

Kandidatuppsats
Ht 2006



EKONOMI
HÖGSKOLAN
Lunds universitet

Börsnotering, drömmen som aldrig blev av!

-En studie av underliggande faktorer

Handledare:

Tore Eriksson

Författare:

Karin Bergelin

Carl Edqvist

Carl Gårdmark

Sammanfattning

Titel:	Börsnotering, drömmen som aldrig blev av! En studie av underliggande faktorer
Seminariedatum:	2007-01-17/18
Ämne/kurs:	FEK 582
Författare:	Karin Bergelin, Carl Edqvist, Carl Gårdmark
Handledare:	Tore Eriksson
Nyckelord:	Börsintroduktion, riskkapitalbolag, börsklimat, värdering av exit, signaleffekt
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att undersöka vilka faktorer som ligger bakom företags beslut att inte genomföra en planerad börsintroduktion och se om det går att dra slutsatser utifrån dessa faktorer samt analysera dessa faktorer utifrån uppställda teorier.
Metod:	Huvudsakligen används en kvalitativ metod, med vissa kvantitativa inslag
Sammanfattning och slutsatser:	Under 1997 ville många bolag in på börsen, hälften av bolagen genomförde aldrig börsintroduktionen. Utifrån uppsatsen kan följande bakomliggande orsaker till detta konstateras: börsklimat och värderingen av exitalternativen är faktorer vilka spelar en avgörande roll för beslut att inte genomföra en notering, vilket står i motsats till teorin om en effektiv marknad. Ökningen av antalet riskkapitalbolag har reducerat det finansiella gapet och minskat börsens betydelse för företag. En planerad notering innebär att bolaget sänder ut signalen, att ägarna söker en exit, till marknaden. Vanligtvis får bolaget därmed större massmedial uppmärksamhet. Reglerna och kraven som omgärdar börsen har på senare år blivit mer omfattande, vilket innebär ökade kostnader för noterade bolag. Detta påverkar framför allt mindre företag.

Abstract

Title:	IPO, the dream that never came true! A Study of underlying causes.
Seminar date:	2007-01-17/18
Authors:	Karin Bergelin, Carl Edqvist, Carl Gårdmark
Advisor:	Tore Eriksson
Course:	FEK 582
Key words:	IPO, venture capital, market condition, exit value, signals
Purpose:	The purpose of the essay is to investigate which factors that effect a company's decision to withdraw from a planned IPO and to see if any general conclusions from these factors can be drawn and to analyse them in relation to generally accepted theories.
Methodology:	The study mainly uses qualitative method, with quantitative influences.
Summary and conclusions:	During 1997 many companies wanted to get on to the stock exchange, however half of the companies never completed an IPO. Following reasons are concluded in this study; Market condition and exit value are considerable factors that influence the final decision not to complete an IPO, which contradicts the theory of an effective market. The capital market's growing amount of venture capital companies have decreased the financial gap as well as the importance of the stock exchange for a company. An IPO sends signals, letting the market know that the owners desire an exit. This behaviour usually leads to bigger media interest for the company. Rules and regulation that surrounds the stock exchange has increased, causing companies greater costs. This mainly affects smaller companies.

Förord

Det har av flera olika skäl varit oerhört spännande och givande att skriva denna kandidatuppsats. Uppsatsämnet i sig har varit mycket intressant och har också gett oss förmånen att komma i kontakt med många intressanta personer. Vi vill börja med att tacka vår handledare Tore Eriksson för att han initierade uppsatsämnet för oss och för de tips och idéer som han bidragit med under skrivandets gång.

Vi vill också i detta sammanhang omnämna och tacka flera personer vilka på olika sätt bidragit med kunskap, erfarenhet och engagemang för uppsatsen.

Först vill vi tacka alla respondenter som ställt upp på våra intervjuer och utan vars hjälp uppsatsen inte kunnat skrivas:

Anders Bengtsson	Elmo Leather	Anders Pålsson	Hilding Anders
Björn Åkerlund	SHB ¹	Anders Hättmark	Confidera Syd
Hans Wikse	Procuritas	Henrik Westfeldt	Priveq Investment
Gun Nilsson	Duni	Håkan Nelson	Malmöhus Invest
Thomas Holmgren	HDF	Annika Johannesson	Aktiespararen
Carl Johan Högbom	Alternativa Aktiemarknaden		

Ett tack till Victor Iosif och Lisen Ståhlberg som bidrog med inspelningsutrustning. Dessutom ska ett särskilt tack riktas till Thommy Mossinger på Svenska Handelsbanken som hjälpt oss att komma i kontakt med Björn Åkerlund, och Tomas Meerits som förmedlat kontakter på olika riskkapitalbolag.

Vi vill avslutningsvis också tacka Lina Andersson för bra synpunkter på uppsatsens formalia.

Lund 2006-01-10

Karin Bergelin, Carl Edqvist och Carl Gårdmark

¹ Svenska Handelsbanken.

Innehållsförteckning

SAMMANFATTNING	2
ABSTRACT	3
FÖRORD.....	4
1 INLEDNING.....	7
1.1 BAKGRUND.....	7
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	9
1.3 SYFTE	10
1.4 AVGRÄNSNINGAR.....	10
1.5 BEGREPPSDEFINITION.....	11
1.6 DISPOSITION	13
2 METOD.....	14
2.1 VAL AV ANSATS	14
2.2 VAL AV METOD.....	14
2.2.1 <i>Alternativa metoder</i>	15
2.3 DATAINSAMLING.....	16
2.3.1 <i>Primärdata</i>	16
2.3.1.1 Intervju	16
2.3.1.2 Intervjuförfarande.....	17
2.3.1.3 Intervjuguide	18
2.3.1.5 Presentation av intervjuerna	19
2.3.1.6 Urvalsprocessen.....	19
2.3.1.7 Presentation av respondenterna	20
2.3.2 <i>Sekundärdata</i>	23
2.3.2.1 Aktiespararens lista	23
2.4 KÄLLKRITIK	25
2.4.1 PRIMÄR- OCH SEKUNDÄRKÄLLOR	25
2.4.2 <i>Reliabilitet</i>	26
2.4.3 <i>Validitet</i>	27
3 TEORETISK REFERENSRAM.....	28
3.1 FINANSIERINGSTEORI	28
3.2 BÖRSTEORI	29
3.2.1 <i>Signalteorin</i>	30
3.2.2 <i>Teorin om den effektiva marknaden</i>	30
3.3 ALTERNATIVA FINANSIERINGSVÄGAR	31
3.3.1 <i>Det finansiella gapet</i>	31
3.3.2 <i>Ägares kontrollaspekt och företagets finansiella tillväxtcykel</i>	33
3.3.3 <i>Agentteorin</i>	35
3.3.4 <i>Riskkapital</i>	36
3.3.4.1 <i>Private equity</i>	37
3.3.4.2 <i>Venture Capital</i>	37
3.3.4.3 <i>Affärsänglar</i>	38
3.4 EXIT	38
3.5 TIDIGARE FORSKNING	39
4 PRAKTISK REFERENSRAM	42
4.1 PROSPEKTREGLER	42
4.2 NOTERINGSKRAV	42

4.3 NOTERINGSAVTAL.....	43
4.4 FALLFÖRETAGENS HISTORIK	43
5 EMPIRI	47
5.1 BÖRSKLIMAT	47
5.2 FÖRETAGETS FINANSIELLA TILLVÄXTCYKEL.....	50
5.3 DET FINANSIELLA GAPET.....	54
5.4 ÄGARES KONTROLLASPEKT	55
5.5 REGELVERK.....	56
5.6 SIGNALTEORIN	58
5.7 EXIT	59
5.8 AKTIESPARARENS LISTA.....	61
5.8.1 <i>Bolagen i dagsläget</i>	61
5.8.2 <i>Bolagens vägar mellan 1997- 2006</i>	62
5.9 SLUTNA FRÅGOR	64
6 ANALYS	65
6.1 DEN EFFEKTIVA MARKNADEN OCH BÖRSKLIMAT	65
6.2 FÖRETAGETS FINANSIELLA TILLVÄXTCYKEL.....	66
6.3 DET FINANSIELLA GAPET.....	67
6.4 ÄGARES KONTROLLASPEKT	68
6.5 REGELVERK.....	68
6.6 SIGNALTEORIN	68
6.7 EXIT.....	70
7 SLUTSATS	72
8 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	74
9 KÄLLFÖRTECKNING	75
BILAGA 1.1	80
BILAGA 1.2	82
BILAGA 1.3	83
BILAGA 1.4	84
BILAGA 1.5	86

1 Inledning

I det här kapitlet presenteras en bakgrund till ämnet, uppsatsens problemformulering och syfte. Därefter följer avgränsningar och begreppsdefinitioner. Avslutningsvis presenteras uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Vem drömmer inte om en placering som ger hög avkastning? Att få teckna aktier i bolag som är onoterade men som siktar på att genomföra en Initial Public Offering² (IPO), kan vara en gyllene väg till den perfekta placeringen. Utomstående investerare vilka bjuds in för att teckna eller köpa aktier före en IPO, har oftast stora möjligheter att göra ett klipp. Tidskriften Affärsvärlden skriver i ett av sina nummer om värdeökningar på runt 70 procent på aktierna vid en IPO, även om den normala värdeökningen ligger kring 30 procent. Investerare, vilka kommer in i ett ännu tidigare skede, företagets grundare oftast tillsammans med venture capital³, affärsänglar⁴ eller riskkapitalbolag⁵ gör troligen ännu större vinster än 70 procent vid en exit genom en IPO.⁶

Det är därför inte konstigt att dollartecken syns i investerares ögon när det blir tal om IPO och många söker sig till bolaget för att få vara med i framgångssagan. Runt millennieskiftet var det många företag som ville genomföra en IPO, alla skulle vara på börsen. Artiklar i Affärsvärlden⁷, Aktiespararen⁸ och Veckans affärer⁹ från denna tid, präglas av en oerhört positiv attityd gentemot börsen och börsens förmåga att skapa förutsättningar för företag att växa sig stora och starka. Historien visar, trots detta, att få av företagen som hade siktet inställt på en IPO runt millennieskiftet genomförde en sådan, utan flertalet valde att ta en alternativ väg istället.¹⁰

² Se begreppsdefinition 1.5, s. 12.

