



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

HT2020

# **Tre typer av förvärv och deras påverkan på budpremien**

- *En studie om horisontellt, vertikalt och konglomerat företagsförvärv*

**Författare:**

Eric Bäckius

Theodor Detter

Viktor Sjögren

**Handledare:** Anamaria Cociorva

## **Sammanfattning**

**Titel:** Tre typer av förvärv och deras påverkan på budpremien

**Seminariedatum:** 15 januari 2021

**Ämne/kurs:** FEKH89 Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng

**Författare:** Eric Bäckius, Theodor Detter, Viktor Sjögren

**Handledare:** Anamaria Cociorva

**Nyckelord:** Företagsförvärv, Budpremie, synergier, horisontella förvärv, vertikala förvärv, konglomerat, multipel-regressionsanalys, Europa.

**Syfte:** Syftet med denna studie är att undersöka och förklara hur typen av förvärv, uppdelat i horisontellt, vertikalt och konglomerat, påverkar budpremiens storlek vid publika företagsförvärv.

**Metod:** En kvantitativ studie med deduktiv ansats där sekundärdata tolkats med hjälp av multipel regressionsanalys och analyserats utifrån tidigare forskning.

**Teoretiskt ramverk:** Studien utgår från teori inom området företagsförvärv samt tidigare forskning kring enskilda faktorer påverkan på budpremien. Som komplement till klassisk teori har även ett beteendeteoretiskt perspektiv inkluderats.

**Empiri:** Studien omfattar ett urval på 119 europeiska företagsförvärv från tidsperioden 2000–2019. Datan som legat till grund för studiens resultat är hämtad från databaserna Zephyr, Orbis samt Datastream och har bearbetats i statistikprogrammet Eviews.

**Slutsats:** Studien finner ett signifikant samband där vertikalt förvärv uppvisar en högre budpremie jämfört med konglomerat. Mellan vertikalt och horisontellt förvärv visas en statistiskt säkerställd skillnad med en signifikansnivå om 10 %, där det förstnämnda uppvisar en högre budpremie. Studien kan inte påvisa någon skillnad i budpremie mellan horisontellt och konglomerat förvärv.

## **Abstract**

**Title:** Three types of acquisitions and their effect on the bid premium

**Seminar Date:** January 15, 2021

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

**Authors:** Eric Bäckius, Theodor Detter, Viktor Sjögren

**Supervisor:** Anamaria Cociorva

**Keywords:** Acquisitions, bid premium, synergies, horizontal acquisitions, vertical acquisitions, conglomerate, multiple regression analysis, Europe.

**Purpose:** The purpose of this thesis is to examine and explain how the different types of acquisitions; horizontal, vertical and conglomerate, affect the size of the bid premium in public acquisitions.

**Methodology:** A quantitative thesis with a deductive approach where secondary data is interpreted using multiple regression analysis and analyzed in relation to earlier research.

**Theoretical perspective:** The thesis is based on theory from the field of M&A and previous research regarding how individual factors affect the bid premium. As a complement to classical theory, a perspective of behavioral economics has been included.

**Empirical foundation:** The thesis includes a sample of 119 European acquisitions between the years 2000 – 2019. The data used for this thesis is retrieved from the databases Zephyr, Orbis and Datastream and has been processed with the statistics program Eviews.

**Conclusions:** The thesis finds a significant relationship where vertical acquisitions exhibit a higher bid premium than conglomerate. Between vertical and horizontal acquisitions, the study shows a statistically significant difference at a significance level of 10 % where the former has a higher bid premium. The thesis cannot demonstrate a difference between horizontal and conglomerate acquisitions.

## **Förord**

*Vi vill tacka alla parter som har varit till hjälp under genomförandet av denna studie.  
Speciellt tack till vår handledare Anamaria Cociorva för flexibel och konstruktiv handledning.*

*Eric Bäckius  
Theodor Detter  
Viktor Sjögren*

## Innehållsförteckning

1. Inledning.....	2
1.1 Bakgrund.....	2
1.2 Problemdiskussion.....	3
1.3 Syfte.....	4
1.4 Frågeställningar.....	4
1.5 Avgränsningar.....	4
1.6 Disposition.....	5
2. Teoretisk referensram.....	6
2.1 Centrala begrepp.....	6
2.1.1 Företagsförvärv.....	6
2.1.2 Budpremien.....	6
2.1.3 Synergieffekter.....	7
2.2 Beteendeteoretiskt perspektiv.....	9
2.3 Typer av företagsförvärv.....	9
2.3.1 Horisontella förvärv.....	10
2.3.2 Vertikala förvärv.....	10
2.3.3 Konglomerat.....	11
2.4 Tidigare forskning om förklaringar till budpremien.....	11
2.4.1 Market/book-kvot.....	11
2.4.2 Målföretagets storlek.....	12
2.4.3 Gränsöverskridande förvärv.....	12
2.4.4 Tidigare ägande ( <i>Toehold</i> ) och förvärvad ägarandel.....	13
2.4.5 Betalningssätt.....	14
3. Metod.....	15
3.1 Forskningsstrategi.....	15
3.2 Datainsamling.....	16
3.3 Urval.....	17
3.3.1 Bortfall.....	17
3.4 Statistisk undersökningsmetodik.....	18
3.4.1 Begreppslista för statistiska termer.....	19

3.4.2 Regressionsanalys.....	19
3.4.3 Regressionsdiagnostik .....	20
3.5 Variabler .....	21
3.6 Reliabilitet.....	24
3.7 Validitet.....	24
4. <i>Resultat</i> .....	25
4.1 Beskrivande statistik .....	25
4.1.1 Förvärv.....	25
4.1.2 Beroendevariabel – Budpremien .....	27
4.2 Kontroll- och förklaringsvariabel.....	27
4.2.1 Förklaringsvariabel .....	27
4.2.2 Kontrollvariabler.....	28
4.3 Regressionsdiagnostik.....	31
4.4 Regressionsanalys .....	32
4.4.1 Förklaringsvariabel .....	32
4.4.2 Kontrollvariabler.....	33
5. <i>Analys &amp; Diskussion</i> .....	34
Beroendevariabeln .....	34
Förklaringsvariabler .....	35
Kontrollvariabler .....	36
6. <i>Slutsats</i> .....	38
6.1 Slutsats och kunskapsbidrag .....	38
6.2 Förslag till vidare forskning.....	38
<i>Referenser</i> .....	40
<i>Bilagor</i> .....	43

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

I april 2012 offentliggörs ett av de största och mest välkända företagsförvärven i historien.

Den sociala nätverkstjänsten Facebook förvärvar fotodelningsappen Instagram, till ett värde av en miljard amerikanska dollar (Rusli, 2012a). Senare samma år annonserar Apple att de tänker förvärva techbolaget AuthenTec till ett värde av 356 miljoner dollar, vilket gav förutsättningar för den kommande integrationen av fingerskanningsfunktionen "Touch ID" i Apples produkter (Rusli, 2012b). Ett annat stort företagsförvärv går att finna ytterligare några år tillbaka i tiden, år 1995. The Walt Disney Company köper upp the American Broadcasting Company och får därigenom tillgång till flertalet distributionskanaler så som kabel-tv och radiosändningar. Förvärvet blir vid genomförandet historiens näst största, till ett värde av hela 19 miljarder dollar (Johnston, 2020).

De tre ovan nämnda exemplen är alla hämtade från den amerikanska marknaden och det är också till USA som den största delen av tidigare förvärvsaktivitet har varit koncentrerad. Historien kring företagsförvärv tar sin början redan på sent 1800-tal och delas normalt upp i sex trender, eller vågor, som alla kännetecknas av en viss typ av förvärvsaktivitet. Den första vågen varade mellan 1897–1904 och präglades framförallt av så kallade horisontella förvärv, vilket med andra ord innebär förvärv av konkurrerande verksamheter. Den andra vågen, 1916–1929, präglades istället av så kallade vertikala förvärv, vilka till skillnad från horisontella förvärv handlar om uppköp av målföretag som befinner sig i det förvärvande företags sektorn men har en annan position i leverantörskedjan. Den tredje vågen ägde rum mellan 1965–1969 och förknippas med en tid av konglomerat förvärvsaktivitet. Ett konglomerat förvärv är varken ett horisontellt eller vertikalt förvärv utan handlar istället om att företag förvärvar utanför sin ordinarie bransch, kundkrets och affärsmodell. Ett ord som vanligen förknippas med konglomerat är diversifiering. Den fjärde vågen (1984–1989) handlar framförallt om fientliga övertaganden, den femte (1992–2001) om hur Europa börjar spela en allt viktigare roll i den internationella förvärvsaktiviteten och den sjätte (2004–2007) om hur nya strategier kring företagsförvärv började växa fram i takt med globalisering, finanskriser och förändrade räntelägen (Gaughan, 2018).

För att återgå till de tre exemplen av företagsförvärv nämnda i första stycket kan det snabbt konstateras att det rör sig om stora pengar. Vad är det egentligen som avgör priset vid ett förvärv, finns det några väsentliga skillnader mellan de tidigare nämnda förvärven? Med utgångspunkt i förvärvsaktivitetens historia går det att skilja dessa åt enligt de typer av

förvärv som de tre första vågorna representerar. Facebooks köp av Instagram kan rimligen anses som ett uppköp av en konkurrent, vilket gör det till ett horisontellt förvärv. Apples förvärv av AuthenTec, som är ett bolag i deras egen leverantörskedja, kan således ses som ett vertikalt förvärv. Gällande Disneys uppköp av the American Broadcasting Company så är det tydligt att det rör sig om två bolag i två olika branscher med två olika affärsmodeller, vilket gör att det kan härledas till ett konglomerat förvärv. Huruvida dessa tre förvärv skiljer sig i pris, baserat på deras möjliga klassifikation som tre olika typer av förvärv, är en intressant tanke och precis vad följande uppsats ämnar undersöka och förklara.

## **1.2 Problemdiskussion**

Målet med företagsförvärv är enligt Alexandridis et al. (2010) att generera synergier som kan resultera i positiva effekter så som förbättrad lönsamhet och ökad avkastning för aktieägarna. Författarna nämner emellertid att de verkliga effekterna av företagsförvärv skiljer sig från detta. Istället visar dem genom empiriska studier att majoriteten av tidigare genomförda förvärv, huvudsakligen koncentrerat till USA och Storbritannien, har resulterat i antingen oförändrad eller till och med försämrade avkastning för aktieägarna. Denna negativa syn på förvärvsaktivitet uttrycks även i flertalet andra studier, däribland Agrawal et al. (1992). Efter att ha studerat företagsförvärv i USA under perioden 1955–1987 visar dem att det förvärvande företags aktieägare upplever en försämrade avkastning med runt 10 % under en femårsperiod efter förvärvets genomförande.

En möjlig förklaring till misslyckade företagsförvärv är att det betalas ett för högt pris på köpdagen. Förvärvande företag betalar ofta ett pris som överstiger det aktuella marknadsvärdet för målföretaget. Det uppstår således en skillnad mellan målföretagets marknadsvärde och det betalda priset, vilket benämns som förvärvets budpremie. Ju större budpremie som betalas, desto högre blir kraven på den framtida avkastning som förvärvet genererar för att affären skall vara lönsam (Gaughan, 2018). Detta visas också i en studie av Díaz et al. (2009) som finner samband mellan budpremiens storlek och avkastning genererat av förvärvet, där en låg budpremie ökar sannolikheten för en högre framtida avkastning och vice versa. Sambandet tar dock ingen hänsyn till beräknade och förväntade synergier, vilket senare i texten kommer presenteras som den enskilt största förklaringen till budpremiens storlek.



Med insikten om hur budpremien kan påverka framtida avkastning genererat av förvärvet, blir det intressant att ställa sig frågan: Vad förklarar budpremien? Det finns gott om tidigare forskning inom ämnet där det främst fokuserats på den amerikanska marknaden. Vanligt förekommande är att budpremiens påverkansfaktorer har undersökts en och en. Exempelvis genomför Alexandridis et al. (2013) en studie baserad på 3 691 amerikanska förvärv mellan åren 1990–2007 och presenterar en negativ korrelation mellan målföretagets storlek och den betalda budpremien. Rustige & Grote (2011) studerar 1 931 europeiska företagsförvärv från 1985–2009 och kommer fram till att budpremien är 10,4 procentenheter högre vid ett gränsöverskridande förvärv jämfört med ett inhemskt förvärv.

Denna uppsats kommer ta hänsyn till ovan nämnda faktorer tillsammans med ytterligare möjliga förklaringar till budpremiens storlek. Huvudfokus kommer dock vara att undersöka hur typen av förvärv påverkar budpremiens storlek, där varje transaktion som ingår i urvalet klassificeras som horisontellt, vertikalt eller konglomerat.

### **1.3 Syfte**

Syftet med denna studie är att undersöka och förklara hur typen av förvärv, uppdelat i horisontellt, vertikalt och konglomerat, påverkar budpremiens storlek vid publika företagsförvärv.

### **1.4 Frågeställning**

Kan det påvisas några skillnader i budpremie beroende på om förvärvet är horisontellt, vertikalt eller konglomerat?

### **1.5 Avgränsningar**

Studien fokuserar endast på förvärv av publika företag i Europa mellan åren 2000–2019. Transaktionen måste leda till att det förvärvande företaget besitter en kontrollerande ägarandel om minst 50 % i målföretaget. Studien ämnar inte ge en fullständig förklaring av budpremien. Vidare kan studiens fullständiga avgränsningar gällande urval ses i avsnitt 3.2 Databasinsamling.

## **1.6 Disposition**

Denna studie består av sex avsnitt. Det första avsnittet är en inledning till studiens valda ämnesområde. Det andra avsnittet behandlar den teoretiska referensramen, följt av ett avsnitt som redogör för metod kring insamling och bearbetning av data. Det fjärde avsnittet presenterar studiens resultat. I det femte avsnittet analyseras resultaten utifrån det teoretiska ramverket. Studien avslutas med ett sjätte avsnitt där slutsatser från undersökningen presenteras.

## **2. Teoretisk referensram**

I följande avsnitt presenteras uppsatsens teoretiska referensram. Kapitlet inleds med förklaringar till centrala begrepp och koncept inom ämnet företagsförvärv, följt av ett beteendeteoretiskt perspektiv. Därefter presenteras en teoretisk grund till de klassificeringar av företagsförvärv som uppsatsen tar sin utgångspunkt i, för att sedan avslutas med tidigare forskning kring de påverkansfaktorer på budpremien som utgör uppsatsens kontrollvariabler.

### **2.1 Centrala begrepp**

#### **2.1.1 Företagsförvärv**

Företagsförvärv innebär att ett företag tar kontroll över ett annat företag genom att förvärva majoriteten av rösträtten. Detta sker i praktiken genom att det förvärvande företaget presenterar ett bud där målföretagets aktieägare sedan får ta ställning till om de är villiga att sälja sina aktier eller inte. Finns det en vilja bland både det förvärvande- och målföretagets styrelse att genomföra förvärvet är det att betrakta som vänligt, medan ett förvärv som genomförs mot styrelsen i målföretagets vilja är att betrakta som fientligt. Så kan bara ske genom att förvärvaren kringgår målföretagets styrelse och vänder sig direkt till aktieägarna för att förvärva deras aktier eller för att övertyga dem om att rösta för att avsätta nuvarande styrelse (Berk & DeMarzo, 2020).

Historien kring företagsförvärv sträcker sig som nämnt i kapitel 1.1 över 100 år tillbaka med största delen av förvärvsaktiviteten koncentrerad till USA. Det är i slutet av 1990-talet som Europa, som denna studie avgränsas till, på allvar tar plats på den internationella förvärvsmarknaden. 2016 genomfördes runt 2 500 publika förvärv i USA och nästan lika många i Europa. Det går historiskt att urskilja en tydlig ökning av internationell förvärvsaktivitet och företagsförvärv har idag etablerat sig som ett betydelsefullt ämne inom företagsekonomi (Gaughan, 2018).

#### **2.1.2 Budpremien**

Vid ett företagsförvärv betalas ofta ett pris som överstiger det aktuella marknadsvärdet för målföretaget. Det uppstår således en skillnad mellan målföretagets marknadsvärde och det betalda priset, vilket motsvaras av förvärvets budpremie. Givet att företag agerar rationellt bör den enda anledningen till budpremien vara förväntan om framtida synergier, vilka förklaras

vidare i avsnitt 2.1.3. Hur stor del av målföretaget som förvärvas varierar, denna uppsats fokuserar dock enligt definitionen av förvärv i avsnitt 2.1.1 enbart på budpremier som betalas vid övertaganden som innebär att det förvärvande företaget tar kontroll över majoriteten av rösträtten i målföretaget. Sådana budpremier benämns med ett annat ord som kontrollpremier (Gaughan, 2018).

