE100	M&A
2015-04-27	Trafigura Beheer BV	Annan aktivist	Nyrstar NV	BEL20	Bolagsstyrning
2015-04-20	Polygon Global Partners LLP	Aktivisthedgefond	EVRY ASA	OMXN40	Aktieägarrättigheter
2015-04-17	Immofinanz AG	Annan aktivist	CA Immobilien Anlagen AG	ATX	M&A
2015-04-07	Shellhouse Ltd	Annan aktivist	ADVFN PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2015-03-23	Schoenfeld Asset Management	Annan aktivist	Vivendi SA	CAC40	M&A
2015-03-16	Elliott Advisors (UK) Ltd	Aktivisthedgefond	Alliance Trust PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2015-03-02	Vector Capital Management LP	Annan aktivist	Technicolor SA	CAC40	Aktieägarrättigheter
2015-02-25	Dave Breith	Annan aktivist	Coms PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2015-02-25	Sherborne Investors B Ltd	Aktivisthedgefond	Electra Private Equity PLC	FTSE100	M&A
2015-02-18	Sapinda Holding BV	Annan aktivist	Petropavlovsk PLC	SX5E	Aktieägarrättigheter
2015-01-19	New Oasis Asset Management Ltd	Aktivisthedgefond	Rangers International Football	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2015-01-13	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Kabel Deutschland Holding AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2015-01-08	Worldview Capital Management	Annan aktivist	Petroceltic International PLC	ISEQALL	Flera typer
2015-01-06	Borneo Bumi Energi & Matel	Annan aktivist	Asia Resource Minerals PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2014-12-02	Abdul Rahman Kayed	Aktivisthedgefond	Gulfsands Petroleum PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2014-11-25	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Tesco PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2014-10-15	Trafigura Beheer B.V.	Annan aktivist	EMED Mining Public Ltd	SX5E	Aktieägarrättigheter
2014-10-08	MASH Holdings Ltd	Annan aktivist	Rangers International Football	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2014-09-29	Vincent Bollore	Aktivisthedgefond	Mediobanca SpA	FTSEMIB	Flera typer
2014-09-22	Nanes Balkany Partners LLC	Aktivisthedgefond	Panoro Energy Asa	OMXN40	Aktieägarrättigheter
2014-09-03	Fir Tree Inc	Aktivisthedgefond	Noble Corporation PLC	FTSE100	M&A
2014-08-29	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	Aer Lingus Group PLC	ISEQALL	M&A
2014-08-22	Sherborne Investors LP	Aktivisthedgefond	Electra Private Equity PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2014-08-18	Harris Associates LP	Aktivisthedgefond	Tesco PLC	FTSE100	M&A
2014-08-14	Toscafund Asset Management LLP	Aktivisthedgefond	Daisy Group PLC	FTSE100	M&A
2014-07-18	Third Point LLC	Aktivisthedgefond	Koninklijke DSM NV	AEX	M&A
2014-06-23	Sandell Asset Management Corp	Aktivisthedgefond	FirstGroup PLC	FTSE100	M&A
2014-06-02	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	NBNK Investments PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2014-05-29	Marcato Capital Management LLC	Aktivisthedgefond	InterContinental Hotels Group	FTSE100	M&A
2014-05-27	Worldview Capital Management	Annan aktivist	Petroceltic International PLC	ISEQALL	Bolagsstyrning
2014-05-13	Odey Asset Management Ltd	Annan aktivist	Sky Deutschland AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2014-05-07	Amber Capital LP	Aktivisthedgefond	Indesit Company SpA	FTSEMIB	M&A
2014-05-03	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	Sutton Harbour Holdings PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2014-04-24	Amber Capital LP	Aktivisthedgefond	Ei Towers SpA	FTSEMIB	Bolagsstyrning