³ Se 3.3.4.2 för definition.

⁴ Se 3.3.4.3 för definition.

⁵ Se begreppsdefinition 1:5, s. 14.

⁶ Affärsvärlden, Amcoff, Erik 2006, nr. 4, "Gräddfil till miljonerna", s. 18ff.

⁷ Affärsvärlden, 1997, nr. 50-52, "Förvaltarna tror på 1998", s. 30ff

⁸ Aktiespararen, 1997, nr.8, "Rekord i nyintroduktioner, lönsamt vara med tidigt", s. 14ff.

⁹ Veckans affärer, Wilke, Björn, 1997, nr. 11, "Ohejdad optimism", s. 47.

¹⁰ Bilaga 1.5.

Basi och Renwick skriver att när ägare skall lämna sitt företag finns det fyra olika typer av exits; försäljning, fusion, uppköp eller IPO.¹¹ Börsen har en förmåga att locka till sig entreprenörer och innovatörer vid en exit, eftersom det anses prestigefyllt att genomföra en börsnotering. Det tillhör dock undantagen att ett företag genomför en IPO. Vidare enligt Basi och Renwick är det värdering av företaget vilken avgör val av exit. Huruvida värdet för ägarna består av pengar, ett smärtfritt generationsskifte eller en förmånlig skattesituation skiljer sig från fall till fall.¹²

Studier visar att det föreligger ett finansiellt gap för företag, vilket innebär att det saknas kapital för att finansiera företags verksamhet och tillväxt.¹³ Har framväxten av private equity¹⁴ fyllt det finansiella gapet som forskare menar finns vid kapitalanskaffning? Den svenska riskkapitalföreningen hade nyligen en presentation av den svenska private equity- marknaden. De hävdar att investeringar som private equity gör har tredubblats över en sexårsperiod och att företag som har ett riskkapitalbolag som ägare växer i genomsnitt tre gånger så snabbt mot ett genomsnittligt bolag på börsen.¹⁵ Är det så att dessa aktörer betalar bättre för företagen än vad börsen är kapabel till och att bolagen därför vänt börsen ryggen?

Tidningen Dagens Industri skriver i en artikel den 15 mars 2005, att bland många företag som är klara börskandidater, har ägarna valt att sälja till finansiella eller industriella aktörer.¹⁶ Under december månad 2006 meddelas att IT- bolaget System, vars ägare under en längre tid har haft planer på en börsintroduktion, har valt att inte genomföra dessa planer utan företaget säljs istället till Ergo group, en större aktör på marknaden.¹⁷ Lockelsen att göra en IPO och bli noterad är möjligen inte lika stor som den var tidigare. Har börsen blivit en andrahandsmarknad, en marknad som missar guldkornen, vilka istället tas om hand av private equity- bolag?

¹¹ Supply house times, Basin, Bart A et Renwick, Markus S, Jan 2006:48, "Are you prepared to leave your business?", s. 36.

¹² ibid.

¹³ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, "Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering", s 11f.

¹⁴ Se 3.3.4.1, s. 36.

¹⁵ Svenska riskkapitalföreningen, Presentationen: Den svenska private equity- marknaden.

¹⁶ Dagens industri, Thulin, Carl, 2005-03-15, "Börsen känner trycket från riskkapitalbolag"

¹⁷ Dagens industri, Sandström, Ola, 2006-12-18, "System skrotar börsplanerna"

1.2 Problemformulering

Under andra delen av 90-talet var det många bolag som ville till börsen. Trenden var att alla skulle vara på börsen, alltifrån ishockeyklubbar till nya bolag i IT-branschen. Det dök upp många företag vilka med hjälp av börsen ville få det kapital som behövdes för att växa, och det snabbt.¹⁸ Börsvärdet på O-listan fyrdubblades plötsligt under 1997, efter att ha haft relativt konstant tillväxt åren innan.¹⁹ Under 1997 slogs alla tidigare rekord med en mängd bolag som ville ta sig in på börsen.²⁰ Denna trend fortsatte fram till år 2001 då luften gick ur börsen vid något som kan liknas vid en börskrasch.^{21 22} Då börsbubblan sprack, var det många investerare som kände sig lurade på det kapital som de satsat i de nya företagen.²³ Börshysterin som rådde under slutet av 90-talet och början av 2000-talet har försvunnit, även om det idag år 2006 åter finns tecken som tyder på att börshysterin är på väg tillbaka, om än i mindre grad.

Börser är ett viktigt element i företags jakt på kapital, men är inte den enda institution som kan bidra med kapital till bolag. I de flesta länder är majoriteten av aktiebolag inte noterad på någon börs. För dessa har det under en lång tid funnits ett finansiellt gap, vilket innebär att det inte har funnits tillräckligt med kapital för att finansiera dess verksamhet. Företagen har inte kunnat, inte sett någon förtjänst eller haft tillräckligt kapacitet för att noteras på en börs.²⁴

Tidskriften Aktiespararen presenterar i varje månadsnummer en lista på företag som planerar en börsnotering. Från mitten av 1990-talet blev denna lista längre för varje år.²⁵ Av den våg av bolag som önskade att noteras på börsen lyckades inte alla med denna bedrift. Det är vanligtvis inte mer än hälften av företagen som når börsen.²⁶ Trots god ekonomi och ett till synes gyllene läge ser man i dagsläget att en stor del av bolagen som på slutet av 90-talet ville introduceras inte finns på börsen idag.

¹⁸ Bilaga 1.5.

¹⁹ Affärsvärlden, 1997, nr. 1-3, se tabell börsvärden, s. 20.

²⁰ Aktiespararen, 1997, nr. 8, "Rekord i introduktioner, lönsamt vara med tidigt", s. 14ff

²¹ Aktiespararen, Steiner, Bosse, 2003, nr. 4, "Börsens historia. Dussintalet år fyllda av kriser, krig och krascher", s. 48.

²² Affärsvärlden, Vilenius, Mikael, 2003, nr 10, "Skrajfaktorn mot nya rekordnivåer", s. 40-41.

²³ Veckans affärer, Ericson, Bengt, 1997, nr. 21, "Brända om fingrarna. "Heta" IT-aktier lurar skjortan av USA:s småsparare", s. 33.

²⁴ Arnold, Glen, Prentice Hall Financial Times, Upplaga 3, 2005, "Corporate Financial Management", s. 437.

²⁵ Aktiespararen, 1997, nr. 8, "Rekord i nyintroduktioner, lönsamt vara med tidigt", s. 14ff.

²⁶ Johannesson, Annika, muntlig intervju.

Vad hände egentligen med de företag som aldrig noterades och hur har det gått för dem? Vart tog de vägen och varför blev det aldrig en notering? Kunde de fortleva och växa även utanför börser? Dessa företag var kanske de riktiga guldkornen? Kan det vara så att då de hamnade under massmedias bevakning inför en stundande börsintroduktion, fick riskkapitalbolagen nys om dem och såg potential i dem. En annan orsak kan vara att konkurrenter fick upp ögonen för bolagen, såg ett möjligt hot och av rädsla för att det skulle komma att kosta betydligt mer att köpa företaget på börser, agerade genom att förvärva bolaget före börsintroduktionen.

Dessa funderingar leder fram till de problemformuleringar som uppsatsen behandlar:

- Vad hände med de bolag som fanns med på Aktiespararens lista över företag som var intresserade av en börsnotering?
- Vilka faktorer påverkar företags beslut att inte fullfölja planen att börsnoteras?

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka vilka faktorer som ligger bakom företags beslut att inte genomföra en planerad börsintroduktion och se om det går att dra slutsatser utifrån dessa faktorer samt analysera dessa faktorer utifrån uppställda teorier.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen begränsas till att studera företag som fanns på Aktiespararens lista för en börsintroduktion under 1997, med undantag Hilding Anders. Hilding Anders fanns inte med detta år, men vid ett flertal andra tillfällen. 1997 var ett år där många bolag fanns med på Aktiespararens lista, och därför tycks detta år vara intressant att granska.

Studien begränsas vidare genom att inte någon djupare granskning av alla 73 företag på listan genomförs. Det finns ingen tid att göra en sådan omfattande undersökning. De företag som valts ut för att studeras närmare är de som inte introducerats på börser, av

vilka fyra fallföretag valts. De företag som var inne på börsen en kort tid för att sedan avnoteras eller de som tog sig in och fortfarande finns kvar på börsen granskas inte.

1.5 Begreppsdefinition

I uppsatsen används begrepp, vilka behöver definieras eftersom de kan skilja sig från vedertagna definitioner. Dessutom bör vissa begrepp/ord förklaras för att läsaren lättare ska förstå vad som åsyftas, när de används i uppsatsen.