Historisk förvärvsaktivitet har som tidigare nämnt varit fokuserat framförallt till USA och det är också där som de största budpremierna betalats (Gaughan, 2018). I samband med den ökade förvärvsaktiviteten i Europa som under 2016 uppgick till nästan samma nivå som i USA har det också skett en utjämning vad gäller genomsnittliga budpremier. Under 2017 var den genomsnittliga budpremien 23,4 % för europeiska företagsförvärv, vilket kan jämföras med 29,3 % för den amerikanska marknaden (Thomson Reuters & Statista, 2018).

### **2.1.3 Synergieffekter**

Förväntan om framtida synergieffekter är som tidigare nämnt enligt Gaughan (2018) den enda förklaringen till budpremien, givet att det förvärvande företaget agerar rationellt i sina investeringar. Begreppet definieras som den reaktion som uppstår när två kombinerade faktorer ger en större effekt tillsammans jämfört med summan av vad de två oberoende faktorerna kan uppnå. I fallet med företagsförvärv innebär definitionen att två företag kan skapa större lönsamhet tillsammans jämfört med om de två företagen verkar självständigt och oberoende av varandra. Synergieffekterna kan vidare delas upp i två kategorier, operationella och finansiella. De operationella synergieffekterna innebär i första hand ökade intäkter och minskade kostnader i verksamheten, medan de finansiella kan innebära en lägre kapitalkostnad (Gaughan, 2018).

Beslut om huruvida ett förvärv bör genomföras eller inte kan fattas utifrån de synergieffekter som förväntas uppstå av förvärvet. Gaughan (2018) presenterar nedanstående modell för att tydliggöra detta, där det krävs ett positivt *net acquisition value* (NAV) för att kunna motivera ett förvärv:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

Där:

$V_{AB}$  = Det kombinerade värdet av företag A och B

$V_A$  = Värdet av företag A

$V_B$  = Värdet av företag B

$P$  = Budpremie betald för företag B

$E$  = Kostnader för genomförandet av förvärvet (transaktionskostnader)

Termerna inom hakparentes motsvarar de totala synergieffekterna och för att uppnå ett positivt NAV behöver detta vara större än summan av  $P + E$ , alltså summan av budpremien och transaktionskostnaderna. Transaktionskostnader vid företagsförvärv kan exempelvis handla om konsulttjänster, juridisk rådgivning och kapitalanskaffning,

Komplexiteten kring företagsförvärv är dock större än vad som visas i modellen ovan. Detta kommer presenteras i senare kapitel, bland annat i 2.2 som behandlar det beteendeteoretiska perspektivet. Det Gaughan (2018) tar upp som modellens största svaghet är att den inte tar hänsyn till att premien betalas direkt vid förvärvet medan synergierna realiserar först senare och kan vara utspridda över flera år. Synergiernas storlek och hur lång tid det tar innan dem realiserar är av naturen också svårt att beräkna då mjuka värden som kulturella och organisatoriska skillnader är svåra att kvantifiera.

## 2.2 Beteendeteoretiskt perspektiv

I kontrast till antagandena i avsnitt 2.1 som bygger på att företag agerar rationellt i sina investeringar visar det beteendeteoretiska ramverket på komplexiteten kring företagsförvärv genom att erbjuda andra möjliga förklaringar till förvärv samt den betalda budpremien. Avsnittet inleds med att förklara agentteorin, följt av *Empire Building* och slutligen hybrishypotesen.

Agenteorin är ett av de mest kända beteendeteoretiska perspektiven inom företagsekonomi. Agenteorin definieras enligt Jensen & Meckling (1976) som ett avtal, vilket en eller flera personer ingår. En person (agenten) får i uppdrag av en annan (principalen) att utföra arbete åt dennes vägnar och i dennes intresse. Antagandet är att båda parterna agerar för att maximera sin egen nytta och därmed kan skiljaktigheter uppstå där parternas mål skiljer sig. Principalen kan minska risken att agenten agerar på ett icke önskvärt sätt genom incitament och övervakning (Jensen & Meckling, 1976).

Berk & DeMarzo (2020) ger en förklaring till företagsledares vilja att delta i ”Zero-NPV investments” och kallar det för *Empire Building*. Teorin tar sin utgångspunkt i antagandet att företagsledare hellre styr ett stort bolag än ett litet. Utifrån detta antagande skulle investeringar som ökar storleken på företaget eftersträvas snarare än investeringar som ökar lönsamheten. Möjliga anledningar till detta är att ledare för stora företag generellt får högre lön, bättre förmåner och mer publicitet än ledare för mindre företag. Detta kan vidare få effekten att företagsledare är villiga att betala en hög budpremie vid ett förvärv.

Utöver *Empire Building* så presenterar Berk & DeMarzo (2020) hybrishypotesen som en ytterligare anledning till varför företagsledare tenderar överinvestera och betala höga budpremier vid förvärv. Hypotesen bygger på företagsledares tendens att överskatta det framtida värdet av investeringar. Ett antagande för hypotesen är att företagsledaren har ett stort kassaflöde att tillgå.

## 2.3 Typer av företagsförvärv

Enligt Berk & DeMarzo (2020) kan ett företagsförvärv klassificeras i tre huvudsakliga kategorier: Horisontellt, vertikalt och konglomerat. Samma uppdelning presenteras också av Gaughan (2018) samt av Herger & McCorriston (2014). Motiven till dessa olika typer av förvärv skiljer sig och därmed förväntningar om vilka synergier som förvärvet kan generera.

### **2.3.1 Horisontella förvärv**

Ett horisontellt förvärv innebär att ett företag köper upp en konkurrent. Med andra ord, ett företag som verkar inom samma bransch och producerar eller säljer samma produkt eller tjänst. Motiven till horisontella förvärv är i första hand ökade marknadsandelar för det förvärvande företaget samt minskad konkurrens. Ett förvärv som leder till en alltför stor minskning av konkurrens på en marknad kan dock komma att hindras av staten, myndigheter eller annat bestämmande organ. Detta med anledning av att det i största möjliga mån vill undvikas att konkurrensutsatta marknader utvecklas mot att likna oligopol eller möjligen monopol (Gaughan, 2018).

Bilden av att det är ökade marknadsandelar som utgör det starkaste motivet till horisontella förvärv delas av Fee & Thomas (2004), som också menar att ökad effektivitet i produktionen och vid inköp är starka synergier. Detta grundar sig framförallt i ökad effektivitet kring resursanvändning, vilket Capron et al. (1998) beskriver som en följd effekt av att horisontella förvärv leder till resursförflyttningar inom branschen, från målföretaget till det förvärvande företaget. I syfte att uppnå ökad effektivitet presenteras därför kontroll av specifika resurser som ett av de starkaste motiven till horisontella förvärv.

### **2.3.2 Vertikala förvärv**

Ett vertikalt förvärv inträffar när ett företag förvärvar ett annat som befinner sig i samma bransch eller industri men i en annan del av produktions- eller leverantörskedjan. För att ett förvärv ska betraktas som vertikalt ska det finnas tydliga kopplingar och synergier mellan företagen, men de är inte att se som konkurrenter. Förvärvet kan ske både framåt och bakåt inom leverantörskedjan. Exempelvis kan en grossist genomföra ett uppköp av en brödfabrik, vilket kan betraktas som ett förvärv bakåt i kedjan, eller av en matbutik, som blir ett förvärv framåt i kedjan (Gaughan, 2018).

Liksom drivkrafterna bakom horisontella förvärv handlar motiven till vertikala förvärv om strävan av ökad effektivitet och kontroll. Vid vertikala förvärv uppnås detta emellertid inte genom i första hand ökade marknadsandelar, utan genom kontroll av processer i andra företag inom samma leverantörskedja (Gaughan, 2018). Harrigan (1984) beskriver kontroll och makt över den miljö som företaget verkar i som ett av de starkaste motiven till vertikala förvärv. Vidare nämner Fan & Goyal (2006) kvalitetssäkring genom hela processen, ökad kontroll av

leveranser och minskade transaktionskostnader som några av de största synergier vid vertikala förvärv.

### **2.3.3 Konglomerat**

Konglomerat förvärv handlar om att ett företag förvärvar ett annat som erbjuder en helt olik produkt eller tjänst samt har en annan kundbas och affärsmodell. Ett förvärv kan betraktas som konglomerat när det förvärvande företaget och målföretaget inte är att se som konkurrenter samt saknar tydliga synergier sinsemellan (Gaughan, 2018).

Då förvärvstypen per definition saknar synergier är motiven till konglomerat inte lika tydliga som för horisontella och vertikala förvärv. Diversifiering av risk nämns som den tydligaste drivkraften bakom förvärvstypen. Ett diversifierat ägande i olika typer av bolag ökar riskspridningen och minskar därmed utsattheten för negativa företags- och branschspecifika händelser. Diversifiering av risk har enligt flertalet tidigare studier visat på svårigheter i att skapa värde för aktieägarna då två helt olika bolag ska integreras med varandra, vilket kan innebära organisatoriska och strukturella utmaningar (Gaughan, 2018). I kontrast till dessa studier visar emellertid Clark & Elgers (1980) i en studie där 337 amerikanska bolagsförvärv mellan åren 1957–1975 undersökts att konglomerat är överlägset horisontella och vertikala förvärv vad gäller uppnådda fördelar och skapat värde för aktieägarna.

## **2.4 Tidigare forskning om förklaringar till budpremi**

Det finns ett flertal tidigare studier som undersöker de bakomliggande faktorerna till budpremiens uppkomst och storlek. Ingen studie har i dagsläget på ett heltäckande sätt lyckats förklara premien utan den tidigare forskningen har fokuserat främst på att hitta en eller flera variabler som kan förklara en del av den. I följande kapitel redogörs för tidigare forskning kring budpremiens möjliga påverkansfaktorer som i denna studie utgör undersökningens kontrollvariabler.

### **2.4.1 Market/book-kvot**

Målföretagets Market/book-kvot beräknas genom att dividera marknadsvärdet för det aktuella företaget med dess bokförda värde och ger en indikation på hur marknaden värderar företaget i förhållande till det redovisningsmässiga värdet av det egna kapitalet. En hög Market/book-



kvot indikerar att marknaden värderar företagets tillgångar högre än dess historiska kostnad. En vanlig indelning inom finans är att benämna företag med låg Market/book-kvot som värdebolag och motsatsen som tillväxtbolag (Berk & DeMarzo, 2020).

Vilken påverkan målföretagets Market/book-kvot har på budpremien är något som Goergen & Renneboog (2004) undersöker i en studie för europeiska företagsförvärv mellan åren 1993–2000. Studien visar ett positivt samband, där en högre Market/book-kvot ger en högre budpremie. Den genomsnittliga Market/book-kvoten i studien beräknades till 4,26.

#### **2.4.2 Målföretagets storlek**

Huruvida det finns ett samband mellan budpremien och målföretagets storlek är något som Alexandridis et al., (2013) undersöker i sin studie *Deal size, acquisition premia and shareholder gains*. Studien omfattar 3691 amerikanska förvärv under tidsperioden 1990–2007 där författarna presenterar ett negativt samband mellan målföretagets storlek och budpremien. Sambandet förklaras framförallt genom att stora företagsförvärv innebär en större komplexitet och osäkerhet kring framtida synergier, samt större finansiell risk.

Utifrån det beteendeteoretiska perspektiv som presenteras i avsnitt 2.2 kan det tyckas motsägelsefullt att större målföretag kräver en lägre budpremie. Antagandet i Empire building-teorin om att företagsledare strävar efter investeringar som ökar det förvärvande företagets storlek snarare än lönsamhet bör kunna motivera högre budpremier vid större företagsförvärv. Resonemanget stöds av Moeller et al. (2004) som i en studie omfattande 12 023 amerikanska företagsförvärv gällande tidsperioden 1980–2001 visar att stora förvärvande företag betalar högre budpremier för större målföretag. Detta motbevisar dock inte Alexandridis (2013) negativa samband mellan målföretagets storlek och budpremien, oavsett det förvärvande företagets storlek.

#### **2.4.3 Gränsöverskridande förvärv**

I dagens globala företagsmarknad är det inte ovanligt att företaget riktar blickarna internationellt när de gör förvärv. Gränsöverskridande förvärv stod år 2018 för 39 % av den totala volymen på världsmarknaden (Emmerich et al., 2019). Den stora andelen gränsöverskridande förvärv möjliggörs enligt Shimizu et al. (2004) av ökad globalisering samt en liberaliserad och privatiserad världsmarknad. Vidare menar Sonenshine & Reynolds,

(2014) att motiven till gränsöverskridande förvärv framförallt är skattemässiga samt att verksamhet kan förflyttas mellan länder för att undvika tullar, avgifter, regelverk och andra handelshinder.

Rustige och Grote (2011) undersöker om fördelarna från gränsöverskridande förvärv resulterar i en högre budpremie. Studien omfattar 1 931 europeiska publika företagsförvärv under tidsperioden 1985–2009 och visar att budpremien vid gränsöverskridande förvärv i genomsnitt är 10,4 procentenheter högre än vid förvärv inom landsgränsen. I kontrast till detta visar Goergen & Renneboog (2004) i sin studie för europeiska företagsförvärv mellan år 1993–2000 att budpremien i genomsnitt är en procentenhet högre vid inhemska förvärv jämfört med gränsöverskridande. Den icke entydiga tidigare forskningen visar att sambandet mellan gränsöverskridande förvärv och budpremien är osäkert och komplext.

#### **2.4.4 Tidigare ägande (*Toehold*) och förvärvad ägarandel**

Den totala kostnaden för ett företagsförvärv grundar sig i antalet förvärvade aktier i målföretaget. En budpremie betalas för varje förvärvad aktie och således ökar den totala kostnaden ju större andel av målföretaget som förvärvas. Den totala kostnaden kan minskas genom att det förvärvande företaget innehar ett tidigare ägande i målföretaget. Detta genom att det förvärvande företaget inte behöver betala premie på lika många aktier jämfört med om inget tidigare ägande hade funnits för att uppnå den önskvärda ägarandelen i målföretaget. Tidigare ägande i målföretaget innan förvärvets genomförande benämns med annat ord som *Toehold*. Det förvärvande företaget kan skaffa en *Toehold* i målföretaget genom vanliga aktieköp på marknaden, exempelvis på en börs om det handlar om ett offentligt målföretag (Gaughan, 2018).

Resonemanget ovan stöds av Moeller (2005) som i en studie omfattande 388 bolagsförvärv på 1990-talet visar att ju mindre ägarandel det förvärvande företaget innehar innan uppköpet, desto större budpremie krävs för att överta kontrollen över målföretaget. Med andra ord innebär det att ingen eller låg *Toehold* kräver en större budpremie för att det förvärvande företaget ska uppnå önskad ägarandel i målföretaget.

Betton et al. (2000) presenterar i sin studie ett annat perspektiv på hur *Toehold* kan påverka budpremien. Författarna menar att en lägre *Toehold*, runt 5 %, inte sällan bjuder in till budstrider som kan trissa upp förvärvspriset. En högre *Toehold*, runt 20 %, innebär att det vanligen bara finns en intressent som förhandlar priset direkt med målföretagets

representanter och ingen hänsyn behöver tas till övriga spekulanter. Studien visar att storleken på tidigare ägande i målföretaget och betald budpremie är negativt korrelerade.

#### **2.4.5 Betalningssätt**

De mest förekommande betalningssätten vid företagsförvärv är kontant eller aktier, alternativt en kombination av dessa. Hur dessa olika betalningssätt påverkar budpremien är ett frekvent undersökt område där tidigare studier har genererat varierande resultat.

Det går att finna flertalet studier som visar på att företagsförvärv betalda kontant generellt leder till högre budpremie. Däribland Davidson & Cheng (1997) som undersökte 219 förvärv under åren 1981–1987 samt Huang & Walkling (1987) som genomförde en studie omfattande 204 förvärv avseende tidsperioden 1977–1982. En senare studie med samma resultat som sträcker sig över en längre tidsperiod samt omfattar ett större urval är Savor & Lu (2009) som undersökte 1773 företagsförvärv mellan 1978–2003. Gemensamt för studierna är att skatteeffekter nämns som en anledning till högre budpremie. Företagsförvärv som betalas kontant skall nämligen kapitalbeskattats, vilket inte är fallet vid betalning med aktier. Högre budpremie blir därmed en kompensation för detta (Gaughan, 2018).