2014-04-17	Springowl Associates LLC	Aktivisthedgefond	Bwin Party Digital	SX5E	Bolagsstyrning
2014-04-15	Amber Capital LP	Aktivisthedgefond	Nexans SA	CAC40	Aktieägarrättigheter
2014-04-07	Amber Capital LP	Aktivisthedgefond	Interpump Group SpA	FTSEMIB	Bolagsstyrning
2014-03-20	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Volvo AB	OMXN40	M&A
2014-03-18	Natlata Partners Ltd	Annan aktivist	PetroNeft Resources PLC	ISEQALL	Bolagsstyrning
2014-03-07	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	TT Electronics PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2014-03-06	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	API Group PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2014-03-04	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	ThyssenKrupp AG	DAX	M&A
2014-03-03	Sherborne Investors LP	Aktivisthedgefond	Electra Private Equity PLC	FTSE100	M&A
2014-01-28	Hengistbury Invest Partners	Aktivisthedgefond	UBM PLC	FTSE100	M&A
2014-01-16	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	WM Morrison Supermarkets PLC	FTSE100	M&A
2014-01-09	Elliot Co(United Technologies)	Aktivisthedgefond	Celesio AG	DAX	M&A
2013-12-11	Sandell Asset Management Corp	Aktivisthedgefond	FirstGroup PLC	FTSE100	M&A
2013-12-10	QVT Financial LP	Aktivisthedgefond	Naxs AB	OMXN40	Bolagsstyrning
2013-12-02	Centaurus Capital LP	Annan aktivist	SBM Offshore NV	AEX	Flera typer
2013-10-30	Damille Investments II Ltd	Aktivisthedgefond	Praetorian Resources Ltd	SX5E	Bolagsstyrning
2013-10-28	SVG Investment Managers Ltd	Aktivisthedgefond	Aberdeen Asset Management PLC	FTSE100	M&A
2013-10-22	Third Point LLC	Aktivisthedgefond	Nokia Oyj	OMXN40	M&A
2013-10-21	Audley Capital Advisors LLP	Aktivisthedgefond	Anglo Pacific Group PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2013-09-30	Harwood Capital LLP	Aktivisthedgefond	Parallel Media Group PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2013-09-29	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	G4S PLC	FTSE100	M&A
2013-09-16	Kerrisdale Capital Mgmt LLC	Annan aktivist	Prime Office REIT-AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2013-09-16	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Tieto Oyj	OMXN40	Bolagsstyrning
2013-09-16	Atlantic Investment Mgmt Inc	Aktivisthedgefond	Lanxess AG	DAX	Strategi
2013-09-09	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	Thorntons PLC	FTSE100	M&A
2013-08-30	Third Avenue Management LLC	Aktivisthedgefond	Netia SA	SX5E	Bolagsstyrning
2013-07-29	Hawkwood Industries Inc	Annan aktivist	Bglobal PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2013-07-24	Harwood Capital LLP	Aktivisthedgefond	Cyprotex PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2013-07-11	Harwood Capital LLP	Aktivisthedgefond	Active Risk Group plc	FTSE100	M&A
2013-05-27	Equilibria Capital Management	Annan aktivist	BHF Kleinwort Benson Group SA	BEL20	M&A
2013-05-23	Kingston Capital Limited	Annan aktivist	Orco Property Group SA	SX5E	Aktieägarrättigheter
2013-05-22	Eclair Group SA	Annan aktivist	JKX Oil & Gas PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2013-05-17	Nanes Balkany Partners LLC	Aktivisthedgefond	Petrogrand AB	OMXN40	Flera typer
2013-05-13	Lansdowne Partners Ltd	Annan aktivist	Cermaq ASA	OMXN40	Aktieägarrättigheter