Små och stora bolag: I uppsatsen definieras små bolag som företag vilka ligger under 500 miljoner i omsättning och har runt 50 anställda. Det finns ingen vedertagen definition utan olika forskare använder olika definitioner. Det kan vara missvisande att definiera ett bolags storlek genom att räkna antalet anställda och utgå från företagets omsättning, eftersom sådana utgångspunkter skiljer sig från olika branscher. En sådan definition kan leda till att ett bolag definieras som litet inom en sektor, medan resultat blir det motsatta inom en annan. Trots att denna utgångspunkt kan innebära att definitionen blir missvisande måste en avvägning göras och uppsatsen har valt att utgå från denna definition.

Börs: I uppsatsen definieras börs som både officiella börser, såsom OMX, och officiella marknadsplatser, såsom Aktietorget och NGM. Börs är enligt uppsatsen en marknadsplats där det finns möjlighet att genomföra handel med aktier under vardagar. Inom denna definition faller således inte marknadsplatser med tidsbegränsningar i handeln med aktier som exempelvis Alternativa aktiemarknaden, där handel med aktierna sker maximalt under en vecka varje månad. Uppsatsens definition av börs skiljer sig således från den allmänna definition som finns, där marknadsplatser inte räknas till definitionen börs.

Initial public offering (IPO): Det engelska ordet för börsnotering. Användandet av IPO har blivit allt vanligare. Uppsatsens definition av IPO syftar till notering på såväl OMX som Aktietorget och NGM.

Management buy out (MBO): Begreppet innebär att en företagsledning eller delar av företagsledning köper ut befintliga ägare för att själva bli ägare. Det kan också vara en division eller del av företaget som köps upp av divisionsledningen. Det är vanligt att riskkapitalbolag hjälper ledningen med finansiering av förvärvet.

Insider/insynsställning: Som insiders betecknas de personer som innehar en insynsställning i företaget. Det är personer som anses ha särskilt goda förutsättningar att få tillgång till förtrolig information om bolaget. Det är personer som normalt kan antas ha tillgång till inte offentliggjord information som kan påverka bolagets aktiekurs. Till personer med insynsställning räknas bland annat styrelseledamöter, revisorer, ledande befattningshavare och större aktieägare.

Bolag/Företag: Definitionen av orden i uppsatsen skiljer sig inte åt. De används växelvis för att texten inte ska upplevas som svårläst eller att upprepningar ska ske.

IPO/Börsnotering: Definitionen av orden i uppsatsen skiljer sig inte åt. De används växelvis för att texten inte ska upplevas som svårläst eller att upprepningar ska ske.

Exit: I uppsatsen definieras exit som en tidpunkt då ägare lämnar företaget och säljer sina aktier.

Industriell försäljning: I uppsatsen definieras industriell försäljning som en försäljning av ett företag till ett annat företag.

Finansiell försäljning: I uppsatsen definieras finansiell försäljning som en försäljning av ett företag till ett riskkapitalbolag.

Riskkapitalbolag: I uppsatsen definieras riskkapitalbolag som ett samlingsnamn för private equity- och venture capital- bolag.

1.6 Disposition

Uppsatsen disponeras på nedanstående sätt:

- 2. Metod
 - Metoder och tillvägagångssätt beskrivs och motiveras.
 - Primär och sekundär datainsamling beskrivs och en källkritisk diskussion förs
- 3. Teoretisk referensram
 - De teoretiska utgångspunkterna för arbetet presenteras
- 4. Praktisk referensram
 - Praktiska implikationer för arbetet presenteras, vilket består av regler som påverkar företag vid en notering samt en historisk tillbakablick på uppsatsens fyra fallföretag
- 5. Empirisk data
 - Primär- och sekundärdata presenteras
- 6. Analys
 - Empirin ställs mot teorin och analys kring vilka faktorer som spelar in i ett beslut att avbryta en börsnotering görs
- 7. Slutsatser
- 8. Förslag till vidare forskning

2 Metod

I det här kapitlet presenteras de metoder som används i uppsatsen, motivering till dem samt förklaring till varför andra metoder valts bort. Vidare redovisas hur primär och sekundärdata samlats in samt den urvalsmetod som används för detta. Avslutningsvis förs en källkritisk diskussion.

2.1 Val av ansats

Det finns en rad teorier som förklarar varför företag vill börsnoteras, men det finns inga som förklarar varför företag ändrar beslutet. Därmed kan inte en uteslutande deduktiv ansats användas, vilken går ut på att acceptera eller förkasta teorier. I uppsatsen ställs empiri mot teorier, men formar också ny teori. Detta arbetssätt, där teorier testas och empiri skapar ny teori, kallas abduktiv forskning. I uppsatsen används därmed en abduktiv ansats.²⁷

2.2 Val av metod

För att uppnå syftet genomförs en kartläggning över vad som händer med de företag som stod med på Aktiespararens lista 1997. En studie om vilka faktorer som låg bakom beslutet att aldrig fortskrida planen att börsintroduceras genomförs genom att studera fallföretag samt genom att intervjua med intressenter och aktörer på kapitalmarknaden.

Huvudsakligen används en kvalitativ metod, trots det finns det emellertid kvantitativa inslag i studien.

De primärkällor som används bygger på intervjuer med fallföretag, aktörer och intressenter. En studie som byggs upp av intervjuer använder sig av en kvalitativ metod. I denna studie är intervjuer den viktigaste primärkällan.

²⁷ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", s.23ff.

I uppsatsen utnyttjas även sekundärdata i form av artiklar och i vis mån litteratur. Sekundärdata har både en kvalitativ och kvantitativ karaktär.

Vid kartläggningen av företagen på Aktiespararens lista samt vid de slutna frågorna till fallföretagen används en kvantitativ metod.

Anledningen till att båda metoderna används är att kunna utnyttja flexibiliteten och djupanalysen som kvalitativ metod ger uppsatsen, men samtidigt kunna väga upp dess brister i effektivitet med kvantitativ metod.²⁸

2.2.1 Alternativa metoder

En intressant infallsvinkel på studien hade varit att genomföra en regressionsanalys kring företagens nyckeltal. Analysen hade kunnat leda fram till en indikator som visar på vilka företag som tar sig in på börsen och vilka som går en annan framtid till mötes. I detta val har framförallt bristen på information om företagens nyckeltal spelat en avgörande roll, samt den höga kostnaden för att ta av del årsredovisningar som krävs för analysen. Bolagsverket tar ut en avgift per årsredovisning som skickas, även i pdf, vilket skulle bli en stor kostnad då det handlar om över 70 bolag. Det är heller inte tillåtet att besöka Bolagsverket för att undersöka information.

Det hade varit intressant att göra en komparativ studie mellan de företag som tog sig in på börsen och de som inte gjorde det. Det medför dock vissa problem. Vid en sådan jämförelse krävs en form av värdeskala som kan mäta vilka företag som lyckats bäst. Det är inte möjligt att studera skillnader i avkastning eller nettoomsättning eftersom de verkar inom olika branscher och därmed har olika utgångspunkter. En komparativ uppsats blir därmed svår att genomföra eftersom det inte går att finna identiska företag.

Att genomföra en enkätundersökning som Brau och Fawcett gjorde i USA är också ett alternativt tillvägagångssätt.²⁹ Problemet med en enkätundersökning är att det inte går att hjälpa respondenten med tolkningarna kring frågorna och att bortfallet av svar kan

²⁸ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", s. 502ff.

²⁹ Brau, James C., Fawcett, Stanley E., The Journal of Finance, vol. LXI, No. 1, Februari 2006, "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", s.399- 436.

bli stort, vilket leder till en risk för skevhet. Genom enkäter finns ingen möjlighet att följa upp intressanta svar med följdfrågor eller med säkerhet veta vem som svarat på enkäten.³⁰ Det kan dessutom bli svårt att få in svaren i tid från respondenterna, då det vanligtvis krävs en till två påminnelseomgångar för att få upp svarsfrekvensen till respektabel nivå.³¹

2.3 Datainsamling

2.3.1 Primärdata

Studiens primärdata består av intervjuer med fallföretag, vilka är företag som fanns med på Aktiespararens lista 1997, samt av intervjuer med intressenter och aktörer på kapitalmarknaden. Nedan följer en redogörelse för hur insamlingen av primärdata går till.

2.3.1.1 Intervju

En semistrukturerad intervjuform används, för att respondenterna ska kunna prata fritt kring de frågor som ställs. Dessutom ska följdfrågor, som intressanta svar ger upphov till, kunna ställas. Respondenterna delas in i tre kategorier, intressenter, aktörer och fallföretag. Intressenter är individer som agerar på kapitalmarknaden och företräder riskkapitalbolag och affärsänglar. I den här kategorin hamnar Henrik Westfeldt; Priveq Investment, Hans Wikse; Procuritas, Håkan Nelson; Malmöhus Invest och Anders Hättmark; Confidera Syd. Till kategorin aktörer hör respondenter som representerar marknaden som hjälper företag vid börsnoteringar och exits. Till den kategorin hör Björn Åkerlund; Svenska Handelsbanken, och Carl Johan Högbom; Alternativa Aktiemarknaden. Fallföretagen är de företag som valts ut från Aktiespararens lista 1997, med ett undantag för företaget Hilding Anders som inte fanns med på Aktiespararens lista under 1997.

³⁰ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder" s. 161ff.