I kontrast till ovan nämnda studier visar Moeller et al. (2004) på motsatt samband, alltså lägre budpremie vid kontant betalning. Författarna finner istället att budpremien är högre när förvärvet betalas genom att målföretagets ägare erbjuds aktier i det förvärvande företaget. Ett sådant betalningssätt får konsekvensen att målföretagets ägare är med och delar på framtida risker från förvärvet, vilket förklaras som den största anledningen till den högre budpremien. Resonemanget stöds av Alexandridis et al. (2013) som visar på högre budpremie vid företagsförvärv betalda med aktier jämfört med kontanter.

### **3. Metod**

Följande avsnitt redogör för uppsatsens tillvägagångssätt kring insamling och bearbetning av data. Avsnittet inleds med studiens forskningsstrategi samt datainsamling, följt av studiens statistiska undersökningsmetodik.

#### **3.1 Forskningsstrategi**

I denna studie ämnas det utföra en undersökning av kvantitativ karaktär. Enligt Bryman & Bell (2017) utgår kvantitativ forskningsstrategi från tre karaktäristiska drag; Deduktivt synsätt, naturvetenskaplig norm och objektivism.

Det första begreppet innebär att studien tar en deduktivt ansats gällande relationen mellan teori och praktisk forskning. Att en studie betraktas som deduktiv innebär att författarna formulerar hypoteser eller frågeställningar som prövas mot tidigare forskning inom ämnet (Bryman & Bell, 2017).

Det andra begreppet beskriver den norm som råder gällande hur en kvantitativ studie bör genomföras. Det tillvägagångssätt som framhävs är det naturvetenskapliga med fokus på positivism. Bryman & Bell (2017) menar att definitionen av positivism är omdiskuterad och skildras på olika sätt av olika forskare. En ungefärlig beskrivning av begreppet är att fakta behandlas utifrån en filosofisk ståndpunkt. Forskningens roll beskrivs som ett sätt att pröva teorier och tillhandahålla material (Bryman & Bell, 2017).

Det tredje begreppet beskriver uppfattningen av sociala företeelser som en yttre och objektiv verklighet. Objektivism är en ontologisk ståndpunkt som beskriver sociala företeelser som oberoende av sociala aktörer (Bryman & Bell, 2017).

### **3.2 Datainsamling**

I undersökningen används finansiell sekundärdata som hämtas från ett flertal databaser som sedan bearbetas och analyseras med hjälp av Eviews.

De databaser som används är:

*Zephyr*: En databas som tillhandahåller historisk information gällande finansiella transaktioner. År 2020 fanns information tillgänglig för mer än 1,8 miljoner transaktioner och databasen uppdateras enligt dem själva varje timme. *Zephyr* drivs av Bureau van Dijk, ett belgiskt företag som varit verksamma i över 40 år och erbjuder ett flertal produkter inom området finansiell information. År 2017 förvärvades företaget av den amerikanska giganten Moodys (Bureau van Dijk, 2020).

*Orbis*: En databas med finansiell information för mer än 375 miljoner företag världen över. Även *Orbis* drivs av Bureau van Dijk och beskrivs av dem själva som deras flagskeppsprodukt (Bureau van Dijk, 2020).

*Datastream*: En databas som specialiserar sig på tidsseriedata för finansiell information. De tillhandahåller över 3,6 miljoner tidsserier gällande allt från valutakurser till aktiekurser och nyckeltal. *Datastream* drivs av Thomson Reuters, ett kanadensiskt företag som är verksamma inom flera finansiella områden (Thomson Reuters & Refinitiv, 2021).

### 3.3 Urval

I tabellen nedan visas de kriterier som användes i Zephyr vid framtagandet av studiens urval.

Tabell 1 - Urvalskriterier

Urvalskriterier	Totalt resultat
Transaktionen är ett förvärv	760 103
Förvärvet har slutförts mellan 1 januari 2000 och 31 december 2019	560 519
Förvärvaren ägde mindre än 50 % av målföretagets aktier innan förvärvets offentliggörande	448 713
Förvärvaren skall äga mer än 50 % efter förvärvet har slutförts	444 460
Förvärvaren och målföretaget är baserade i Europa	175 796
Målföretaget är eller har varit börsnoterat	1 859
Typ av betalningssätt är antingen kontant och/eller aktier	585
Budpremien när transaktionen offentliggjordes är känd	217
Transaktionen är slutförd	217
<b>Bortfall</b>	<b>98</b>
<b>Slutgiltigt urval</b>	<b>119</b>

#### 3.3.1 Bortfall

Bortfallet i urvalet blev totalt 98 transaktioner. Majoriteten av dessa togs bort med anledning av ofullständig data, exempelvis att det historiska aktiepriset inte gick att hitta i någon av databaserna. En mindre del togs bort eftersom de uppvisade extremvärden på en eller flera datapunkter.

Det finns en diskussion huruvida det är lämpligt att exkludera extremvärden eller inte. Den ena sidan av diskussionen argumenterar för att exkludera extremvärden eftersom det minskar standardavvikelsen och det kvadrerade värdet av residualerna, vilket leder till en högre förklaringsgrad  $R^2$  i regressionsanalysen. Andra sidan av diskussionen argumenterar för att inkludera extremvärden eftersom de kan ha stor påverkan på estimeringar av koefficienterna och därmed ge en felaktig förklaringsgrad (Brooks, 2014).

Datapunkter som kan betraktas som abnormala har plockats bort från studien. Till exempel transaktioner som har  $-100\%$  eller  $500\%$  i budpremie är antagligen en följd av felaktig data.

Ur Zephyr hämtades även information om transaktionerna och målföretagen som sedan användes i datasammanställningen. Dessa datapunkter är:

- *Announcement date* – Datumet då förvärvet tillkännagavs för allmänheten.
- *Completion date* – Datumet då förvärvet genomfördes.
- *Offer price* – Budpriset per aktie.
- *Acquiror and Target country* – Vilket land förvärvande företag respektive målföretag är registrerade i.
- SIC-koder samt beskrivning av huvudverksamhet.
- *Initial and Final stake* – Visar ägarandel innan och efter förvärvet.
- *Deal method of payment* – Vilket betalningssätt som användes vid transaktionen (kontant och/eller aktier)

Utöver detta kompletterades datasetet med information från Datastream och Orbis. Dessa datapunkter är:

- *Market value (market capitalization)* - Marknadsvärdet för målföretaget (aktiepriset multiplicerat med antalet utestående aktier).
- *Market to Book ratio* – Marknadsvärdet dividerat med bokförda värdet för målföretaget.

### **3.4 Statistisk undersökningsmetodik**

I detta avsnitt introduceras den statistiska undersökningsmetodiken som ämnar besvara studiens frågeställning. I första avsnittet beskrivs ett antal statistiska begrepp som introducerar läsaren till statistiska termer som används senare i uppsatsen.

### 3.4.1 Begreppslista för statistiska termer

**Signifikans & p-värde:** Signifikans ämnar beskriva hur stor risken är att förkasta en sann nollhypotes vid statistisk hypotesprövning och uttrycks som att framräknade värden är statistiskt säkerställda eller inte. Den uttrycks i procent, eller som ett p-värde i decimalform, och kan tolkas som sannolikheten att de uträknade värdena beror på slumpmässiga faktorer (Körner & Wahlgren, 2015).

**Signifikansnivå:** Signifikans uttrycks vanligtvis i tre nivåer. Ett p-värde under 0,001 (0,1 %) betecknas som trestjärning signifikans, under 0,01 (1 %) som tvåstjärning och under 0,05 (5 %) som enstjärning (Körner & Wahlgren, 2015). I vissa fall används också en signifikansnivå om 10 %, även om det inte är lika förekommande vid hypotesprövning (Brooks, 2014).

**Residual:** Skillnaden mellan de faktiska värdena av beroendevariabeln och de beräknade värdena i regressionen (Brooks, 2014).

**Förklaringsgraden ( $R^2$ ):** Enligt (Brooks, 2014) utförs så kallade ”Goodness of fit statistics” för att mäta hur väl de valda förklaringsvariablerna förklarar beroendevariabeln i regressionsmodellen. Den vanliga beteckningen för detta är  $R^2$ .

**Justerad Förklaringsgrad:** Eftersom förklaringsgraden ökar med antalet variabler, även om dessa visar låg signifikans, används den justerade förklaringsgraden för att korrigera detta och ge ett mer korrekt resultat (Brooks, 2014).

### 3.4.2 Regressionsanalys

Denna studie ämnar undersöka om det finns ett samband mellan budpremien och de tre typerna av företagsförvärv; horisontellt, vertikalt och konglomerat. Med anledning av den komplexa process som företagsförvärv innebär, där flera faktorer kan påverka budpremiens storlek, har det inkluderats ett flertal kontrollvariabler i form av kontinuerliga och dummyvariabler.

För att utföra en samtidig analys av flera variabler har det valts att genomföras en multivariat analys med hjälp av en multipel regressionsanalys. Till skillnad från en enkel regressionsanalys, som analyserar en oberoende variabels påverkan på beroendevariabeln eller sambandet däremellan, analyserar en multipel regressionsanalys flera oberoende variabelers samband gentemot beroendevariabeln samtidigt (Newbold et al., 2013).

Ekvationen för multipel regressionsanalys är följande:



$$\gamma_i = \beta_0 + \beta_1\chi_{1i} + \beta_2\chi_{2i} + \dots + \beta_k\chi_{ki} + \varepsilon_i$$

Där:

$\gamma_i$  = beroende variabel

$\beta_0$  = intercept

$\beta_j$  = koefficient

$\chi_j$  = oberoende variabel

$\varepsilon_i$  = residual

$i$  = observationsnummer

$k$  = antal förklarande variabler

(Newbold et al., 2013)

Minsta-kvadratmetoden, ofta benämnd OLS, är en metod för multipel regressionsanalys som beräknar koefficienterna genom att minimera summan av de kvadrerade residualerna. Detta utförs i syfte att få fram en linjär ekvation som på bästa möjliga sätt presenterar observationerna (Newbold et al., 2013).

### 3.4.3 Regressionsdiagnostik

Enligt Brooks (2014) utgår en regressionsanalys från fem antaganden, dessa är:

1.  $E(\varepsilon_i) = 0$

Det första antagandet är att medelvärdet av residualerna är noll. Om en konstant term finns med i regressionen är detta antagande uppfyllt (Brooks, 2014).

2.  $var(\varepsilon_i) = \sigma^2 < \infty$

Det andra antagandet innebär att variansen av residualerna är konstant, vilket benämns som homoskedasticitet. Om felen inte är homoskedastiska är de heteroskedastiska. Ett vanligt test för homoskedasticitet är ett White-test, vilket är en metod för att undersöka om antagandet är giltigt (Brooks, 2014). I denna studie kommer det genomföras ett White-test för regressionen i Eviews.

$$3. \text{cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$$

Det tredje antagandet handlar om att kovariansen mellan två residualer är 0, vilket innebär att residualerna inte är korrelerade med varandra. Vid användning av tvärsnittsdata är detta antagande inte relevant, vilket är fallet för denna studie (Brooks, 2014).

$$4. \chi_t \text{ är icke-stokastiska}$$

Det fjärde antagandet handlar om att de oberoende variablerna inte är slumpmässiga och det finns ingen korrelation mellan variablerna och residualerna. (Brooks, 2014) Detta problem kan varken testas eller korrigeras vid användning av tvärsnittsdata.

$$5. \varepsilon_j \sim N(0, \sigma^2)$$

Det femte antagandet handlar om att residualerna är normalfördelade. Detta undersöks vanligtvis med ett Jarque-Bera-test, vilket är ett test för att undersöka normalfördelningen hos en variabel. Ett lågt värde, dock som lägst 0, tyder på normalfördelning i datan. (Brooks, 2014).

### **3.5 Variabler**

#### **3.5.1 Beroendevariabel**

Budpremien räknades ut genom att subtrahera budpriset per aktie med det genomsnittliga aktiepriset under tre månader fram till dagen innan tillkännagivandet. Valet att använda ett genomsnittligt aktiepris gjordes för att undvika slumpmässiga förändringar i aktiepriset samt risken för påverkan av eventuella rykten och läckt information om förvärvet. Det sistnämnda kan fortfarande komma att påverka det slutgiltiga aktiepriset men i och med den långa tidsperioden borde denna påverkan bli liten (Bureau Van Dijk, 2020).

#### **3.5.2 Förklaringsvariabler**

För att besvara frågeställningen tilldelas varje förvärv en av de tidigare nämnda klassifikationerna.

Tidigare forskning inom området presenterar i huvudsak två tillvägagångssätt gällande klassificering. Herger & McCorriston (2014) genomförde en liknande studie där de undersökte gränsöverskridande förvärv och klassificerade dessa i samma klasser som denna

studie behandlar. De använde ett system där de jämförde det förvärvande och målföretagets SIC-kod. Om båda företagen hade samma SIC-kod innebar det att de var verksamma inom samma bransch och hade samma huvudsakliga affärsområde, och transaktionen klassificerades därför som horisontell. Ett sådant automatiserat system gör det möjligt att klassificera en stor mängd transaktioner på kort tid. En viktig förutsättning för att detta tillvägagångssätt ska ge ett pålitligt resultat är att SIC-kodsystemet är korrekt utformat samt går att tolka utifrån de klassificeringar som studien använder. Även andra koder utöver SIC-systemet har använts i liknande studier men tillvägagångssättet är detsamma.

Det andra sättet innebär att information om företagen samlas in vilket utgör grund för en subjektiv bedömning utifrån de definitioner som valts. Sahlberg (2007) genomförde år 2006 en studie med denna metod för att undersöka onormal avkastning vid vertikala och horisontella förvärv. I undersökningen granskades de båda företagens bolagsordning samt beskrivning av kärnverksamhet för att sedan jämföras mot varandra. Utifrån studiens kriterier gjordes sedan en bedömning angående klassifikation.

I denna studie kommer främst den sistnämnda metoden användas. Detta val har gjorts med uppfattningen att bransch-koderna är svårtolkade utifrån studiens valda klassificeringar. Metoden hade resulterat i gränsdragningsproblem, framförallt mellan vertikalt och konglomerat förvärv.

Information om företagen hämtas från Zephyr och Datastream men även från företagens hemsidor samt årsrapporter. Först jämförs SIC-koderna och verksamhetsbeskrivningen i datarapporten hämtad från Zephyr. Om samtliga fyra siffror i SIC-koden är identiska för företagen samt om verksamhetsbeskrivningen är liknande klassificeras dessa förvärv som horisontella. Om endast den första siffran eller de första två siffrorna i SIC-koden är gemensamma för företagen är det troligt att det rör sig om vertikalt eller horisontellt förvärv men en djupare analys måste göras för att bestämma klassifikationen. Då läses hela verksamhetsbeskrivningen grundligt för att sedan resultera i en klassifikation. Om SIC-koderna skiljer sig helt är det sannolikt att det rör sig om ett konglomerat förvärv men verksamhetsbeskrivningen jämförs ändå för att säkerställa en korrekt bedömning. Om underlaget inte är tillräckligt tydligt hämtas kompletterande information från företagens egna hemsidor, artiklar och andra relevanta källor som finns att tillgå.

### **3.5.3 Kontrollvariabler**

#### **Kontinuerliga variabler**

##### **Market/book-kvoten**

Market/book-kvoten är målföretagets marknadsvärde dividerat med dess bokförda värde. Från Datastream hämtades dagliga värden omfattande en period av tre månader före tillkännagivandet vilka sedan låg till grund för beräkning av en genomsnittlig Market/book-kvot.

##### **Målföretagets storlek**

Målföretagets storlek avser marknadsvärdet för det förvärvade företaget. Från Datastream hämtades dagliga värden omfattande en period av tre månader före tillkännagivandet vilka sedan låg till grund för beräkning av ett genomsnittligt marknadsvärde. I syfte att öka variabelns applicerbarhet på modellen har datan logaritmerats, vilket har lett till en högre grad av normalfördelning för variabeln.

##### **Förvärvad ägarandel**

Förvärvad ägarandel är andelen aktier som förvärvas vid uppköpet. Denna variabel beräknas genom att subtrahera ägarandelen efter förvärvet med den ursprungliga ägarandelen.

#### **Dummy-variabler**

##### **Gränsöverskridande**

Förvärvet klassificeras som inhemskt då både förvärvande företag och målföretag är registrerade i samma land och gränsöverskridande då företagen är registrerade i olika länder. Klassificeringen görs med utgångspunkt i landskoder hämtade från Zephyr.