2013-05-13	Wyser Pratte Management Co Inc	Aktivisthedgefond	SoLocal Group SA	CAC40	Bolagsstyrning
2013-05-13	Wyser Pratte Management Co Inc	Aktivisthedgefond	PagesJaunes Groupe SA	CAC40	Flera typer
2013-05-02	Knight Vinke Ast Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	UBS AG	SMI	M&A
2013-04-30	Harwood Capital LLP	Aktivisthedgefond	Goals Soccer Centres PLC	FTSE100	M&A
2013-04-24	Arthur H Del Prado	Annan aktivist	ASM International NV	AEX	Aktieägarrättigheter
2013-04-23	Colony Capital LLC	Annan aktivist	Accor SA	CAC40	Bolagsstyrning
2013-04-15	SVG Investment Managers Ltd	Aktivisthedgefond	CVS Group PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter

2013-04-15	SVG Investment Managers Ltd	Aktivisthedgefond	Goals Soccer Centres PLC	FTSE100	M&A
2013-04-15	SVG Investment Managers Ltd	Aktivisthedgefond	e2v Technologies PLC	FTSE100	M&A
2013-03-17	Odey Asset Management Ltd	Annan aktivist	Rockhopper Exploration PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2013-03-01	Sherborne Investors Mgmt LP	Aktivisthedgefond	3i Group PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2013-03-01	Knight Vinke Ast Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	Eni SpA	FTSEMIB	M&A
2013-02-18	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Danske Bank A/S	OMXN40	Bolagsstyrning
2013-02-18	Alberta Investment Management	Annan aktivist	TNT Express NV	AEX	Flera typer
2013-02-17	Rothschild Holdings Inc	Annan aktivist	Asia Resource Minerals PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2013-02-14	JEC Co Ltd	Annan aktivist	Ithaca Energy Inc	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2013-02-14	Peter Gyllenhammar AB	Annan aktivist	Mallett PLC Permanent TSB Group Holdings PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2013-02-11	Piotr Skoczylas	Annan aktivist		ISEQALL	Strategi
2013-01-25	Icahn Partners LP	Aktivisthedgefond	Transocean Ltd	SMI	Flera typer
2013-01-21	Audley Capital Management Ltd	Aktivisthedgefond	Curanum AG	DAX	M&A
2013-01-14	Worldview Capital Management	Annan aktivist	Exillon Energy PLC	SX5E	M&A
2012-12-31	Ethos, Swiss Foundation for	Annan aktivist	Novartis AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2012-12-18	Harwood Capital LLP	Aktivisthedgefond	Bioquell PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2012-12-05	Sherborne Investors Mgmt LP	Aktivisthedgefond	F&C Asset Management PLC	FTSE100	Strategi
2012-11-28	RWC Partners Ltd	Aktivisthedgefond	Brunner Investment Trust	FTSE100	Bolagsstyrning
2012-11-26	Peter Gyllenhammar	Annan aktivist	Rottneros AB	OMXN40	Aktieägarrättigheter
2012-11-21	Fiat Industrial SpA	Annan aktivist	CNH Global NV	AEX	M&A
2012-11-11	Harris Associates LP	Aktivisthedgefond	Britvic PLC	FTSE100	M&A
2012-11-07	Triam Fund Management LP	Aktivisthedgefond	Danone SA	CAC40	Strategi
2012-10-31	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Vesuvius PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2012-10-25	Baker Street Capital Mgmt Svcs	Annan aktivist	Xyratex Technology Ltd	FTSE100	M&A
2012-10-17	Damille Investments Ltd	Aktivisthedgefond	Blackstar Group SE	SX5E	Aktieägarrättigheter
2012-10-15	Nathaniel Rothschild	Annan aktivist	Bumi PLC	FTSE100	M&A
2012-10-09	TCI	Annan aktivist	Safran SA	CAC40	Flera typer
2012-10-01	Harwood Capital LLP	Aktivisthedgefond	The Quarto Group Inc	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2012-09-28	Toscafund Asset Management LLP	Aktivisthedgefond	Redrow PLC	FTSE100	M&A