³¹ a.a. s. 165.

I intervjuerna med fallföretagen förekommer inslag av slutna intervju, vilket beskrivs mer utförligt nedan.

2.3.1.2 Intervjuförfarande

Intervjuerna genomförs antingen som en personlig intervju eller per telefon. Eftersom studien inte intresserar sig för hur respondenterna känslomässigt reagerar vid frågeställningarna finns inget problem med att blanda intervjustilar. Det finns dock en risk med förtroendet vid intervjuer. Respondenterna måste känna tillit till frågeställarna för att svara så korrekt och sanningsenligt som möjligt. Det kan vara lättare att få till stånd den typ av relation vid personliga intervjuer.³² Resurs- och tidsbrist har dock resulterat i att flertalet av intervjuerna har gjorts över telefon.

Samtliga intervjuer spelas in. Om någon respondent motsätter sig detta förs istället noggranna anteckningar. Även om en bandspelare kan oroa respondenten tros fördelarna med den här tekniken vara större. Eftersom bandspelare används blir intervjuaren inte distraherad av att anteckna vad som sägs, och inget utlämnas.³³

Intervjuförfarandet sker på ett liknande sätt vid varje intervju med ett par undantag beroende på om det är intressenter/aktörer eller fallföretag som intervjuas. Ett frågetema, bestående av huvudrubriker från intervjumallen, skickas ut 2- 3 dagar i förväg till respondenterna för att de ska hinna sätta sig in i området som behandlas under intervjun.^{34 35 36} Intervjun inleds med en kort beskrivning av uppsatsens syfte och därefter ställs den första frågan på intervjuguiden. Det är alltid samma person som intervjuar respondenten och som för intervjun framåt. Tillvägagångssättet är valt för att inte skapa förvirring hos respondenten och för att reducera intervjuareffekt så mycket som möjligt.³⁷ Mot slutet av intervjun hjälper övriga intervjuare till om det är något område som inte har täckts eller om det är någon oklarhet i svaren. När frågorna från intervjuguiden är besvarade frågas respondenten om han/hon har något mer att tillföra.

³² Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", s. 143.

³³ a.a. s. 374f.

³⁴ Bilaga 1.1.

³⁵ Bilaga 1.3.

³⁶ Bilaga 1.4.

³⁷ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", 162f.

Därefter avslutas intervjun. Då ett fallföretag är respondent inleds de slutna frågorna. När de besvarats avslutas intervjun.

Uppkommer några följdfrågor eller är något svar otillfredsställande kontaktas respondenten i efterhand för att reda ut detta.

2.3.1.3 Intervjuguide

En semistrukturerad intervju genomförs med intressenter och aktörer utifrån respektive intervjuguide.

En semistrukturerad intervju genomförs med fallföretagen. Vid dessa intervjuer används en annan intervjuguide, men med samma frågetema. Anledningen till att intervjun är uppbyggd på ett annat sätt är att företaget har varit i den situation som uppsatsen studerar. Frågorna är av mer specifik art än de generella som ställs till intressenterna och aktörerna.

Fallföretagens intervjuer har också inslag av kvantitativ intervjuform. När intervjuguiden är avslutad besvarar respondenten åtta slutna frågor. Frågorna besvaras genom att respondenten anger betydelsen av faktorn på en skala från 1-5. Där 1 är "Inte alls", och 5 är "I hög grad".³⁸ Därmed ges möjlighet att jämföra svaren från intervjuguiden med svaren på de slutna frågorna. En så kallad triangulering görs därmed som ökar reliabiliteten i svaren.³⁹ De slutna frågorna skickas inte ut i förväg, eftersom de är uppbyggda kring samma teman som frågorna i intervjuguiden. Dessutom skulle möjligheten att kontrollera svaren från den semistrukturerade intervjun minska, då respondenterna redan känner till frågorna och därmed skulle kunna förbereda sig. Frågorna ställs direkt till respondenten, då det dels ger en högre svarsfrekvens än vid ett utskick över exempelvis email, dels möjliggör förklaringar av frågorna om något är oklart. De slutna frågorna ska framförallt ses som ett komplement till intervjuguiden samtidigt som det ger en möjlighet att jämföra respondentens svar.

³⁸ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", s.168f.

³⁹ a.a. s. 310.

Intervjuguiderna byggs upp utifrån de problemformuleringar och de teoretiska referensramar som används i uppsatsen. Kvales lista⁴⁰ används för att få en så lyckad intervju som möjligt.⁴¹ Vid det här intervjusättet är det vanligt att alla intervjufrågor på intervjuguiden inte behöver ställas, eftersom respondenterna i ett tidigare skede kan ha besvarat frågan. Frågor i intervjuguiden ska ses som en ram för intervjuerna, det är därmed inte alltid de frågor som står i intervjuguiden som ställs under intervjun.

2.3.1.5 Presentation av intervjuerna

Samtliga intervjuer transkriberas. Genom att spela in och sedan transkribera intervjuer ges flera fördelar. Transkriberingen kompletterar minnet från intervjun, den underlättar att göra en noggrann analys och andra kan med enkelhet granska materialet. Dessutom kan det kontrolleras huruvida egna värderingar förekommer och att fördomar inte påverkar analysen, samt att materialet kan användas i framtiden. Transkribering är emellertid mycket tidskrävande, vilket talar emot ett sådant tillvägagångssätt. Risken för subjektivitet minskar, vilket hade kunnat vara fallet om anteckningar använts.⁴² Eftersom intervjuerna understiger en timme vardera, ges möjlighet att genomföra en transkribering av varje intervju. Utifrån transkriberingen samlas relevant information och presenteras i empirikapitlet. Transkriberingarna finns att tillgå under opponering och i framtiden om någon läsare vill ta del av dem.

2.3.1.6 Urvalsprocessen

Intressenter och aktörer representerar riskkapitalbolag, bank, affärsängelnätverk samt marknadsplatser. De har erfarenhet av noteringsprocessen på olika sätt och kan därmed ge en bild av hur företag tänker och vilka faktorer som brukar påverka företag med planer på börsnotering. Intressenter och aktörer bidrar med värdefull information och kunskap kring hur omvärlden ser ut för företag, när de befinner sig i fasen för att börsintroduceras. Dessutom har de en större generell kunskap då de arbetar med dessa frågor dagligen. De personer som intervjuas är de som ställt sig positiva till en intervju.

⁴⁰ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", 370.

⁴¹ ibid.

⁴² a.a. s. 374ff.

Det går emellertid inte att säga att respondenterna är helt representativa för varje intressent eller aktör.

De fallföretag som intervjuas har anknytning till Aktiespararens lista 1997, undantaget Hilding Anders som valts genom kontakt med vår handledare. Hilding Anders är ett företag som fluktuerat frekvent på listan, men inte just under 1997. De bolag som valts har aldrig genomfört den planerade börsintroduktionen utan har istället valt en alternativ väg.

Genom att välja år 1997 som utgångspunkt ges möjlighet att följa bolagen under en längre tid och se vad som hänt med dem fram till idag, samt se hur länge viljan att börsnoteras funnits.

En annan positiv aspekt är den minskade känslighet som finns kring informationen. Ägare och styrelseledamöter kan troligen prata mer öppet kring något som hände för tio år sedan, än vad som är fallet om studien berört ett år som ligger närmare nutiden. Det negativa är att det kan aktualiseras problem med att finna relevant information om företagen, speciellt om de blivit uppköpta eller gått i konkurs.

Ett problem med kvalitativ forskning är att det är svårt att säkert veta när urvalet är tillräckligt stort för att det ska anses vara representativt. Genom diskussion med handledare beslutades att studien skulle omfatta fyra fallföretag. En studie med fler fallföretag är inte möjligt på grund av den begränsade tiden.

2.3.1.7 Presentation av respondenterna

Här följer en presentation av respondenterna som intervjuas. Fallföretag, intressenter och aktörer presenteras samt respondenten från varje aktör.

Fallföretag:

HDF

Thomas Holmgren, är i skrivande stund koncernchef i Haendig, men var vid intervjutillfället VD för HDF.⁴³ Efter tidpunkten för intervjun har HDF blivit uppköpt av Thomées. HDF har en lång historia som handels- och grossistföretag. Idag är HDF en viktig del i Thomées vision att utvecklas till en ledande förnödenhetspartner för den nordiska järn- och byggvaruhandeln. HDF marknadsför och distribuerar det egna varumärket Serva som består av verktyg, maskiner, el och SB samt tillbehör till cykel. Ungefär 60 procent av HDF: s omsättning på cirka 337 miljoner kronor härrör från grossistvaror och 40 procent av det egna varumärket Serva.⁴⁴

Elmo Leather

Anders Bengtsson är sedan 1989 ekonomichef i Elmo Leather. Företaget är världens största tillverkare av exklusivt möbelläder och en av de sex största leverantörerna av läder till bilindustrin. De omsätter drygt 650 miljoner kronor med cirka 95 procent av försäljningen utanför Sverige.^{45 46}

Hilding Anders

Anders Pålsson, är sedan 2003 VD i Hilding Anders. Företaget är Europas ledande tillverkare av sängar med en marknadsandel på cirka 15 procent och en omsättning på cirka 6 miljarder.⁴⁷

Duni

Gun Nilsson är vice VD och finanschef sedan 2004, och har varit verksam inom Duni sedan år 1993.⁴⁸ Duni är ett globalt företag som är marknadsledande inom koncept, tjänster och produkter, vilka förgyller mat och dryckessammanhang. De tillhandahåller och tillverkar högkvalitativa produkter som bland annat servetter, bordsdukar och ljus för serveringsindustrin. Omsättningen uppgår till ca 6 miljarder kronor.⁴⁹

⁴³ http://www.haendig.com/index_netscape.html, 2006-12-28.