##### **Betalningssätt**

Förvärven delas in i tre olika kategorier utifrån betalningssätten kontant och/eller aktier. Datan hämtas från Zephyr.

##### **Toehold**

*Toehold* innebär att det förvärvande företaget redan äger en viss andel i målföretaget, dock ej över 50%. Transaktioner där det inte förekommit tidigare ägande tilldelas värdet 0 medan det motsatta tilldelas värdet 1.

### **3.6 Reliabilitet**

Enligt Bryman & Bell (2017) definieras reliabilitet utifrån tre huvudprinciper; följdriktighet, överensstämmelse och pålitlighet. Variablerna ska följa dessa kriterier till största möjliga mån för att säkerställa studiens reliabilitet. I denna studie är måtten på de olika variablerna objektiva och givna i vald tidsram samt urval. I studien finns däremot ett undantag gällande klassificering av förvärven enligt kategorierna; konglomerat, vertikal och horisontell. Dess reliabilitet bestäms med hjälp av begreppet interbedömarreliabilitet, vilket definieras av Bryman & Bell (2017) som subjektiva bedömningar vilka utförs vid kategorisering av observationer av en eller flera observatörer. Reliabiliteten i den subjektiva bedömningen av kategorier kan skilja mellan observatörer. I denna studie har diskussion mellan författarna samt analys av SIC-koder legat till grund för klassificering av varje enskilt förvärv.

Majoriteten av informationen i denna studie utgörs av sekundärdata hämtad från tidigare nämnda databaser. Vid insamling av sekundärdata menar Lundahl & Skärvad (1999) att reliabiliteten i den insamlade informationen bör betraktas som potentiellt vinklad, ofullständig eller skapad för ett specifikt ändamål. De för studien valda databaserna är frekvent använda inom professionen och med tanke på de ansedda aktörer som står bakom dessa bedöms de som tillförlitliga.

### **3.7 Validitet**

Enligt Bryman & Bell (2017) definieras validitet som huruvida en eller flera indikatorer verkligen mäter det som avses mätas. Studiens valda variabler samt teorier är tidigare beprövade av forskning refererad till i studiens teoriavsnitt. Den tidigare beskrivna bedömningen gällande klassificering av förvärv kan diskuteras påverka studiens validitet. Som svar på detta har författarna tagit stöd i tidigare forskning samt tidigare nämnda SIC-koder. Studiens validitet kan bedömas genom att resultatet jämförs med tidigare forskning.

## 4. Resultat

I detta kapitel presenteras studiens resultat främst i form av tabeller och grafer med en kort beskrivning av innehållet. Först visas den beskrivande statistiken för studien, följt av resultatet från regressionsanalysen.

### 4.1 Beskrivande statistik

#### 4.1.1 Förvärv

Studien baseras på ett urval om 119 företagsförvärv i enlighet med kriterierna definierade i avsnitt 3.2.

Diagram 1 – Antal Förvärv per år

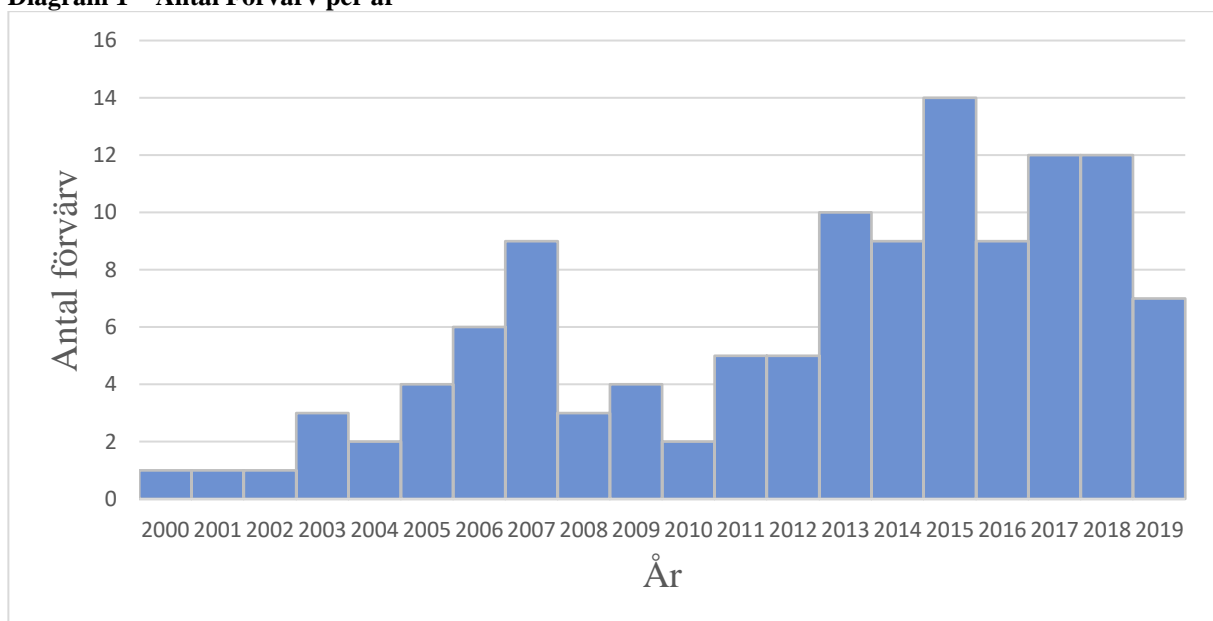


Diagram 1 visar förvärvsfrekvensen per år för studiens tidsperiod. Majoriteten av förvärven har skett under de senaste 10 åren med den högsta förvärvsvolymen under år 2015.

**Diagram 2 – Fördelning av förvärven efter målföretagets land**

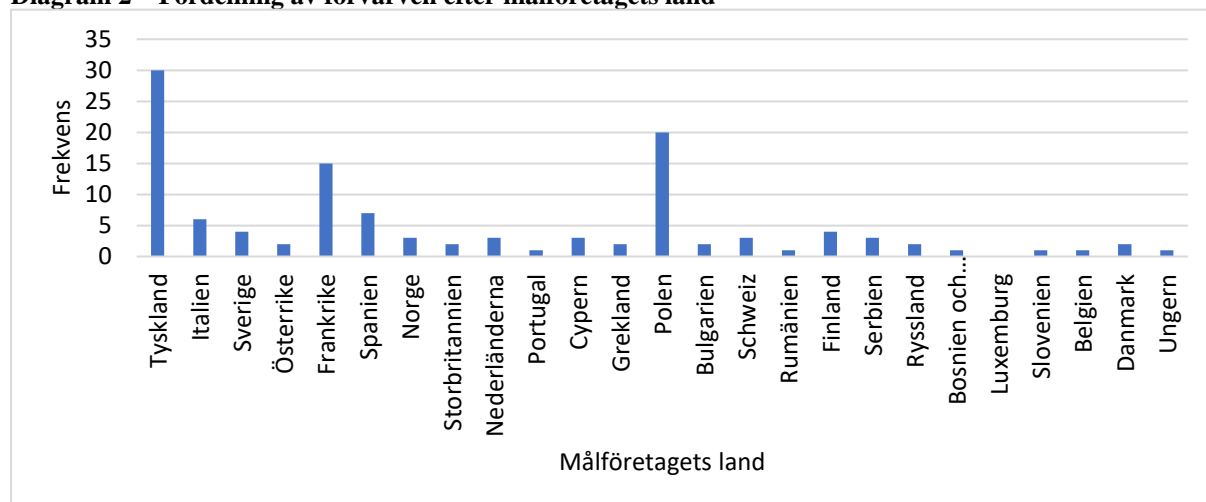


Diagram 2 visar hur målföretagen är fördelade på de totalt 25 länder som är representerade i urvalet. Det är tre länder som utmärker sig gällande förvärvsfrekvens där flest målföretag är registrerade i Tyskland, följt av Polen och Frankrike.

**Diagram 3 – Fördelning av förvärven efter det förvärvande företagets land**

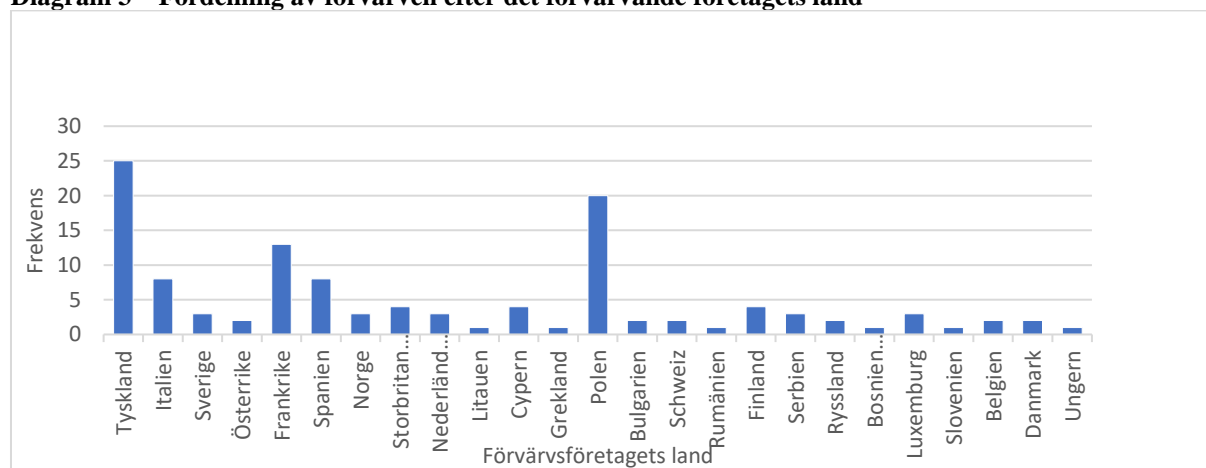


Diagram 3 visar hur de förvärvande företagen är fördelade mellan länderna i urvalet. Liksom fördelningen för målföretagen är det samma tre länder som står för största delen av förvärven även sett till det förvärvande företaget. En skillnad är att Spanien och Italien är mer frekvent representerat i detta diagram jämfört med föregående.

## 4.1.2 Beroendevariabel – Budpremien

Diagram 4 – Histogram för Budpremien

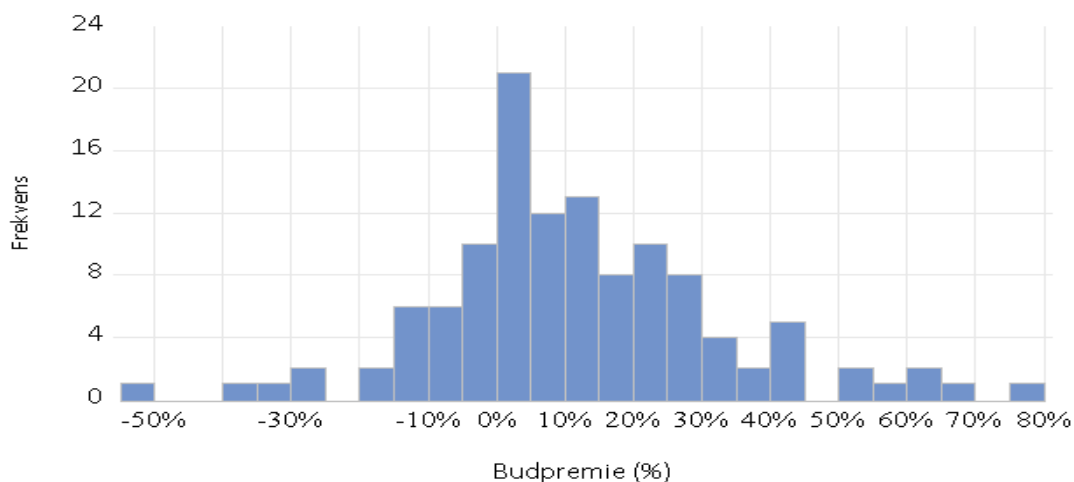


Diagram 4 visar fördelningen över budpremiens storlek. Intervallet sträcker sig från ett minsta värde på -53,2 % till ett högsta värde på 75,22 %. Jarque-Bera-testet uppvisar ett värde på 9,07 vilket är relativt lågt och datan kan därför betraktas som någorlunda normalfördelad. I tabellen nedan redogörs nämnda värden tillsammans med medelvärde och median.

Tabell 2 - Budpremien

Medelvärde	Median	Min	Max	Jarque-Bera
11,37 %	7,82 %	-53,2 %	75,22 %	9,07

## 4.2 Kontroll- och förklaringsvariabel

### 4.2.1 Förklaringsvariabel

Tabell 3 – Fördelning av förvärv enligt förklaringsvariabelns klassificeringar

Variabel	Antal	Andel
Horisontell	59	49,58 %
Vertikal	17	14,29 %
Konglomerat	43	36,13 %
<b>Summa</b>	<b>119</b>	<b>100 %</b>



Fördelning av förvärv enligt förklaringsvariabelns klassificeringar visas i tabell 3. De horisontella förvärven utgör nästan hälften av urvalet med 49,58 % och konglomerat utgör den näst största andelen med 36,13 % och vertikala med minsta andelen på 14,29 %. Tabell 4 visar genomsnittlig budpremie samt medianvärde för respektive klassifikation.

**Tabell 4 – Medelvärde och median för förklaringsvariabelns klassificeringar**

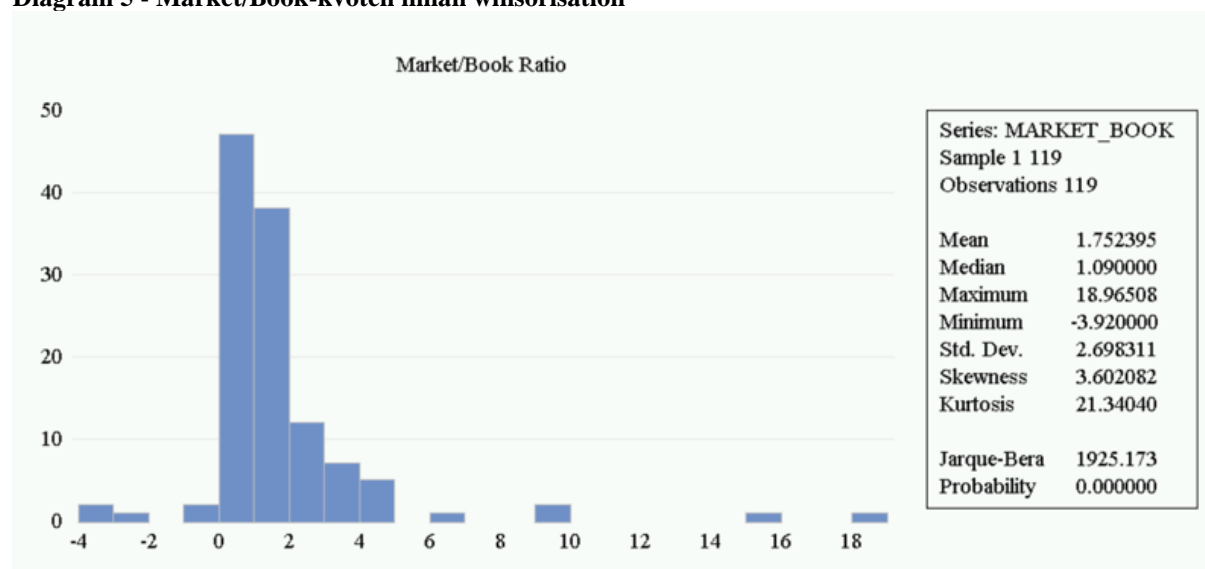
Klassifikation	Medelvärde	Median
<b>Vertikal</b>	22,30 %	23,65 %
<b>Horisontell</b>	14,15 %	9,40 %
<b>Konglomerat</b>	3,25 %	3,27 %

## 4.2.2 Kontrollvariabler

### 4.2.2.1 Kontinuerliga variabler

#### Market/Book-kvoten

**Diagram 5 - Market/Book-kvoten innan winsorisation**



**Diagram 6 - Market/Book-kvoten efter winsorisation**

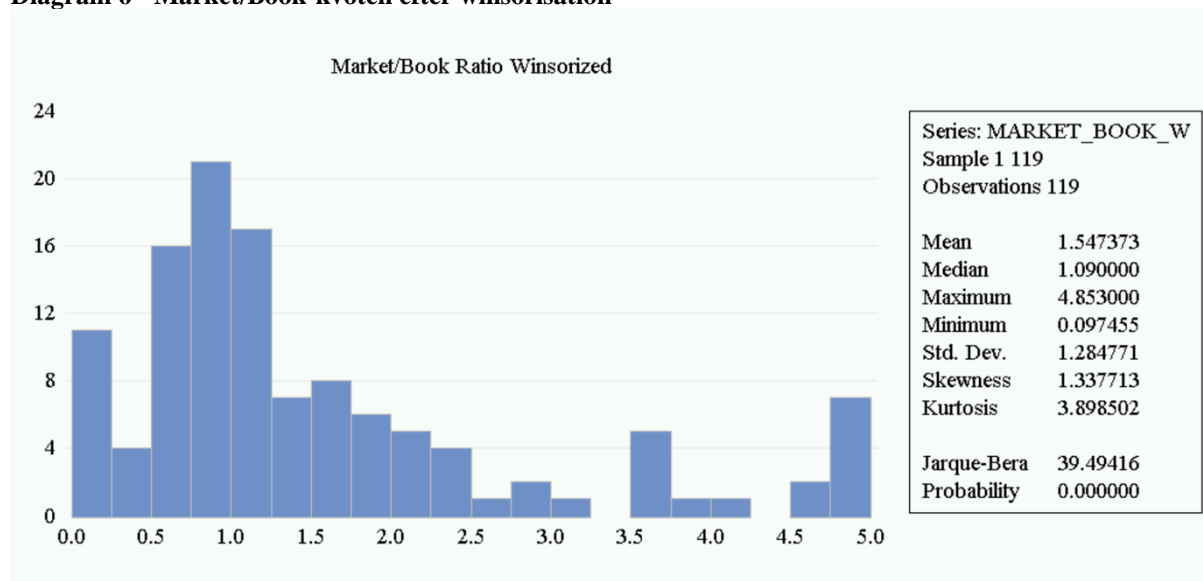


Diagram 5 visar datan för market/book-kvoten där det kan urskiljas ett antal extremvärden. Det höga Jarque-Bera-värdet på 1925,173 visar att datan inte är normalfördelad. I syfte att åtgärda detta har datan transformerats genom en metod benämnd winsorizing. Det innebär att de värden som befinner sig inom det högsta respektive lägsta 5%-intervallet transformeras till det mest närliggande värdet. Diagram 6 visar värdena efter winsorization.

