



UNIVERSITY OF GOTHENBURG
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW

**Försvarsstrategier och strategisk trovärdighet vid fientliga
övertagningsförsök – En fallstudie av Scania och Skandia**

**Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell
Ekonomi**

*Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2014*

Datum: 2015-03-01

Handledare: Ziaeddin Mansouri

Författare:	Födelseårtal:
Martin Büller	900122-
Mikkel Christensen	851005-

Förord

Denna uppsats har gett oss en djupare förståelse för de fientliga budprocesser som studerats, samt faktorer som har påverkat dessa. Vår förhoppning är att läsaren finner uppsatsen intressant, och att resultatet inspirerar till vidare studier inom ämnet. Slutligen vill vi även rikta ett stort tack till vår handledare Zia Mansouri för mycket bra återkoppling under arbetets gång.

Göteborg 2015-03-01

Martin Büller

Mikkel Christensen

Abstract

Title: Försvarsstrategier och strategisk trovärdighet vid fientliga övertagningsförsök – En fallstudie av Scania och Skandia

Authors: Mikkel Christensen & Martin Büller

Tutor: Ziaeddin Mansouri

Background: Mergers and acquisitions have evolved from initially almost exclusively having been an American phenomenon, to becoming a common occurrence throughout the world. Companies though, are not defenseless against hostile bids, but must take many factors into account when selecting defense measures.

Purpose: This paper aims to enhance the understanding of acquisitions through hostile bids on the companies studied. More specifically, this study aims to create a deeper understanding in how Scania and Skandia have chosen their defense measures, or could have chosen, before and during their hostile bidding processes with specific concern for their strategic credibility.

Method: This paper is based on two companies listed on the Stockholm Stock Exchange exposed to hostile takeover attempts in a similar time period. The study is based on secondary data such as press releases and magazines which together provides a complete picture of the events.

Results & Conclusion: We found that the studied companies management and board could have minimized the risk for a hostile takeover by continuously building and maintaining a strong strategic credibility with its investors and other stakeholders, which would have resulted in a more accurate market price. The study also came to the conclusion that it would have been beneficial to have prepared the defense strategy *White Knight* or *White Squire* before a hostile bid, which then could have been implemented.

Keywords: Hostile bid, Hostile takeovers, Defense strategies, Defense techniques, *Higgins strategic credibility model*, Corporate governance.

Sammanfattning

Titel: Försvarsstrategier och strategisk trovärdighet vid fientliga övertagningsförsök – En fallstudie av Scania och Skandia

Författare: Mikkel Christensen & Martin Büller

Handledare: Ziaeddin Mansouri

Bakgrund: Fusioner och förvärv har utvecklats från att nästan uteslutande ha varit ett amerikanskt fenomen, till att vara en vanlig företeelse över hela världen. Företag är dock inte försvarslösa mot fientliga bud, men måste ta hänsyn till många faktorer vid val av försvarsstrategi.

Syfte: Denna uppsats syftar till att få ökad kunskap om företagsförvärv genom fientliga bud på målföretagen. Mer specifikt syftar studien till att förstå hur Scania och Skandia har valt, eller skulle kunna ha valt, försvarsmetoder inför och vid respektive fientligt bud med hänsyn tagen till företagets strategiska trovärdighet.

Metod: Uppsatsen utgår från två företag noterade på Stockholmsbörsen som utsatts för fientliga övertagningsförsök under en liknande tidsperiod. Studien bygger på sekundärdata som exempelvis pressmeddelanden och tidsskrifter som tillsammans ger en helhetsbild av händelseförloppet.

Resultat & Slutsats: Vi fann att de två studerade företagens styrelse och ledning kunde ha minimerat risken för fientligt övertagande genom att kontinuerligt ha upprätthållit en stark strategisk trovärdighet inför sina investerare och övriga intressenter, vilket även hade medfört ett mer rättvisande marknadspris. Studien kom även fram till att det hade varit fördelaktigt att ha förberett försvarsstrategin *White Knight* eller *White Squire* innan respektive fientligt bud, som sedan kunde ha implementerats.

Nyckelord: Fientliga bud, Fientliga förvärv, Fientligt övertagande, Försvarsstrategier, *Higgins strategiska trovärdighetsmodell*, Bolagsstyrning.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
<i>1.1 Bakgrund</i>	1
<i>1.2 Problemdiskussion</i>	2
1.2.1 Problemformulering	5
<i>1.3 Syfte</i>	5
<i>1.4 Avgränsning</i>	5
2. Metod	7
<i>2.1. Metodansats</i>	7
<i>2.2 Datainsamling</i>	8
<i>2.3 Analys av data</i>	9
<i>2.4 Validitet och Reliabilitet</i>	10
3. Teori	12
<i>3.1 Omständigheter</i>	12
<i>3.2 Försvarsstrategier</i>	15
<i>3.3 Higgins strategiska trovärdighetsmodell</i>	18
<i>3.4 Tidigare studier</i>	20
<i>3.5 Undersökningsplattform</i>	21
4. Empiri	23
<i>4.1 Scania & MAN</i>	23
4.1.1 Bakgrund	23
4.1.2 Upptrappningen till det fientliga budet	23
4.1.3 Det fientliga budet	26
4.1.4 Utfall av det fientliga budet	31
<i>4.2 Skandia & Old Mutual</i>	31
4.2.1 Bakgrund	31
4.2.2 Upptrappningen till det fientliga budet	31
4.2.3 Det fientliga budet	35
4.2.4 Utfall av det fientliga budet	38
5. Analys	39
<i>5.1 Omständigheter</i>	39

<i>5.2 Försvarsstrategier</i>	41
<i>5.3 Higgins strategiska trovärdighetsmodell</i>	45
<i>5.4 Reflektioner</i>	47
6. Avslutande kapitel	51
<i>6.1 Slutsats</i>	51
<i>6.2 Teoretiska och praktiska bidrag</i>	52
<i>6.3 Förslag till vidare studier</i>	52
Källförteckning	54
<i>Litteratur</i>	54
<i>Hemsidor</i>	59

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Sammanslagningar och förvärv har utvecklats från att nästan uteslutande ha varit ett amerikanskt fenomen, till att vara en vanlig företeelse över hela världen. I stora delar av världen ses en ökad globalisering i kombination med en avveckling av handelsbarriärer. Den ökande globaliseringen leder till att företag ser ett behov av att konkurrera på världens olika marknader, och inte bara på sin hemmamarknad (Hitt, Harrison & Ireland 2001).

Internationell närvaro är således en faktor som har börjat spela en allt större roll för företag världen över. Sammanslagning och förvärv används ofta synonymt men har olika innebörd. En sammanslagning sker när två eller fler företag frivilligt förenas under ett gemensamt ägande, medan förvärv uppkommer när ett företag köper ett annat företag. Styrelsen för det angripna företaget kan i detta läge välja att råda sina aktieägare att gå med på förvärvet, om de istället motsätter sig budet anses det vara fientligt (Jones 2004).

Det finns en rad olika motiv för företag att fusionera eller förvärva andra företag. Företaget kan exempelvis vilja uppnå synergieffekter som leder till ökad försäljning eller lägre kostnader för dess verksamhet. Förvärvet eller fusionen kan även ske som ett alternativ till organisk tillväxt inom samma bransch. En sådan typ av expansion brukar benämnas som en horisontell sådan. Vidare kan fusioner och förvärv motiveras av företags strävan efter att effektivisera någon del av den egna verksamheten (Hitt et al. 2001). Sammanslagningar kan även ske ur ett producerings- och kostnadsreducerande syfte för att snabbare uppnå en position med stordriftsfördelar (Berk & DeMarzo 2014). Fusioner och förvärv kan även ske vertikalt där företag på olika positioner i produktionskedjan slår sig samman för att röra sig närmare leverantörer eller kunder i syfte att öka kontrollen (Berk & DeMarzo 2014). Sammanslagningar kan även ske i syfte att diversifiera sig där uppköp sker av företag vars verksamhet är oberoende av den egna och strävar efter att minska marknadsmässiga risker för företaget (Jones 2004).

Antalet fientliga övertagningsförsök har globalt sett ökat väsentligt under början av 2000-talet (Lans 2007). Ett fientligt övertagande som begrepp karakteriseras av att det uppköpande företaget och styrelsen för målföretaget inte nått någon form av samförstånd kring budet, och

att styrelsen därför aktivt motsätter sig det. Ett relativt stort uppköpsbud på ett företags aktier kategoriseras även det som fientligt, förutsatt att det utsatta företags styrelse inte informerats (Damodaran 2007). Ett fientligt övertagande medför en ökad risk för styrelsemedlemmarna i det angripna företaget att bli ofrivilligt utbytt (Franks & Mayer 1996). Det finns även indikationer på en ökad frekvens av omstrukturering av ett företags ledning tiden efter ett fientligt övertagande (Franks & Mayer 1996).

Vidare verkar det även vara en generell attitydskillnad i vilket tillvägagångssätt som är allmänt accepterat. Jan Olsson, chef för nordiska divisionen av Deutsche Bank menar att det sedan millennieskiftet har blivit allt vanligare att uppköparna går direkt till aktieägarna med sina bud utan att meddela styrelsen. Vidare konstaterar han att detta tillvägagångssätt var något som var ovanligt under 1990-talet (Mellqvist 2014). Ett fientligt uppköpserbjudande riskerar att utmana företags strategiska plan och leder oftast till en stor omorganisering av det förvärvade företaget. Ett fientligt övertagande är därför sällan önskvärdt för ett företags ledning (Pearce & Robinson 2004). Två bolag som utsatts för fientliga övertagningsförsök vars ledning och styrelse varit tvungna att hantera den fientliga situationen är lastbilstillverkaren Scania och försäkringsbolaget Skandia. De båda bolagen utgör goda exempel på företag som ställts inför en fientlig situation, och vars styrelse försvarat företaget under relativt långdragna budprocesser (Cervenka 2006; Nachemson-Ekwall, Kallifatides & Sjöstrand 2010). Vidare bör det klargöras att ledning och styrelse för ett företag inte står helt försvarslösa inför ett eventuellt hot om uppköp. Det finns en rad olika försvarsåtgärder som dessa kan välja att implementera om de exempelvis anser att budet är för lågt. Försvarsstrategierna kan grovt delas upp i förebyggande sådana, och av typen som implementeras efter att ett fientligt bud har lagts (Schoenberg & Thornton 2006).

1.2 Problemdiskussion

Utfallet för företag som utsätts för fientliga bud beror till stor del på ledningen och styrelsens reaktioner på budet, och vilket ställningstagande de tar samt hur företaget agerar (Casey & Edey 1986). Börsnoterade bolags strategiska kapacitet, prestationer och kommunikation med marknaden är faktorer som starkt påverkar företags strategiska trovärdighet. Denna trovärdighet är viktig för att investerare skall stanna kvar i företaget (Higgins & Bannister 1992). Enligt Laskin (2011) så beror aktiekursen för börsnoterade företag huvudsakligen på dess prestationer och företags affärsmodell. Via god kommunikation med företags

investerare kan investerarna skapa sig en bild av, och utvärdera företaget. Man kan därför argumentera för att goda relationer med investerarna leder till ökad strategisk trovärdighet, och därmed en rättvis värdering av företaget på marknaden (Laskin 2011). Det är även via dessa relationer som företaget kommunicerar sin vision om framtiden. En god relation till investerare leder även till att aktierna blir mer likvida eftersom det finns fler investerare som vill köpa aktierna. Relationen och den strategiska trovärdigheten är däremot svår att mäta och kan vara både komplicerad och tidskrävande att upprätthålla, den är dock av stor betydelse för företaget (Laskin 2011; Higgins 2000). *Higgins strategiska trovärdighetsmodell* visar på de nödvändiga komponenterna för att åstadkomma strategisk trovärdighet, samtidigt som den visar de positiva effekterna av detta (Higgins 2000). Modellen är därför lämplig att använda för att utvärdera företags prestation ur trovärdighetssynpunkt och kommer att förklaras mer ingående i kapitel 3.

Det juridiska skyddet för investerare varierar världen över. Länder vars lagstiftning baseras på prejudikat ("common law") ger investerare ett starkare skydd än länder med civilrättslig lagstiftning ("civil law"). Länder med prejudikat baserad lagstiftning, som exempelvis England och Irland, har således ett starkare skydd för den enskilda investeraren än exempelvis Frankrike, som har en civilrättsligt baserad lagstiftning (La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer & Vishny 1998). Den tyska och skandinaviska lagstiftningen befinner sig någonstans mellan dessa gällande graden av skyddande lagstiftning för investerare (La Porta et al. 1998). Vidare har det visat sig att ägarkoncentrationen i större börsnoterade bolag är högre i länder med lagstiftning som är mindre skyddande, och att företag i länder med mer skyddande lagstiftning har mindre koncentrerat och mer utspritt ägande. Detta innebär att en hög koncentration av ägande inom ett företag tyder på bristande skydd för de enskilda aktieägarna (La Porta et al. 1998).

I grova drag kan man dela upp länder i angloamerikanska som följer "common law" eller kontinentaleuropeiska sådana som följer "civil law" (Siems 2010). Företag i angloamerikanska länder tenderar att försöka tillgodose aktieägarnas intressen. Företag inom kontinentaleuropeiska länder har många intressenter och fokuserar därför i högre utsträckning på att även tillgodose anställdas, ledningens, leverantörernas, kundernas och samhällets intressen (Preuss, Haunschild & Matten 2009).

Teoretiskt sett sker fientliga övertaganden av företag som inte bedrivs optimalt, och när det budgivande företaget tror sig kunna få ut ett markant högre värde av företaget. Möjligheten

för företag att bli uppköpta sägs ske i aktieägarnas bästa intresse eftersom budet oftast innebär en premie över rådande marknadspris (Franks & Mayer 1996). Enligt Franks & Mayer (1996) finns det dock få bevis för att företag presterat dåligt innan budet, vilket skulle indikera på att de fientliga buden inte alltid föranletts av dåliga prestationer från styrelse och ledning. Därmed kan det fientliga budet inte uteslutande ses som en disciplinär åtgärd (Franks & Mayer 1996). Ur styrelsens synpunkt ökar risken för dem att bli ofrivilligt utbytt vid ett fientligt övertagande. Studier indikerar även en viss ökad risk för ledningen i det attackerade företaget att bli ofrivilligt utbytt (Franks & Mayer 1996).

I de fall företaget utsätts för ett icke välkommet bud finns aktiva försvarsstrategier att tillgå, men även förebyggande sådana. Dessa kan ta tid att få på plats vilket innebär att företaget och styrelsen behöver införa dessa innan ett potentiellt fientligt bud uppkommer. De förebyggande åtgärderna har dessutom visat sig minska sannolikheten avsevärt för ett fientligt övertagande (Schoenberg & Thornton 2006). Det är dock sällan tillräckligt med förebyggande försvarsåtgärder, dessa behöver kompletteras med aktiva sådana när ett fientligt bud väl läggs. Både förebyggande och aktiva försvarsmetoder är tidskrävande och kostsamma för företaget att implementera, och är olika effektiva när det kommer till att undvika att bli uppköpta i det individuella fallet (Schoenberg & Thornton 2006). Det finns en uppsjö av försvarsmetoder att tillgå före och under ett fientligt bud. Ett exempel är "*White Knight*" där det angripna företaget sluter ett avtal med en extern partner om uppköp av en majoritetsandel aktier i det angripna företaget, som senare återköps. Detta sker i syfte att hindra budgivaren från att tillskriva sig en majoritet av aktierna och som markör från styrelsen att budet anses vara för lågt eller på annat sätt ovälkommet (Schoenberg & Thornton 2006).

Alla försvarsstrategier är inte fördelaktiga för företaget och kan i vissa fall göra mer skada än nytta (Bebchuk, Coates & Subramanian 2002; Pearce & Robinson 2004; Casey & Eddey 1986; Berk & DeMarzo 2014). Studier har även visat att försvarsmetoder som enbart ämnar till att göra ett fientligt övertagande komplicerat och inte ser till aktieägares intresse, riskerar att straffas av marknaden med fallande aktiekurser då investerare inte vågar lita på ledningens agerande (Casey & Eddey 1986).

1.2.1 Problemformulering

Statistiskt sett har försvarsstrategin *White Knight* varit den mest effektiva och främst använda försvarsstrategin inom den europeiska marknaden (Schoenberg & Thornton 2006). Eftersom det finns många yttre faktorer som påverkar såväl före som under ett fientligt bud kan det vara svårt för företag att välja vilka försvarsstrategier som bör implementeras. Det är därför av största vikt att det försvarande företags styrelse har kunskap om de försvarsmetoder som finns att tillgå. Det är även viktigt att de har kunskap om de omständigheter och den marknad som företaget agerar på för att kunna förutsäga effekterna av de försvarsstrategier som väljs. Nedan följer ett antal frågor som denna fallstudie ämnar besvara.

- Vilka omständigheter hade företagen Scania och Skandia att rätta sig efter i valet av försvarsstrategier?
- Vilka försvarsstrategier har använts i Scania och Skandia, och vilka skulle kunna ha implementerats?
- Hur påverkades Scantias och Skandias strategiska trovärdighet i valet av försvarsstrategi, och kunde de ha hanterat den strategiska trovärdighet mot intressenter och investerare på ett bättre sätt?

1.3 Syfte

Denna uppsats syftar till att få ökad kunskap om företagsförvärv genom fientliga bud på målföretagen. Mer specifikt syftar studien till att förstå hur Scania och Skandia har valt, eller skulle kunna ha valt, försvarsmetoder inför och vid respektive fientligt bud med hänsyn tagen till företagets strategiska trovärdighet.

1.4 Avgränsning

Vi har valt att begränsa uppsatsen till att studera den fientliga budprocessen med de två fallen Scania och Skandia. Båda de angripna företagen var verksamma på den svenska marknaden och noterade på Stockholmsbörsen och utsattes för en fientlig budsituation under ungefär samma tidsperiod. Båda företagen hade en liknande bolagsstruktur med ett fåtal stora ägare som även var medlemmar i styrelsen. Valet att avgränsa studien till den svenska marknaden och under samma tidsperiod gjordes för att få en utökad förståelse för de omständigheter som

företagen verkade inom, före och under budet. Avgränsningen innebär även att företagen agerade under samma lagstiftning och att budgivarna därför hade samma förutsättningar ur en juridisk aspekt. De valda företagen agerade inte inom samma bransch, vilket ger en bredare syn på fenomenet. Eftersom det finns en stor mängd försvarsstrategier varav många är närbesläktade med varandra, har vi valt att avgränsa oss till de vanligast förekommande strategierna enligt vår subjektiva bedömning.