⁴⁴ <http://www.hdf.se/page.asp?PageNumber=8>, 2007-01-03.

⁴⁵ <http://www.lokaldelen.se/ld/foretag/profil.do?advanced=true&catIDs=660608&pageSize=25&companyID=71341>

⁴⁶ <http://www.accentequity.se/morenews2004.asp?adressID=134>

³¹ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

⁴⁸ <http://www.duni.com/dunitemplates/InformationPage.aspx?id=3202>, 2006-12-29.

⁴⁹ <http://www.lokaldelen.se/ld/foretag/profil.do?advanced=true&catIDs=660608&pageSize=25&companyID=71341>

Intressenter:

Alternativa aktiemarknaden och OM

Carl Johan Högbom, Alternativa Aktiemarknaden, var under 19 år anställd på Stockholmsbörsen. Under den perioden arbetade han med bolag, som sökte sig till börsen. Under sina sista år där var han verksam som börschef och var bland annat med och startade OM: s offensiv att köpa Londonbörsen. Carl Johan Högbom driver numera tillsammans med sin före detta kollega från Stockholmsbörsen, Kent Söderström, Alternativa Aktiemarknaden som fungerar som en marknadsplats för bolag som inte är tillräckligt mogna för att notera sig på Stockholmsbörsens listor.⁵⁰

Svenska Handelsbanken

Björn Åkerlund, Svenska Handelsbanken är ansvarig för börsintroduktioner och riskkapitalanskaffning på Handelsbankens avdelning Capital Markets.⁵¹

Aktörer:

Malmöhus Invest

Håkan Nelson är VD för Malmöhus Invest. Företaget har funnits sedan 70-talet, och har idag ca 12 portföljbolag. Malmöhus Invest gör investeringar i bolag genom sitt egna kapital, vilket betyder att de skiljer sig från övriga riskkapitalbolag som investerar genom en fond.⁵²

Procuritas

Hans Wikse är partner på riskkapitalbolaget Procuritas. Företaget sysslar framför allt med investeringar genom management buy-outs. Investeringar görs framför allt i onoterade bolag, även om något av deras portföljbolag har varit noterat.⁵³

Priveq Investment

Henrik Westfeldt är partner och investment manager på Priveq Investment. Företagets affärsidé bygger på investeringar uteslutande i onoterade bolag där de kommer in i ett

⁵⁰ <http://www.alternativa.se/>, 2007-01-03.

⁵¹ Åkerlund, Björn, telefonintervju.

⁵² <http://www.mhusinvest.se/>, 2007-01-03.

⁵³ <http://www.priveq.se/>, 2007-01-03.

tidigt skede, med en exit 3-5 år framåt i tiden. Bolaget har haft investeringar i några av de bolag som finns med på Aktiespararens lista.⁵⁴

Confidera Syd

Anders Hättmark är samordnare/konsult i affärsängel-nätverket Confidera Syd.⁵⁵

2.3.2 Sekundärdata

Utöver intervjumaterialet används litteratur, som beskriver teorier, vilka tillämpas i uppsatsen. Dessutom hämtas information från artiklar i vetenskapliga tidskrifter, men även populärvetenskapliga tidskrifter och facktidningar. Material från tidigare forskning och studier kring börsnotering utnyttjas.

De sekundärkällor som används är artiklar och böcker som teoretiskt och empiriskt berör ämnet. Vid insamlandet av fakta om företagen som fanns på Aktiespararens lista 1997 används företagets hemsidor och artiklar skrivna av olika analytiker. En mer ingående beskrivning av tillvägagångssättet följer nedan.⁵⁶

2.3.2.1 Aktiespararens lista

Tidskriften Aktiespararen utkommer en gång i månaden med undantag för juni och juli som har ett sammanslaget nummer. I varje nummer finns en lista som kallas "företag på väg mot notering". Listan består av företag som enligt rykten har en önskan eller planer på att noteras.⁵⁷ Anonyma tips kollas alltid upp genom att tidningen ringer till företaget eller till dess ägare. Listan är dock inte någon vetenskap. Till viss del går författare till listan på sin intuition vad gäller vissa bolag. Om bolaget är väldigt osäkert eller förteget, brukar det inte komma med på lista. Aktiespararen skickar med jämna mellanrum mail till företagen som finns med på listan för att hålla den uppdaterad. En del företag är då inte längre aktuella för en notering och då plockas bolaget bort från listan.⁵⁸

⁵⁴ http://www.procuritas.se/index_se.htm, 2007-01-03.

⁵⁵ Hättmark, Anders, muntlig intervju.

⁵⁶ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", s. 230ff.

⁵⁷ Johannesson, Annika, muntlig intervju, 2006-11-23.

⁵⁸ ibid.

Med tanke på att Aktiespararens lista inte är någon exakt vetenskap, kan det kritiseras att den utgör utgångspunkt för uppsatsen. Listan bygger till viss del på antaganden att bolag ska noteras. Med den sekretess som existerar runt börsnoteringar är det svårt att få ta del av information från bolagen, vilket leder till de problem som redogörs ovan. Sekretessen leder till att det inte finns något bättre alternativ att utgå från.

På den sammanställda listan med bolag från 1997 finns bolag som fanns med på Aktiespararens lista från första numret januari 1997 till och med sista numret januari 1998.⁵⁹

Varje företag i sammanställningen följs upp på två sätt.

Det första momentet är att urskilja varje enskilt företags verksamhet i dagsläget. Detta görs genom att använda följande tillvägagångssätt:

1. Sökning via Internet genom Dagens Nyheters ekonomi- och börssida angående noterade börsbolag.⁶⁰
2. Sökning ur Sveriges största företag.⁶¹
3. Sökning via Internet genom sökmotorn Google.⁶²

Det andra momentet genomförs för att ytterligare kunna urskilja de riktningar varje enskilt företag har tagit under tidsperioden 1997-2006. Ytterligare kompletterande insamling av data samt uppföljning av varje företag görs genom att följa Aktiespararens januari- och decembernummer år för år under tidsperioden 1997-2006, samt ytterligare sökning via Dagens Nyheters ekonomi- och börssida och Google. Det ska tilläggas att Google i sig inte ger någon information utan det är endast en sökmotor på Internet. Genom att använda denna hittas intressanta och relevanta hemsidor som ger information om företagen.

⁵⁹ Bilaga 1.5.

⁶⁰ <http://bors.www.dn.se/dn/site/overview.page>

⁶¹ Sveriges största företag, Ekonomisk litteratur AB, utgåva 36, 2003, 2003-2004.

⁶² <http://www.google.com>

Genom denna process skapas den slutliga listan över bolag, vilka var på väg mot börsen 1997, och som innehåller uppgifter om de företagsförändringar och vägval bolagen gjort från 1997 fram till idag.⁶³

2.4 Källkritik

En källa kan definieras på olika sätt. Rolf Torstendahl definierar en källa på följande vis: *"en skrift som åberopas för en viss uppgift och som utgör grunden för denna uppgifts auktoritet"*.⁶⁴

Vid en studie eller uppsatsskrivande är det oerhört viktigt att ha ett kritiskt förhållningssätt till de källor som används. Källmaterialet kan vara av olika karaktär och kvalitet. Detta innebär att materialet kan uppvisa subjektiva åsikter, vara medvetet vinklade eller vara ofullständiga. Vid utnyttjandet av materialet är det viktigt att vara medveten om denna brist. Genom att ha ett kritiskt förhållningssätt och ställa de rätta frågorna till materialet kan man, trots brister i kvalitet, ändå få ut värdefull information av materialet.⁶⁵

2.4.1 Primär- och sekundärkällor

Som tidigare nämnts används semistrukturerade intervjuer vid insamling av primärdata. Fördelarna med denna intervju är att respondenterna med sina svar kan specificera vad de anser är viktigt utifrån den ställda frågan. Därmed uppnås en öppenhet i svaren. Dessutom ges en möjlighet för respondenten att uppmärksamma intressanta synvinklar på de problem som frågorna syftar till. En sådan intervjuteknik skapar en flexibel intervju.⁶⁶ Nackdelen är att det kan bli svårt att tolka svaren från intervjuerna, då respondenterna använder sig av värdebegrepp. Det finns också en risk att svaren tolkas utifrån egna önskemål och åsikter, vilket gör intervjumaterialet subjektiv. En annan nackdel med semistrukturerade intervjuer är svårigheten att replikera intervjun, då

⁶³ Bilaga 1.5.

⁶⁴ Holme, Idar M, Solvang, Bernt K, Studentlitteratur, 1997, Andra upplagan, *"Forsningsmetodik; Om kvalitativa och kvantitativa metoder"*, s. 124.

⁶⁵ Lundahl, Ulf, Skärvad, Per- Hugo, Studentlitteratur, 1999, Tredje upplagan, *"Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer"*, s. 134.

⁶⁶ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, *"Företagsekonomiska forskningsmetoder"*, s. 362ff.

förutsättningarna och svaren kan skilja sig åt. Den tredje nackdelen som ses är problem med generalisering av insamlad data, eftersom det är svårt att mäta hur representativ respondenten är för sin kategori.⁶⁷ Förtjänsten med genomförande av semistrukturerade intervjuer anses dock väga tyngre än just nämnda svårigheter.