**Tabell 5 – Market/Book kvoten**

Medelvärde	Median	Min	Max	Jarque-Bera
1,55	1,09	0,1	4,85	39,49

I tabell 5 utläses statistik för market/book-kvoten som uppvisar ett medelvärde på 1,55, en median på 1,09 samt ett min- och maxvärde på 0,1 respektive 4,85. Trots att datan är winsorizad är Jarque-Bera-värdet relativt högt vilket tyder på att värdena inte är perfekt normalfördelade.

### Målföretagets storlek

**Tabell 6 – Målföretagets storlek**

Medelvärde	Median	Min	Max	Jarque-Bera
4,49	4,66	-0,75	9,54	1,02

I tabell 6 utläses statistiken för de logaritmerade värdena gällande målföretagets storlek. Tabellen visar ett medelvärde på 4,49, en median på 4,66 samt ett min- och maxvärde på -0,75 respektive 9,54. Jarque-Bera-värdet är nära noll vilket tyder på hög grad av normalfördelning.

## Förvärvad ägarandel

Tabell 7 – Förvärvad ägarandel

Medelvärde	Median	Min	Max	Jarque-Bera
48 %	43 %	0,3%	100 %	5,3

I tabell 7 utläses den förvärvade ägarandelen som uppvisar ett medelvärde på 48 %, en median på 43 %, ett min- och maxvärde på 0,3 % respektive 100 % samt det relativt låga Jarque-Bera-värdet på 5,3.

### 4.2.2.2 Dummy-variabler

#### Gränsöverskridande förvärv

Tabell 8 - Gränsöverskridande förvärv

Gränsöverskridande	Antal	Andel
Ja	18	15,1 %
Nej	101	84,9 %
Summa	119	100 %

I tabell 8 utläses fördelningen mellan gränsöverskridande och inhemska förvärv. En tydlig majoritet i urvalet representeras av inhemska förvärv som utgör knappa 85 %, medan gränsöverskridande utgör dryga 15 %.

#### Betalningssätt

Tabell 9 - Betalningssätt

Betalningssätt	Antal	Andel
Kontant	104	87,40 %
Aktier	9	7,56 %
Mix	6	5,04 %
Summa	119	100 %

I tabell 9 utläses fördelningen mellan de olika betalningssätten. Betalningssättet kontant är mest frekvent förekommande med en andel på 87,4 %. Mindre vanligt var betalning med aktier respektive mix av kontant och aktier, vilka står för 7,56 % respektive 5,04 % av det totala urvalet.

## Toehold

Tabell 10 - Toehold

Toehold	Antal	Andel
Ja	76	63,9 %
Nej	43	36,1 %
Summa	119	100 %

Tabell 10 visar förekomst av *Toehold* inom urvalet. Vid knappa 64 % av förvärven fanns ett tidigare ägande i målföretaget, vilket inte var fallet för resterande andel.

### 4.3 Regressionsdiagnostik

Innan presentation av den utförda regressionsanalysen redogörs i detta avsnitt huruvida regressionen uppfyller antagandena i avsnitt 3.4.3.

1.  $E(\varepsilon_i) = 0$

Det första antagandet för regressionsanalysen kan bedömas uppfyllt då en konstant har inkluderats i analysen, vilket i bilaga 1 motsvaras av "c".

2.  $var(\varepsilon_i) = \sigma^2 < \infty$

Det andra antagandet för regressionsanalysen kan även det bedömas uppfyllt då White-testet (bilaga 2) inte visar någon signifikans för heteroskedasticitet. Nollhypotesen kan därför inte förkastas vilket innebär att variansen är homoskedastisk.

3.  $cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0$

Då studien använder tvärsnittsdata är detta antagande inte relevant.

4.  $\chi_t$  är icke-stokastiska

Då studien använder tvärsnittsdata är detta antagande inte relevant.

5.  $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$

Bilaga 3 visar på en hög grad av normalfördelning för residualerna med ett lågt Jarque-Bera värde på 2,83. Detta antagande kan därför bedömas uppfyllt.

#### 4.4 Regressionsanalys

Nedan presenteras resultatet från regressionsanalysen uppdelat i en matris över förklaringsvariabeln samt en tabell över kontrollvariablerna. Förklaringsgraden för regressionen uppgår till 0,187 och den justerade förklaringsgraden uppgår till 0,1199.

##### 4.4.1 Förklaringsvariabel

Tabell 11– Matris över förklaringsvariabel

	Vertikal	Horisontell	Konglomerat
Vertikal	-	-0,099409 (0,0769)	-0,161788 (0,0070)
Horisontell	0,099409 (0,0769)	-	-0,062379 (0,1765)
Konglomerat	0,161788 (0,0070)	0,062379 (0,1765)	-

I tabell 11 redogörs förklaringsvariabelns koefficienter som det övre värdet samt p-värde som värdet inom parentes. Matrisen förstås genom att förvärvstypen på den horisontella axeln jämförs mot referensgruppen på den vertikala axeln. Således kan ett signifikant samband mellan konglomerat och vertikal utläsas med ett p-värde på 0,0070. Sambandet har en tvåstjärning signifikans utifrån de signifikansnivåer som definieras i avsnitt 3.4.1. Detta tolkas som att det är statistiskt säkerställt att vertikala förvärv har en högre budpremie än konglomerat. P-värdet för sambandet mellan horisontell och vertikal är 0,0769 och 0,1765 för konglomerat och horisontell.

#### 4.4.2 Kontrollvariabler

Tabell 12 – Tabell över kontrollvariabler från regressionsanalysen

Variabel	Koefficient	P-värde
Market/book-kvot	-0,005439	0,7270
Målföretagets storlek	-0,009962	0,2975
Förvärvad ägarandel	0,024774	0,8392
Gränsöverskridande förvärv	0,058594	0,2893
Betalningssätt: Mix	0,185424	0,0440
Betalningssätt: Aktier	0,108870	0,1676
Toehold	-0,032835	0,6158
Förklaringsgrad	0,187	
Justerad förklaringsgrad	0,1199	

*Betalningssätt kontant är i detta fall referensvariabel mot övriga betalningssätt och syns därför inte i tabellen.*

I tabell 12 redogörs ett sammanställt resultat över kontrollvariablerna från regressionsanalysen. Endast en kontrollvariabels påverkan på budpremien kan statistiskt säkerställas, vilket är betalningssätt mix i relation till betalningssätt kontant. Detta samband visar signifikans på enstjärnig nivå.

## 5. Analys & Diskussion

### Beroendevariabeln

Studien uppvisar en genomsnittlig budpremie på 11,37 % vilket är lägre än vad tidigare forskning och statistik visar, både vad gäller amerikanska och europeiska marknaden. Värdet ligger dock närmre de europeiska nivåerna för budpremien som historiskt varit lägre än de amerikanska och som under 2017 var 23,4 % jämfört med 29,3 % för USA, vilket är rimligt då studiens urval omfattar europeiska företagsförvärv.

En möjlig anledning till att studien uppvisar en budpremie som är låg även jämfört med europeiska nivåer kan vara att urvalet inte är jämnt representerat över det geografiska området, utan koncentrerat till framförallt tre länder; Tyskland, Frankrike och Polen. Huruvida dessa länder generellt har en lägre budpremie än övriga Europa är oklart, men kan vara värt att ha i åtanke. De tre nämnda länderna kan ses som homogena så till vida att de har en kulturell och geografisk närhet. Däremot går det att argumentera för att urvalet i stort kan betraktas som både homo- och heterogent. Heterogent då världsdelen består av flera olika länder med olika kultur. Men det kan också ses som homogent då majoriteten av länderna inom Europa har liknande ekonomiska system som en följd av exempelvis EU och eurosamarbetet.

Urvalet i denna studie är litet relativt den totala mängden förvärv som skett i regionen under den valda perioden. Tabell 1 visar att en stor mängd transaktioner sällades bort utifrån de valda kriterierna. Därför är det möjligt att urvalet i studien inte på ett fullständigt sätt beskriver budpremien för marknaden i stort. Andra studier som använt sig av ett större urval kan därför få ett annat resultat.

En annan möjlig förklaring till skillnader i resultat vid undersökning av budpremien är det faktum att den kan beräknas på olika sätt. Det som främst kan variera är vilket aktiepris som används. Vissa studier använder aktiepriset vid en specifik tidpunkt innan tillkännagivandet medan andra använder ett genomsnitt under olika lång tidsperiod innan tillkännagivandedagen. Ett möjligt problem med att använda datapunkter som tidsmässigt ligger nära tillkännagivandet är att det, som tidigare nämnt i avsnitt 3.4.4, finns en risk att information har läckt ut till marknaden och därför påverkat priset. Resultatet av detta blir att budpremien uppvisar ett lägre värde än vad som faktiskt är fallet.

Förklaringsgraden och den justerade förklaringsgraden för modellen är 0,187 respektive 0,1199. Förklaringsgraderna är relativt låga vilket innebär att modellen endast delvis förklarar budpremien. Denna studie ämnar dock inte förklara budpremien i sin helhet utan endast dess relation till studiens förklaringsvariabel.

Trots användning av ett flertal kontrollvariabler som visat signifikans i tidigare forskning är förklaringsgraden låg, vilket kan bero på olika anledningar. En av anledningarna kan vara att de för studien valda variablerna har svag påverkan på budpremien, alternativt är för få. En annan möjlig anledning till budpremiens storlek som inte går att kvantifiera, men som presenteras i studien, är det beteendeteoretiska perspektivet. Utöver de nämnda anledningarna kan det finnas ytterligare faktorer som påverkar budpremien men som inte lyckats påvisas i tidigare forskning och som därför inte inkluderats i denna studie.

### **Förklaringsvariabler**

Enligt tabell 11 kan studien påvisa ett signifikant samband mellan budpremie och förvärvstyp, där vertikala förvärv uppvisar en högre budpremie jämfört med konglomerat. Utifrån Gaughans antagande om att det är förväntan om framtida synergier som bör vara den enda anledningen till budpremien, givet att företag agerar rationellt, är sambandet inte förvånande. Definitionen av konglomerat är just avsaknad av synergier, medan vertikala förvärv förväntas generera framtida synergier i form av ökad effektivitet och kontroll. Även horisontella förvärv förväntas enligt definition generera större framtida synergier än konglomerat och enligt samma resonemang kan ett negativt samband således tyckas rimligt, men det har studien inte kunnat påvisa.

Studien visar även ett negativt samband för horisontella förvärv gentemot vertikala. Sambandet har ett p-värde på 7,7 %, vilket innebär att det inte är att betrakta som statistiskt säkerställt utifrån de signifikansnivåer som presenteras av Körner & Wahlgren. Brooks menar dock att en signifikansnivå om 10 % också kan användas och utifrån detta resonemang kan sambandet betraktas som statistiskt säkerställt. I teoriavsnittet presenteras tydliga synergier både vid vertikala och horisontella förvärv, men inget belägg för att synergier skulle vara starkare för någon av förvärvstyperna. En möjlig tolkning av resultatet är att synergier vid vertikala förvärv värderas högre och att man därmed är villig att betala mer för effektivisering och kontroll över leverantörskedjan jämfört med att öka sina marknadsandelar.



### **Kontrollvariabler**

Enligt tabell 12 visar endast en av studiens kontrollvariabler signifikant samband gällande påverkan på budpremien. Detta samband är positivt och gäller betalningssätt mix i förhållande till kontant, vilket tolkas som att budpremien är högre när betalning sker genom en blandning av kontanter och aktier än vid endast kontant betalning.

Trots att de flesta variablerna inte uppvisar någon signifikans finns det god anledning att inkludera dessa i modellen. Bland annat visar tidigare forskning på signifikanta samband mellan de valda kontrollvariablerna och budpremien, vilket gör det svårt att bortse från deras möjliga påverkan. Inkludering av kontrollvariablerna skapar också förutsättningar för att på ett korrekt sätt kunna dra slutsatser om förklaringsvariabelns påverkan på budpremien. Varför sambanden mellan kontrollvariablerna och budpremien i denna studie skiljer sig från tidigare undersökningar nämnda i teoriavsnittet är svårt att ge ett exakt svar på.

Goergen och Renneboog påvisade ett signifikant positivt samband mellan Market/Book-kvoten och budpremien i sin studie från 2004. En väsentlig skillnad mellan studierna som kan ge upphov till de olika resultaten är den genomsnittliga Market/book-kvoten, som i deras undersökning uppgår till 4,26 jämfört med 1,55 för denna studie. En möjlig anledning till detta är urvalet som i deras fall omfattar en tidigare tidsperiod.

Gällande målföretagets storlek kan studien till skillnad från tidigare forskning presenterad i avsnitt 2.4.2 inte påvisa något signifikant samband med budpremien. Denna studie skiljer sig från tidigare forskning framförallt avseende storlek på urval, undersökt tidsperiod och geografiskt område.

Enligt Gaughans resonemang i avsnitt 2.4.4 så ökar den totala kostnaden ju större förvärvad ägarandel i målföretaget. Detta samband ter sig rimligt men har inte undersökts i studien. Moellers studie från 2005 samt Betton et al. (2000) presenterar ett samband som gäller att mindre tidigare ägarandel (lägre *Toehold*) innebär en större budpremie per aktie, eller omvänt att högre tidigare ägarandel innebär en lägre budpremie. Sambandet kan också tolkas som att förvärvad ägarandel har ett positivt samband med budpremien. Studiens avsaknad av signifikans för både kontrollvariabeln *Toehold* och förvärvad ägarandel gör att detta samband dock inte kan påvisas. Återigen finns påtagliga skillnader mellan denna studie och tidigare forskning framförallt avseende storlek

Den tidigare forskningen kring gränsöverskridande förvärv är relativt svårtolkad och icke entydig. Studien kan varken påvisa något positivt eller negativt signifikant samband. En

möjlig anledning till detta är att gränsöverskridande förvärv utgör en mycket låg andel av det totala urvalet.

Regressionen visade att betalning med blandade medel leder till en högre budpremie jämfört med om betalningen skedde kontant. Tidigare forskning presenterar olika perspektiv och samband mellan kontant och aktier, dock inget gällande en blandning av dessa. Resultatet skulle enligt studien av Moeller et al. från 2004, som visar på högre budpremie vid betalning med aktier jämfört med kontanter, kunna tolkas som att budpremien stiger när betalning sker delvis med aktier. Det kan dock diskuteras huruvida det är just delen aktier i det blandade betalningssättet som bidrar till en högre budpremie, eller om det snarare grundar sig i kombinationen som sådan. Tillförlitligheten i resultatet kan ifrågasättas då betalningssättet mix utgör en liten del av det totala urvalet.