2012-07-13	Harwood Capital LLP	Aktivisthedgefond	The Quarto Group Inc	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2012-07-09	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Schuler AG	DAX	Aktieägarrättigheter
2012-06-19	SVG Investment Managers Ltd	Aktivisthedgefond	Kewill Ltd	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2012-06-19	TCI	Annan aktivist	Lloyds Banking Group PLC	FTSE100	M&A
2012-06-19	Fortress Investment Group LLC	Annan aktivist	Kewill Ltd	FTSE100	M&A
2012-06-18	Vincent Bollore	Aktivisthedgefond	Vivendi SA	CAC40	M&A
2012-06-12	Lansdowne Partners Ltd	Annan aktivist	Proximagen Group plc	FTSE100	M&A
2012-05-31	Knight Vinke Ast Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	Xstrata PLC	SMI	M&A
2012-05-16	Harwood Capital LLP	Aktivisthedgefond	Journey Group PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2012-05-03	Shareholders-Aviva PLC	Annan aktivist	Aviva PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2012-04-26	RWC Partners Ltd	Aktivisthedgefond	Advance Developing Markets	FTSE100	Bolagsstyrning

2012-04-19	Third Point Partners LP	Aktivisthedgefond	Technicolor SA	CAC40	M&A
2012-04-19	Amber Capital LP	Aktivisthedgefond	Impregilo SpA	FTSEMIB	M&A
2012-04-16	Phitrust SA	Annan aktivist	Societe Generale SA	CAC40	Aktieägarrättigheter
2012-04-04	GO Investment Partners LLP	Aktivisthedgefond	Viscofan SA	IBEX35	Bolagsstyrning
2012-03-14	GO Investment Partners LLP	Aktivisthedgefond	Mecom Group PLC	FTSE100	M&A
2012-03-01	Abrams Capital LLC	Annan aktivist	Castle Private Equity AG	SMI	Bolagsstyrning
2012-02-10	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	Alliance Trust PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2012-02-08	Steel Partners Holdings LP	Annan aktivist	API Group PLC	FTSE100	M&A
2012-02-07	ValueAct Capital Partners LP	Aktivisthedgefond	Misys PLC	FTSE100	Flera typer
2012-01-30	Colony Capital LLC	Annan aktivist	Carrefour SA	CAC40	Bolagsstyrning
2012-01-06	Colony Capital LLC	Annan aktivist	Accor SA	CAC40	M&A
2012-01-01	Knight Vinke Ast Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	Eni SpA	FTSEMIB	M&A
2011-12-12	Octavian Advisors LP	Annan aktivist	Balda AG	DAX	Bolagsstyrning
2011-12-09	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	Lok'n Store Group PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2011-12-02	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	Trading Emissions PLC	SX5E	Bolagsstyrning
2011-11-23	Joe Lewis	Annan aktivist	Mitchells & Butlers PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2011-11-01	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	3i Group PLC	FTSE100	Aktieägarrättigheter
2011-11-01	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	3i Group PLC	FTSE100	M&A
2011-10-31	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Bilfinger SE	DAX	M&A
2011-10-31	Harris Associates LP	Aktivisthedgefond	G4S PLC	FTSE100	M&A
2011-10-27	GO Investment Partners LLP	Aktivisthedgefond	Jazztel Plc	IBEX35	Bolagsstyrning
2011-10-19	Knight Vinke Ast Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	Carrefour SA	CAC40	Bolagsstyrning
2011-10-12	Weiss Asset Management LLC	Aktivisthedgefond	Marwyn Value Investors Ltd	SX5E	Bolagsstyrning
2011-10-12	Weiss Asset Management LLC	Aktivisthedgefond	Hirco PLC	SX5E	Bolagsstyrning
2011-09-27	Ethos, Swiss Foundation for	Annan aktivist	UBS AG	SMI	Aktieägarrättigheter