2. Metod

2.1. Metodansats

Skillnaden mellan en kvantitativ och en kvalitativ studie baseras på vilken form tillgången på data har. Data kan delas upp i kvantitativ sådan i form av siffror och tal, och kvalitativ sådan vilken baseras mer på ord och berättelser (Blumberg, Cooper & Schindler 2008). Eftersom vi huvudsakligen vill uppnå en ökad förståelse kring påverkande faktorer, och hur ett företag utifrån detta skall kunna besluta sig för vilka försvarsmetoder de skall använda, lämpar sig en kvalitativ infallsvinkel bra.

Vid empiriska studier finns det i huvudsak två metodansatser, en deduktiv som är teoriprovande och en induktiv som försöker förstå empirin med hjälp av teorier (Bryman & Bell 2011). De uppger även att den deduktiva ansatsen är mer knuten till kvantitativa studier, medan den induktiva metodansatsen lämpar sig bäst för kvalitativa studier. En kvalitativ studie är särskilt lämpad för att skapa förståelse för sammanhang (Denzin & Lincoln 2005). Vid användning av en induktiv metodansats insamlas empiriskt material för att dra nya slutsatser och teorier (Jacobsen 2007). I denna uppsats har vi valt en induktiv metodansats och en kvalitativ metod eftersom vi anser att detta är den bäst lämpade metoden sett till studiens syfte. Detta då en kvalitativ metod är särskilt lämpad för att skapa en djupare förståelse för de studerade fallen, och sedan försöka dra slutsatser utifrån detta. Vidare är en induktiv metodansats passande för att med hjälp av befintliga teorier dra dessa slutsatser.

De viktigaste stegen i en kvalitativ studie är att först generera frågeställningar, och sedan välja relevanta platser och undersökningspersoner som sedan kan besvara frågeställningen (Bryman & Bell 2011). Förutom att studera respektive budprocess för de två studerade företagen utgår vi från den huvudsakliga frågeställningen på vilket sätt de studerade företagen ska välja försvarsstrategier vid ett fientligt bud, och relevansen av strategisk trovärdighet. Vi har valt att undersöka två företag som båda var verksamma på den svenska börsmarknaden, och som utsatts för fientliga bud under ungefär samma tidsperiod. De nästkommande stegen enligt Bryman & Bell (2011) är insamlandet av data, tolkning av data och därefter teoretiskt och begreppsligt arbete som leder fram till resultat och slutsats. Datainsamlingen i denna uppsats fokuserar i huvudsak på elektroniska källor i form av pressmeddelanden och årsbokslut, samt artiklar från dagstidningar. Detta görs för att få en helhetsbild av de fientliga budprocesserna

och de rådande omständigheterna under perioden. Efter detta rensades materialet från icke relevant data, och händelseförloppet radades upp tidsenligt. Sedan analyserades materialet med de rådande omständigheterna som ett slags filter för tolkning, följt av vilka försvarsmetoder som har använts och hur företagets strategiska trovärdighet påverkats. Därefter analyserades datamaterialet utifrån vad andra försvarsmetoder skulle kunna ha inneburit för respektive budprocess utfall, och till sist argumenteras det för vilka faktorer som är viktiga vid val av försvarsstrategier.

2.2 Datainsamling

Studiens teoretiska bakgrund bygger främst på vetenskapliga tidskrifter inom området inhämtade från databaserna "Business Source Premier" och "Retriever Business". Tidigare studier som vi bedömt berör uppsatsens område har inhämtats från ovan nämnda databaser, och ligger till grund för den analys som genomförts på valda företag. Uppsatsen har även lutat sig mot relevant litteratur inom företagsekonomi som belyser ämnesområdet.

Uppsatsen baseras på sekundär data som insamlats i syfte att kartlägga händelseförloppet i sin helhet för fallen med Scania och Skandia. Företagsinformation har främst inhämtats via databasen "Retriever Business" eller från de berörda företagens hemsidor via årsrapporter, pressmeddelanden och företagshistorik. För att få en helhetsbild kompletteras detta med relevanta artiklar i dagstidningar eftersom detta ger en bra indikation på hur marknaden reagerat på företagets uttalanden. Vi har valt att inte basera uppsatsen på intervjuer då dessa lätt blir en efterkonstruktion från respondentens sida, och att det därmed kan bli svårare att hitta vad som faktiskt skedde.

Vidare kan det konstateras att fördelarna med att använda sig av sekundärdata består av att den ofta är lättillgänglig, och att den som studerar fenomenet direkt kan börja analysera materialet i syfte att besvara sin frågeställning (Blumberg, Cooper & Schindler 2008). De poängterar dock att sekundärdata fortsatt kräver ett insamlingsmoment där forskaren måste veta om de data som behövs för att besvara problemfrågan är tillgänglig, vart den går att finna och hur man kan få tillgång till den (Blumberg, Cooper & Schindler 2008).

Vi har valt att inrikta oss på sekundärdata som vi anser ger oss en övergripande bild av omständigheterna kring de fientliga buden. Enligt Blumberg et al. (2008) är den huvudsakliga

nackdelen med att använda sekundär data att den inte samlats in i syfte att besvara forskarens problemställning. Detta innebär att det finns en risk att datamaterialet inte innefattar allt, eller att det inte är korrekt vinklat för att besvara frågeställningen. Forskaren måste fråga sig om det sekundära datamaterialet innehåller tillräcklig information för att kunna besvara frågeställningen. Vidare bör forskaren fråga sig om datamaterialet är tillräckligt detaljerat och tillgängligt, om det är tillräckligt träffsäkert, berör samma population och om det samlades in under rätt tidsperiod (Blumberg, Cooper & Schindler 2008). I vår studie anser vi att vald sekundärdata avspeglar korrekt tidsperiod, och har kapacitet att ge den helhetsbild som krävs för att besvara studiens frågeställningar. Inom respektive tidsperioder för de två fallen har vi valt insamling av information på i huvudsak tre olika sätt, detta har syftat till att minimera risken att gå miste om viktig information. Vår insamling baseras på de tre huvudsakliga kategorierna av källor; dagstidningar, pressmeddelanden och tryckt litteratur. Trots detta vill vi dock poängtera den ständigt närvarande risken för oavsiktligt utelämnade källor.

2.3 Analys av data

Enligt Bryman & Bell (2011) har de som skrivit de offentliga dokumenten från företagen oftast en ståndpunkt som de önskar förmedla, och att det därför kan vara svårt att veta om materialet är fullständigt. Denna uppsats har lutat sig mot flera olika källor för att få en mer rättvis bild av händelseförloppet, både före och under det fientliga buden på de valda företagen. Vid granskning av information från dagstidningar i kvalitativa studier är det viktigt att försöka behålla dess kvalitativa natur, och leta efter teman i texterna (Bryman & Bell 2011). En svårighet med dagstidningar som källor är dock att det är svårt att få information om författarna, och därigenom svårt att lita på det som sägs i artikeln. Detta eftersom det är svårt att avgöra om författarna har tillräcklig kunskap i ämnet (Bryman & Bell 2011).

Uppsatsens data grundar sig på ett flertal tidskrifter men även från pressmeddelanden och årsredovisningar för att styrka sanningshalten i datamaterialet. Vi har dock tagit stor hänsyn till kontexten som texterna är skrivna i för att behålla källornas kvalitativa natur.

Två viktiga antaganden råder vid användning av dokument som datakällor; att texterna innehåller de tolkningar som upphovsmännen tänkt sig, och att texterna först får mening när de sätts in i olika kontexter (Bryman & Bell 2011). Detta innebär att läsaren måste vara försiktig när denne drar slutsatser eftersom en tolkning sällan är den enda korrekta tolkningen (Bryman & Bell 2011). Dokumenten måste därför ses som texter som formulerats i specifika

syften, och inte som en enkel avspegling av verkligheten. Forskare behöver av denna anledning luta sig mot flera olika källor till sitt datamaterial (Bryman & Bell 2011). I arbetet med denna fallstudie har vi försökt hålla datamaterialets ursprungliga vinkling intakt för att på så vis återspegla en mer rättvis bild av händelseförloppet.

Grundtanken inom hermeneutiken är att forskaren som analyserar texten skall försöka få fram textens mening enligt upphovsmannens perspektiv, vilket innebär ett fokus på den historiska och sociala kontexten som texten skrevs i (Bryman & Bell 2011). Vid insamlande och analys av data måste forskaren således se till den sociala och historiska kontexten. Detta innebär förståelse för den som producerat texten, den tänkta målgruppen, referenser till samtida omvärld och sammanhanget i vilken texten är skriven (Bryman & Bell 2011). Den kvalitativa dataanalysen som denna studie bygger på kan därför ses som hermeneutisk till sin natur. Hänsyn har tagits såväl till när texterna skrivits som till vem som skrivit dem, och i vilket syfte dessa skrivits samt den respons de har fått. Detta har inneburit att vi har försökt ta hänsyn till den kontext som källorna har framförts i, för att förutsättningslöst tolka den insamlade informationen.

2.4 Validitet och Reliabilitet

Reliabilitet, validitet och generaliserbarhet är tre mått på studiens kvalitet, stränghet och dess generella forskningspotential (Bryman & Bell 2011). Begreppen skiljer sig åt mellan den kvantitativa forskningen och den kvalitativa, varvid det är av vikt att klargöra dess betydelse inom den valda studien. Inom kvalitativ forskning kan begreppen delas upp i extern och intern reliabilitet respektive validitet (Bryman & Bell 2011). Extern reliabilitet kan enligt Bryman & Bell (2011) ses som i vilken utsträckning en undersökning kan upprepas på samma sätt. Detta är ofta svårt att uppfylla inom kvalitativ forskning då det är omöjligt att "frysa" en social miljö. Den interna reliabiliteten handlar istället om de som utför studien, och överenskommelser kring hur data skall tolkas (Bryman & Bell 2011). Intern validitet handlar enligt Bryman & Bell (2011) om att forskarnas observationer och de teoretiska idéerna skall överensstämma med varandra. Den externa validiteten berör i vilken utsträckning studiens resultat kan generaliseras till andra sociala miljöer (Bryman & Bell 2011).

Denna fallstudie använder sig av en hermeneutisk kvalitativ metod och försöker besvara tidigare nämnda frågeställningar. Denna studie har en stark extern reliabilitet då materialet som studien bygger på är tillgängligt och fritt från våra egna tolkningar. Den interna

reliabiliteten är dock mer problematisk eftersom vi både bearbetat och tolkat datamaterialet utifrån vår egen subjektiva uppfattning. Författarna har försökt att upprätthålla en objektiv hållning till ursprunglig data, dock är det svårt att utesluta att vår förståelse har färgat urvalet av viktig information.

Studiens interna validitet kan anses vara relativt hög eftersom de insamlade observationerna kring de inkluderade företagens budprocesser överensstämmer med de teorier som ligger till grund för uppsatsen. Studien är dock enbart baserad på två företag vilket försvagar den externa validiteten i de fall man vill generalisera resultatet på övriga marknaden. De två studerade företagen var båda verksamma på den svenska marknaden, och utsattes för fientliga övertagningsförsök under så gott som samma tidsperiod. Det begränsade underlaget medför således att studien endast till viss del är generaliserbar till andra börsnoterade företag på den svenska marknaden. Studiens resultat kan även vara svårt att applicera på ekonomiska situationer som sträcker sig utanför den tidsperiod som studerats.

3. Teori

I detta kapitel presenteras ett teoretiskt ramverk kring fenomenet med fientliga bud och företagsförvärv. Detta ramverk kommer att ligga till grund för analys och dragna slutsatser i senare delar av uppsatsen, teorikapitlet har följande struktur:

- **Omständigheter** - Berörda lagar och regler lyfts fram, och relevanta begrepp definieras och förklaras.
- **Försvarsstrategier** - De vanligast förekommande försvarsåtgärderna presenteras och förklaras. På grund av risken för feltolkning benämns flertalet av strategierna på originalspråket engelska.
- **Higgins strategiska trovärdighetsmodell** - Modellen introduceras och förklaras.
- **Tidigare studier** - Detta avsnitt redogör för tidigare studier inom området.
- **Undersökningsplattform** - Ett avsnitt av sammanfattande karaktär där relevant teori summeras och förbereds för resterande delen av uppsatsen.

3.1 Omständigheter

Sammanslagning och förvärv används ofta synonymt, men har olika egentlig innebörd. En sammanslagning sker när två eller fler företag frivilligt förenas under ett gemensamt ägande, medan förvärv uppkommer när ett företag köper ett annat företag (Jones 2004). En horisontell sammanslagning inträffar när två företag på samma marknad slår sig samman och har som främsta syfte att stärka marknadsmakten. En vertikal sammanslagning sker när företag på olika positioner i produktionskedjan slår sig samman. Detta kan ske "bakåt" då ett företag rör sig närmare till exempel råvarukedjan, eller "framåt" för att exempelvis komma närmare slutkonsumenterna (Coate 2013).

Motivet för en sammanslagning skiljer sig ofta åt mellan publikt ägda företag som främst vill öka tillväxten av företaget, och privatägda företag som ofta är mer inriktade på att öka lönsamheten (Jones 2004). Ett förvärv av ett annat företag kan ses som ett snabbare sätt att växa och bli större jämfört med att försöka lyckas med detta på egen hand (Coate 2013).

Marknadsinflytande uppkommer när företaget har en signifikant position på marknaden med stora marknadsandelar. Ett snabbt sätt att nå detta är genom förvärv av en konkurrent då en

aktör försvinner från marknaden och företaget samtidigt kan tillgodoräkna sig konkurrentens marknadsandelar (Coate 2013). Motiveringen till företags vilja att diversifiera sig är att de på detta sätt kan uppnå kostnads- och intäktsfördelar, och därmed få till stånd en mindre riskfylld situation för företaget som helhet (Jones 2004). Ett snabbt sätt för ett företag att diversifiera sig är genom förvärv av ett befintligt företag med färdigutvecklade produkter och en redan existerande position på marknaden (Coate 2013).

Ett företag kan även motiveras att ta över ett annat företag som har tillgångar som det egna företaget har svårt att skapa på egen hand. Sammanslagningar kan även ske ur ett produktions- och kostnadsreducerande syfte för att snabbare uppnå en position med stordriftsfördelar (Berk & DeMarzo 2014). Motiv till att förvärva ett annat företag ur försvarssynpunkt kan vara för att förhindra konkurs, eller att undvika en eventuell risk att själva bli uppköpta. Sammanslagningar kan uppkomma som en konsekvens av generella förändringar på marknaden, till exempel i form av ändrad efterfrågan av ett företags produktportfölj (Jones 2004).

Aktiebolagslagen (SFS 2005:551) behandlar hur aktiebolag startas till hur de skall agera och reglerar även avgifter och viten när regler inte följs. I kapitel 22 i *Aktiebolagslagen* hanteras inlösen av minoritetsaktier. Detta innebär att en aktieägare med mer än nio tiondelar av aktierna i ett bolag har rätt att tvångsinlösa återstående aktier i bolaget. Regeln gäller även om majoritetsägaren är tillsammans med ett eller fler dotterbolag. I det 22:a kapitlet definieras även lösensumman för resterande aktier i de fall förfrågan om inlösen föregåtts av ett offentligt bud om att köpa resterande aktier i bolaget. I de fall budgivaren uppnått mer än nio tiondelar av aktierna skall summan för inlösen motsvara erbjudandet (SFS 2005:551).

Enligt Swedbank gäller *Svensk kod för bolagsstyrning* från den 1 juli 2008 alla svenska bolag, vilkas aktier är upptagna till handel på bland annat Stockholm NASDAQ OMX (Swedbank 2014). För att kunna genomdriva ändringar av bolagsordningen krävs det medhåll från minst två tredjedelar av samtliga aktieslag (SFS 2005:551). Bolagsordningen är företagets interna regelverk och skall innehålla bland annat företagets namn, verksamhet, antal aktier och antal styrelseledamöter (Bolagsverket 2012).

Grundtanken med koden för bolagsstyrning är att näringslivet ska bli självreglerande och agera efter principen ”att följa eller förklara”. Detta innebär att kodens huvudregler skall

följas, men att bolag har tillåtelse att bryta mot reglerna om de lämnar en god förklaring till avvikelserna (Ollevik 2004). Koden fungerar som ett komplement till *Aktiebolagslagen* och övrig offentlig reglering genom att definiera en högre standard än de lagstadgade minimikraven för god bolagsstyrning (Swedbank 2014). Vad påföljden blir för de bolag som låter bli att följa koden eller motiverar avvikelser dåligt är däremot oklart. Tanken är dock att marknaden skall döma dem, och att företaget därigenom tappar i marknadsvärde (Ollevik 2004).

Svensk kod för bolagsstyrning kan sammanfattas i huvudpunkterna; Bolagsstämman, där koden innehåller detaljerade regler om exempelvis formerna för kallelse; Stämmans genomförande; Valet av ordförande av stämman; Närvaroplikt för VD och styrelse (Ollevik 2004). Valet av styrelse skall genomföras via en öppen process som väger in ägarnas synpunkter. Valberedningen (numera nomineringskommittén) är ett obligatoriskt centralt organ för bolagets styrning och skall bestå av minst tre personer. Koden säger att en majoritet av valberedningen inte får bestå av styrelseledamöter, VD eller bolagsledning (Ollevik 2004). En majoritet av platserna i styrelsen ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Detta innefattar personer som inom en femårsperiod innehaft rollen som VD i bolaget, alternativt i närstående bolag som inte kan anses vara oberoende. Inte heller personer som haft omfattande affärer eller på annat sätt haft nära kontakt med företaget kan ses som oberoende (Ollevik 2004). Koden säger att styrelseledamöterna är skyldiga att skaffa sig kunskap om bolagets verksamhet och dess organisation, och de får därför inte ha för många andra uppdrag (Ollevik 2004). Styrelsens ordförande väljs under bolagsstämman då denne anses ha en särställning i bolaget, i de fall där en tidigare VD föreslås till positionen krävs tydlig motivering. Styrelseordförandens roll är att leda styrelsearbetet och att arbeta nära bolagets VD. Styrelsen kontrollerar och styr bolagets verksamhet genom olika utskott (Ollevik 2004).