## **6. Slutsats**

### **6.1 Slutsats och kunskapsbidrag**

Syftet med denna studie var att undersöka och förklara hur typen av förvärv, uppdelat i horisontellt, vertikalt och konglomerat, påverkar budpremiens storlek vid publika företagsförvärv. Studien har genomförts med en målsättning att utifrån tidigare forskning inom ämnet komplettera och bidra med vidare insikter kring budpremiens påverkansfaktorer.

Sambanden mellan de för studien valda klassificeringarna av företagsförvärv och budpremien beräknades med en multipel regressionsanalys. Ett signifikant samband kunde påvisas där förvärvstypen vertikal uppvisade en högre budpremie jämfört med konglomerat. Studien visade även på en skillnad gällande högre budpremie vid vertikala förvärv jämfört med horisontella, som givet en signifikansnivå om 10 % kan betraktas som statistiskt säkerställt. Det sista sambandet, mellan horisontell och konglomerat, uppvisar ingen signifikans i studien. Studiens frågeställning *”Kan det påvisas några skillnader i budpremie beroende på om förvärvet är horisontellt, vertikalt eller konglomerat?”* kan anses besvarad.

Med stöd i den teori som presenteras kan skillnader i budpremie förklaras framförallt utifrån förväntan om framtida synergier. Vertikala och horisontella förvärv förväntas till skillnad från konglomerat generera synergier och motsvaras därför rimligtvis av en högre budpremie. Det signifikanta samband som studien påvisar kan därmed anses rimligt. Sambandet mellan vertikala och horisontella förvärv, som är säkerställt på en signifikansnivå om 10 %, är med detta resonemang svårare att förklara då båda förvärvstyperna som nämnt förväntas generera synergier.

Studien har tagit hänsyn till andra möjliga påverkansfaktorer och perspektiv i syfte att ge en så korrekt bild som möjligt av förvärvstypernas påverkan på budpremien. Trots detta, uppgår undersökningens förklaringsgrad till endast 18,7 % vilket visar hur svårt det är att på ett fullständigt sätt förklara budpremiens storlek. Detta har dock aldrig varit målet med denna studie.

### **6.2 Förslag till vidare forskning**

Studien påvisar att vertikala förvärv innebär en högre budpremie jämfört med konglomerat och givet en signifikansnivå om 10 % även jämfört med horisontella förvärv. Huruvida det är befogat eller inte med en högre budpremie för vertikala förvärv jämfört med de andra förvärvstyperna beror på hur väl de förväntade synergier realiseras och vilken framtida avkastning som förvärvet genererar. Detta är inget som undersöks i studien, men vore ett

förslag till vidare forskning inom området för att ge en mer nyanserad bild av de olika förvärvstyperna.

Huruvida studien ger en korrekt bild av hur förvärvstyperna påverkar budpremien i Europa under den valda tidsperioden kan diskuteras utifrån det förhållandevis lilla urvalet som behandlas. Ett större urval ger rimligen förutsättningar för mer korrekta slutsatser och är således ett förslag till vidare forskning. Om resultaten i studien är generella och kan antas gälla över andra tidsperioder och geografiska områden är oklart. Ytterligare förslag till vidare forskning hade därför kunnat vara en liknande undersökning med andra urvalskriterier.

## Referenser

- Agrawal, A., Jaffe, J. F. & Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 47, no. 4, pp.1605–1621, Available Online: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04674.x> [Accessed 16 December 2020].
- Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L. & Travlos, N. G. (2013). Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains, *Journal of Corporate Finance*, vol. 20, no. 1, pp.1–13.
- Alexandridis, G., Petmezas, D. & Travlos, N. G. (2010). Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence, *Financial Management*, [e-journal] vol. 39, no. 4, pp.1671–1695, Available Online: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1755-053X.2010.01126.x>.
- Berk, J. B. & DeMarzo, P. M. (2020). *Corporate Finance*, 5th ed., Harlow: Pearson.
- Betton, S. & Eckbo, E. B. (2000). Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoffs in Takeovers., *Review of Financial Studies*, [e-journal] vol. 13, no. 4, Available Online: <http://10.0.4.69/rfs/13.4.841>.
- Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance*, 3rd edn, Cambridge: Cambridge University Press.
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*, 3rd edn, Stockholm: Liber AB.
- Bureau van Dijk. (2021). Zephyr Overview, *Bureau van Dijk*, Available Online: <https://www.bvdinfo.com/en-us/our-products/data/economic-and-ma/zephyr#secondaryMenuAnchor1> [Accessed 6 January 2021].
- Bureau Van Dijk. (2020). Zephyr Database, Available Online: [https://zephyr.bvdinfo.com/ZephyrNeo.HomePage.serv?\\_CID=1&context=3AXIIN3DCDQ3NCH](https://zephyr.bvdinfo.com/ZephyrNeo.HomePage.serv?_CID=1&context=3AXIIN3DCDQ3NCH) [Accessed 15 November 2020].
- Capron, L., Dussauge, P. & Mitchell, W. (1998). Resource Redeployment Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992, *Strategic Management Journal*, [e-journal] vol. 19, no. 7, pp.631–661, Available Online: <http://www.jstor.org/stable/3094148>.
- Clark, J. J. & Elgers, P. T. (1980). Merger Types and Shareholder Returns: Additional Evidence, *Financial Management*, [e-journal] vol. 9, no. 2, pp.66–72, Available Online: <https://eds-a-ebsohost-com.ludwig.lub.lu.se/eds/detail/detail?vid=0&sid=948a8352-01e1-44e3-ae80-7f3a188f1ebb%40sessionmgr4008&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3D%3D#AN=edsjsr.3665170&db=edsjsr> [Accessed 2 January 2021].
- Davidson, W. N. & Cheng, L. T. W. (1997). Target Firm Returns: Does the Form of Payment Affect Abnormal Returns?, *Journal of Business Finance and Accounting*, [e-journal] vol. 24, no. 3–4, pp.465–479, Available Online: <http://10.0.4.87/1468-5957.00115>.
- Díaz, K. B., Azofra, S. S. & Gutiérrez, L. C. (2009). Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns, *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, [e-journal] vol. 48, no. 3, pp.5–21, Available Online: <http://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://www.jstor.org/stable/23075250> [Accessed 16

December 2020].

- Dostan, R., Gustafsson, C., Lättman, M. & Glenngård, A. (2017). Växa På Bredden Eller Höjden?, Lund, Available Online: <http://lup.lub.lu.se/student-papers/record/8922131> [Accessed 16 December 2020].
- Emmerich, A. O., Panovka, R., Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. (2019). Cross-Border M&A—2019 Checklist for Successful Acquisitions in the United States, *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, Available Online: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/01/30/cross-border-ma-2019-checklist-for-successful-acquisitions-in-the-united-states/> [Accessed 2 January 2021].
- Fan, J. P. H. & Goyal, V. K. (2006). On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers, *The Journal of Business*, [e-journal] vol. 79, no. 2, pp.877–902, Available Online: <http://www.jstor.org/ludwig.lub.lu.se/stable/10.1086/499141>.
- Fee, C. E. & Thomas, S. (2004). Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms, *Journal of Financial Economics*, vol. 74, no. 3, pp.423–460.
- Gaughan, P. A. (2018). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, 7. ed., Hoboken, N.J. : Wiley,.
- Goergen, M. & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids., *European Financial Management*, [e-journal] vol. 10, no. 1, pp.9–45, Available Online: <http://10.0.4.87/j.1468-036X.2004.00239.x>.
- Harrigan, K. R. (1984). Formulating Vertical Integration Strategies, *Academy of Management Review*, [e-journal] vol. 9, no. 4, pp.638–652, Available Online: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1984.4277387> [Accessed 2 January 2021].
- Herger, N. & McCorriston, S. (2014). Horizontal, Vertical, and Conglomerate FDI: Evidence from Cross Border Acquisitions, Gerzensee, Available Online: [https://szgerzensee.ch/fileadmin/Dateien\\_Anwender/Dokumente/working\\_papers/wp-1402.pdf](https://szgerzensee.ch/fileadmin/Dateien_Anwender/Dokumente/working_papers/wp-1402.pdf) [Accessed 21 December 2020].
- Huang, Y. S. & Walkling, R. A. (1987). Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance, *Journal of Financial Economics*, vol. 19, no. 2, pp.329–349.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp.323–329.
- 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.
- Johnston, M. (2020). 5 Companies Owned by Disney, *Investopedia*, Available Online: <https://www.investopedia.com/articles/markets/102915/top-5-companies-owned-disney.asp> [Accessed 21 December 2020].
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2015). Statistisk Dataanalys, Lund: Studentlitteratur.
- Lundahl, U. & Skärvad, P.-H. (1999). Utredningsmetodik För Samhällsvetare Och Ekonomer, 3rd edn, Lund: Studentlitteratur.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2004). Firm Size and the Gains from

- Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, [e-journal] vol. 73, no. 2, pp.201–228, Available Online: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04000327>.
- Moeller, T. (2005). Let's Make a Deal! How Shareholder Control Impacts Merger Payoffs, *Journal of Financial Economics*, vol. 76, no. 1, pp.167–190.
- Newbold, P., Carlson, W. L. & Thorne, B. M. (2013). *Statistics for Business and Economics*, 8th edn, Harlow: Pearson.
- Rusli, E. M. (2012a). Facebook Buys Instagram for \$1 Billion, *The New York Times*, 9 April, Available Online: <https://dealbook.nytimes.com/2012/04/09/facebook-buys-instagram-for-1-billion/> [Accessed 21 December 2020].
- Rusli, E. M. (2012b). Apple to Acquire AuthenTec for \$356 Million, *The New York Times*, 27 July, Available Online: <https://dealbook.nytimes.com/2012/07/27/apple-to-acquire-authentec-for-356-million/?mtrref=www.google.com&assetType=REGIWALL> [Accessed 21 December 2020].
- Rustige, M. & Grote, M. H. (2011). Why Do Foreign Acquirers Pay More? Evidence from European Cross-Border Acquisition Premiums, Frankfurt, Available Online: <https://dnb.info/1015478646/34#page=13> [Accessed 16 December 2020].
- Sahlberg, F. (2007). En Eventstudie För Vertikala Och Horisontella Förvärv.
- Savor, P. G. & Lu, Q. (2009). Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?, *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 64, no. 3, pp.1061–1097, Available Online: <http://www.jstor.org/stable/20487996>.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. & Pisano, V. (2004). Theoretical Foundations of Cross-Border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future, *Journal of International Management*, vol. 10, no. 3, pp.307–353.
- Sonenshine, R. & Reynolds, K. (2014). Determinants of Cross-Border Merger Premia, *Review of World Economics / Weltwirtschaftliches Archive*, [e-journal] vol. 150, no. 1, pp.173–189, Available Online: <https://eds-a-ebsohost-com.ludwig.lub.lu.se/eds/detail/detail?vid=0&sid=9bdeeea4-0b24-413a-92eb-3b0ab6c97e21%40sdc-v-sessmgr03&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmUmc2NvcGU9c2l0ZQ%3D%3D#AN=edsjsr.44211765&db=edsjsr> [Accessed 2 January 2021].
- Thomson Reuters & Refinitiv. (2021). Datastream Macroeconomic Analysis, Available Online: <https://www.refinitiv.com/en/products/datastream-macroeconomic-analysis> [Accessed 10 January 2021].
- Thomson Reuters & Statista. (2018). Average M&A Premiums by Region 2017 and 2018, *Statista*, Available Online: <https://www.statista.com/statistics/978613/average-premiums-worldwide-by-region/> [Accessed 6 January 2021].

## Bilagor

### Bilaga 1 Regressionsanalys

Dependent Variable: PREMIUM  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/21/20 Time: 12:45  
 Sample: 1 119  
 Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MARKET_BOOK_W	-0.005439	0.015540	-0.349984	0.7270
SIZE	-0.009962	0.009517	-1.046731	0.2975
ACQUIRED_STAKE	0.024774	0.121818	0.203369	0.8392
C	0.257348	0.102345	2.514523	0.0134
GRANS="Ja"	0.058594	0.055021	1.064933	0.2893
PAYMENT="Mix"	0.185424	0.090977	2.038152	0.0440
PAYMENT="Shares"	0.108870	0.078371	1.389159	0.1676
KLASS="Horisontell"	-0.099409	0.055655	-1.786164	0.0769
KLASS="Konglomerat"	-0.161788	0.058837	-2.749779	0.0070
TOEHOLD=1	-0.032835	0.065239	-0.503302	0.6158
R-squared	0.187068	Mean dependent var		0.113739
Adjusted R-squared	0.119945	S.D. dependent var		0.209349
S.E. of regression	0.196393	Akaike info criterion		-0.337108
Sum squared resid	4.204144	Schwarz criterion		-0.103569
Log likelihood	30.05795	Hannan-Quinn criter.		-0.242275
F-statistic	2.786949	Durbin-Watson stat		0.396175
Prob(F-statistic)	0.005595			

Dependent Variable: PREMIUM  
 Method: Least Squares  
 Date: 12/21/20 Time: 12:46  
 Sample: 1 119  
 Included observations: 119

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MARKET_BOOK_W	-0.005439	0.015540	-0.349984	0.7270
SIZE	-0.009962	0.009517	-1.046731	0.2975
ACQUIRED_STAKE	0.024774	0.121818	0.203369	0.8392
C	0.292568	0.131754	2.220557	0.0284
GRANS="Nej"	-0.058594	0.055021	-1.064933	0.2893
PAYMENT="Cash"	-0.108870	0.078371	-1.389159	0.1676
PAYMENT="Mix"	0.076554	0.105580	0.725080	0.4700
KLASS="Konglomerat"	-0.062379	0.045849	-1.360548	0.1765
KLASS="Vertikal"	0.099409	0.055655	1.786164	0.0769
TOEHOLD=0	0.032835	0.065239	0.503302	0.6158
R-squared	0.187068	Mean dependent var		0.113739
Adjusted R-squared	0.119945	S.D. dependent var		0.209349
S.E. of regression	0.196393	Akaike info criterion		-0.337108
Sum squared resid	4.204144	Schwarz criterion		-0.103569
Log likelihood	30.05795	Hannan-Quinn criter.		-0.242275
F-statistic	2.786949	Durbin-Watson stat		0.396175
Prob(F-statistic)	0.005595			

### Bilaga 2 – White heteroskedacitetstest



Heteroskedasticity Test: White  
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.953183	Prob. F(42,76)	0.5592
Obs*R-squared	41.05711	Prob. Chi-Square(42)	0.5122
Scaled explained SS	50.93489	Prob. Chi-Square(42)	0.1623

Test Equation:

Dependent Variable: RESID<sup>2</sup>

Method: Least Squares

Date: 12/21/20 Time: 15:17

Sample: 1 119

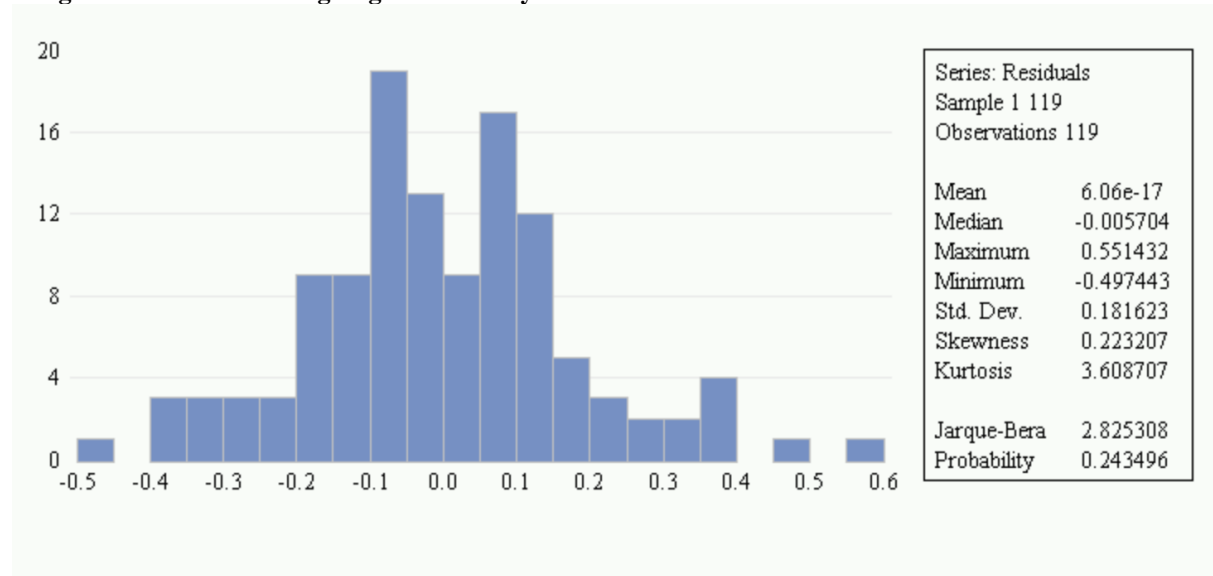
Included observations: 119

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.099042	0.379393	0.261055	0.7948
MARKET BOOK W <sup>2</sup>	0.004498	0.004541	0.990543	0.3251
MARKET BOOK W*SIZE	-0.004930	0.003821	-1.290160	0.2009
MARKET BOOK W*ACQUIRED ST	-0.041193	0.064724	-0.636448	0.5264
MARKET BOOK W*(GRANS="Nej")	-0.012537	0.015829	-0.792044	0.4308
MARKET BOOK W*(PAYMENT="C	-0.018979	0.043767	-0.433642	0.6658
MARKET BOOK W*(PAYMENT="M	0.020954	0.082118	0.255167	0.7993
MARKET BOOK W*(KLASS="Kongl	-0.000377	0.018587	-0.020261	0.9839
MARKET BOOK W*(KLASS="Vertika	-0.002216	0.021558	-0.102810	0.9184
MARKET BOOK W*(TOEHOLD=0)	0.022206	0.034897	0.636325	0.5265
MARKET BOOK W	0.037274	0.064345	0.579276	0.5641
SIZE <sup>2</sup>	-9.78E-06	0.001492	-0.006557	0.9948
SIZE*ACQUIRED STAKE	0.027736	0.025132	1.103615	0.2732
SIZE*(GRANS="Nej")	0.001370	0.013843	0.098979	0.9214
SIZE*(PAYMENT="Cash")	0.029384	0.017604	1.669129	0.0992
SIZE*(PAYMENT="Mix")	0.024978	0.050851	0.491208	0.6247
SIZE*(KLASS="Konglomerat")	0.002298	0.010212	0.224993	0.8226
SIZE*(KLASS="Vertikal")	0.000474	0.011013	0.043050	0.9658
SIZE*(TOEHOLD=0)	-0.016921	0.013980	-1.210338	0.2299
SIZE	-0.032582	0.030027	-1.085118	0.2813
ACQUIRED STAKE <sup>2</sup>	0.257201	0.294753	0.872598	0.3856
ACQUIRED STAKE*(GRANS="Nej")	-0.268713	0.195564	-1.374044	0.1735
ACQUIRED STAKE*(PAYMENT="Ca	0.156753	0.236935	0.661587	0.5102
ACQUIRED STAKE*(PAYMENT="Mi	0.377182	0.525036	0.718393	0.4747
ACQUIRED STAKE*(KLASS="Kongl	-0.018121	0.123828	-0.146342	0.8840
ACQUIRED STAKE*(KLASS="Vertikal	-0.043846	0.192032	-0.228326	0.8200
ACQUIRED STAKE*(TOEHOLD=0)	-0.462650	0.294807	-1.569331	0.1207
ACQUIRED STAKE	-0.027552	0.459347	-0.059981	0.9523
(GRANS="Nej") <sup>2</sup>	0.184102	0.241586	0.762058	0.4484
(GRANS="Nej")*(PAYMENT="Cash")	-0.058447	0.194888	-0.299902	0.7651
(GRANS="Nej")*(PAYMENT="Mix")	0.042958	0.335739	0.127951	0.8985
(GRANS="Nej")*(KLASS="Konglomerat	-0.053755	0.056706	-0.947956	0.3462
(GRANS="Nej")*(KLASS="Vertikal")	-0.011969	0.063297	-0.189101	0.8505
(GRANS="Nej")*(TOEHOLD=0)	0.071292	0.105705	0.674449	0.5021
(PAYMENT="Cash") <sup>2</sup>	-0.180411	0.334642	-0.539118	0.5914
(PAYMENT="Cash")*(KLASS="Kongl	0.043154	0.088767	0.486142	0.6283
(PAYMENT="Cash")*(KLASS="Vertika	0.009042	0.122624	0.073734	0.9414
(PAYMENT="Cash")*(TOEHOLD=0)	-0.076973	0.108284	-0.710845	0.4794
(PAYMENT="Mix") <sup>2</sup>	-0.582715	0.931664	-0.625456	0.5335
(PAYMENT="Mix")*(KLASS="Vertikal	0.060854	0.221134	0.275190	0.7839
(KLASS="Konglomerat")*(TOEHOLD=0)	0.084364	0.064483	1.308326	0.1947
(KLASS="Vertikal")*(TOEHOLD=0)	0.010915	0.074442	0.146622	0.8838
(TOEHOLD=0) <sup>2</sup>	0.298753	0.279842	1.067578	0.2891

R-squared	0.345018	Mean dependent var	0.035329
Adjusted R-squared	-0.016946	S.D. dependent var	0.061012
S.E. of regression	0.061526	Akaike info criterion	-2.464404
Sum squared resid	0.287697	Schwarz criterion	-1.460183
Log likelihood	189.6320	Hannan-Quinn criter.	-2.056621
F-statistic	0.953183	Durbin-Watson stat	1.201154
Prob(F-statistic)	0.559212		

### Bilaga 3 – Normalfördening Regressionsanalys



**Bilaga 5 - Lista över urval**

Anno nce d date	Com ple t ed date	Förvärvande företaget	Målföretaget	Bud remi e	För ärva d ägar ande l	Ini tial Sta ke	Fina l Sta ke	Betalnin gsmedel	Mar ket Val ue	Market /Book kvot	Gränsöver skridande	Bransch	Klassif ikation
2000-05-29	2000-09-14	CONSORS DISCOUNT- BROKER AG	BERLINER EFFEKTENGE SELLSCHAFT AG	20,33 %	53,00 %	0,0 0%	53,0 0%	Mix	591, 79	2,81	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horiso ntell
2001-04-23	2001-06-29	SEAT PAGINE GIALLE SPA (OLD)	ENIRO AB	54,91 %	100,0 0%	0,0 0%	100, 00%	Mix	242 8,59	3,71	Ja	Services	Horiso ntell
2002-11-15	2003-01-13	OMNIAPARTECI PAZIONI SPA	IMMSI SPA	11,23 %	5,05 %	45, 00 %	50,0 5%	Cash	192, 70	1,02	Nej	Manufacturing	Konglo merat
2003-01-21	2003-04-18	LGP TELECOM HOLDING AB	ALLGON AB	61,87 %	100,0 0%	0,0 0%	100, 00%	Shares	7,18	0,76	Nej	Manufacturing	Horiso ntell
2003-06-20	2003-08-22	B&C HOLDING GMBH	SEMPERIT AG HOLDING	- 1,21 %	12,00 %	42, 80 %	54,8 0%	Cash	382, 81	1,85	Nej	Manufacturing	Konglo merat
2003-07-31	2003-11-18	BAMI SA INMOBILIARIA DE CONSTRUCCIO NES Y TERRENOS	METROVACE SA SA	26,70 %	65,01 %	34, 99 %	100, 00%	Shares	206 1,84	3,52	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horiso ntell
2004-09-02	2004-09-02	ALTAREA SA (OLD)	IMAFFINE SA	26,90 %	92,47 %	0,0 0%	92,4 7%	Cash	13,9 1	0,09	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horiso ntell
2004-12-06	2005-03-07	HOLMEN INDUSTRI INVEST I AS	GOODTECH ASA	5,55 %	46,32 %	34, 36 %	80,6 8%	Cash	6,15	3,08	Nej	Manufacturing	Konglo merat
2005-03-16	2005-06-08	METROVACESA SA	GECINA SA	16,06 %	38,54 %	30, 00 %	68,5 4%	Cash	661 5,03	1,00	Ja	Finance, Insurance and Real Estate	Horiso ntell
2005-05-11	2005-06-23	MANCHESTER SQUARE ENTERPRISES LTD	JOHN DAVID GROUP PLC, THE	- 9,45 %	46,10 %	11, 00 %	57,1 0%	Cash	221, 86	2,25	Nej	Retail Trade	Horiso ntell

2005-06-06	2005-09-22	INSTITUTO SECTORIAL DE PROMOCIÓN Y GESTIÓN DE EMPRESAS SA	CIE AUTOMOTIVE SA	7,83 %	36,18 %	36,56 %	72,74 %	Cash	359,63	1,32	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2005-06-10	2005-10-25	SPOHN CEMENT GMBH	HEIDELBERG CEMENT AG	23,89 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	Cash	663,3,21	1,21	Nej	Manufacturing	Horisontell
2006-05-23	2006-07-07	SAME DEUTZ-FAHR SPA	DEUTZ AG	-8,93 %	63,80 %	36,20 %	100,00 %	Cash	829,55	1,88	Ja	Manufacturing	Vertikal
2006-07-18	2006-09-08	GCI FOOD ENTERPRISES LTD	PG NIKAS SA	23,97 %	29,51 %	49,92 %	79,43 %	Cash	120,42	3,70	Ja	Manufacturing	Horisontell
2006-08-07	2006-09-22	INVESTIMENTI E SVILUPPO HOLDING SRL	INVESTIMENTI E SVILUPPO SPA	3,27 %	46,77 %	28,07 %	74,84 %	Cash	10,18	0,23	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2006-08-25	2006-09-28	BEAUCHAMP BEHEER BV	BEVER HOLDING NV	3,56 %	93,30 %	0,00 %	93,30 %	Cash	19,08	1,03	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2006-10-26	2007-02-06	PROMOTORA DE INFORMACIONES SA	GRUPO MEDIA CAPITAL SGPS SA	-9,65 %	40,70 %	33,00 %	73,70 %	Cash	851,64	4,82	Ja	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Horisontell
2006-12-07	2007-02-22	LIECHTENSTEINISCHE LANDESBANK AG	BANK LINTH	13,86 %	74,30 %	0,00 %	74,30 %	Cash	289,05	1,34	Ja	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2007-01-09	2007-04-10	CREDIT FONCIER DE FRANCE SA	LOCINDUS SA	5,35 %	67,56 %	0,00 %	67,56 %	Cash	351,90	1,52	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2007-01-25	2007-05-03	HSH N REAL ESTATE AG	HAMBORNER AG	-0,15 %	0,32 %	50,00 %	50,32 %	Cash	304,01	1,75	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2007-02-20	2007-04-05	AVANQUEST SOFTWARE SA	EMME SA	20,94 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	Mix	41,51	1,61	Nej	Services	Vertikal
2007-05-14	2007-07-17	SAPARDIS SA	PUMA AG	10,25 %	35,00 %	27,10 %	62,10 %	Cash	614,4,96	4,15	Ja	Manufacturing	Vertikal

2007-07-12	2007-11-22	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	WOOLWORTH (CYPRUS) PROPERTIES PUBLIC LTD	13,28 %	47,51 %	29,53 %	77,04 %	Cash	165,85	0,98	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2007-07-20	2007-10-05	ASPIS HOLDINGS PUBLIC COMPANY LTD	LEMECO SILVEX INDUSTRIES PUBLIC COMPANY LTD	-16,74 %	0,94 %	49,15 %	50,09 %	Cash	6,35	1,35	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2007-08-16	2007-10-18	RED MORECRA LTD	VALUE MANAGEMENT & RESEARCH AG	10,00 %	27,90 %	46,30 %	74,20 %	Cash	48,62	1,09	Ja	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2007-11-26	2008-01-16	FLUXX AG	SPORTWETTE N.DE AG	2,83 %	34,20 %	25,40 %	59,60 %	Cash	5,63	0,93	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2007-12-17	2008-04-09	NK SHACOLAS (HOLDINGS) LTD	CYPRUS TRADING CORPORATION PLC	15,74 %	37,40 %	48,50 %	85,90 %	Cash	243,17	1,59	Nej	Wholesale Trade	Konglomerat
2008-01-16	2008-03-11	VENTURE ABILITY SA	LAMPSEA HELLENIC HOTELS CO SA	1,60 %	50,52 %	49,48 %	100,00 %	Cash	437,16	4,50	Nej	Services	Horisontell
2008-08-21	2009-01-08	SCHAEFFLER HOLDING AG	CONTINENTAL AG	7,39 %	54,27 %	35,92 %	90,19 %	Cash	132,14,81	2,24	Nej	Manufacturing	Horisontell
2008-10-17	2008-12-01	AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	LEROY SEAFOOD GROUP ASA	-28,58 %	31,51 %	43,42 %	74,93 %	Cash	538,27	1,08	Nej	Manufacturing	Horisontell
2009-05-05	2009-05-05	INTROL SA	ENERGOAPARATURA SA	40,54 %	66,00 %	0,00 %	66,00 %	Cash	6,56	2,56	Nej	Construction	Horisontell
2009-05-15	2009-06-11	HIMIMPORT INVEST AD	ASENOVA KREPOST AD	-30,22 %	35,11 %	15,44 %	50,55 %	Cash	3,52	18,97	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2009-05-19	2009-06-29	INTRO-VERWALTUNGS GMBH	LUDWIG BECK AM RATHAUSECK TEXTILHAUS	19,12 %	25,65 %	40,20 %	65,85 %	Cash	42,44	1,35	Nej	Retail Trade	Konglomerat

FELDMEIER  
AG

2009-09-02	2009-09-16	KIWI DEPOSIT HOLDINGS A/S	GUDME RAASCHOU VISION A/S	- 10,00 %	64,40 %	0,0 0%	64,4 0%	Cash	7,89	1,09	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2010-10-12	2010-11-16	NOVITUS SA	ZAKLADY URZADZEN KOMPUTERO WYCH ELZAB SA	15,49 %	50,89 %	12, 21 %	63,1 0%	Cash	13,59	1,12	Nej	Manufacturing	Vertikal
2010-11-15	2011-02-15	TAG IMMOBILIEN AG	COLONIA REAL ESTATE AG	30,90 %	28,62 %	21, 40 %	50,0 2%	Cash	141,65	0,58	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2011-01-17	2011-05-23	ARTEMIS BETEILIGUNGE N III AG	FEINTOOL INTERNATIONAL HOLDING AG	40,86 %	48,20 %	33, 00 %	81,2 0%	Cash	220,09	1,73	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2011-05-09	2011-11-09	VOLKSWAGEN AG	MAN AG	7,76 %	23,24 %	30, 47 %	53,7 1%	Cash	138,89,46	2,34	Nej	Manufacturing	Horisontell
2011-06-01	2011-06-01	LENOVO GERMANY HOLDING GMBH	MEDION AG	26,46 %	37,30 %	36, 66 %	73,9 6%	Cash	537,43	1,20	Nej	Retail Trade	Vertikal
2011-06-15	2011-08-19	ZAKLADY AZOTOWE W TARNOWIE - MOSCICACH SA	ZAKLADY CHEMICZNE POLICE SA	- 18,29 %	66,00 %	0,0 0%	66,0 0%	Cash	284,03	1,15	Nej	Manufacturing	Horisontell
2011-07-08	2011-08-08	CENTRAL EUROPEAN FINANCIAL SERVICES SA	PRODPLAST SA	0,77 %	11,39 %	40, 11 %	51,5 0%	Cash	5,60	0,65	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2012-03-08	2012-05-04	CLAUSAL COMPUTING OY	TECTIA OYJ	28,21 %	10,38 %	47, 64 %	58,0 2%	Cash	13,50	4,55	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Vertikal
2012-03-20	2012-05-04	HTP MANAGER SAS	HITECHPROS SAS	37,25 %	26,66 %	49, 77 %	76,4 2%	Cash	10,44	1,94	Nej	Services	Horisontell
2012-09-04	2012-10-17	MR OYSTEIN STRAY SPETALEN	SAGA TANKERS ASA	11,91 %	64,51 %	0,0 0%	64,5 1%	Cash	27,12	1,08	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Konglomerat