När intervjuerna genomförs finns det risk för intervjuareffekter. De kan exempelvis bero på intervjupersonens etnicitet eller kön, vilka kan inverka på respondentens svar. Det finns också risk för att respondenten försöker besvara frågorna på ett sätt som respondenten tror är önskvärt för intervjuaren. Respondenten kan i dessa fall anpassa sina svar till intervjuaren.⁶⁸ Intervjuareffekten begränsas genom att samma person genomför samtliga intervjuer. Uppstår en skevhet kommer denna att återkomma i samtliga intervjuer genom valt tillvägagångssätt. Intervjuareffekten begränsas ytterligare genom att alla intervjuer spelas in och transkriberas, vilket begränsar intervjupersonernas subjektiva tolkning av respondentens svar.

De sekundära källor som används består mestadels av artiklar från vetenskapliga tidskrifter och facktidningar. Användandet av sekundärkällor kan medföra problem, då det inte är möjligt ha full kontroll över dess kvalitet. De artiklar som används är mestadels publicerade i välkänd ekonomisk litteratur och tidskrifter, vilket ger en hög nivå på artiklarnas och undersökningarnas kvalitet. Artiklarnas författare har ofta anknytning till ett universitet, vilket kan anses höja artikelns tillförlitlighet. Inga av de källor som används är officiella källor.⁶⁹ Även om de inte är officiella kan samtliga användas för att belysa uppsatsens frågeställning från olika synvinklar.

2.4.2 Reliabilitet

Det finns två former av reliabilitet inom kvalitativ forskning, extern och intern.⁷⁰

Extern reliabilitet visar på förmågan för framtida forskare att replikera den aktuella undersökningen. Problemet med en kvalitativ metod är att omvärlden förändras och

⁶⁷ a.a. s. 318ff.

⁶⁸ a.a. s. 157ff.

⁶⁹ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", s. 432ff.

⁷⁰ a.a. s. 305f.

därmed påverkas både uppsatsens utgångspunkter och de resultat studien leder fram till.⁷¹ De aktuella respondenterna kommer i framtiden troligen att befinna sig i en annan social miljö samtidigt som framtiden kan förändra omvärlden vilket innebär att respondenterna kan lämna andra svar. Att detta skulle ske inom den närmsta framtiden är dock osannolikt, vilket betyder att uppsatsen uppfyller extern reliabilitet. En bättre extern reliabilitet uppnås från fallföretagens svar, då triangulering används. För att replikerbarheten av uppsatsen skall vara så god som möjligt beskrivs tillvägagångssättet detaljerat.

Intern reliabilitet bedömer hur överens författarna till uppsatsen är i tolkningarna av det empiriska materialet.⁷² Författarna till denna studie är överens i tolkningar från empirin.

2.4.3 Validitet

Det finns även två former av validitet, extern och intern.⁷³

Extern validitet mäter hur väl studiens resultat kan generaliseras. Eftersom uppsatsen byggs på kvalitativ metod kan problem med den externa validiteten uppstå.⁷⁴ Det går inte att generalisera och applicera fallföretagens åsikter på andra företag. Intressenternas synsätt kan inte heller anses vara representativa för branscherna respondenterna arbetar i. Det kan dock finnas tendenser vilka kan generaliseras, speciellt då de överensstämmer med tidigare empirisk kvantitativ forskning. Den interna validiteten mäter hur väl empirin stämmer överens med det resultat som uppsatsen presenterar.⁷⁵ Då det i analysen tydligt beskrivs vilken empiri och teori som resonemangen bygger på, anses den interna validiteten vara tillfredsställande

⁷¹ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", 305f, s. 93f.

⁷² a.a. s. 306.

⁷³ Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, "Företagsekonomiska forskningsmetoder", s. 306.

⁷⁴ ibid.

⁷⁵ ibid.

3 Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras teorier vilka anses relevanta för uppsatsens problemformulering och syfte. I denna del belyses teorier, vilka förklarar hur företagens val påverkas. Alternativa finansieringsvägar, teorier som förklarar varför ett behov av alternativa finansieringskällor vuxit fram samt anledningar till varför bolag bestämmer sig för att använda externt kapital för att finansiera sin verksamhet presenteras.

3.1 Finansieringsteori

Finansieringsteori utgår från en rad antaganden om den finansiella marknaden. Det är antaganden om en perfekt kapitalmarknad, vilket innebär att det inte förekommer några barriärer som hindrar olika aktörer på marknaden, att alla aktörer har tillgång till samma information och att ingen aktör är tillräckligt stor för att påverka priset på kapital. I teorin görs även antagande om att varje aktör handlar rationellt och försöker maximera sin egen nytta. Avvikelser från dessa antaganden betraktas som en imperfektion på marknaden.⁷⁶

I verkligheten existerar en rad imperfektioner på marknaden, och det som påverkar företagen i störst utsträckning är de problem som agentteorin talar om, vilken kommer att redogöras för nedan. Enligt studier kännetecknas små företags finansieringssituation av att de inte alltid agerar utifrån en ekonomisk rationalitet, där de gör val för att maximera sin nytta. Icke-ekonomiska drivkrafter är ofta viktigare för små företag. Det saknas dessutom en väl fungerande marknad för ägarkapital och informationsasymmetrin mellan aktörerna är ofta stor. Det finns också en stark integration mellan ägarens och företagets finansiella situation och besluten påverkas i hög grad av skattemässiga antaganden. Transaktionskostnaderna för kapital är i regel relativt sett höga för små företag.⁷⁷

⁷⁶ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, ”Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering”, s. 15.

⁷⁷ ibid.

Av detta följer att små företag inte går att betrakta som små ”stora företag”. Mot denna bakgrund är det troligt att dessa bolag upplever andra finansiella problem än företagsledningarna i stora företag samt att de hanterar identiska problem annorlunda.

3.2 Börsteori

Börsen fungerar som en intermediär mellan investerare och bolag samt som en marknadsplats för handel med aktier. Börsen erbjuder företag att ha sina aktier noterade på börsens listor och genom det hjälpa till att hitta potentiella investerare, vilka kan tillföra kapital till bolagen.⁷⁸ Genom att emittera aktier och notera dessa på en marknadsplats tillförs eget kapital till bolaget, vilket innebär att investeringar kan genomföras och en ökad tillväxt kan ske i bolaget. Detta gäller såvida inte noteringen endast sker för att de tidigare ägarna ska kunna lämna bolaget och de pengar som tillförs vid emissionen tillfaller dessa.⁷⁹

För investerare innebär en notering på en börs att det finns en sekundär marknad för aktierna. Detta ger att då aktieägare vill dra sig ur företaget kan de sälja till utomstående intressenter.⁸⁰

Traditionellt sett finns fyra förklaringsteorier till varför bolag söker sig till börsen. Den första förklaringen är att bolag söker sig till börsen när externt kapital minskar företagets totala kapitalkostnad. En andra förklaring är för att ägarna vill lämna bolaget och plocka hem vinsten i företaget. För det tredje skapar börsnotering en möjlighet för företag att bli uppköpt till ett bra pris och för det fjärde kan en notering ske som ett strategiskt steg.⁸¹

⁷⁸ <http://www.omxgroup.com/nordicexchange/Abouttrading/>, 2006-12-10.

⁷⁹ Supply house times, Basin, Bart A et Renwick, Markus S, Jan 2006:48, “*Are you prepared to leave your business?*”, s. 36-38.

⁸⁰ <http://www.omxgroup.com/nordicexchange/Abouttrading/>, 2006-12-10.

⁸¹ Brau, James C., Fawcett, Stanley E., *The Journal of Finance*, vol. LXI, No. 1, Februari 2006, ”Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice” s. 405-406.

3.2.1 Signalteorin

Som ovan beskrivits kan en börsnotering ske för att signalera till marknaden att bolaget går bra. Signalteorin har sin grund i den asymmetriska information som existerar mellan företagets ägare och potentiella investerare. Företagets ägare har information om företaget som investerarna inte har tillgång till. Olika handlingar i samband med en notering kan signalera olika tecken till marknaden och potentiella investerare. Signalteorin kan appliceras på denna uppsats, då den förklarar hur olika signaler från företagen genom att dels planera för att noteras på börsen, och dels då de väljer att gå en alternativ väg, påverkar marknaden.⁸²

3.2.2 Teorin om den effektiva marknaden

När ett bolag skall säljas eller noteras på börsen, får bolaget ett marknadspris. Teorin om den effektiva marknaden säger att all tillgänglig information om bolaget finns inkorporerad i den värdering som görs av marknaden och att denna värdering återger ett korrekt pris på företaget samt att tidpunkt för en börsnotering inte spelar någon roll.

Fama delar upp effektivitet på marknaden i kategorier för att lättare förstå i vilken grad marknaden är effektiv. Baserat på hur väl information reflekterar ett bolags värdering och pris, kategoriseras effektiviteten i tre olika former.⁸³ Dessa är följande:

- Svag form reflekterar all historisk information om bolaget, till exempel historiska prisförändringar.
- Semistark form reflekterar både historisk och all sorts relevant publik information om bolaget. Till exempel räknas prognostiserade utdelningar, teknologiska utvecklingar och styrelseförändringar in i denna information.
- Stark form reflekterar all sorts tillgänglig information om bolaget. Historisk, publik, men även personlig eller insiderinformation bakas in i det pris bolaget

⁸² Jenkinson, Tim, Alexander, Ljungqvist, Clarendon Press, Oxford, 1996, "Going Public. The theory and evidence on how companies raise equity finance", s. 51f.