Finansinspektionens (FI) verksamhet styrs av regeringens regleringsbrev som definierar de mål finansinspektionen skall ha och de uppdrag som regeringen vill att de utför (Så uppstår budplikt 2014). Enligt Regleringsbrevet för budgetår 2014 skall *Finansinspektionen* bidra till att det finansiella systemet är stabilt och präglat av ett högt förtroende. De skall även se till att det finns fungerande marknader som kan tillgodose företagens och hushållens behov av finansiella tjänster. Utöver detta skall *Finansinspektionen* se till att det finns skydd för konsumenter (Finansinspektionen 2014). Budplikt är en del av detta arbete som uppstår när en

enskild aktör eller genom samarbete tillskansar sig minst tre tiondelar av samtliga aktier i ett företag. I händelse av detta skall denne omedelbart offentliggöra storleken på sitt innehav, och inom fyra veckor lämna ett offentligt bud på resterande aktier i bolaget (SFS 2006:451). Syftet med budplikten är att ge övriga ägare möjligheten att lämna bolaget när någon annan tar över. *Finansinspektionens* roll är att övervaka att reglerna följs (Finansinspektionen 2014). Aktiemarknadsnämnden kan i vissa fall ge företag undantagstillstånd från att följa budplikten vid förvärv över 40 procent av totala antalet aktier i ett företag (Finansinspektionen 2014).

3.2 Försvarsstrategier

Poison Pill

Denna teknik går ut på att aktieägarna får möjlighet att köpa aktier i företaget till ett kraftigt rabatterat pris när vissa förhållanden råder. Det budgivande företaget är exkluderat från köp av dessa aktier. Detta späder ut värdet på aktierna som det budgivande företaget har (Pearce & Robinson 2004). Denna utspädning kan göra förvärvet så kostsamt att budgivaren avstår från fortsatt budstrid. Kriterierna för när strategin tas i bruk varierar och har utvecklats över tid från att ha satts igång av ett hundra procentigt övertagande, till att startas om en budgivare tillskriver sig aktieandelar över en bestämd gräns (Pearce & Robinson 2004).

Staggered Board

En möjlig lösning för att få inflytande över ett företag är att se till att bli representerade i det tilltänka förvärvets styrelse. Genom denna kanal kan det angripande företaget påverka styrelsemedlemmar att acceptera ett eventuellt bud, eller till och med göra aktieägarna mer vänligt inställda till ett bud. En strategi för att undvika detta kallas *Staggered board* och räknas till de förebyggande försvarsåtgärderna, eftersom det krävs tid för att etablera en sådan strategi (Bebchuk, Coates & Subramanian 2002). Strategin fungerar som försvar eftersom den avsevärt fördröjer ett eventuellt fientligt övertagande genom principen om hur styrelsemedlemmar väljs. Styrelsemedlemmarna, och därmed styrelsen i sin helhet, väljs av de röstberättigade aktieägarna. Omröstningarna sker på aktiestämmor vilka normalt sker årligen. Genom att ett fientligt inställt företag köper en tillräckligt stor andel röster kan de i teorin och även i praktiken rösta in sig själva i styrelsen (Bebchuk, Coates & Subramanian 2002).

Försvarsstrategin *Staggered Board* delar in styrelsen i ett antal mindre grupper som istället för att väljas årligen, ges mandat till att sitta längre än så. Hur länge varje styrelsegrupps mandatperiod blir i praktiken är upp till det enskilda företaget och dess aktieägare, men en längre period förlänger tiden det tar att byta ut hela styrelsen. Införandet av denna försvarsstrategi måste godkännas av de röstberättigade aktieägarna. På grund av detta tar denna försvarsstrategi tid att införa, och är därför i första hand avsedd som en förebyggande åtgärd. Försvaret fungerar i praktiken genom den tidsfördröjning som skapas för det angripande företaget. Tidsfördröjningen ger sannolikt extra utgifter för det attackerande företaget, vilket gör det försvarande företaget mindre attraktivt som förvärvsobjekt (Bebchuk, Coates & Subramanian 2002).

White Knight och White Squire

För att undvika ett fientligt bud kan det utsatta företaget söka sig till ett annat mer vänligt sinnat företag som kan köpa upp en majoritetsandel av dem. Taktiken kallas för *White Knight* och baseras ofta på ett avtal om återköp av aktier till en premie för företaget som ”vaktar” ägarandelen. En alternativ metod till denna är *White Squire* där ett företag erbjuds köpa en stor mängd aktier, dock inte en majoritetsandel, i syfte att förhindra den fientliga budgivaren från att få kontrollen (Schoenberg & Thornton 2006).

Golden Parachute

Taktiken *Golden Parachute* består av ett lukrativt kompensationspaket som ges ut till ett fåtal utvalda högre chefer i de fall ett bud på en viss procentandel av företaget ges. Denna metod sätts huvudsakligen in för att hålla ledande chefer objektiva till budet och se till aktieägarnas bästa intresse. Detta eftersom ledande chefer riskerar att bli avsatta om ett fientligt bud antas, även om budet skulle ligga i aktieägarnas intresse. Kostnaden för denna *Golden Parachute* kan även få fientliga budgivare att retirera (Pearce & Robinson 2004).

Green Mail

Detta är en försvarsmetod som är ämnad mot fientligt sinnade budgivare med kortsiktiga vinstmål. Försvarsstrategin fungerar i en sådan situation där den attackerande parten redan äger ett större antal aktier i det utsatta företaget, det fientliga övertagandet är således redan påbörjat. Vid implementering av denna strategi erbjuds den fientliga budgivaren att sälja sina aktier till en vinstpremie i gengäld mot att budgivaren inte tillåts ge ytterligare bud under en

tid framöver. Oftast sträcker sig dessa avtal längre än fem år fram i tiden. Som tidigare nämnts är en förutsättning för denna strategi att budgivaren är intresserad av kortsiktig vinst, och inte av långsiktigt ägande (Pearce & Robinson 2004).

Standstill Agreement

Detta är ett avtal mellan budgivaren och företaget om att denne inte köper fler aktier i utbyte mot att företaget betalar en avgift. Denna metod brukar även innefatta en klausul om att företaget har rättigheten att köpa aktierna om budgivaren skulle sälja dem. Detta för att undvika att aktierna säljs till en part som inte följer avtalet (Pearce & Robinson 2004).

Kapitalstrukturförändringar

Denna försvarsåtgärd kan användas i syfte att göra det angripna företaget mindre attraktivt som företagsförvärv. Ett huvudsyfte för många budgivare är att utnyttja skuldsättningen som en skattesköld, men om företaget ökar sin skuldsättning av andra skäl så minskar denna fördel sett ur förvärvarens ögon (Schoenberg & Thornton 2006).

Crown Jewel

Försvarsstrategin *Crown Jewel* innebär att det attackerade företaget inriktar sig på att göra sig mindre attraktivt genom att sälja värdefulla delar av företaget. Detta tillhör således en av de aktiva försvarsstrategierna. I många fall läggs ett fientligt anbud med anledning av ett företags tillgångar eller pågående projekt, om så är fallet kan denna försvarsmetod ha effekt. En variant av denna taktik är när tillgångarna säljs till en *White Knight* med en klausul om att ursprungsföretaget får köpa tillbaka sina tillgångar vid ett senare tillfälle, till ett förutbestämt pris. En uppenbar risk med denna försvarstaktik är att företaget kan komma att bli än mer attraktivt när tillgångarna har omsatts till likvida medel, något som självfallet inte är det ursprungliga syftet med strategin. Ytterligare en risk med att sälja värdefulla tillgångar är den potentiella risken att företaget inte överlever särskilt länge utan dessa (Casey & Eddey 1986).

Attack the Logic of the Bid

Denna försvarsstrategi är ett slags paraply av olika åtgärder, och tillhör kategorin aktiva försvarsåtgärder. Vid ett fientligt bud försöker styrelsen påverka aktieägarna genom att visa på negativa följder av att ge det attackerande företaget inflytande i det egna. Argumenten kan skilja sig betydligt åt mellan olika scenarion och situationer. Exempelvis kan styrelsen hävda

att ett övertagande skulle få allmänt negativa konsekvenser, till exempel sämre prestation eller lägre aktiekurs. Vidare kan de argumentera att själva budet är för lågt i förhållande till företagets värde, eller sprida ogynnsamma rykten om de angripande företaget i syfte att minska aktieägarnas förtroende för budgivaren. En risk med denna taktik är att den även kan få motsatt effekt, aktieägarna kan tolka ledningens utspel som att de enbart agerar i eget intresse (Berk & DeMarzo 2011).

Rättsliga Processer

Genom att starta *Rättsliga Processer* som aktiv åtgärd mot de attackerande företaget kan de försvarande företaget skapa tid framförallt för att implementera andra försvarsåtgärder. Det finns en bred flora av rättsliga processer att välja mellan, och alla passar inte i alla situationer. Genom att driva *Rättsliga Processer* mot den fientliga angriparen kan företaget tvingas lägga tid och resurser på att förbereda och presentera bevis på att dess fientliga anbud verkligen är legitimt. En utdragen sådan process är således något som kan göra ett övertagande dyrare, och kan därmed få angriparen att retirera (Pearce & Robinson 2004).

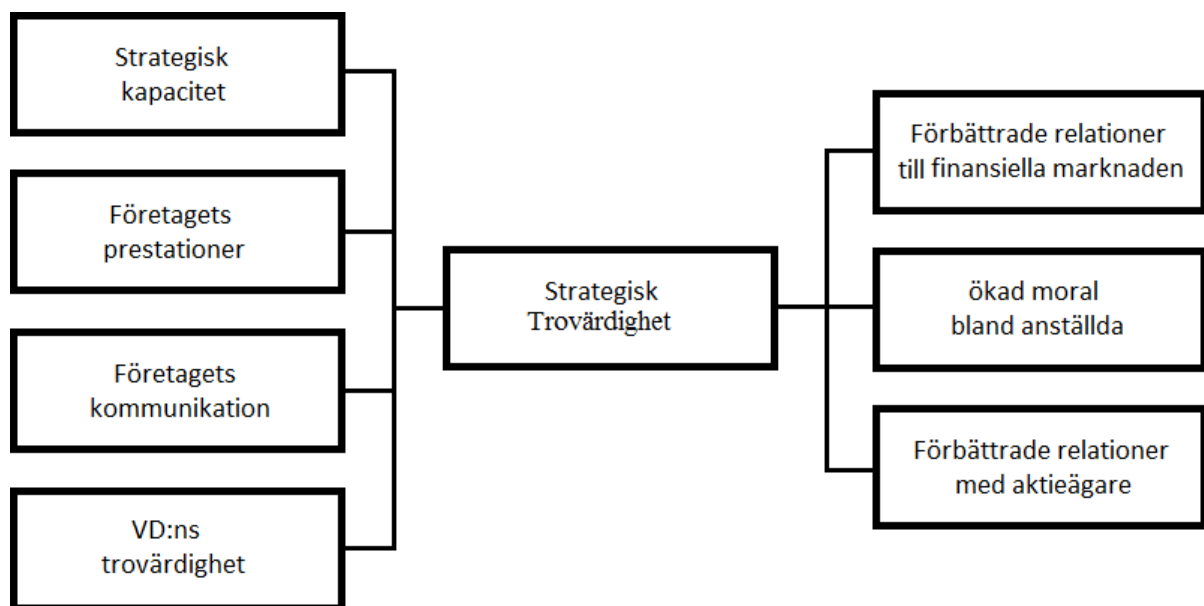
3.3 Higgins strategiska trovärdighetsmodell

Denna modell utgår från antagandet att börsnoterade företag behöver visa upp en strategisk trovärdighet inför sina ägare. Denna trovärdighet krävs för att företagets ägare skall tro på företaget och stanna kvar som ägare (Higgins 2000). Higgins (2000) uppger att den strategiska trovärdigheten är svår att upprätthålla, men att det är betydligt svårare att återuppbygga trovärdigheten om den skadas eller förloras. Higgins menar att ett företag som kan visa på goda resultat över tid kan bevara trovärdighet då resultatet inte beror på tillfälligheter. Denna trovärdighet gynnar företagets relation till sina finansiella ägare (Higgins 2000).

Företag som presterar sämre än industrin i genomsnitt har mest att vinna genom en tydlig kommunikation av sin strategi, men det är viktigt för alla företag (Higgins & Bannister 1992). De huvudsakliga komponenterna i begreppet strategisk trovärdighet innefattar företagets förmåga att utveckla och följa strategier, tidigare finansiella prestationer, trovärdigheten hos företagets VD och effektiviteten i kommunikationen av företagets strategier av styrelse och ledning (Higgins & Bannister 1992). Företag som kontinuerligt kommunicerar på ett effektivt sätt kring sina prestationer vinner trovärdighet ur nyckelintressenternas perspektiv, medan

företag som inte kommunicerar på detta sätt förlorar i trovärdighet. Det har även visat sig att företagets strategiska trovärdighet starkt påverkar aktiekursen, men att få företag utför kommunikationen på ett tillfredställande sätt (Higgins & Bannister 1992).

Vidare leder ett företags starka strategiska trovärdighet till förbättrade relationer med intressenter så som kunder och leverantörer, ökad arbetsvilja bland anställda och förbättrad relation till aktiemarknaden (Higgins & Bannister 1992). De huvudsakliga faktorerna som påverkar företags strategiska trovärdighet enligt Higgins & Bannister (1992) illustreras nedan i *Higgins strategiska trovärdighetsmodell, figur 1*.



Figur 1. Svensk översättning av Higgins Strategiska trovärdighetsmodell (Higgins & Bannister 1992).

- **Strategisk kapacitet:** Denna grundar sig på att företagets strategi känns gedigen och inger en bild av strategisk vision som delas med företagets intressenter. Effektiviteten i företags strategiska planering bygger på kontinuerlig planering och anpassning utifrån konkurrenters handlande (Higgins & Bannister 1992).
- **Företagets prestationer:** Företagets tidigare prestationer kan höja dess strategiska trovärdighet. Ett företag som haft tveksamma prestationer kan dock ha en hög strategisk trovärdighet om det har visat på god strategisk kapacitet tidigare. God prestation är en nödvändig komponent för att uppnå strategisk trovärdighet (Higgins & Bannister 1992).

-
- **Kommunikation:** Studier har även visat att ju mer diversifierat företaget är, desto viktigare är kommunikationen av företagets strategier och avsikter till sina viktigaste intressenter. Företag som misslyckas med detta förlorar i trovärdighet vilket i vissa fall resulterar i avslutade samarbeten med leverantörer och kunder. Det är även av stor vikt att förmedla orsakerna till bra eller dålig prestation, vilket skapar ökad strategisk trovärdighet (Higgins & Bannister 1992).
 - **VD:ns trovärdighet:** Trovärdigheten för företagets ledning, styrelse och VD kan starkt påverka företagets strategiska trovärdighet. I de fall som företagets VD är välkänd och har en god förmåga att kommunicera företagets vision och strategiska mål leder detta i större utsträckning till att företagets strategiska rykte höjs. Detta innebär att en bra VD sprider uppfattningen om att företaget bedrivs på ett strategiskt bra sätt vilket höjer företagets strategiska trovärdighet (Higgins & Bannister 1992).

3.4 Tidigare studier

Studier har visat att ägarstrukturen skiljer sig åt mellan företag i olika delar av världen. I länder med lagstiftning som starkt skyddar aktieägarna, som exempelvis USA, består ägarstrukturen ofta av många små ägare. Däremot i länder som exempelvis Frankrike, som har en lagstiftning som är svagt skyddande, leder detta till färre men större ägare som har ett starkt inflytande över företaget (La Porta et al. 1998). Vidare påvisas att sammanslagningar och övertaganden varierar mellan länder och branscher, men att övertaganden även sker inom branscher där aktieägare kontrollerar större andelar (Damiani & Pompei 2011). Studier har även visat att företag som har ett fåtal större aktieägare mer sällan implementerar försvarsstrategier, och i större utsträckning förlitar sig på lånefinansiering snarare än kapitaltillskott från aktiemarknaden (Arena & Howe 2009).

Tidigare studier har visat att företag med en hög andel likvida medel på marknader som bygger på "*common law*" klarar sig bättre vid försvar mot fientliga bud (Schauten, van Dijk & van der Waal 2013). Vidare visade det sig att risken för att företaget skulle investera sitt överskott i värdenegativa projekt sänker värdet på företaget, om det övertagande företaget inte skulle kunna vända investeringarna till någonting positivt. Det finns misstankar om att liknande samband råder även för företag som agerar på marknader med civilrättslig lagstiftning (Schauten et al. 2013).

Vidare har det visat sig att graden av försvar mot fientliga bud som företagen vidtar beror på många olika faktorer (Barry & Hatfield 2012). Företag som ligger i riskzonen att utsättas för fientliga bud, av företag som tros erbjuda ett högt bud som innebär en hög premie, generellt implementerar starkare försvarsåtgärder. Studier har visat att sammanslagningar och fientliga övertaganden förekommer i mindre utsträckning bland företag som befinner sig i ett innovativt och utvecklande stadie där övertagandet skulle innebära ett avbrott i kunskapen (Damiani & Pompei 2011).

Vid fientliga bud har studier visat att *White Knight* har varit den försvarsstrategi som varit mest frekvent använd på den europeiska marknaden (Schoenberg & Thornton 2006). Studier har indikerat på att det inte finns några bevis på att företag som utsatts för ett fientligt övertagande presterat dåligt före budet, vilket indikerar att fientliga bud inte alltid kan ses som en disciplinär åtgärd (Franks & Mayer 1996). Andra studier har visat att fientliga bud ibland bortser från aktieägarnas rättigheter, vilket indikerar att övertaganden inte alltid sker i aktieägarnas intresse (Henly 1992).

Förebyggande åtgärder har visat sig avsevärt minska risken för ett fientligt övertagande, men dessa är sällan tillräckliga för att helt undvika fientliga bud (Schoenberg & Thornton 2006). Tidigare studier har visat att utfallet för företag som utsätts för fientliga bud till stor del beror på ledningens ställningstagande och agerande utifrån detta (Casey & Eddey 1986). Studier har visat att företag är i behov av att kommunicera och bygga relationer med sina investerare för att sprida sin strategiska position, och för att få investerare att instämma med ledningens framtidsvisioner (Laskin 2011). Ledning och styrelse bör dock vara försiktiga vid val av försvarsstrategier eftersom studier visat att försvarsmetoder som enbart ämnar till att försvåra det fientliga budet, och inte ser till aktieägares intresse, riskerar att straffas av marknaden med fallande aktiekurser när investerare överger företaget (Casey & Eddey 1986).

3.5 Undersökningsplattform

Det finns många orsaker till varför ett företag ligger i riskzonen för att bli övertagna, och många faktorer som påverkar företaget vid val av försvarsstrategier. Denna studie försöker belysa den komplexa situationen när ett företag utsätts för ett fientligt bud, och hur de agerar när de tvingas försvara sig. Studiens fokus kommer således att ligga på de faktorer som företagets styrelse och ledning behöver beakta vid val av försvarsstrategier.