2012-09-21	2012-10-01	MANSA INVESTMENTS SP ZOO	POLISH ENERGY PARTNERS SA	13,04 %	57,76 %	0,0 %	57,7 %	Cash	162,92	1,23	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Horisontell
2012-12-21	2013-01-16	ZAKLADY AZOTOWE W TARNOWIE - MOSCICACH SA	ZAKLADY AZOTOWE PULAWY SA	14,06 %	73,41 %	10,30 %	83,7 %	Shares	655,64	0,92	Nej	Manufacturing	Horisontell
2013-02-06	2013-03-04	AMASIS DOO	METALNA INDUSTRIJA ALFA-PLAM AD	2,37 %	29,55 %	25,00 %	54,5 %	Cash	9,13	0,18	Nej	Manufacturing	Horisontell
2013-03-05	2013-04-09	HW PIETRZAK HOLDING SP ZOO	FERRUM SA	3,54 %	15,34 %	34,97 %	50,3 %	Cash	45,32	1,53	Nej	Manufacturing	Horisontell
2013-03-08	2015-01-19	B & C ALPHA HOLDING GMBH	AMAG AUSTRIA METALL AG	0,97 %	28,93 %	35,00 %	63,9 %	Cash	908,48	1,45	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2013-04-11	2013-06-04	S&E KAPITAL GMBH	ADLER MODEMARKT E AG	0,96 %	8,73 %	49,96 %	58,6 %	Cash	118,05	1,21	Nej	Retail Trade	Konglomerat
2013-06-03	2013-07-15	ANDROMEDE SAS	OENEO SA	12,68 %	14,30 %	37,92 %	52,2 %	Cash	161,90	1,05	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2013-06-17	2013-06-17	MINERALNO-KHIMICHESKAYA KOMPANIYA EVROKHIM OAO	MURMANSKII MORSKOI TORGOVYI PORT OAO	2,05 %	39,25 %	35,75 %	75,0 %	Cash	85,30	0,64	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Vertikal
2013-06-24	2013-10-14	VODAFONE VIERTE VERWALTUNGS AG	KABEL DEUTSCHLAND HOLDING AG	18,21 %	76,57 %	0,0 %	76,5 %	Cash	692,315	-3,77	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Horisontell
2013-07-25	2013-08-27	ELPROM AD	VARNA-PLOD AD	41,03 %	12,82 %	40,46 %	53,2 %	Cash	7,32	0,79	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Vertikal
2013-08-20	2013-11-27	DEUTSCHE WOHNEN AG	GSW IMMOBILIEN AG	34,65 %	100,0 %	0,0 %	100,0 %	Shares	162,271	1,04	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell

2013-09-16	2013-10-14	INGMAN GROUP OY	ETTEPLAN OYJ	- 0,62 %	36,31 %	30,52 %	66,83 %	Cash	68,77	2,46	Nej	Services	Konglomerat
2014-01-13	2014-03-14	HDL SAS	ASSYSTEM SA	0,50 %	26,85 %	28,86 %	55,71 %	Cash	404,36	1,75	Nej	Services	Konglomerat
2014-02-03	2014-02-27	SUNOKO DOO	AIK BANKA AD	5,63 %	12,46 %	37,91 %	50,37 %	Cash	126,62	0,28	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2014-02-10	2014-05-23	ADLER REAL ESTATE AG	ESTAVIS AG	9,40 %	92,70 %	0,00 %	92,70 %	Shares	39,36	0,57	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2014-04-03	2014-11-06	AMADEUS IT HOLDING SA	I:FAO AG	2,39 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	Cash	82,26	4,88	Ja	Services	Horisontell
2014-05-22	2014-07-04	CORPORACION AMERICA ITALIA SRL	SOCIETA AEROPORTO TOSCANO GALILEO GALILEI SPA	8,80 %	25,65 %	27,39 %	53,04 %	Cash	130,52	1,85	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Horisontell
2014-07-02	2014-07-02	FUNDUSZE INWESTYCJI POLSKICH TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH SA	CENTRUM NOWOCZESNYCH TECHNOLOGII SA	3,25 %	35,69 %	30,31 %	66,00 %	Cash	12,47	0,92	Nej	Construction	Konglomerat
2014-08-21	2014-09-16	SOCIETE MUTUELLE D'ASSURANCE DU BATIMENT ET DES TRAVAUX PUBLICS	SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL SA	2,20 %	40,87 %	49,13 %	89,99 %	Cash	376,23	0,98	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2014-11-05	2014-12-02	MAAKUNNAN ASUNNOT OY	SSK SUOMEN SAASTAJIEN KIINTEISTOT OYJ	43,68 %	51,00 %	0,00 %	51,00 %	Cash	5,60	1,18	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2014-12-17	2015-03-05	CASTELLI POLSKA SP ZOO	NORTH COAST SA	10,36 %	37,98 %	18,75 %	56,73 %	Cash	3,08	0,36	Nej	Wholesale Trade	Konglomerat



2015-01-22	2015-03-03	FABRIKA DUHANA SARAJEVO DD	VAKUFСКА BANKA DD	- 14,86 %	6,21 %	48,05 %	54,26 %	Cash	4,98	0,16	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2015-01-27	2015-04-21	VMS DEUTSCHLAND HOLDINGS GMBH	MEVIS MEDICAL SOLUTIONS AG	4,79 %	73,52 %	0,00 %	73,52 %	Cash	32,20	0,94	Nej	Services	Horisontell
2015-01-28	2015-04-29	ARROW CENTRAL EUROPE HOLDING MUNICH GMBH	DATA MODUL AG	36,07 %	53,66 %	0,00 %	53,66 %	Cash	75,54	1,35	Nej	Manufacturing	Vertikal
2015-02-16	2015-06-23	ADLER REAL ESTATE AG	WESTGRUND AG	24,38 %	94,40 %	0,00 %	94,40 %	Mix	315,45	0,91	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2015-03-02	2015-03-02	TELEKOM-MENEDZMENT OOO	NIZHNEKAMS KNEFTEKHIM PAO	58,86 %	50,00 %	45,60 %	95,60 %	Cash	62,15	0,41	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2015-03-09	2015-04-13	DMG MORI GMBH	DMG MORI SEIKI AG	20,04 %	28,21 %	24,33 %	52,54 %	Cash	221,832	1,88	Nej	Manufacturing	Vertikal
2015-05-14	2015-07-10	CEDROB SA	POLSKI KONCERN MIESNY DUDA SA	3,84 %	33,01 %	32,99 %	66,00 %	Cash	49,62	0,51	Nej	Manufacturing	Horisontell
2015-06-09	2015-09-07	PERFECT COMMERCE SA	HUBWOO SA	26,67 %	78,95 %	0,00 %	78,95 %	Cash	20,34	0,90	Ja	Services	Horisontell
2015-06-24	2015-08-07	BAFIA SP ZOO	ECHO INVESTMENT SA	- 3,57 %	20,62 %	41,55 %	62,17 %	Cash	713,51	0,77	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2015-08-03	2015-10-05	TIWEL HOLDING AG	SULZER AG	- 6,05 %	29,50 %	33,36 %	62,86 %	Cash	346,589	1,55	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2015-08-07	2015-11-02	WPP JUBILEE LTD	SYZYGY AG	4,53 %	20,48 %	30,00 %	50,48 %	Cash	117,05	2,15	Ja	Services	Konglomerat
2015-09-14	2015-10-29	ENEA SA	LUBELSKI WEGIEL BOGDANKA SA	26,02 %	64,57 %	0,00 %	64,57 %	Cash	448,72	0,84	Nej	Mining	Vertikal

2015-10-15	2015-12-21	DEMIRE DEUTSCHE MITTELSTAND REAL ESTATE AG	FAIR VALUE REIT-AG	2,96 %	71,60 %	0,0 %	71,6 %	Shares		116,20	0,93	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2015-11-06	2015-12-18	TOPCON EUROPE MEDICAL BV	IFA SYSTEMS AG	30,92 %	50,10 %	0,0 %	50,1 %	Cash		33,86	1,58	Ja	Services	Vertikal
2016-05-19	2016-08-08	AUDAX ENERGIA SA	FERSA ENERGIAS RENOVABLES SA	25,00 %	70,86 %	0,0 %	70,8 %	Cash		59,08	0,79	Nej	Construction	Vertikal
2016-07-08	2016-08-31	CAIRO COMMUNICATION SPA	RCS MEDIAGROUP SPA	50,72 %	59,69 %	0,0 %	59,6 %	Mix		378,16	3,72	Nej	Manufacturing	Horisontell
2016-08-01	2017-01-26	EPCOS AG	TRONIC'S MICROSYSTEMS SA	66,46 %	94,44 %	0,0 %	94,4 %	Cash		29,10	2,85	Ja	Manufacturing	Horisontell
2016-09-02	2016-09-02	GRUPA KAPITALOWA IMMOBILE SA	PROJPRZEM SA	1,19 %	41,97 %	41,96 %	83,9 %	Cash		12,05	0,56	Nej	Manufacturing	Vertikal
2016-10-17	2016-11-25	AGIOFUNDS TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH SA	MO-BRUK SA	-0,59 %	36,76 %	42,31 %	79,0 %	Cash		11,00	0,54	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Konglomerat
2016-11-08	2016-11-08	INTERNET of CARS VOF, THE	DOCDATA NV	-37,50 %	57,25 %	0,0 %	57,2 %	Cash		30,28	0,60	Nej	Services	Konglomerat
2016-12-09	2017-01-16	MR JAN BECH ANDERSEN	BRONDBY IF A/S	-26,03 %	12,70 %	39,70 %	52,4 %	Cash		18,10	0,99	Nej	Services	Konglomerat
2016-12-14	2017-01-11	TELE MUNCHEN FERNSEH GMBH + CO PRODUKTIONS GESELLSCHAFT	ODEON FILM AG	-13,04 %	41,93 %	43,30 %	85,2 %	Cash		11,38	0,83	Nej	Services	Horisontell
2016-12-14	2017-03-22	NINA SAS	EUROMEDIS GROUPE SA	16,25 %	28,29 %	29,41 %	57,7 %	Cash		18,95	0,65	Nej	Manufacturing	Konglomerat

2017-01-27	2017-04-04	ALEA INZENIRING DOO	TERME DOBRNA DD	- 10,27 %	67,12 %	32,88 %	100,00 %	Cash	1,63	0,11	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2017-02-22	2017-12-31	MSG SYSTEMS AG	MSG LIFE AG	- 10,53 %	4,98 %	49,09 %	54,07 %	Cash	119,73	2,00	Nej	Services	Horisontell
2017-04-07	2017-08-04	AIER EYE INTERNATIONAL (EUROPE) SL	CLINICA BAVIERA SA	6,26 %	86,83 %	0,00 %	86,83 %	Cash	165,26	6,46	Nej	Services	Horisontell
2017-05-05	2018-01-08	COYOTE SYSTEM SASU	TRAQUEUR SA	11,11 %	66,22 %	0,00 %	66,22 %	Cash	4,64	-0,45	Nej	Manufacturing	Horisontell
2017-05-10	2018-06-30	TLG IMMOBILIEN AG	WCM BETEILIGUNGS & GRUNDBESITZ AG	11,26 %	90,95 %	0,00 %	90,95 %	Shares	413,87	1,36	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2017-05-29	2017-07-31	MAGYAR TAKAREKSZOVETKEZETI BANK ZRT	FHB JELZALOGBAN NYRT	1,71 %	30,44 %	47,79 %	78,24 %	Cash	118,99	0,97	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2017-07-07	2017-08-03	NAPRED RAZVOJ AD	ENERGOPROJEKT HOLDING AD	6,24 %	16,68 %	35,32 %	52,00 %	Cash	136,60	0,82	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Konglomerat
2017-08-21	2017-08-21	INVESTORS HOUSE OYJ	ORAVA ASUNTORAH ASTO OYJ	22,73 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	Mix	41,84	0,43	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2017-08-21	2017-10-23	MS GRAZYNA RYBKA	DROZAPOL-PROFIL SA	7,38 %	16,34 %	47,75 %	64,09 %	Cash	2,79	0,20	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Konglomerat
2017-09-28	2017-12-12	KRONOS SPA	BORGOSIESIA SPA	75,23 %	68,13 %	0,00 %	68,13 %	Shares	17,33	0,69	Nej	Manufacturing	Horisontell
2017-11-08	2018-02-19	SCHNEIDER ELECTRIC INDUSTRIES SAS	IGE+XAO SA	26,11 %	70,69 %	0,00 %	70,69 %	Cash	155,65	3,78	Nej	Services	Vertikal
2017-12-05	2018-05-22	CYFROWY POLSAT SA	NETIA SA	44,61 %	33,00 %	33,00 %	66,00 %	Cash	340,72	0,75	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Horisontell
2018-02-01	2018-03-09	PGE POLSKA GRUPA	ZESPOL ELEKTROCIEN PLOWNI	0,61 %	8,07 %	50,00 %	58,07 %	Cash	301,59	0,81	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Horisontell

ENERGETYCZN  
A SA

WROCLAWSK  
ICH  
KOGENERACJ  
A SA

2018-02-17	2018-04-03	ADLER REAL ESTATE AG	BRACK CAPITAL PROPERTIES NV	12,30 %	28,96 %	41,04 %	70,00 %	Cash	726,44	1,14	Ja	Finance, Insurance and Real Estate	Horisontell
2018-05-04	2018-09-12	AMBOISE SAS	ALTAMIR SCA	17,18 %	38,69 %	30,02 %	68,71 %	Cash	536,25	0,66	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2018-06-25	2018-08-28	JIYE AUTO PARTS GMBH	GRAMMER AG	7,64 %	58,67 %	25,56 %	84,23 %	Cash	723,84	2,23	Nej	Manufacturing	Horisontell
2018-07-06	2018-08-28	POLIGO CAPITAL SP ZOO	GRAVITON CAPITAL SA	62,85 %	57,86 %	0,00 %	57,86 %	Cash	0,47	0,64	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Vertikal
2018-07-17	2018-10-30	BLUE FASHION GROUP SPA	MITTEL SPA	0,00 %	42,96 %	41,38 %	84,33 %	Cash	158,74	0,64	Nej	Finance, Insurance and Real Estate	Konglomerat
2018-10-02	2018-11-14	KRAFTRINGEN ENERGI AB	SKANSKA ENERGI AB	22,83 %	52,98 %	9,62 %	62,60 %	Cash	44,26	2,49	Nej	Transportation, Communications, Electric, Gas and Sanitary service	Horisontell
2018-10-05	2019-03-01	CONGRA SOFTWARE SARL	GLOBAL GRAPHICS PLC	13,94 %	14,33 %	35,76 %	50,09 %	Cash	45,53	2,02	Ja	Services	Konglomerat
2018-10-24	2018-11-08	PATRONALE LIFE SA/NV	BANIMMO NV/SA	-3,23 %	60,13 %	0,00 %	60,13 %	Cash	39,86	0,79	Nej	Construction	Konglomerat
2018-12-05	2019-05-28	GESTORA DE ACTIVOS Y MAQUINARIA INDUSTRIAL SL	GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA SA	-53,03 %	54,56 %	0,00 %	54,56 %	Cash	71,09	-3,92	Nej	Services	Konglomerat
2018-12-07	2019-02-20	CCC SA	GINO ROSSI SA	15,45 %	66,13 %	0,00 %	66,13 %	Cash	5,80	-0,31	Nej	Manufacturing	Vertikal
2018-12-24	2018-12-24	ZEAL NETWORK SE	LOTTO24 AG	-4,09 %	100,00 %	0,00 %	100,00 %	Shares	329,80	9,90	Ja	Services	Horisontell
2019-01-29	2019-04-11	HORIZON SAS	PARROT SA	-6,43 %	11,57 %	45,69 %	57,26 %	Cash	106,34	0,66	Nej	Manufacturing	Konglomerat

2019-02-15	2019-05-13	SHAREHOLDER VALUE BETEILIGUNGEN AG	INTERSHOP COMMUNICATIONS AG	0,72 %	31,90 %	29,22 %	61,12 %	Cash	51,62	3,61	Nej	Services	Konglomerat
2019-03-13	2019-05-13	L1R INVEST1 HOLDINGS SARL	DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACION SA	31,37 %	29,36 %	29,00 %	58,36 %	Cash	327,82	-2,68	Ja	Retail Trade	Konglomerat
2019-04-09	2019-05-09	GRUPA KAPITALOWA IMMOBILE SA	ATREM SA	28,66 %	66,00 %	0,00 %	66,00 %	Cash	3,93	0,57	Nej	Services	Horisontell
2019-05-20	2019-05-27	PKO LEASING SA	PRIME CAR MANAGEMENT SA	-11,78 %	94,40 %	0,00 %	94,40 %	Cash	63,05	0,61	Nej	Services	Horisontell
2019-06-17	2019-09-14	ADMA FORVALTNINGS AB	DOXA AB	22,08 %	28,37 %	29,90 %	58,27 %	Cash	12,88	15,20	Nej	Manufacturing	Konglomerat
2019-10-04	2019-11-17	KANEKA EUROPE HOLDING COMPANY NV	AB BIOTICS SA	-0,20 %	46,84 %	39,76 %	86,60 %	Cash	63,71	9,74	Ja	Manufacturing	Horisontell