⁸³ Arnold Glen, Prentice Hall, Financial times, 2005, upplaga 3, "Corporate financial management, s. 691.

värderas till. Det finns således ingen ytterligare information som insiders kan utnyttja för att de ska kunna förutse högre avkastning än normalt.

Famas ovan nämnda antagande om marknadens effektivitet kan tillämpas på företag och förklara de eventuella skillnader i pris som enligt en starkare grad av effektivitet helt borde undanröjas eller i vart fall minimeras. Noteras ett bolag på börsen eller säljs till en annan finansiell aktör på marknaden, återspeglas priset på bolaget av all sorts tillgänglig information i respektive fall. Tidpunkt för försäljning till börsen eller finansiell aktör bör således inte spela någon roll, då marknadens effektivitet är stark. En nyhet om företaget, vilken kan påverka priset i antingen positiv eller negativ bemärkning, finns redan beaktad i priset enligt teorin. Det finns regler för att minimera risken att ett företag undanhåller information från marknaden, vilken kan påverka priset. Dessa regler finns för att skapa en hög grad av effektivitet på marknaden.⁸⁴

3.3 Alternativa finansieringsvägar

Det finns bolag som inte är lämpade att noteras på en börs. Det gäller framför allt mindre bolag som varken har den organisationsstruktur eller den finansiella styrka vilken klarar av att uppfylla börsens noteringskrav. Familjeägda bolag har ofta inte själva möjlighet att tillföra tillräckligt med nytt kapital till bolaget och lånemöjligheter hos finansinstitut kan vara begränsade. I dessa bolag kan det uppstå svårigheter med finansiering av verksamheten i en tillväxtperiod. På grund av dessa finansieringsproblem har alternativa finansieringsvägar vuxit fram på kapitalmarknaden.

3.3.1 Det finansiella gapet

Problem för mindre företag att erhålla externt kapital brukar benämnas det finansiella gapet och uppmärksammades redan på 1930-talet.⁸⁵ Bolag som drabbas av detta kan se marknadsexpansion och tillväxtmöjligheter gå om intet på grund av att de inte har tillgång till tillräckligt med kapital. För att hjälpa företag att fylla detta gap har

⁸⁴ Arnold Glen, Prentice Hall, Financial times, 2005, upplaga 3, "Corporate financial management, s. 728.

⁸⁵ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, "Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring småföretags finansiering", s 11f.

alternativa finansieringsvägar utvecklats under de senaste årtiondena. Hur mycket riskkapital som finns tillgängligt på kapitalmarknaden varierar från tid till annan och beror till stor del på hur den allmänna konjunkturen ser ut. Vid en uppåtgående konjunktur skapas ett större inflöde av riskkapital på marknaden och det finansiella gapet minskar. I Sverige har en rad olika undersökningar genomförts för att få en bild av det finansiella gapet bland mindre svenska företag. Studierna visar på att det finansiella gapet minskar i högkonjunkturer och att tillväxtföretag i dessa tider vanligtvis söker och finner finansiering till sin verksamhet.⁸⁶ Emellertid eftersträvar ett flertal bolag enbart utveckling i företaget som motsvarar ett grundläggande behov hos grundaren att bibehålla kontrollen över företaget. Kontrollaspekten spelar alltså en betydande roll hos många ägare av mindre bolag, vilket minskar efterfrågan på externt kapital.⁸⁷

Vilka förklaringar kan finnas till varför det uppstår ett finansiellt gap för företag? En grundläggande förklaring till detta är den informationsasymmetri som finns mellan finansiärer och företagare, vilket betyder att den ena parten har bättre kunskap om företaget än den andra parten. Det beror på att mindre bolag inte utsätts för lika omfattande extern granskning och att deras interna ekonomisystem inte fungerar lika bra som hos större företag. Finansiärer har alltså inte lika god kunskap om företaget som ägaren, vilket kan innebära att finansiärer blir mer återhållsamma med investeringar i sådana bolag. För att förstå detta bättre redogörs senare i detta kapitel för agentteorin, som vid sidan av det finansiella gapet kan förklara en rad olika fenomen i relationen mellan riskkapitalister och företag.⁸⁸

Det finansiella gapet kan också hänföras till förklaringar som att risken att investera i mindre bolag är för hög. Erfarenhet visar att många små och unga företag, avvecklas eller går i konkurs relativt snart efter etablering. Det förefaller alltså vara förknippat med hög risk att investera i nya företag. Vidare kan det vara så att finansiärer inte har tillräcklig kompetens eller finansiella instrument för att analysera små företag. De analysinstrument som finns är utformade för att analysera stora etablerade verksamheter. Dessutom är den relativa transaktions- och kontrollkostnaden hög.

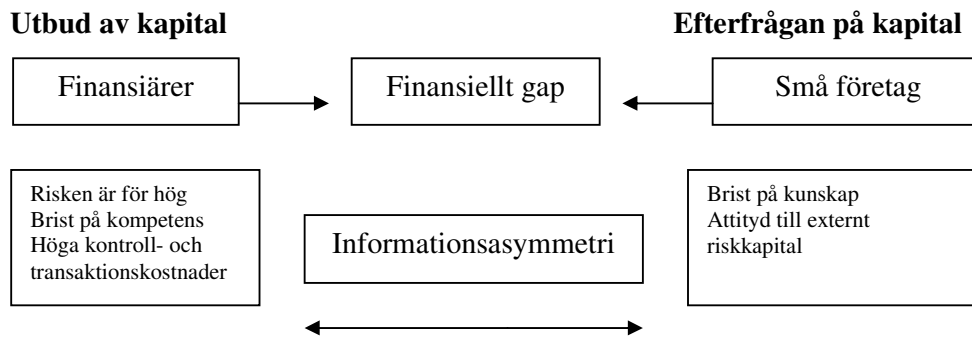
⁸⁶ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, ”*Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering*”, s. 12.

⁸⁷ *ibid.*

⁸⁸ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, ”*Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering*”, s. 13.

Normalt kräver små bolag ett mindre kapitalbelopp, och det innebär att kostnaden för transaktionen, samt kostnader för att följa upp och kontrollera investeringen blir relativt hög i jämförelse med investerat belopp. Detta leder till att investeringar allokeras till investeringar i större företag, med ett större kapitalbehov.⁸⁹

Företagarna själva påverkar och bidrar till att det finansiella gapet existerar. Orsaker till detta är brist på kunskap i finansiella frågor och okunnighet om vilka krav som ställs på ägarna för att attrahera finansiärer. Till viss del består även förklaringen av att ägarna har en negativ attityd till externt ägarkapital. Denna negativa attityd gentemot externt kapital kan bland annat förklaras av ”pecking order”- modellen.⁹⁰



Figur 1, Det finansiella gapet.⁹¹

Att det finansiella gapet finns, kan således hänföras till såväl utbudssidan, det vill säga finansiärerna, som efterfrågesidan, det vill säga entreprenören eller ägaren av företaget.

3.3.2 Ägares kontrollaspekt och företagets finansiella tillväxtcykel

Generellt sett verkar små företag vara kontrollaverta, vilket innebär att de är tveksamma till att etablera relationer i vilka de är kontrollerade av andra. Drivkrafter hos personer som startar företag är vanligtvis behovet av oberoende och autonomi. Genom att ta in externt ägarkapital i ett bolag förloras en viss del av kontrollen. Å andra sidan har det visats att extern finansiering är en viktig faktor för att förklara tillväxt bland mindre

⁸⁹ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, ”Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering”, s. 13.

⁹⁰ a.a. s. 14.

⁹¹ ibid.

bolag. Avvägning mellan kontrollaversion och tillväxtambition är därför ett komplext problem för mindre företag. I många fall är ledningens mål en helt annan i dessa små företag jämfört med stora börsnoterade bolag, framförallt vad gäller finansiering. I stora bolag förväntas ledningen maximera aktieägarnas nytta och sträva efter en optimal kapitalstruktur, vilket ofta inte är målet för ett mindre företags ledning. För stora bolag spelar inte kontrollfrågan någon större roll, medan det i mindre bolag har en avgörande betydelse.⁹² Kontrollaverta företag har som mål att hitta en finansieringskälla som ger stor handlingsfrihet.⁹³

Den finansiella tillväxtcykeln är en modell vilken innehåller ett antal faser som ett företag förväntas passera. Beroende på i vilken fas företaget befinner sig, kommer vissa finansiärer vara mer lämpade än andra och den optimala ägarstrukturen ändras. Företagens tillväxtcykel brukar karaktäriseras av fem olika faser, såddfasen, startfasen, utvecklingsfasen, tillväxtfasen och sist en fas då bolaget börsintroduceras. I sådd- och uppstartsfasen kommer företaget, enligt modellen, att utnyttja entreprenörens egna besparingar samt lån från familj och vänner. Vidare kan finansiering komma från bidrag eller lån hos statliga institutioner. Affärsänglar är också viktiga i denna fas. När företaget lämnar uppstartsfasen kommer andra finansiärer in i bilden. Det kan handla om banker, industriella partners och riskkapitalbolag. Under dessa faser har företaget få ägare. I en framtid finns möjlighet att notera företaget på någon av börsens listor och sprida ägandet till en vidare krets.^{94 95}

⁹² Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, ”*Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering*”, s. 49.