Tidigare studier har fokuserat på vilka försvarsstrategier som har använts samt deras effekter, medan andra har fokuserat på de juridiska omständigheterna som skiljer sig åt mellan länder. Vidare har tidigare studier även fokuserat på företags trovärdighet och dess betydelse för företag att bli utsatta för fientliga bud. Denna studie ämnar kombinera dessa synsätt för att nå en djupare förståelse för den beslutssituation ett företags styrelse och ledning ställs inför vid ett fientligt bud.

Denna studie har valt att fokusera på de fientliga buden på lastbilsföretaget Scania och försäkringsbolaget Skandia som utsattes för fientliga bud under närliggande tidsperioder. De båda företagen var verksamma på den svenska marknaden, vilket innebar att de hade liknande omständigheter att rätta sig efter vid val av försvarsstrategier. Även omständigheterna som de budgivande företagen hade att rätta sig efter var likartade, eftersom båda målföretagen var verksamma under liknande lagstiftning. Scania och Skandia utgör dessutom två av 2000-talets största gränsöverskridande fientliga budprocesser på Stockholmsbörsen (Nachemson-Ekwall 2012). Vidare hade Scania och Skandia en liknande ägarstruktur med ett fåtal större ägare, som även hade stort inflytande över bolagen. Såväl Scania som Skandia har genomgått komplicerade och utdragna budprocesser, vilka har omtalats flitigt i media (Nachemson-Ekwall 2012).

Det är av stor vikt att måla upp en tydlig helhetsbild vid denna typ av fallstudier. Av denna anledning byggs empirin upp av tre tidsperspektiv som kan beskrivas i termer av; före, under och efter det fientliga budet. Vidare används de vanligast förekommande försvarsstrategierna som utgångspunkt vid analys i syfte att se hur dessa har, eller skulle kunna ha påverkat företaget. På detta vis kan förståelse uppnås för vilka försvarsmetoder som skulle ha varit möjliga att använda i det specifika fallen, eller vilken påverkan dessa faktiskt hade. I studien används *Higgins trovärdighetsmodell* för att utvärdera hur trovärdigheten påverkas av de olika försvarsmetoderna. Modellen används för att undersöka hur kommunikationen med de studerade företagens intressenter, investerare och aktieägare har gått till, samt om företagen har lyckats upprätthålla en strategisk trovärdighet genom den fientliga budprocessen.

4. Empiri

Respektive studerat fall inleds med en kort bakgrund och beskrivning av målföretaget, och de huvudsakligen inblandade aktörerna. Empirin struktureras som tidigare nämnts i den tidsmässigt naturliga ordningsföljden före, under och efter det fientliga budet. Tiden före det fientliga budet benämns “Upptäckningen till det fientliga budet”, tiden under det fientliga budet som “Det fientliga budet”, samt tiden efter som “Utfallet av det fientliga budet”.

4.1 Scania & MAN

4.1.1 Bakgrund

Beskrivning och analys av detta fall omfattar ett antal olika aktörer. Förutom diverse institutionella investerare beskrivs handlingar från sex huvudsakliga aktörer; Scania, Volvo, Investor, MAN, Volkswagen och Porsche. År 1891 grundades Vagnfabriksaktiebolaget i Södertälje (Vabis) och gick 20 år senare ihop med skånska Scania och bildade Scania Vabis (Strandberg & Almgren 2014). Scania är idag en ledande tillverkare av tunga lastbilar, bussar samt industri- och marinmotorer. Scania är verksamma i ett hundratal olika länder och har mer än 35 000 anställda, varav 2 400 inom forskning och utveckling (Scania 2014).

4.1.2 Upptäckningen till det fientliga budet

Volkswagens VD Ferdinand Piëch offentliggjorde 1999 att Volkswagen var intresserade av att köpa Scania och tyska MAN:s lastbilsenhet, men då parterna inte kunde komma överens om ett pris medförde detta en möjlighet för Volvo (Strandberg & Almgren 2014). Den 15 januari 1999 gjorde Volvo ett överraskande och fientligt drag där Volvos dåvarande VD Leif Johansson först meddelade Scantias VD Leif Östling per telefon att Volvo hade köpt 13 procent av aktieandelarna i Scania, efter detta gjorde Johansson uppgiften officiell. Aktierna hade huvudsakligen köpts från två Svenska pensionsfonder (Åsberg, Billing & Ekelund 2008).

Volvo önskade slå sig samman med Scania och den 6 augusti 1999 hade Volvo träffat en överenskommelse med Investor om att köpa Investors aktieinnehav i Scania för 315 SEK per aktie. Detta motsvarade nästan en fördubbling jämfört med introduktionspriset på 180 SEK tre

år tidigare, budet värderade Scania till ett värde av 60 miljarder SEK (Volvo lägger bud på Scania 1999). Scantias VD Leif Östling var till en början emot en sammanslagning med Volvo och hävdade att ett samarbete mellan Scania och Volvo inte skulle fungera för överskådlig framtid, Scantias VD mjuknade dock i sin retorik kring affären (Strandberg & Almgren 2014). Det fanns dock ett viktigt villkor som behövde uppfyllas för att affären skulle bli verklighet, sammanslagningen måste få godkänt av EU-kommissionen (Strandberg & Almgren 2014).

Håkan Samuelsson, som sågs som Leif Östlings efterträdare och som var påtänkt kandidat till VD posten för det sammanslagna Volvo-Scania, misstänkte dock att EU-kommissionen av konkurrensmässiga skäl skulle säga nej till sammanslagningen. Detta var en av anledningarna till att han i februari 2000 istället blev produktionschef för det tyska företaget MAN:s lastbilsverksamhet (Gripenberg 2006).

Mycket riktigt gav EU-kommissionen den 14 mars 2000 tummen ner för sammanslagningen mellan Volvo och Scania vilket förväntades innebära att Scantias aktier skulle falla kraftigt i värde (Åsberg, Billing & Ekelund 2008). Volvo som hade bjudit 315 SEK per aktie hade värderat Scania till 60 miljarder, men utan sammanslagningen förväntades Scantias värde falla tillbaka till mellan 200 till 220 SEK per aktie. Detta scenario skulle innebära en stor förlust för Volvo som istället valde att slå sig samman med Renault, affären inkluderade även deras amerikanska lastbilmärke MACK (Volvo Group Global 2000).

För Investor skulle den uteblivna sammanslagningen likaså medföra ett aktieinnehav med lägre värde (Strandberg & Almgren 2014). Investor valde därför att sälja 18,7 procent av kapitalet och 34 procent av rösterna i Scania till Volkswagen. Detta gav Volkswagen en position som underskred gränsvärdet på 40 procent som budplikten föreskrev vid den tiden (Scania Group 2014). Investor sålde Scantias röststarka A-aktier för 370 SEK per aktie, vilket motsvarar cirka 100 SEK över det då rådande marknadspriset (VW väntas lägga bud på Scania 2000).

Europeiska unionens domstol (EU-domstolen) arbetade på ett övertagningsdirektiv som förväntades få den så kallade Volkswagen-lagen, som gav tyska staten och delstaten Niedersachsen särskild rätt till ordinarie representation i Volkswagens styrelse, att sluta gälla. Det dröjde dock fram till 23 oktober 2007 innan EU-domstolen bedömde att lagen inte längre var gällande eftersom den ansågs vara illegalt skyddande (European Commission 2004; Europeiska kommissionen mot Förbundsrepubliken Tyskland 2007). Med den förväntade

lagändringen behövde Volkswagen förbättra sin lönsamhet för att locka till sig utländska investerare. Detta var tänkt att göra Volkswagen dyrare och därmed mindre attraktivt för eventuella fientliga spekulanter (Lewenhagen 2008).

För MAN:s lastbilsverksamhet verkade Håkan Samuelsson i sin roll som ny chef för att följa samma industriella inriktning som Scania. Han gav som en naturlig följd av detta uttryck kring funderingar på en eventuell sammanslagning av företagen (Forsberg 2008). Likheterna mellan företagen ledde dock under 2002 istället till samarbeten mellan bolagen. (Forsberg 2008). Under 2003 tog spekulatioerna ny fart då Volkswagens VD Bernd Pischetsrieder ställde sig positiv till en sammanslagning mellan Scania och MAN. Han ansåg vidare att Volkswagen kunde ta på sig rollen som medlare dem emellan vid en eventuell sammanslagning (Blecher & Nachemson-Ekwall 2003). Ledningen för Scania och MAN meddelade dock formellt att en sammanslagning i dagsläget inte var aktuell. Anledningen till detta angavs vara MAN:s ägarstruktur vilken gjorde det omöjligt för Scania att skapa direkta band med MAN:s fordonstillverkning (Forsberg 2008).

Kort efter dessa mediala ställningstaganden gav aktörer på den tyska finansmarknaden förslag på hur MAN:s ägarstruktur skulle kunna ändras. Förslaget innebar att MAN skulle sälja sin fordonstillverkning till Volkswagen, som sedan kunde slås samman med Scania. Scantias VD Leif Östling fortsatte dock att sträva efter ett fortsatt självständigt Scania.

Under 2004 startade Volvo investmentbolaget Ainax med Scantias röststarka A-aktier som tillgång, medan B-aktierna såldes till marknaden (Skatteverket 2006). Innehavet bestod av 24,8 procent av rösterna i Scania och aktieandelar i Ainax gavs i utdelning till befintliga aktieägare i Volvo under 2004 (Skatteverket 2006). Ainax listades på börslistan "Nya Marknaden", vilket var en plattform för företag som ännu inte var redo att noteras på någon av de större aktielistorna (Skatteverket 2006).

Företag på plattformen "Nya Marknaden" behövde inte lyda listningskraven och behövde till exempel inte följa Näringslivets börskommittés (NBK) rekommendationer gällande flaggning vid olika nivåer av aktieägarandel i ett bolag. Aktiebolag listade på denna marknad behövde inte heller följa reglerna om budplikt (Näringslivets Börskommitté 2009). Detta utnyttjade Investor och köpte 15 procent av aktierna och rösterna i Ainax utan att flagga om det, och de passerade därigenom 30 procent ägarandel i Scania utan att utlösa reglerna gällande budplikt (Carlsson 2004). Detta var dock inte populärt bland investerare på Stockholmsbörsen

eftersom Investors ordförande Claes Dahlbäck också var ordförande för Näringslivets börskommitté. Börskommittén var ansvariga för upprättandet av riktlinjer kring agerande på aktiemarknaden (Carlsson 2004). Scania valde dock att köpa upp Ainax år 2005 vilket innebar att Investor ägde 16,5 procent av kapitalet och 29,9 procent av rösterna i Scania (Scania Group 2005).

4.1.3 Det fientliga budet

MAN med dess nye VD Håkan Samuelsson förde under senare delen av 2005 diskussioner med Scania och VD Leif Östling gällande att utöka samarbetet genom en sammanslagning av företagen. VD Leif Östling var fortsatt negativt inställd till ett sådant förslag (Cervenka 2006). MAN går vidare med sina planer om en sammanslagning väl medveten om Östlings inställning och kontaktar investmentbanken Greenhill. Detta eftersom ingen av investmentbankerna i London ville delta i ett fientligt bud mot Wallenbergstiftelsen och Investor (Cervenka 2006). MAN anlidade även Svenska Handelsbanken som rådgivare inom kapitalmarknaden i Sverige. MAN gjorde därefter ett officiellt uttalande att de önskade köpa Volkswagens aktieandelar i Scania, under förutsättning att de var till salu. Detta ogillades av Scania och VD Leif Östling vilket resulterade i att samarbetet mellan MAN och Scania lades på is (Cervenka 2006).

MAN hade ett möte med Investors VD Börje Ekholm den 12 juli 2006 där Håkan Samuelsson presenterade budet om att köpa Investors aktier i Scania. Syfte var att skapa ett holdingbolag där MAN och Scania skulle fungera som två självständiga lastbilmärken, och Investor skulle fortsätta som aktieägare (Åsberg, Billing & Ekelund 2008). Under juli 2006 var Scantias aktiekurs 340 SEK, och Håkan Samuelssons bud för Scania var 442 SEK per aktie. Investor meddelade att de skulle överväga budet och återkomma (Åsberg, Billing & Ekelund 2008). Några månader senare uttalade sig Volkswagens VD Bernd Pischetsrider offentligt att de önskade delta i sammanslagningsarbetet mellan MAN och Scania (Nytt toppmöte om Scania 2007). Samma vecka återkom Investor med beskedet att de inte var intresserade av MAN:s ursprungliga bud (Investor vill köpa MAN 2007).

MAN med VD Håkan Samuelsson avfärdade Investors negativa inställning till budet och lade kort därefter ett nytt bud på 442 SEK per aktie riktat till både Investor och Volkswagen (Scania och Investor nobbar MAN 2006). Budet var utformat så att enbart Investor skulle

erhålla kontant betalning. Vidare förväntade de sig att Volkswagen skulle acceptera betalning med aktier i MAN, vilket skulle göra dem till största ägare i företaget (Scania och Investor nobbar MAN 2006). Investor ogillade detta och överlämnade information om budet till Scania, som i sin tur gjorde informationen tillgänglig för Stockholmsbörsen (Scania och Investor nobbar MAN 2006).

I samband med dessa händelser gick Scania ut och offentliggjorde anbudet och ställde sig negativa till dess innebörd (Scania Group 2006). Scanias styrelse menade att budet från MAN möjligen innebar ett brott mot förvävsreglerna. Detta eftersom budet på 442 SEK inte motsvarade det högsta pris som MAN hade köpt Scaniaaktier för, vilket låg på 475 SEK. Vidare meddelade de även att de hade anmält detta till Aktiemarknadsnämnden som startat en utredning (Scania Group 2006). Denna utredning fullföljdes dock aldrig då MAN drog tillbaka sitt bud. Under helgen 16-17 september höll alla inblandade parter individuella möten, och på måndagen beslutade även Volkswagen och Investor gemensamt att tacka nej till budet från MAN (Billing 2006). Volkswagen uppgav att de enbart var villiga att stödja budet om Investor och Scania gjorde det (Scania och Investor nobbar MAN 2006).

Under senare delen av september gick Volkswagens VD Bernd Pischetsrieder ut med att han stödjer en sammanslagning av Scania och MAN tillsammans med Volkswagens brasilianska tunga lastbilar och bussar, men att han råder MAN till att dra tillbaka sitt fientliga bud på Scania för att kunna få igång diskussioner mellan parterna (Askman 2006).

Budgivningens tog dock en oväntad riktning den 4 oktober 2006 när Volkswagen köpte 15,06 procent av aktierna i MAN. Tillsammans med aktieandelarna i Scania skulle detta garantera Volkswagen 25 procent i det framtida sammanslagna bolaget, om budets kombination av kontanter och aktier godkändes av parterna (VW storköper MAN-aktier 2006). Volkswagen meddelade att de ansökt om att höja sitt ägande i MAN till över 25 procent, men under 30 procent (VW storköper MAN-aktier 2006). Volkswagen meddelade även att MAN och Scania hade fyra veckor på sig att förhandla fram en lösning. Volkswagens ordförande Ferdinand Piëch motsatte sig dock en komplicerad affär som involverade hela MAN, och föredrog ett direkt avtal med Scania och MAN:s lastbilsenhet (Nachemson-Ekwall 2008).

Många svenska institutioner sålde delar av sina aktier i Scania under denna period, bland dessa pensionsfonden AMF, Nordea (fond) och Swedbank Robur (fond). MAN köpte 11 procent av rösterna i Scania huvudsakligen från Alecta (pensionsfond) för 475 SEK per aktie,

vilket motsvarade 33 SEK över deras tidigare bud (Cervenka 2006). Scantias VD Leif Östling uttalade sig vid denna tidpunkt i en intervju att Scantias tid som självständig har nått sitt slut, och att han nu tror på en trepartslösning där Volkswagen tar kommandot (Gripenberg 2006). MAN väljer att höja budet till 475 SEK vilket värderade Scania till 95 miljarder (Scania Group 2006). Scania fortsatte dock att motsätta sig budet med motiveringen att de undervärderade Scania, och att budet borde uppgå till runt 670 SEK per aktie för att motsvara en korrekt värdering (Därför nobbar Scania MAN 2006). Den 12 oktober 2006 avvisade även Investor MAN:s erbjudande av samma skäl (Scania Group 2006). I delårsrapporten utgiven i oktober 2006 presenterade Scantias företagsledning att en översyn av kapitalstrukturen visat att företaget kan genomföra en särskild utdelning på upp till 7 miljarder SEK innan 2006 års slut, detta motsvarade 35 kronor per aktie (Scania Group 2006). Vidare klargör de att Scania har möjlighet att höja sin utdelning ytterligare under 2007. De anser att bolaget kan ge en utdelning på 50 SEK per aktie utan att förändra sin kreditvärdighet (Scania Group 2006).

Den 27 oktober ökade Volkswagen sitt innehav i MAN till 20 procent, och fick dessutom klartecken att öka innehavet ytterligare till strax under 30 procent (Volkswagen ökar till 20 procent i MAN 2006). Vidare meddelade Volkswagen att VD Bernd Pischetsrieder skulle avgå från och med 1 januari 2007, och att efterträdaren skulle bli Martin Winterkorn (Åsberg, Billing & Ekelund 2008). Fortsättningsvis utökade Investor sitt ägande i Scania till 20,01 procent av rösterna efter att Aktiemarknadsnämndens beviljat dispens från budplikten (Scania Group 2006). Kort efter detta ingick de ett avtal som gav Investor totalt 30,6 procent av rösterna och 16,8 procent av kapitalet i Scania. De nådde därmed över budpliktsgränsen på 30 procent, men gavs undantag från denna med hänvisning till att ägandet inte översteg Volkswagens ägande på 34 procent (Scania Group 2006). Investor köpte kort därefter ytterligare andelar för 519 SEK per aktie, detta gav dem 33,7 procent av de röststarka A-aktierna i Scania. Detta medförde att det inte längre fanns förutsättningar för en tvångsfusion mellan MAN och Scania utan Investors stöd (Scania Group 2006).

Under Scantias kapitalmarknadsdag den 6 december målade ledningen fram en ljus bild av Scantias framtid. VD Leif Östling gjorde ett flertal uppmärksammade uttalanden som varnade för anti-tyska känslor i Sverige, och att tyskar på ledande positioner inte känner respekt för mindre nationer som Sverige (Karlberg 2006). Leif Östling fällde även en uppmärksam kommentar till TV8:s finansnytt: ”Tysken är ju expert på ”Blitzkrieg”, men man har ju också förlorat många av dem” (Strandberg & Almgren 2014). ”Blitzkrieg” är ett uttryck hämtat från

det inledande skedet av andra världskriget, där naziststyrda tyska arméerna kastade sig över andra nationer i överraskande och snabba anfall (Lucas 2006; Nandorf 2006). Detta uttalande mottogs med skarp kritik framförallt från den tyska affärsvärlden, och Leif Östling gick senare ut med en officiell ursäkt för uttalandet (Östling blev inte tvingad be om ursäkt 2006; Scania-CEO Östling bittet um Entschuldigung 2006). Leif Östling beskrev även MAN:s VD Håkan Samuelsson som en förrädare och som en ”persona non grata” på Scania, med detta menade han att Samuelsson är en icke önskvärd person på Scania (Lucas 2006).