2011-09-06	Shareholders-LMS Capital PLC	Annan aktivist	LMS Capital PLC	FTSE100	M&A
2011-08-31	SC Fundamental Value Fund LP	Annan aktivist	Unitech Corporate Parks PLC	SX5E	Flera typer
2011-08-13	GoldenPeaks Capital RE	Aktivisthedgefond	Swisslog Holding AG	SMI	M&A
2011-07-01	AIM&R	Annan aktivist	ASM International NV	AEX	Aktieägarrättigheter
2011-06-30	Weiss Asset Management LLC	Aktivisthedgefond	Sirius Real Estate Ltd	SX5E	Bolagsstyrning
2011-05-31	Knight Vinke Ast Mgmt LLC	Aktivisthedgefond	Kesa Electricals PLC	FTSE100	M&A
2011-05-27	Damille Investments Ltd	Aktivisthedgefond	Global Brands SA	SX5E	Bolagsstyrning
2011-05-27	Sterling Strategic Value Ltd	Annan aktivist	KHD Humboldt Wedag AG	DAX	Bolagsstyrning
2011-05-09	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Demag Cranes AG	DAX	M&A
2011-05-05	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	Lok'n Store Group PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2011-04-17	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Panalpina AG	SMI	Bolagsstyrning
2011-04-11	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	Pinewood Shepperton PLC	FTSE100	M&A
2011-03-29	Elliott International LP	Aktivisthedgefond	National Express Group PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2011-03-09	Guy P Wyser-Pratte	Aktivisthedgefond	Tognum AG	DAX	Strategi
2011-02-25	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	JJB Sports PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2011-02-22	Centaurus Capital LP	Annan aktivist	Demag Cranes AG	DAX	M&A

2011-02-11	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Danisco A/S	OMXN40	M&A
2011-02-04	Elliott Associates LP	Aktivisthedgefond	Actelion Ltd	SMI	Bolagsstyrning
2011-01-26	SKAGEN AS	Annan aktivist	Parmalat SpA	FTSEMIB	Bolagsstyrning
2010-12-16	Sherborne Investors Mgmt LP	Aktivisthedgefond	F&C Asset Management PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2010-12-09	Southeastern Asset Mgmt Inc	Aktivisthedgefond	Hochtief AG	DAX	Strategi
2010-11-11	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	Alliance Trust PLC	FTSE100	M&A
2010-10-27	Toscafund Asset Management LLP	Aktivisthedgefond	Intec Telecom Systems PLC	FTSE100	M&A
2010-09-06	Audley Capital Management Ltd	Aktivisthedgefond	Curanum AG	DAX	Bolagsstyrning
2010-07-22	Kifin Ltd	Annan aktivist	Minerva PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2010-07-22	Peter Gyllenhammar AB	Annan aktivist	Chapelthorpe PLC	FTSE100	M&A
2010-07-21	Peter Gyllenhammar AB	Annan aktivist	21st Century Technology PLC	FTSE100	Bolagsstyrning
2010-07-06	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	Carpathian PLC	SX5E	M&A
2010-07-06	Weiss Asset Management LLC	Aktivisthedgefond	Carpathian PLC	SX5E	M&A
2010-05-18	GO Investment Partners LLP	Aktivisthedgefond	Sperian Protection Sa	CAC40	Strategi
2010-05-11	Damille Investments Ltd	Aktivisthedgefond	Evolvence India Holdings Plc	SX5E	Bolagsstyrning
2010-04-27	Weiss Asset Management LLC	Aktivisthedgefond	Cadogan Petroleum PLC	SX5E	Strategi
2010-04-15	Laxey Partners Ltd	Aktivisthedgefond	ING Real Estate Income Trust	SX5E	Aktieägarrättigheter
2010-04-09	Guy P Wyser-Pratte	Aktivisthedgefond	Lagardere SCA	CAC40	Bolagsstyrning
2010-03-19	Crystal Amber Fund Ltd	Aktivisthedgefond	Delta PLC	FTSE100	M&A
2010-01-18	Hermes Eq Ownership Svcs	Aktivisthedgefond	Infineon Technologies AG	DAX	Bolagsstyrning
2010-01-01	Cevian Capital AB	Aktivisthedgefond	Metso Oyj	OMXN40	M&A