MAN och VD Håkan Samuelsson försökte rädda budet genom att förlänga det från 11 december till 31 januari 2007, Volkswagen meddelade sedermera den 11 januari att de tackat nej till budet från MAN (Åsberg, Billing & Ekelund 2008). Den 15 januari presenterade Investor och Volkswagens ordförande Ferdinand Piëch att de inte kommer acceptera ett bud från MAN oavsett nivån (Nytt toppmöte om Scania 2007). MAN valde därför att dra tillbaka sitt bud på Scania den 23 januari vilket välkomnades av såväl Scanias ledning som fack, och Investor gick i samband med detta ut med beskedet att de såg fram emot fredliga diskussioner framöver (Öhlin 2007). Scania och Investor hotade efter detta med att avsluta befintliga avtal med Handelsbanken, och VD Pär Boman meddelade att Handelsbanken ångrade aktiviteterna som investeringsavdelningen övertygat dem om att följa. (SHB:s VD bekymrad över relation till Scania 2007).

Under 2007 tillfrågade Volkswagen aktiemarknadsnämnden om tillåtelse att utöka sitt innehav från 34 procent till 49,9 procent i Scania utan att utlösa budplikten. Aktiemarknadsnämnden gav klartecken för detta och under mars månad deklarerade Volkswagen att de hade ökat sitt aktieäggande i Scania till 35,31 procent av rösterna (Lucas 2007). Porsche ökar under samma period sin ägarandel i Volkswagen från 27 procent till 31 procent, de blev därmed tvungna att lägga ett bud på samtliga Volkswagens aktier för att följa tysk budpliktslag (Lewenhagen 2007). Vid Scanias årliga bolagsstämma den 3 maj hade Volkswagen ökat sitt innehav ytterligare till 36,4 procent av rösterna. Martin Winterkorn valdes vid stämman till ny ordförande och Investors VD Börje Ekholm valdes till ny vice ordförande i Scania (Scania Group 2007). Volkswagen valde även att stärka sin närvaro i MAN genom att Ferdinand Piëch ersatte Eckhart Schultz som ordförande, och istället lät denne bli vice ordförande i MAN. Vidare valdes ytterligare två chefer från Volkswagens ledning in i MAN:s styrelse (Åsberg, Billing & Ekelund 2008). Volkswagen frågade på nytt Aktiemarknadsnämnden om att få en garanti för att MAN och Volkswagen fortsatt skulle

behandlas som två separata bolag. De tillfrågade även nämnden om att få klartecken att utöka sitt ägande i Scania respektive MAN över 50 procent. Alla förfrågningarna gjorda vid tillfället beviljades av nämnden (Aktiemarknadsnämnden 2007).

Under 2007 kom slutligen den väntade domen från EU-domstolen rörande Volkswagenlagen. Lagen förklarades ogiltig vilket gav Porsche möjlighet att utnyttja sina 30 procent av rösterna i Volkswagen (Billing 2007). MAN utökade sitt ägande ytterligare under mars 2008 till 13,2 procent av kapitalet och 17 procent av rösterna i Scania. Den 3 mars 2008 köpte Volkswagen Scaniaaktier från Investor, vilket innebar att Volkswagen ökade sitt innehav till 37,7 procent av kapitalet och 68,6 procent av rösterna (Åsberg, Billing & Ekelund 2008). Samtidigt ägde Volkswagen 28,7 procent av kapitalet och 29,9 procent av rösterna i MAN (Åsberg, Billing & Ekelund 2008). Volkswagen betalade 200 SEK per aktie vilket motsvarade en premie på 33 procent av marknadsvärdet vid köpet (Strandberg & Almgren 2014). Volkswagen uttalade sig senare samma dag att köpet av Scaniaaktierna från Investor var i syfte att säkra Scantias ägarstruktur (Åsberg, Billing & Ekelund 2008).

Samtidigt som Volkswagen utökade sitt ägande i Scania tillskansade sig Porsche 50 procent av aktierna i Volkswagen. Affärerna bromsades dock tvärt av att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gick i konkurs hösten 2008. I förlängningen ledde detta till en sammanslagning mellan Volkswagen och Porsche under 2011 (Brymant 2012). Vid anskaffningen av aktier i Volkswagen utlöste Porsche reglerna kring budplikt på Scania. De lade följaktligen ett snålt tilltaget bud på Volkswagen vilket gav dem 7,9 procent av kapitalet och 2,3 procent av rösterna i Scania. Dessa såldes vidare till Volkswagen som i och med detta ökade sitt innehav till 49,3 procent i Scania och 71,9 procent av rösterna (Strandberg & Almgren 2014). I december 2008 köpte MAN upp Volkswagens brasilianska lastbils- och bussverksamhet vilket gjorde MAN till den tredje största kommersiella fordonstillverkaren efter Volvo och Daimler-Chrysler. Den 24 november 2009 avgick MAN:s VD Håkan Samuelsson vilket följdes av ytterligare omplaceringar (Vilda spekulationer kring Samuelssons avgång 2009).

Under 2011 påpekar konkurrensmyndigheten att Volkswagen måste utöka sitt ägande i MAN för att få samverka kring inköp, produktion, forskning och utveckling (Vilenius 2011). Volkswagen utökade således sitt innehav i lastbilstillverkaren MAN från 29,9 procent av rösterna till 30,5 procent. Detta innebar att Volkswagen i enlighet med de tyska budpliktsreglerna blev tvungna att lägga ett bud på hela MAN (Eklund 2011). Budet på 97

EUR per aktie (inklusive utdelning, 2 EUR) innebar ingen premie jämfört med marknadsvärdet. Detta tolkades som ett försök från Volkswagens sida att få myndigheterna att pröva ett samgående mellan MAN och Volkswagen (Vilenius 2011). Budet gav Volkswagen kontrollen över 56 procent av rösterna och 54 procent av kapitalet i MAN (Eklund 2011).

4.1.4 Utfall av det fientliga budet

I slutet av 2011 slutförde Volkswagen sitt köp av MAN vilket innebar att de kunde tillgodoräkna sig ytterligare aktier i Scania. Efter detta ägde Volkswagen 98,2 procent av rösterna och 62,6 procent av kapitalet i Scania (Strandberg & Almgren 2014). Under 2012 tar Volkswagen full kontroll över Scantias styrelse genom att inneha fem av sju platser med personer som tidigare hade ledande positioner på Volkswagen. Samtidigt erbjöds Leif Östling en plats inom Volkswagens koncernledning och som ordförande i Volkswagens styrelse (Hägerstrand 2012). Den 13 maj 2014 accepterade tre tongivande nejsägare Volkswagens bud på Scania. Volkswagen hade den 5 juni 2014 över 90 procent av aktierna och meddelade att sista dagen för handel med Scaniaaktier var denna dag (Strandberg & Almgren 2014). Volkswagens bud på resterande Scaniaaktier var på 200 SEK per aktie, vilket motsvarade en premie på 35 procent jämfört med kursen före budet (Glevén 2014).

4.2 Skandia & Old Mutual

4.2.1 Bakgrund

Skandia är ett bolag med en lång och anrik historia främst i Sverige, men även utomlands. Företaget noterades på Stockholmsbörsen redan år 1863 som ett rent försäkringsbolag. Redan år 1900 etablerar sig Skandia på den amerikanska marknaden och de fortsätter sedan expandera internationellt fram tills tidigt 2000-tal. Under tidigt 90-tal utökade de sin verksamhet till att även omfatta bank och finans (Skandia 2012).

4.2.2 Upptrappningen till det fientliga budet

Under Skandias vidare expansion på framförallt den brittiska och amerikanska marknaden under 90-talet anammades även ett för Skandia annorlunda bolagsstyrnings-perspektiv. Detta perspektiv tog influenser från den amerikanska modellen av bolagsstyrning med ökat aktieägarinflytande. Skandia hade sedan länge gått emot den starka svenska traditionen att

dela upp aktierna i A-aktier, och mindre röststarka B-aktier. Inflytandet över Skandia var istället begränsat genom en regel som endast tillät en enskild aktieägare att rösta för maximalt 30 aktier vid bolagets årsstämmor. Under år 2000 togs denna regel bort, vilket tillät enskilda ägare att rösta även för mer än 30 aktier vid Skandias årsmöten (Nachemson-Ekwall, Kallifatides & Sjöstrand 2010)

Under dessa år av omstruktureringar och ytterligare investeringar på de amerikanska och brittiska marknaderna såg Skandias aktieägare en extrem kursutveckling. Skandias marknadsvärde uppgick till 250 miljarder kronor, vilket motsvarade 12 gånger det bokförda värdet av bolagets tillgångar. Efter den ödesdigra IT-kraschen 2001 sjönk Skandias marknadsvärde till 11 miljarder kronor, efter denna händelse byttes stora delar av företagens styrelse och ledning ut, bland dessa styrelseordföranden och VD:n. I samband med IT-kraschen var både finska Sampo och Handelsbanken intressenter med en uttalad vilja att öka sin kontroll över bolaget. Under 2004 sålde de båda dock av sina innehav i Skandia vilket innebar att det bara var institutionella ägare som innehade de större aktieposterna (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

I slutet av 2003 valdes Hans-Erik Andersson till VD av styrelsens medlemmar. Redan innan Andersson formellt hann tillträda som VD fick tidigare händelser stor uppmärksamhet i media. Andersson hade jobbat på Skandia ett antal år tidigare och hade mottagit ca 15 miljoner SEK när han slutade i förtid på företaget. Vid denna tidpunkt var bonusprogram och ”onödiga” utbetalningar väldigt känsliga, och sågs inte med blida ögon av allmänheten och media. Andersson hade nu en relativt svag position på sin post eftersom han förutom att vara nytillträd dessutom blev ifrågasatt om han var lämplig på sin position som VD, trots att han inte hade begått några formella fel (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

De stora ägarna i form av de institutionella investerarna ledde till stor del utvecklingen av styrelsen genom att föreslå och tillsätta en ny vice styrelseordförande, Björn Björnsson. Dessutom medverkade de till att tillsätta en ny styrelseordförande, som också hade betydande tidigare erfarenheter av omorganisation inom företag; Bernt Magnusson. De fick även igenom sitt förslag att den nye vice styrelseordföranden, och styrelseordföranden skulle överse VD:n och ha ett tätt samarbete med denne (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

Med en till stor del ny styrelse tillsatt började arbetet med att vända Skandias dåliga resultat, och för att förbättra marknadsvärdet på bolaget. Det stod klart att Skandias brittiska

dotterbolag Skandia Life UK inte ville samarbeta i den utsträckning och riktning som moderbolaget i Sverige önskade. De visade bristande respekt och lite förtroende för den svenska ledningen, och många i Skandia Life UK's ledning ansåg att det svenska moderbolaget inte förstod sig på den brittiska marknaden (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

Det var således en något oortodox och komplicerad relation inom Skandias koncern. Detta spädades på ytterligare av att ledningen generellt hade svårt att lokalisera sig i den nya organisationen, och i relationen med styrelsen. Ett försök till att åtgärda detta, eller åtminstone analysera situationen korrekt för att förbereda nödvändiga åtgärder, gjordes sedan under 2004. Skandias styrelse beslutade att ta in investmentbanken Morgan Stanley för att utvärdera Skandias problematik. Den 12 augusti 2004 presenterade Morgan Stanley sin analys för styrelsen. Ett av de mer konkreta förslagen som ett resultat av denna analys var att Skandia skulle sälja sitt brittiska dotterbolag. Styrelsen var dock ej villig att göra detta, utan ville istället fokusera på sparprogram och intern omstrukturering av organisationen som helhet. Det bör dock nämnas att styrelsen och ledningen för Skandia Life UK var positiva till en försäljning i sin strävan att vara självständiga (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

I slutet av 2004 åstadkom styrelseordförande Magnusson en överenskommelse med de fyra stora institutionella investerarna som tillsammans hade 15 procent av Skandias aktiekapital. Överenskommelsen gick ut på att Magnusson fick deras stöd för att investment-banken Morgan Stanley åter skulle genomföra en strategisk analys av Skandia. Större delen av Skandias övriga styrelse var ej informerade om detta, och således gick han dem bakom ryggen. Det bör även nämnas att styrelsen som helhet tidigare hade motsatt sig förslag till åtgärder baserat på den strategiska analys utförd av samma investmentbank (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

I december 2004 publicerades en artikel i Dagens Nyheter där styrelseordföranden uttalade sig positivt till en omstrukturering av Skandia. Ordförande Magnusson menade att Skandia måste anpassa sig till omvärlden, vidare uttryckte han att "Skandia kan säljas, köpa bolag, slå samman med andra eller sälja ut dotterbolag" (Skandias ordförande öppen för försäljning 2004). Han lät sig intervjuas i denna artikel och lät den även publiceras utan att hela styrelsen fick information om det. Efter hans uttalande började intressenter positionera sig inför ett eventuellt affärserbjudande. Redan samma månad blev Magnusson kontaktad av Old Mutual, ett sydafrikanskt finans- och försäkringsbolag. Old Mutual visade stort intresse för ett eventuellt förvärv av Skandia. Old Mutual var i det närmaste totalt beroende av den

sydafrikanska marknaden och behövde diversifiera sig, och hade därför starka incitament för en eventuell investering i Skandia (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

Knappt två veckor efter att artikeln i Dagens Nyheter hade publicerats framkom det i ett officiellt meddelande att investeringsprofilen Christer Gardell genom företaget Cevian flaggade för ett aktieinnehav i Skandia på 3,4 procent. Syftet med denna flaggning var främst att skapa ett ytterligare ökat investeringsintresse kring Skandia. Uppståndelsen blev stor, särskilt eftersom den kända amerikanske investeraren Carl Icahn var delinvestorare i Skandia genom Gardells Cevian. Andra stora investerare i Skandia genom Cevian utgjordes av Första och andra AP-fonden (Alfredsson 2007).

Cevians investering i Skandia gjorde dem till fjärde största kända ägare efter Fidelity, Robur och SEB Fonder. Vid tillfället kan det dock ha funnits utländska minoritetsägare som inte nådde upp till 5 procent ägande, dessa behöver dock inte flagga för sina innehav. Den 22 december 2004 adjungerades sedan Gardell till Skandias nomineringskommitté. Detta innebar att han fick sitta med på alla möten, och samtidigt fick möjlighet att informellt föreslå sig själv till kandidat som ny styrelseledamot. Så skedde också under februari månad år 2005, styrelsen föreslog Gardell som ordinarie ledamot (Christer Gardell in i Skandias styrelse 2005). Den 15 april 2005 valdes han således till styrelseledamot med stöd av bl.a. den dåvarande största aktieägaren i Skandia, Fidelity (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

I början av 2005, publicerade Gardells företag sin egen analys av Skandia. Analysen visade på att Skandias egentliga värde var mellan 60-70 miljarder kronor, i kontrast till dess börsvärde som vid tillfället uppgick till 30 miljarder kronor. Resultatet blev som ämnat, investeringsintresset kring Skandia ökade än mer. Under februari och mars månad fick Gardell stöd från många nya investerare, bland dem två isländska investment-banker. Vid ungefär samma tidpunkt publicerade Morgan Stanley ett antal olika analyser som även dessa visade på en undervärdering av Skandia som bolag. Skandias styrelse som helhet hade blivit informerad i januari 2005 om det förnyade avtalet med investmentbanken. Detta hade rört upp starka känslor hos den majoritetsandel av styrelsen som hade blivit förda bakom ljuset när beslutet om det förnyade avtalet togs i december 2004. Många i styrelsen oroade sig nu för att Morgan Stanley skulle leta efter externa investerare till hela, eller delar av Skandia. Med anledning av detta beslutade styrelsen att investmentbankens arbete skulle övervakas noggrant för att förhindra ett sådant scenario (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

Den 12 maj 2005 framkom uppgifter om ett indikativt bud på Skandia från Old Mutual. Morgan Stanley bedrev samtidigt en aktiv process där de försökte hitta fler investerare till hela eller delar av Skandia, precis det som Skandias styrelse tidigare hade uttryckt oro för. Det visade sig dock att Old Mutual var de enda som på allvar var intresserade av att köpa hela Skandia, och de var även den part som var villiga att betala mest. Några månader senare, i augusti 2005, kom således det väntade budet från Old Mutual. Budet avsåg ett köp av hela Skandia och erbjudandet bestod av en kombination av aktier i Old Mutual och ren kontant betalning. Sammanlagt uppgick budets värde till 42 miljarder kronor. Det fanns en baktanke med att inte erbjuda enbart kontant finansiering, utan även betalning med egna aktier. Detta syftade till att ge befintliga aktieägare incitament att sälja sina andelar i Skandia, eftersom deras intresse av Old Mutuals aktier förväntades vara lågt. Samtidigt ansåg Old Mutual att deras inslag i Skandias tillgångsportfolio skulle göra det lättare för de befintliga aktieägarna att sälja till utländska investerare innan ett slutgiltigt övertagande. Incitamenten för befintliga aktieägare att sälja sina andelar ökade än mer när Skandias aktiekurs steg nära 20 procent efter informationen om Old Mutuals bud från Cevian (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

Den grundläggande idén för det strategiska upplägget av uppköpsbudet kom från Old Mutuals investmentbank Merrill Lynch. För att Old Mutual skulle verkställa affären hade de två grundläggande krav. De ville inte utföra ett fientligt övertagande av Skandia, således ville de ha styrelsens godkännande vid ett eventuellt genomförande av affären och de ville kunna uppnå 90 procent röster av aktieägarna. Vidare ville de även göra en så kallad "Due Diligence" av Skandia, dvs. en slags företagsbesiktning där de fick tillgång till intern dokumentation från Skandia. En majoritet av Skandias styrelse motsatte sig i augusti 2005 en sådan företagsbesiktning och dess frustration för den uppkomna situationen var stor (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

4.2.3 Det fientliga budet

Skandias styrelse kunde inte enas om en gemensam hållning mot Old Mutuals bud och informerade istället de största aktieägarna med syftet att de skulle ge sina rekommendationer i ärendet, den resulterande slutsatsen blev en slags kompromiss. Istället för att godkänna Old Mutuals bud skickades frågan över till aktieägarna. Skandias styrelse rekommenderade således Old Mutual att vända sitt bud till allmänheten, dvs. aktieägarna. Med starkt stöd av Old Mutuals egna aktieägare ändrade företaget sin hållning angående kravet om styrelsens

godkännande, samt kravet att få 90 procent av aktieägarnas röster. De ville istället ha sammanlagt 90 procent ägande alternativt röster för att kunna slutföra ett eventuellt uppköp av Skandia, men de krävde inte längre styrelsens godkännande för detta. Det var i detta läge som övertagsförsöket klassificerades som ett fientligt sådant. I september 2005 vände sig Old Mutual följaktligen till aktieägarna för en omröstning, och i samband med detta informerade styrelsen allmänheten att de ställde sig negativa till ett uppköp (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

Det framkom att Skandias aktieägarstruktur hade ändrats drastiskt sen läckan om Old Mutuals stundande bud från en av Cevians anställda i början av året. Merrill Lynch's strategi hade fungerat, många av Skandias aktieägare hade sålt av sina andelar i Skandia till förmån för kortsiktiga vinster och dess nya ägarbild bestod nu även av ett antal nya utländska ägare. En stor del av dessa nya ägare var utländska hedgefonder, bland dessa amerikanska Paulson och brittiska Nooday. Dessa ägare växte fram som ett stort hinder för de som var emot ett uppköp av Skandia. Mitt i allt tumult, den 7 oktober 2005, meddelade ordförande Bernt Magnusson sin avgång. Lennart Jeansson blev kort därefter vald till ny ordförande för Skandias styrelse (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

I ett led att försöka försvara Skandias självständighet presenterade styrelsen den 19 oktober 2005 ett 44-sidor långt dokument för allmänheten där man påvisade en rad fördelar med ett självständigt Skandia. De pekade på Skandias goda framtidsutsikter och bolagets stora möjligheter till att förbättra lönsamheten ytterligare som en självständig aktör på marknaden. Vidare lyfte de fram att styrelsen bedömde att budet var för lågt, och därmed att budpremien för aktieägarna var otillräcklig. Slutligen rekommenderade styrelsen att aktieägarna inte skulle acceptera budet från Old Mutual, de ansåg att ett fristående Skandia skulle ge en signifikant ökning av värde till förmån för aktieägarna. För att göra budprocessen snabbare ändrade Old Mutual återigen sin hållning i december 2005, de slopade kravet på 90 procent av aktieägarnas röster och sänkte istället denna ribba till att nöja sig med att få över 50 procent av aktieägarna med sig (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

I de fall då 90 procent av aktieägarna ställer sig positiva till en försäljning så har Old Mutual rätt att tvångsinlösa resterande aktier, och således ta full kontroll. En andel lägre än detta skulle innebära att Old Mutual inte kan ta full kontroll över Skandia. Old Mutual's VD Jim Sutcliffe konstaterade i Svenska Dagbladet i samband med ändringen av röst-kravet att

positiva synergi-effekter för Old Mutual även kan uppnås utan fullt ägande av Skandia, även om han anser att det är önskvärt att äga bolaget full ut (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

Skandias styrelse med Lennart Jeansson i spetsen försökte runt årsskiftet hitta en partner som kunde allokera en större aktiepost för att slutgiltigt förhindra ett övertagande av Skandia. Jeansson hade goda kontakter med Stena Lines ledning och försökte få dem att köpa en stor andel Skandia-aktier, försöket lyckades dock inte. Samtidigt var AP4-fonden med Thomas Halvorsen och Björn Franzon ute och letade efter investerare att få över på deras sida. De frågade Alecta om de var villiga att allokera en aktiepost i miljardklassen, även det erbjudandet såg ej någon framgång. På samma sätt var IKEA och Lundbergföretagen kontaktade, men ingen av dessa företag ville hjälpa Skandia att vända striden mot de fientliga övertagarna (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

Skandia Liv var ytterligare ett företag som hade kapaciteten att hjälpa Skandia genom allokering av aktier. Försäkringsbolaget Skandia Liv kontrollerades delvis av Skandia genom en särskild juridisk konstruktion. I det fall då Skandia Liv gick med på uppgörelsen att allokera aktier i Skandia skulle detta motsvara 25 procent av deras befintliga aktieportfölj. Skandia Livs styrelse fann det mycket svårt att motivera en sådan riskfylld investeringsfördelning och tackade av denna anledning nej (Nachemson-Ekwall et al. 2010). Skandias ordförande med delar av styrelsen försökte in i det sista att samla kvarvarande aktieägare som var negativt inställda till budet. I december samlades de stora aktieägarna som var negativt inställda till budet på AP4:s huvudkontor. Dessa utgjordes av AP2, AP1, AP7, Handelsbanken Fonder, Nordea, Robur och även AP4. Sammanlagt kontrollerade de 15 procent av Skandias aktier och de argumenterade alla i huvudsak för ett nej till budet.

Den 20 december publicerade Financial Times en artikel som konstaterade att Old Mutual hade kontroll över 62,5 procent av aktierna i Skandia. Old Mutuals officiella hållning var att de var nöjda med den befintliga ägarandelen, och de påpekade även att de hade tidigare erfarenhet av att styra företag som de inte ägde till fullo. I privata samtal med investerare var tonen dock en annan. I dessa konversationer menade Old Mutual att de ville uppnå 75 procent ägande till att börja med för att uppnå önskvärda skattefördelar. I förlängningen ville de sedan tillskansa sig minst 90 procent aktiekontroll. Med Old Mutuals dryga 60 procent kontrollerande andel som bakgrund valde nej sägarna att kämpa för ett högre bud, detta klargjordes på styrelsemötet den 20 december 2005 (Nachemson-Ekwall et al. 2010).

4.2.4 Utfall av det fientliga budet

Old Mutual satsade all sin kraft på att dammsuga marknaden på aktier och i februari 2006 hade de uppnått en ägarandel på nära 90 procent (Old Mutual nära 90 procent i Skandia 2006). Andra AP-fonden var en av de sista stora aktieägarna att sälja sina aktieandelar, de gjorde så i februari 2006. Andra AP-fonden beskrev hur de saknade förtroende för Old Mutuals styrelse och ledning, och att de inte fick något gehör för sina krav och önskningar som minoritetsägare (Andra AP-fonden ger upp 2006).

I mars 2006 hade Old Mutual slutligen lyckats få en ägarandel på strax över 90 procent. De kunde då utnyttja existerande svenska regler för övertagande som medger rätt till tvångsinlösen av resterande aktier vid 90 procent kontroll av aktierna. Således tog Old Mutual över ägandet av Skandia i mars 2006, mot styrelsens vilja (Old Mutual tar full kontroll i Skandia 2006).

5. Analys

I detta kapitel sker en analys av respektive fallstudie med följande struktur:

- **Omständigheter** - Analys av den för fientliga budprocessen relevanta omständigheter, med tyngdpunkt på de juridiska sådana.
- **Försvarsstrategier** - Företagens agerande analyseras utifrån de i teorin genomgångna vanligast förekommande försvarsstrategierna
- **Higgins strategiska trovärdighetsmodell** - Företagens agerande analyseras med modellen som tolkningsverktyg.
- **Reflektioner** - Slutligen mynnar kapitlet ut i ett avsnitt av sammanfattande karaktär.

5.1 Omständigheter

En viktig omständighet som gäller såväl fallet med Scania som med Skandia är den svenska lagstiftningen som skyddar aktieägarna på olika sätt. Scantias upplägg med en röststark A-aktie och en röstsvagare B-aktie medförde via *Aktiebolagslagen* att budgivaren inte kunde ta makten över företaget enbart genom att köpa A-aktien. Vid ett övertag av målföretaget måste angräparen inneha två tredjedelar av varje aktieslag för att kunna ändra bolagsordningen. I ett företag som Scania, där ägarna även sitter med i styrelsen, är det svårt att uppnå detta utan att även uppnå samförstånd med styrelsen. Det är därför anmärkningsvärt att MAN trots detta valde att lägga ett fientligt bud när budet redan hade avfärdats. Den skyddande lagstiftningen tillsammans med en ägarstruktur bestående av få stora ägare med stort inflytande över företaget gör Scania och andra svenska företag relativt svåra att förvärva fientligt. Detta faktum fick MAN erfara när de tvingades dra tillbaka sitt bud.

Innan år 2000 hade Skandia ett regelverk som innebar att enskilda aktieägare inte kunde rösta med mer än 30 aktier på dess årsstämmor, oavsett hur stor aktieandel som de ägde. Med detta regelverk i kraft överfördes makt effektivt till Skandias styrelse, på bekostnad av aktieägarnas möjlighet till inflytande. När detta regelverk togs bort under år 2000 luckrades styrelsens makt upp, och det nya landskapet gav mer kontroll åt aktieägarna. Detta var en av de bakomliggande juridiska förändringarna som öppnade upp för kommande strider kring kontroll över Skandias aktier. De förändrade reglerna gjorde Skandia mer sårbart ur ett

angreppsperspektiv, eftersom deras utestående aktier inte heller var uppdelade i A- respektive B-aktier vilket annars är vanligt för svenska bolag.

Sammanslagningar sker i praktiken antingen vertikalt eller horisontellt. En vertikal sammanslagning sker i syfte att komma närmare kundledet eller för att uppnå ett mer fördelaktigt samarbete med leverantörer, medan en horisontell sådan sker för att bli större på marknaden och öka sin konkurrenskraft. I Scantias fall var sammanslagningsförsöken av horisontell karaktär där samtliga inblandade var aktörer inom fordonsbranschen som önskade uppnå stordriftsfördelar. En anledning till att vissa företag blir uppköpta är att budgivaren bedömer dem som undervärderade, eller att det finns starka synergieffekter att utnyttja vid en sammanslagning. I både Scantias och Skandias fall bedömer vi att det rådde en kombination av båda dessa faktorer.

Att såväl MAN som Volkswagen upplevde att det fanns synergieffekter att hämta vid en sammanslagning med Scania är uppenbart sett till parternas argumentation för en sammanslagning, men även att Scania sågs som undervärderat på marknaden. Bedömningen att Scania var undervärderat bygger vi på att MAN trots tydligt motstånd valde att gå vidare med sitt fientliga bud. Det faktum att aktiens värde inte sjönk omedelbart efter det att MAN drog tillbaka budet indikerar även detta, speciellt med tanke på att så skedde när EU-kommissionen sa nej till en sammanslagning mellan Scania och Volvo år 2000. Detta kan dock bero på förväntningar kring att Volkswagen skulle ta en större roll, vilket de senare även gjorde. Ytterligare en faktor som gör att vi bedömer att Scania var undervärderat är att Investor och andra större investerare inte accepterade budet, trots att det var förhållandevis högt jämfört med marknadsvärdet. Vidare har de empiriska undersökningarna gett starka belägg för att Skandia var kraftigt undervärderat under åren 2004 till 2006 vilket i kombination med förtroendeproblem, ny styrelse och bristande samarbete med Skandia Life UK gjorde dem till ett attraktivt uppköpsobjekt.

Ett företag kan även bli en måltavla för fientliga bud om styrelse eller ledning utför ett dåligt arbete, och det övertagande företaget ser vinning i att byta ut dessa mot en mer effektiv sådan. De empiriska studierna har visat på händelser som tyder på att Skandias styrelse och ledning skulle kunna vara något ineffektiv. När Hans-Erik Andersson tillträdde som VD under 2004 var hans legitimitet och lämplighet starkt ifrågasatt. Samtidigt var företaget som organisation mycket rörig, och med både ny styrelse och VD tog det tid för alla att hitta sin roll. De stora institutionella investerarna i Skandia valde efter kort tid att VD Andersson i praktiken skulle

övervakas i sitt arbete av ordinarie- och vice styrelseledamot. Detta visar på en utbredd brist på förtroende från de största ägarna. I de fall då ägarna hade ansett att VD:n inte gjorde ett bra jobb skulle han snabbt ha blivit utbytt eftersom de flesta stora ägare i Skandia fanns representerade i styrelsen. Så skedde dock inte, vilket innebar att styrelsen och ägarna ändå hade någon form av förtroende för honom, om än ett bristande sådant. I fallet med Scania bedömer vi dock att ledningen hade ett högt förtroende från de större ägarna då deras ägarstruktur med ett fåtal större ägare innebar att en ineffektiv ledning snabbt hade blivit avsatt och utbytt. Även det faktum att VD Leif Östling innehade sin post under merparten av Scantias tid på Stockholmsbörsen kan ses som ett tecken på att investerarna upplevde att han utförde ett bra jobb. Det bör dessutom poängteras att Scania under många år kunde uppvisa högre lönsamhet än sina konkurrenter.

5.2 Försvarsstrategier

Poison Pill: Den huvudsakligen förebyggande försvarsstrategin *Poison Pill* har inte implementerats i något av de undersökta fallen. I fallet med Scania misstänker vi att metoden skulle leda till att även Volkswagen, som var en större ägare i Scania vid budet, skulle få fler andelar. Eftersom Volkswagen ställde sig positiva till en sammanslagning anser vi att detta inte skulle vara en fördelaktig strategi i Scantias fall. För Skandia anser vi att det hade varit möjligt att implementera regler kring en *Poison Pill*-strategi, för att en sådan skulle utlösas vid en viss aktieägarandel. Detta förutsatt att styrelsen vid den tidpunkten hade kunnat enas kring ett sådant beslut. I Skandias fall hade ett sådant upplägg dock varit snudd på omöjligt eftersom styrelsen till en början var oenig kring Old Mutuals bud, och de hade således inte heller kunnat enas om en försvarsstrategi mot dem.

Staggered Board: Denna försvarsstrategi hade både Scania och Skandia kunnat förbereda inför det fientliga budet, men inget av företagen har använt sig av ett sådant upplägg. Tack vare Scantias ägarstruktur, med ett fåtal större ägare som även fanns representerade i styrelsen, hade det däremot varit svårt för ett företag att få inflytande på detta sätt. Av denna anledning kan strategin ses som överflödig för Scania. I Skandias fall hade försvarsstrategin med största sannolikhet haft liten eller ingen effekt eftersom de stora ägarna som var positiva till Old Mutuals övertagande redan fanns representerade i Skandias styrelse.

White Knight & White Squire: I Scantias fall kan Investor ses som en *White Squire* då de köpte upp ytterligare aktier för 519 SEK, vilket låg jämförelsevis högt över det fientliga

budet. Genom köpet nådde de över 33 procent ägande av de röststarka A-aktierna i Scania. Detta gjorde det omöjligt för en tvångssammanslagning utan Investors samtycke. Det är dock oklart om Scania var medvetna om effekterna av detta agerande, oavsett detta fick det en skyddande effekt.

I Skandias fall går det att identifiera tydliga försök från deras sida att leta efter både en *White Knight* och en *White Squire*. I första skedet var det Skandias Lennart Jeanson som försökte få till stånd ett avtal om allokering av aktier av Stena Line, och senare även Skandia Liv. Detta var två uppenbara försök att få företagen att agera i första hand som *White Squires*, men de empiriska studierna har även visat att en roll som *White Knight* kunde ha varit aktuellt. Vidare gjordes försök med storägaren AP4 att få Alecta att agera *White Squire*. Vår tolkning är att försvarsstrategin hade kunnat fungera, men att det hade funnits en risk att den samarbetande parten i ett senare läge skulle sträva efter att köpa upp hela Skandia.

Golden Parachute: Studien har inte kunnat hitta några belägg för att denna försvarsstrategi skulle ha använts varken i fallet med Scania, eller Skandia. Det bör dock nämnas att Scantias VD, strax innan uppköpet av Volkswagen under 2014, köpte ytterligare aktier i företaget vilka han senare profiterade på som en direkt konsekvens av uppköpet. Detta tolkar vi dock snarare som att VD:n trodde sig ha information om att Scantias aktier skulle öka i värde, och att ett utköp från marknaden var att vänta. I Skandias fall misstänker vi att försvarsstrategins kompensationspaket skulle ha behövt vara orealistiskt stora för att ha någon form av försvarseffekt, försvarsstrategin behöver dessutom implementeras långt innan det fientliga budet uppkommer. Enligt vår tolkning är denna strategi mer lämpad för företag med en mer diversifierad ägarstruktur, där investerarna inte själva sitter med i styrelsen och tar del av kompensationen. I Skandias fall hade det med VD:ns belastande rykten kring oskäliga ersättningar dessutom troligtvis upprört många av aktieägarna.

Green mail: Vare sig Scania eller Skandia har använt denna försvarsstrategi. En orsak till detta finner vi i det faktum att såväl MAN som Old Mutual hade långsiktiga synergieffekter i sikte när de lade sina respektive bud. Försvarsstrategin lämpar sig bäst på budgivare med kortsiktiga vinstintressen vilket vare sig MAN eller Old Mutual hade. Försvarsstrategin hade således troligtvis inte fungerat på MAN eftersom de strävade efter tillväxt på marknader i Östeuropa och Asien genom Scantias framgångar. MAN ville exempelvis sälja sina lätta lastbilar via Scantias befintliga nätverk i Ryssland, där Scania nått större framgångar än MAN. Försvarsstrategin innebär dessutom att företaget minskar i värde, vilket i Scantias fall inte

skulle vara fördelaktigt. Detta eftersom de större ägarna skulle kunna sälja sina aktier till någon annan intressent som en direkt konsekvens, och köparen hade troligtvis blivit Volkswagen. Användning av denna försvarsstrategi skulle ha varit mycket kostsam i Skandias fall, och hade sannolikt påverkat framtida expansions- och vinstmöjligheter. Strategin hade således kunnat få en direkt kontraproduktiv effekt eftersom ett av huvudargumenten för att behålla Skandia självständigt var goda framtida vinster och dess expansionsmöjligheter. Försvarsstrategi hade även potentiellt kunnat vända flera av Skandias investerares åsikter till Old Mutuals fördel.

Stand still Agreement: I Scantias fall kan vi identifiera försök till ett sådant avtal eftersom de bad MAN att dra tillbaka sitt bud i utbyte mot fortsatt samarbete. MAN ignorerade dock detta, och både förlängde och höjde sitt bud. Således fungerade denna försvarsmetod inte, vilket skulle kunna bero på avsaknaden av ytterligare ekonomisk kompensation för att MAN inte skulle tillskriva sig flera aktieandelar.

Vi har heller inte kunnat identifiera något försök till ett *Stand still Agreement* från Skandias sida. Agerandet av Skandias ägare att försöka öka det fientliga budet med några kronor förhalade visserligen processen något, men kan inte klassas som en taktik på några fasta grunder. Det har heller inte framkommit något uppenbart tillfälle att sluta ett sådant avtal genom de empiriska studierna. Vår tolkning är dock att denna försvarsstrategi, enligt samma princip som för *Green Mail*, skulle ha kunnat få motsatt effekt på grund av dess värdeminskande påverkan på företaget.

Kapitalstrukturförändringar: Vi kan identifiera att Scania har använt sig av denna metod eftersom de såg över sin kapitalstruktur, och gav extra utdelning till sina aktieägare. Utdelningen kan ses som ett försök att stärka banden till dessa, och genom denna handling försökte de visa sin styrka som självständiga för marknaden. Ledningen och delar av styrelsen gick samtidigt ut med information om att det gick bra för företaget och att de hade ljusa framtidsutsikter, vilket användes som motivering till denna extrautdelning. Metoden kan dock vara negativ om ägarna inte samtycker, och istället hade önskat att tillgångarna hade stannat i företaget. I Skandias fall har vi inte kunnat hitta något försök till att förändra kapitalstrukturen i försvarssyfte. Det har inte heller framkommit något fördelaktigt tillfälle där företaget hade kunnat genomföra någon variant av denna försvarsstrategi. Skandia hade förvisso kunnat öka utdelningen för att visa på deras ekonomiska styrka som självständiga. Detta hade dock kunnat underminera deras budskap om framtida expansionsmöjligheter.

Crown Jewel: Försvarsstrategin har inte anammats av vare sig Scania eller Skandia, och vår bedömning är att den inte hade varit fördelaktig för företagen. Strategin går ut på att kraftigt minska värdet på företaget och genom detta göra köparen mindre intresserad av ett förvärv. I Scantias fall var MAN bland annat ute efter att göra sig av med en konkurrent, samt expandera på en marknad som Scania redan lyckats etablera sig på. Dessa värden är svårare att sälja ut och resultatet hade troligen blivit att MAN hade sänkt sitt bud istället för att dra sig tillbaka. Samma resonemang gäller Skandia och budgivaren Old Mutual som hade mer långsiktiga planer med sammanslagningen. Vidare anser vi att strategin hade varit ofördelaktig för såväl Scania som för Skandia som i detta fall skulle kunna ha förlorat förtroende från viktiga investerare, och underminerat den förmedlade visionen om dem som självständiga aktörer. I Skandias fall kunde denna strategi till viss del ha varit befogad för att öka de likvida medlen, och visa på förmågan till expansion. Vår bedömning är dock att de negativa effekterna hade vägt tyngre än de fördelaktiga sådana.

Attack the Logic of the Bid: Scantias VD Leif Östling figurerade flitigt i media med allt från offentlig smutskastning av MAN och dess VD, till mer konstruktivt argumenterande kring de negativa aspekterna av en sammanslagning mellan parterna, exempelvis de företagsstrukturella skillnaderna. Han gick även ut vid ett flertal tillfällen och talade om den positiva framtid Scania stod inför som självständigt företag. Enligt vår analys så fungerade denna försvarsstrategi väl för Scania.

I Skandias fall gjordes mot slutet av övertagningsprocessen en massiv koncentrerad satsning som stämmer väl överens med definitionen av försvarsstrategin *Attack the Logic of the Bid*. Denna koncentrerade satsning bestod av det försvarsdokument som Skandias styrelse presenterade. Innehållet syftade till att klargöra styrelsens hållning, samt att framföra argument för deras ståndpunkt. Old Mutual spelade sin hand väl när de endast ett par månader efter publiceringen av dokumentet ändrade viktiga krav kring sitt bud. Det faktum att Old Mutual signalerade att de, åtminstone officiellt, var nöjda så länge de fick kontroll över mer än 50 procent av Skandia slog hårt mot försvarsdokumentets innebörd. Skandia hävdade som bekant att de kunde uppnå bättre lönsamhet utan ett uppköp, samtidigt som Old Mutual officiellt var nöjda med att inte få full kontroll. Detta gav sannolikt uppmuntrande signaler både till ägare av Skandia som var positiva till ett uppköp och de som var negativa. Det faktum att Skandia kunde behållas någorlunda självständigt vid ett eventuellt köp kunde alltså tolkas som bibehållna positiva framtidsutsikter enligt Skandias försvarsdokument.

Rättsliga processer: Genom de empiriska studierna har vi lokaliserat ett försök till att utnyttja denna försvarsstrategi. Detta skedde när Scantias styrelse lämnade in en anmälan om ett eventuellt brott mot förvärsreglerna till Aktiemarknadsnämnden. Eftersom utredningen inte blev klar innan MAN drog tillbaka sitt bud gav försvarsstrategin inte några andra effekter än att Scania på nytt framställdes som det ”goda” företaget inför sina intressenter. Vi har inte kunnat identifiera något försök att anamma denna försvarsstrategi i Skandias fall, och har inte heller funnit några lämpliga tillfällen för dem initiera en sådan strategi.

5.3 Higgins strategiska trovärdighetsmodell

Modellen bygger på antagandet att företag behöver bygga upp och underhålla sin strategiska trovärdighet inför sina intressenter så som kunder, leverantörer och aktieägare. Detta kan ses som en slags försvarsstrategi eftersom ett företag med en stark strategisk trovärdighet har ett mer rättvist återspeglat värde på marknaden, vilket gör företaget mindre attraktivt som förvärsobjekt förutsatt god prestation. Higgins modell delar upp de grundläggande faktorerna som resulterar i strategisk trovärdighet i fyra komponenter; strategisk kapacitet, prestationer, kommunikation och ledningens trovärdighet.

Scantias anmälan till Aktiemarknadsnämnden tolkar vi som ett försök att underminera det fientliga budet, samtidigt som de kunde stärka sin trovärdighet genom ett tydligt ställningstagande mot budet. Vad gäller Scantias strategiska kapacitet under det fientliga budet så var ledningen med VD Leif Östling i spetsen tydliga med att Scania strävade efter att vara självständiga. Vidare förmedlade han att företaget hade som mål att växa på den östeuropeiska marknaden.

I Skandias fall finns det ett antal saker som talar emot en hög strategisk trovärdighet. Den strategiska kapaciteten har genom den empiriska undersökningen visats vara relativt låg, där ledningen misslyckats med att kommunicera ut företagets framtidsvisioner på ett tillfredställande sätt. Enligt Higgins modell bör ett företag uppvisa en effektiv och målmedveten handlingsplan för framtiden, samtidigt som planen måste ta hänsyn till företagets interna förutsättningar. Skandias interna förutsättningar bedömer vi som uppenbart undermåliga på grund av styrelsens och ledningens sammansättning. Den oeniga styrelsen vars medlemmar periodvis hade vitt skilda åsikter om budet från Old Mutual ledde enligt oss till ett bristande förtroende för Skandias strategiska förmåga, och de lyckades inte kommunicera ut sin strategi på ett övertygande sätt till investerarna. Detta har främst visat sig

i media genom till exempel styrelseordförande Magnussons uttalanden i slutet av 2004. De uppvisade inte en enhetlig kommunikation utåt, och informationen värderades därför troligtvis lågt av mottagarna.

Vad gäller Scantias prestationer skedde det en kursuppgång under det fientliga budet vilket vi tolkar som ett tecken på att de stärkte sin strategiska trovärdighet under budperioden, och lyckades övertyga marknaden om att de var undervärderade. Scania lyckades under perioden även att överträffa sina mål i kvartalsrapporterna. Detta kan ses som ytterligare bevis för företagets goda prestationer som enligt modellen upprätthåller och stärker trovärdigheten. Scania hade vid budet uppvisat branschledande resultat under ett flertal år och vi bedömer att de hade investerarnas förtroende under merparten av budprocessen.

Det försvarsdokument som Skandia publicerade i ett ganska sent skede av övertagningsprocessen kan bedömas som ett försök till att förstärka ledningens tydlighet, och knyta samma den med företagets prestation. Denna ansträngning får bedömas som väl utförd eftersom det fick en viss inverkan och tyngd i aktieägarnas beslutstagande, och även att det strategisk var en bra tanke. Rent teoretiskt hade det faktiskt kunnat leda till en högre strategisk kapacitet. På grund av Old Mutuals skickliga utnyttjande av situationen som visats i föregående analysdel, vändes dock försvarsdokumentets inverkan till övertagarens intresse.

Kommunikationen utökades markant under 2006-2007 för Scantias del då budet pågick. Leif Östling blev allt mer synlig i media, och gav kontinuerligt argument för varför Scania inte accepterade buden från MAN och försökte framställa Scania som kraftigt undervärderat. Vår uppfattning är att Scania totalt sett stärkte sin strategiska trovärdighet under hela förloppet, men att de tappade trovärdighet i takt med att Volkswagen tillskansade sig kontroll över företaget. Scania tidigarelade även en delårsrapport under det fientliga budet i syfte att visa på en stark lönsamhet, samt offentliggjorde planer på en extra utdelning. Detta kan tolkas som ett försök att bevisa företagets styrka och strategiska förmåga, eftersom styrelsen lyfte fram att prestationerna inte berodde på slumpen.

Ändringen av regeln under år 2000 som gav aktieägarna ett större inflytande över Skandia ställde även högre krav på ledningen om att bevisa sina prestationer och tydligare kommunicera med sina ägare. Eftersom det är svårt att bygga upp en strategisk trovärdighet enligt Higgins modell tolkar vi Skandias strategiska trovärdighet som låg vid regeländringen. De lyckades inte heller bygga upp denna tillräckligt före det fientliga budet.

Higgins modell uppger även att företagets VD och ledning spelar en viktig roll för företagets strategiska trovärdighet. Vår tolkning är att Scantias VD Leif Östling med ledning lyckades förmedla företagets strategiskt starka ställning, vilket vi delvis baserar på att han fått vara kvar som VD under lång tid. Styrelse och ledning lyckades dessutom uppfylla de strategiskt satta målen som kommunicerats. Vidare har vi fått uppfattningen att Scantias trovärdighet kraftigt stärktes efter det fientliga budet.

Skandias försvarsdokument hade sannolikt kunnat uppnå högre trovärdighet om ledningen hade haft längre erfarenhet på sina poster, och då framförallt VD Hans-Erik Andersson som dessutom hade allvarliga förtroendeproblem inledningsvis när han tillträdde sin post. Detta kan ha påverkat försvarsdokumentets trovärdighet och aktieägarnas tolkning av Old Mutuals motdrag. VD:ns och ledningen trovärdighet var alltså inte hög under någon del av övertagningsprocessen, vilket inte bäddade för en hög strategisk trovärdighet. Även om försvarsdokumentet innehöll de flesta kriterierna för att, enligt Higgins modell, kunna uppnå högre strategisk trovärdighet misslyckades det. Den genomförda empiriska undersökningen indikerar att försvarsstrategin *Attack the Logic of the Bid* genom försvarsdokumentet var en åtgärd som kom för sent för att hinna få tillräcklig effekt.

Vi finner det sannolikt att ett fientligt bud från MAN kunde ha undvikts om Scania fokuserat mer på sin strategiska trovärdighet tidigare, eftersom detta skulle kunna ha inneburit en mer rättvis värdering av Scantias aktiekurs i ett tidigare skede. Även utfallet av budet från Old Mutual hade kunnat bli annorlunda om Skandias styrelse, och VD med ledning lyckats bygga upp och reparera den strategiska trovärdigheten innan budet.

5.4 Reflektioner

Scania och Skandia utsattes för fientliga bud under närliggande tidsperioder. Båda var dessutom verksamma på den svenska marknaden, vilket innebar att de hade liknande omständigheter att rätta sig efter vid val av försvarsstrategier. Båda företagen hade en liknande bolagsstyrning med en ägarstruktur som dominerades av ett fåtal större investerare med starkt inflytande över företaget, där vissa även innehade positioner i styrelsen. Detta satte även press på företagens förmåga till tydlig kommunikation av sina visioner och strategier till ägarna. Scania med sin väl inarbetade styrelse och VD lyckades bra med att upprätthålla den strategiska trovärdigheten och hade ett starkt förtroende från sina större ägare. Skandia hade dock en nytillsatt och ifrågasatt VD, och en styrelse som hade svårt att förmedla en enhetlig

vision om företaget. Detta tydde på en svag strategisk trovärdighet där ägarna dessutom var positivt inställda till det fientliga budet från Old Mutual.

Både Scania och Skandia bedömdes som undervärderade vid buden vilket kan ha varit en grundläggande anledning till att buden lades. En stor skillnad var dock att Scania var uppdelat i röststarka A aktier och B aktier. Detta gjorde det svårare för budgivaren att tillskriva sig tillräckligt med aktier för att få kontroll över företaget, till skillnad från Skandia som inte hade denna uppdelning.

Scania och Skandia har båda gjort försök till att använda försvarsstrategin *Attack the Logic of the Bid* i syfte att höja eller förhindra budet. I fallet med Scania lyckades detta vid flera tillfällen då investerare valde att stanna kvar som ägare i Scania. I fallet med Skandia kom försvaret dock för sent för att lyckas övertala sina ägare om att stanna kvar. Vid en tidigare implementering av *Attack the Logic of the Bid* i och med Skandias försvarsdokument hade effekten kanske blivit som avsedd, eftersom Old Mutual i en sådan situation fått mindre tid till strategiska förberedelser.

Enligt vår analys använde sig Scania indirekt av en *White Squire* via Investor som gick in och köpte mer än 33 procent av rösterna. I Skandias fall gjordes ett flertal försök till att finna en *White Knight* eller *White Squire* men detta misslyckades, delvis på grund av deras sena agerande.

En annan försvarsstrategi som Scania anammade var att genomföra en kapitalstrukturförändring i syfte att ge ytterligare utdelning till sina ägare, samtidigt som de målade upp en ljus bild av Scantias framtid. Vi har inte kunnat identifiera någon kapitalstrukturförändring för Skandia vilket vi tolkar som ett försök att bevara värdet i företaget, för att på så vis försöka förstärka kommunikationen utåt om framtida lönsamhet. I det fall som Skandia exempelvis hade ökat sin utdelning till aktieägarna, hade detta kunnat underminera deras förmedlade vision om framtida expansionsmöjligheter. I förlängningen skulle detta kunna leda till skadliga aktieägarförändringar ur försvarssynpunkt. Vår tolkning är att Scania, med sin starkare strategiska trovärdighet, kunde använda sig av denna försvarsstrategi eftersom de kunde få med sig investerarna i resonemanget. Eftersom Skandias strategiska trovärdighet inte var lika stark hade troligen en kapitalstrukturförändring inte gett samma resultat. Företagets strategiska trovärdighet påverkar därför starkt vid val av en sådan försvarsstrategi.

Vad gäller rättsliga processer som försvarsstrategi har vi enbart kunnat identifiera försök till sådana från Scantias håll, vilka inte lyckades. Denna strategi är relativt svår att implementera eftersom det krävs någon form av juridiskt saklig grund att basera den på. I Scantias fall tog utredningen av de juridiska aspekterna för lång tid för att ge effekt, och i Skandias fall uppkom inga direkta möjligheter att använda sig av strategin. Teoretiskt sätt skulle dock strategin kunna gynna båda företagen genom en tidsmässigt förlängd budstrid. Det angripna företaget kan även använda en rättslig process mot dem själva som ett indirekt argument för strategisk trovärdighet, när de får en offerroll i sammanhanget. En annan försvarsstrategi som drar ut på tiden är *Standstill Agreement*, men varken Scania eller Skandia har visat någon avsikt att implementera ett sådant avtal. Denna försvarsstrategi innebär oftast att det angripna företaget betalar en avgift till det angripande företaget i utbyte mot ett stopp av fortsatta aktieköp. Enligt vår analys skulle en sådan försvarsstrategi ej ha varit gynnsam för varken Scania eller Skandia. Detta på grund av företagens ägarstruktur där stora investerare skulle se värdet minska i takt med icke nödvändiga utbetalningar, vilket skulle kunna leda till förändringar i ägarstruktur genom försäljning aktieandelar. Detta är även en faktor som potentiellt skulle kunna skada företagets strategiska trovärdighet, enligt tidigare argument om underminering av budskapet om framtida expansionsmöjligheter för de båda företagen.

Försvarsstrategin *Golden Parachute* har vi inte kunnat identifiera i vare sig fallet med Scania eller Skandia och vår bedömning är att denna försvarsstrategi inte hade gynnat företagen då investerarna även är representerade i styrelsen. Detta skulle innebära att investerarna skulle få en premie för sitt innehav i företagen, samtidigt som de skulle erhålla kompensation för att företaget köps och att företagets värde skulle sjunka.

Vare sig Scania eller Skandia har använt sig av försvarsstrategin *Poison pill*. Denna behöver instiftas innan ett fientligt bud uppkommer och hade i Scantias fall inte kunnat implementeras på ett effektivt sätt. Detta beroende på dess ägarstruktur med få stora ägare vilket sannolikt hade medfört en för högt satt gräns för iscensättande av försvaret för att vara effektivt. I fallet med Skandia hade det gått att implementera, då många av storägarna åtminstone i inledningsvis hade mindre aktieandelar. Däremot hade *Poison Pill* som försvarsmekanism kunnat förhindra en implementering av *White Knight* eller *White Squire*, vilket gör den olämplig i båda fallen. Vidare var budgivarna i båda fallen ute efter synergieffekter på lång sikt, och de angripna företagen ansågs båda vara undervärderade vid tillfället. Detta leder oss

till att anse att försvarsstrategin *Poison Pill*, trots dess utspädande och fördyrande effekt för det angripande företaget, ej hade uppnått någon avskräckande effekt.

Av samma anledning hade försvarsstrategin *Green Mail* inte fungerat i något av de studerade företagen då budgivarna hade långsiktiga vinstintressen, och en sådan försvarsstrategi skulle kunna locka till sig kortsiktiga budgivare. Även försvarsstrategin *Crown Jewel* bedömer vi skulle ha skadat värdet i såväl Scania som i Skandia, minskat deras strategiska trovärdighet och därigenom riskerat att förlora investerare.

Vad gäller den förebyggande försvarsstrategin *Staggered Board*, som gör ett övertagande mer tidskrävande, har vi inte kunnat identifiera det i något av fallen. Vår bedömning är att det inte hade hindrat den fientliga budprocessen på grund av deras långsiktiga mål, och starka incitament för ett övertagande genom synergieffekter.

Scania lyckades bra med sin kommunikation till intressenter och investerare under det fientliga budet vilket vi bedömer gav dem en stark strategisk trovärdighet, och bidrog till att investerare stannade kvar i företaget. Skandia hade dock svårare att hålla en stark strategisk trovärdighet, och enligt vår bedömning kan detta vara en bidragande orsak till investerares positiva inställning till det fientliga budet. Detta visar tydligt på hur viktig en god kommunikation och strategisk trovärdighet är inför sina intressenter. Detta gäller särskilt i Sverige där ägarstrukturen generellt utgörs av färre, men större ägare. Hade Skandia lyckats upprätthålla en stark strategisk trovärdighet hade detta sannolikt återspeglats i ett korrekt marknadsvärde. Därmed hade riskerna för en fientlig budsituation kunnat minskas. Vid en fientlig budsituation hade de dessutom lättare kunnat övertyga sina ägare om att företaget klarade sig bra på egen hand.

6. Avslutande kapitel

6.1 Slutsats

Försvartsstrategier innan eller under en fientlig budsituation är något som starkt formas av omständigheter kring företaget. En väsentlig sådan influerande faktor är den generellt rådande formen av ägarstruktur i Sverige med ett fåtal större aktieägare, som även återfinns i bolagets styrelse. Dessa rådande omständigheter gällde för både Scania och Skandia, vilket innan och under den fientliga budsituationen försvårade beslut kring mer omfattande försvarsåtgärder eftersom styrelsen inte alltid var enig. Vidare kan även de juridiska omständigheterna kring ett företag spela en avgörande roll vid val av försvarsstrategi, även om det ursprungligen inte gjort det i de studerade fallen. Dessa präglas istället av en pragmatisk enkelhet i valet av försvarsmetod, där mer invecklade taktiker antingen har undvikits eller haft liten effekt.

Försvartsstrategier med ett mer komplicerat upplägg kräver ofta en stark och enig styrelse för att genomföras, vilket visat sig vara svårt i de två studerade fallen av olika anledningar. Många av försvarsstrategierna är även kostsamma att implementera, vilket säkerligen har bidragit till att de inte har använts av varken Scania eller Skandia. Som aktiv försvarsstrategi är *Attack the Logic of the Bid* den i särklass enklaste och mest effektiva som använts i de två studerade fallen. Anledningen till varierande resultat i implementeringen av denna strategi hos de studerade fallen får anses vara på grund av yttre faktorer, men även som en direkt konsekvens av dålig förberedelse. I de fall målföretagen hade haft en hög strategisk trovärdighet tiden innan den fientliga budsituationen, hade de sannolikt inte varit undervärderade. Av samma anledning hade de inte varit lika attraktiva uppköpsobjekt. Strategisk trovärdighet kan även skapa en viss lojalitet med ett företags aktieägare, vilket gör dem mer tveksamma och kritiska till ett offentligt bud.

Många av de mer invecklade försvarsstrategierna riskerar att underminera den strategiska trovärdigheten, eftersom de kan upplevas som desperata tilltag av styrelsen som inte tar tillvara på aktieägarnas intressen fullt ut. I slutskedet av den fientliga budsituationen med Skandia var styrelsen dock desperat. Positiv ”marknadsföring” genom användning av försvarsstrategin *Attack the Logic of the Bid* hade misslyckats, och i sista stund letade bolaget efter en *White Squire* eller en *White Knight*. I de fall Skandias styrelse hade slutit avtal om denna typ av strategi i förebyggande syfte och som sista utväg, kunde utfallet ha blivit ett

annat. I fallet med Scania lyckades de undvika ett uppköp genom denna typ av strategi. Detta tack vare Investor som agerade *White Squire* när de tillskansade sig 33 procent av rösterna i Scania.

Vår fallstudie visar således på ett samband där mer avancerade och kostsamma försvarsstrategier har mindre effekt än enklare sådana som *White Knight*, *White Squire* och *Attack the Logic of the Bid*. Enligt vårt resonemang baserat på fallen med Scania och Skandia minimeras risken för fientlig övertagande genom att i alla lägen inneha en hög strategisk trovärdighet, vilket även återspeglas i ett rättvist marknadspris.

Baserat på de studerade fallen hade det varit fördelaktigt att förbereda ett försvar i form av *White Knight* eller *White Squire*, som skulle kunnat implementeras vid en eventuell fientlig situation. Genom att lägga grunden för en av dessa försvarsstrategier i förebyggande syfte kan förmånligare villkor sannolikt uppnås. Detta konstaterar vi trots att Scania faktiskt lyckades skydda sig mot budet från MAN genom denna metod, om än inte genom att vara väl förberedda.

6.2 Teoretiska och praktiska bidrag

Uppsatsens bidrag är en djupare förståelse för den komplexa situationen som de studerade företagens beslutsfattare ställdes inför vid respektive fientlig budprocess. Vidare har vår studie bidragit till en bredare förståelse för vad olika typer av val i en sådan situation innebär för de studerade företagen. Uppsatsen belyser den strategiska trovärdighetens betydelse vid de studerade fientliga budprocesserna, och i valet av försvarsstrategier för dessa. Studiens teoretiska bidrag består i att ge ett annat perspektiv på de försvarsstrategier som använts, eller kunde ha använts, i de studerade fallen. Detta teoretiska bidrag ger en viss indikation på hur företag på den svenska marknaden kan förhålla sig till försvarsstrategier vid bud som anses vara fientliga.

6.3 Förslag till vidare studier

Studien inkluderar två företag som utsatts för fientliga bud under en liknande tidsperiod och i samma land med liknande omständigheter. Detta begränsar starkt resultatets generaliserbarhet i de fall man avser applicera studiens upptäckter på övriga marknaden. Vidare studier som inkluderar länder och företag med mer utspridd ägarstruktur och under en längre tidsperiod

skulle kunna ge ytterligare insikt i de aspekter beslutsfattare måste ta hänsyn till vid val av försvarsstrategier mot fientliga bud. Vidare studier bör även fokusera på företagets strategiska trovärdighet under fientliga bud för att undersöka dess betydelse vid fientliga budsituationer.

Källförteckning

Litteratur

Alfredsson, M. (2007). AP-fond pressar Cevian om Skandia. *Privata Affärer*, 20 november.

Andra AP-fonden ger upp (2006). *Dagens Nyheter*, 8 februari.

Arena, M. P. & Howe, J. S. (2009). Takeover exposure, agency and the choice between private and public debt. *Journal of Financial Research*, 32(2), s. 199-230.

Askman, T. (2006). Snart styr de Scania. *Affärsvärlden*, 17 oktober.

Barry, J.M. & Hatfield, J. W. (2012). Pills and Partisans: Understanding takeover defenses. *University of Pennsylvania Law Review*, 160(3), s. 633-713.

Bebchuk, L. A., Coates, J. C. & Subramanian, G. (2002). The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence & Policy. *Stanford Law Review*. 54(9).

Berk, J. & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance, Third edition, Global edition*. Stanford University, Pearson Education.

Billing, A. (2006). Krönika: Investor och Scania måste snacka. *Affärsvärlden*, 4 oktober.

Billing, A. (2007). Vårens tunga börsstrider. *Affärsvärlden*, 18 december.

Blecher, S. & Nachemson-Ekwall, S. (2003). Laddade för sista striden. *Affärsvärlden*, 12 september.

Blumberg, B., Cooper, D. R. & Schindler, P. S. (2008). *Business Research Methods, Third European Edition*, McGraw-Hill Education.

Bryman, A. & Bell, E. (2011). *Business Research Methods, Third edition*. Oxford University Press

Brymant, C. (2012). VW-Porsche: Merger ends years of wrangles. *Financial Times*, 5 juli.

Carlsson, B. (2004). Wallenbergsfären sätter sitt rykte på spel i Aanax. *Dagens Nyheter*, 20 november.

-
- Casey, R. S. & Eddey, P. H. (1986). Defence strategies of listed companies under the takeover code. *Australian Journal of Management*, 11(2), s. 153-172.
- Cervenka, A. (2006). Kampen om Scania: Strategifejd bakom striden. *Affärsvärlden*, 7 december.
- Cervenka, A. (2006). MAN bjuder 440 kronor för Scania. *Affärsvärlden*, 14 september.
- Cervenka, A. (2006). Svenska fonder har sålt Scania. *Affärsvärlden*, 7 november.
- Christer Gardell in i Skandias styrelse (2005). *Affärsvärlden*, 8 februari.
- Coate, M. B. (2013). Unilateral effects in merger analysis: Models, merits, and merger policy. *Economics of Business*, 20(2), s.145-162.
- Damiani, M. & Pompei, F. (2011). The market for corporate control: do countries and technological regimes matter. *International Review of Applied Economics*, 25(6), s.725-751.
- Damodaran, A. (1997). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Stern School of Business New York University, Wiley & Sons Inc, USA.
- Denzin, N. K. & Lincoln, Y. S. (2005). *Handbook of Qualitative Research, Third edition*. ThousandOaks, CA: SagePublications.
- Eklund, A. (2011). Scaniafusion rycker närmare. *Dagens Industri*, 10 maj.
- European Commission (2004). *Kapitalets fria rörlighet: Kommissionen uppmanar Tyskland att ändra Volkswagen-lagen*, Pressmeddelande 2004-03-30.
- Finansinspektionen (2014). Regleringsbrev för budgetåret 2014 avseende Finansinspektionen.
- Forsberg, B. (2008). Lastvagnar: Hemligheterna under huven på Scania. *Affärsvärlden*, 11 mars.
- Franks, J. & Mayer, C. (1996). Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure. *Journal of Financial Economics*, 40, s. 163-181.
- Glevén, J. (2014). Uppdatering. Tacka ja till VW:s bud. *Affärsvärlden*, 17 december.

Gripenberg, P. (2006). Hungrig MAN högg först på godbiten Scania. *Dagens Nyheter*, 17 september.

Haunschild, P. L. & Dirk, A. M. (2009). The rise of CSR: Implications for HRM and Employee Representation. *International Journal of Human Resource Management*, 20(4), s. 953-973.

Henly, K. (1992). Hostile Takeover and Methods of Defense: A Stakeholder Analysis. *Journal of Business Ethics*, 11(12), s. 895 – 913.

Higgins, R. B. (2000). *Best Practices in Global Investor Relations: The Creation of Shareholders Value*. Quorum Books.

Higgins, R. B. & Bannister, B. D. (1992). How Corporate Communication of Strategy Affects Share Price. *Long Range Planning*, 25(3), s. 27–35.

Hitt, M. A., Harrison, J. S. & Ireland, R. (2001) *Mergers & Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*. Oxford, UK: Oxford University Press

Hägerstrand, A. (2012). Östling befördran ger inga garantier. *Dagens Industri*, 13 december.

Investor vill köpa MAN (2007). *Dagens Industri*, 24 januari.

Jacobsen, I. J. (2007) *Vad, Hur och Varför? Om Metodval i Företagsekonomi och Andra Samhällsvetenskapliga Ämnen*. Malmö: Studentlitteratur.

Jones, T. (2004) *Business Economics and Managerial Decision Making*. Manchester School of Management, Wiley & Sons Ltd.

Karlberg, L. A. (2006). Scaniachefens utfall får tyskarna att koka. *Ny Teknik*, 7 december.

La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A. & Robert W. Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), s. 1113-1155.

Lans, K. (2007). Inflation i fientliga bud. *Dagens industri*, 5 juni.

Laskin, A. V. (2011). How Investor Relations Contributes to the Corporate Bottom Line. *Journal of Public Relations Research*, 23(3), s. 302-324.

-
- Lewenhagen, J. (2007). Piëch vill göra VW, Scania och MAN till ett österikiskt familjeföretag. *Dagens Nyheter*, 25 mars.
- Lewenhagen, J. (2008). Tyskland i ny tvist om VW:s speciallag. *Dagens Nyheter*, 12 april.
- Lucas, D. (2006). Scaniachefen jämförde MAN-bud med blixkrieg. *Dagens Nyheter*, 7 december.
- Lucas, D. (2007). Volkswagen ökar i Scania. *Dagens Nyheter*, 7 mars.
- Mellqvist, G. (2014). Fientliga bud ökar på börserna. *Dagens Industri*, 9 juni.
- Nachemson-Ekwall, S. (2008). Volkswagen sätter press på Investor. *Dagens Industri*, 5 februari.
- Nachemson-Ekwall, S. (2012). *An Institutional Analysis of Cross-border Hostile Takeovers: Shareholders value, short-termism and regulatory arbitrage on the Swedish stock market during the sixth takeover wave*. Diss. Stockholm School of Economics. Stockholm: School of Economics.
- Nachemson-Ekwall, S., Kallifatides, M. & Sjöstrand, S. (2010). *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism: Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*. Edward Elgar Publishing Limited.
- Nandorf, T. (2006). Reinfeldt vill att Scantias huvudkontor är svenskt. *Dagens Nyheter*, 7 december.
- Nytt toppmöte om Scania (2007). *Svenska Dagbladet*, 15 januari.
- Old Mutual nära 90 procent i Skandia (2006). *Svenska Dagbladet*, 10 februari.
- Old Mutual nöjer sig med 50 procent (2005). *Svenska Dagbladet*, 1 december.
- Old Mutual tar full kontroll i Skandia (2006). *Helsingborgs Dagblad*, 13 mars.
- Ollevik, N.-O. (2014). Nya bolagskoden ska återskapa förtroendet. *Svenska Dagbladet*, 20 december.
- Pearce, J. A. & Robinson, R. B. (2004). Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, 47(5), s. 15-24

Preuss, L., Haunschild, A. & Matten, D. (2009). The Rise of CSR: Implications for HRM and Employee Representation. *International Journal of Human Resource Management*, 20(4), s. 953-973.

Scania Group (2005). *Scania fullföljer budet på Ainax – 96,3procent har accepterat*, Pressmeddelande 2005-02-22.

Scania Group (2006). *Scanias styrelse avvisar MAN:s bud*. Pressmeddelande 2006-09-18.

Scania Group (2006). *Uttalande från Scanias styrelse med anledning av MAN:s önskade erbjudande*, Pressmeddelande 2006-11-24.

Scania Group (2014). Finansiella rapporter. <http://se.scania.com/media/finansiella-rapporter/> [2014-12-18]

Scania och Investor nobbar MAN (2006). *Sydsvenskan*, 18 september.

Scania-CEO Östling bittet um Entschuldigung (2006). *NZZ*, 9 december.

Schauten, M. B. J., van Dijk, D. & van der Waal, J-P. (2013). Corporate Governance and the Value of Excess Cash Holdings of Large European Firms, *European Financial Management*, 19(5), s. 991–1016.

Schoenberg, R. & Thornton, D. (2006). The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions. *European Management Journal*, 24(2–3), ss. 142–150.

SFS 2005:551. *Aktiebolagslag*. Stockholm. Justitiedepartementet.

SFS 2006:451. Lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. Stockholm. Justitiedepartementet.

SHB:s VD bekymrad över relation till Scania (2007). *Svenska Dagbladet*, 20 februari.

Siems, M. M. (2010). Convergence in Corporate Governance: A Leximetric Approach. *Journal of Corporation Law*, 35(4), ss. 729-759.

Skandias ordförande öppen för försäljning (2004). *Dagens Industri*, 2 december.

Strandberg, L. & Almgren, J. (2014). Vinstmaskin gör börssorti. *Svenska Dagbladet*, 5 juni.

Vilda spekulationer kring Samuelssons avgång (2009). *Svenska Dagbladet*, 24 november.

Vilenius, M. (2011). MAN-ägare kräver ett högre bud. *Dagens Industri*, 10 maj.

Volkswagen ökar till 20 procent i MAN (2006). *Affärsvärlden*, 27 oktober.

Volvo Group Global (2000). *Volvo to join forces with Renault VI and Mack*, Pressmeddelande 2000-04-25.

Volvo lägger bud på Scania (1999). *Affärsvärlden*, 18 augusti.

VW storköper MAN-aktier (2006). *Dagens Industri*, 27 oktober.

VW väntas lägga bud på Scania (2000). *Dagens Industri*, 18 september.

Åsberg, J., Billing, A. & Ekelund, A. (2008). Spelet om Scania – en tysk triumf. *Affärsvärlden*, 18 april.

Öhlin, H. (2007). Scania: Styrelsen välkomnar MAN:s tillbakadragna bud. *Affärsvärlden*, 23 januari.

Östling blev inte tvingad be om ursäkt (2006). *Dagens Industri*, 8 december.

Hemsidor

Aktiemarknadsnämnden (2000). *Aktiemarknadsnämndens uttalande 2000:18*.

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/200018> [2014-11-13]

Aktiemarknadsnämnden (2007). *Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:36*.

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/200736> [2014-11-11]

Bolagsverket (2012). *Bolagsordning – aktiebolag*.

<http://www.bolagsverket.se/ff/foretagsformer/aktiebolag/starta/anmal/bolagsordning/ordning-1.3222> [2014-12-18]

Europeiska Kommissionen mot Förbundsrepubliken Tyskland (2007). Fördragsbrott - Artikel 56 EG- Lagbestämmelser avseende aktiebolaget Volkswagen: Mål C-112/05.

Notisum. <http://www.notisum.se/rnp/eu/fakta/..procent5Clagprocent5C60500112.htm> [2014-12-18]

Finansinspektionen (FI) (2014). *Så uppstår budplikt*.

<http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Offentliga-uppkopserbjudanden/Sa-uppstar-budplikt/>
[2014-11-10]

Näringslivets Börskommitté (2009). *NBKs rekommendationer*.

<http://www.naringslivetsborskommitte.se/> [2014-10-15]

Scania (u.å.). *Scaniakoncernen*. <http://www.scania.se/om-scania/scaniakoncernen/index.aspx>
[2014-12-15].

Scania Group (2007). *Annual General Meeting (AGM) of Shareholders of Scania Aktiebolag*.

http://www.scania.com/Images/Scania_AGM2007_Minutes__tcm10-164981_tcm40-50041.pdf [2014-11-13]

Scania Group (2007). *Annual General Meeting (AGM) of Shareholders of Scania Aktiebolag*.

http://www.scania.com/Images/Scania_AGM2007_Minutes__tcm10-164981_tcm40-50041.pdf [2014-11-13]

Scania Group (2014). *Finansiell historik*. <http://se.scania.com/investor-relations/bolagsoversikt/finansiell-historik/> [2014-11-22]

Skandia (2012). *Vår historia*. <https://www.skandia.se/hem/Om-Skandia/Om-oss1/Var-historia/> [2014-12-18]

Skatteverket (2006). *Ainax AB*.

<http://www.skatteverket.se/privat/skatter/vardepapperforsakringar/aktiermm/aktiehistorik/a/ainax.4.dfe345a107ebcc9baf80009877.html> [2014-12-18]

Swedbank. (2014). *Svensk kod för bolagsstyrning*. <http://www.swedbank.se/om-swedbank/bolagsstyrning/kod-for-bolagsstyrning/index.htm>

[2014-11-22]