⁹³ *ibid.*

⁹⁴ Berger, Udell, *Journal of Banking and Finance*, 22, 1998, ”*The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*”, s. 613-673.

⁹⁵ Connect Sverige, 2000, ”*Från såddkapital till börsintroduktion, hur du som tillväxtentreprenör hanterar investeringar*”, s. 9f.

3.3.3 Agentteorin

Agentteorin har varit den dominerande teoretiska referensramen i riskkapitalforskning.⁹⁶ Utifrån agentteorin karaktäriseras riskkapitalrelationen av en informationsasymmetri mellan entreprenören och investeraren. Informationsasymmetrin kan leda till marknadsmisslyckanden genom att ett dåligt projekt får finansiering, medan en bra investering nekas finansiering. Agentteorin består av två problem som drabbar aktörerna. Det första problemet kallas ”adverse selection”, på svenska negativt urval, och behandlar en situation där säljare av en tillgång förfogar över information om tillgångens kvalitet som köparen inte kan urskilja. Detta problem kan appliceras på entreprenören som känner till information om sitt företag som investeraren inte kan ta reda på. Eftersom finansiärerna inte kan urskilja de bra företagen och ge dem en högre värdering kommer entreprenörer att förlita sig på egenfinansiering och enbart lågkvalitetsprojekt återstår för finansiärerna. Detta innebär att marknaden väljer ut negativt. Det andra problemet kallas för ”moral hazard”, som på svenska brukar benämnas moraliskt dilemma, vilket refererar till en situation där en uppdragsgivare (principal) engagerar en uppdragstagare (agent) för att utföra en viss uppgift men där principalen inte kan avgöra hur väl agenten anstränger sig för att genomföra uppgiften. Denna problematik kan användas i en situation, då en investerare engagerar en entreprenör för att utveckla ett företag men inte kan avgöra om entreprenören gör sitt bästa. Detta skapar en möjlighet för entreprenörer att få in pengar till sitt företag som de sedan inte förvaltar på ett för uppdragsgivarens tillfredställande sätt.⁹⁷

Riskkapitalbolag kan genom sin existens minska problemen med adverse selection och moral hazard. Riskkapitalister agerar som intermediärer mellan finansiella placerare och entreprenörer. De minskar kostnaderna vilka är associerade med informationsasymmetrier, genom att de specialiserar sig på att utvärdera och övervaka investeringsprojekt som andra investerare skulle förkasta. Genom riskkapitalisternas specialisering och omfattande undersökning av bolagen, så kallad due diligence, kan de bättre urskilja bra investeringsprojekt och kan på så sätt minska risken för adverse

⁹⁶ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, ”*Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering*”, s. 192.

⁹⁷ Jensen, Michael, C., Meckling, William, H., *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, ”*Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership structure*”, s 305-360.

selection. Genom att dela upp finansieringen i flera olika omgångar, följa upp utvecklingen i bolagen, använda olika former av kontrakt samt genom att riskkapitalisterna är starka och aktiva ägare kan de minska effekterna av moral hazard.⁹⁸

Tillämpligheten av agentteorin har också ifrågasatts. Riskkapitalister involverar sig i investeringar inte bara för att skydda värden, som agentteorin förutsätter, utan också för att de tror att de kan tillföra eller skapa värden genom de tjänster och kontakter de kan erbjuda företagen. I det ovan beskrivna framställs entreprenören som agent till riskkapitalisten. Riskkapitalister utsätter emellertid även entreprenören för agentrisker, framför allt i samband med exit, genom att de tenderar att börsnotera sina portföljbolag vid börstoppar trots att företaget inte är moget för en notering eller att det på något annat sätt inte är optimalt för företaget.⁹⁹

3.3.4 Riskkapital

Riskkapitalmarknaden har enligt teorin och som ovan redogörs för vuxit fram för att minska problematiken runt adverse selection och moral hazard, men kan också skapa agentrisker för entreprenören, framförallt vid exit. Riskkapitalmarknaden i Sverige präglas starkt av utvecklingen i USA och Storbritannien. Eftersom fenomenet har sitt ursprung i de anglosaxiska länderna med begrepp på engelska kan det ibland råda en viss förvirring vad gäller termerna riskkapital, private equity och venture capital. Med samlingsnamnet riskkapital avses kapital som investeras i bolagets egna kapital, och investeraren erhåller en ägarandel i bolaget.¹⁰⁰ Riskkapitalinvesteringar görs i aktier eller aktieliknande instrument där avsikten med investeringen är att ge en hög framtida avkastning genom försäljning av aktierna till en industriell köpare eller vid en börsnotering. Riskkapitalister kännetecknas också av att de utövar ett mer aktivt ägande i sina investeringar och tillför inte bara pengar utan också kunskap och erfarenheter vilket gör att tillväxten och expansionen kan ske snabbare.^{101 102}

⁹⁸ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, "Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering", s. 193.

⁹⁹ Lerner, J., Journal of Financial Economics, 35, 1994., "Venture Capitalists and the decision to go public", s. 293-316.

¹⁰⁰ Nyman, Michael, Norstedts Juridik, Upplaga 1:1, 2002, "Riskkapital, private equity- och venture capital-investeringar", s. 15.

¹⁰¹ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, "Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering", s. 190.

3.3.4.1 Private equity

Utmärkande för private equity är att det handlar om investeringar i onoterade bolag samt att investeringen är tidsbegränsad med en exit ur företaget 3-7 år senare. Den här alternativa finansieringsformen har inte utnyttjats i Sverige förrän under de senaste tjugo åren, men har tagit en allt viktigare position på kapitalmarknaden, för att tillföra kapital till onoterade bolag.¹⁰³ Anledning till det ökade intresset för private equity beror framför allt på den börsuppgång som skedde under 1980-talet vilken ledde till ett ökat aktieintresse bland allmänheten. Intresset för private equity påverkades också av det växande intresset för mindre bolag och genom deras ökade möjligheter att noteras på börsen. Genom börsuppgången och det växande intresset för sparande i aktier och fonder ökade tillgången på kapital som kunde allokeras till private equity-branschen. Genom att det blev lättare för mindre bolag att noteras blev avyttringsmöjligheterna för investerarna dessutom enklare. Efter en viss nedgång under slutet av 1980-talet såg private equity-företagen en blomstrande tid för sin verksamhet från mitten av 1990-talet och fram till år 2000.¹⁰⁴

3.3.4.2 Venture Capital

Venture capital handlar liksom private equity om investeringar i onoterade bolag, men där venture capital-bolag i allmänhet tar en mer aktiv roll i bolaget. Det handlar också framför allt om investeringar i de tidigare utvecklingsfaserna i bolag. Avkastningskravet ligger i snitt på minst 25-30 procent per år, vilket innebär att kapitalet ska tre- till femdubblas på fem år.¹⁰⁵

¹⁰² Connect Sverige, 2000, "Från såddkapital till börsintroduktion, hur du som tillväxtentreprenör hanterar investeringar", s. 8.

¹⁰³ Nyman, Michael, Norstedts Juridik, Upplaga 1:1, 2002, "Riskkapital, private equity- och venture capital-investeringar", s. 15, s. 19.

¹⁰⁴ a.a. s. 19f.

¹⁰⁵ Connect Sverige, 2000, "Från såddkapital till börsintroduktion, hur du som tillväxtentreprenör hanterar investeringar", s. 8.

3.3.4.3 Affärsänglar

Begreppet affärsängel definieras som en förmögen person vilken investerar kapital i och överför know-how och erfarenhet till företag med tillväxtpotential.¹⁰⁶ Affärsänglar kommer vanligtvis från en lång karriär inom näringslivet eller har själva tidigare startat lyckosamma tillväxtföretag. Affärsänglar har sedan länge varit en viktig del av finansieringsverksamheten i USA. Där har företagens kapitalbehov främst tillgodosetts genom ägarkapital.¹⁰⁷ I Sverige har affärsänglarna historiskt sett varit få och investeringar i företag har framför allt skett genom lånefinansiering. De senaste åren har dock antalet affärsänglar vuxit och nätverk för dessa personer har bildats för att förenkla deras jobb och finna lämpliga investeringar.¹⁰⁸

Affärsängeln investerar pengar i bolag i ett tidigt skede. Investeringen kan till och med ske innan bolaget har nått en kommersiell försäljning, vilket betyder att tillskott av ägarkapital sker innan eventuellt riskkapitalbolag kommer med i bilden. Det här beror dels på att bolaget söker för lite pengar för att riskkapitalbolagens fonder ska kunna investera, dels på att riskkapitalbolagen oftast kräver en verksamhet som genererar inkomst genom försäljning, innan fonden kan investera i bolaget.

3.4 Exit

En investering i ett tidigt skede innebär stora risker men innebär också ofta en bra avkastning om investeringen gjorts klokt. Värdetillväxten kan vara så stor som 100-500 gånger investerat kapital.¹⁰⁹ Den vanligaste förekommande formen av exit är industriell försäljning. Köparen är typiskt sett en aktör som verkar inom samma bransch. Detta innebär att köparen ofta är villig att betala ett högre pris än vad bolagets kassaflöde visar, eftersom köparen ser finansiella och marknadsföringsmässiga synergier med köpet. Det kan också innebära att aktören kan ta sig in på en ny geografisk marknad eller ta över nya produkter. Eftersom köparen känner till branschen är den asymmetriska

¹⁰⁶ Helle, Peter, Ekerlids förlag, 2004, "Affärsänglar – att investera i tillväxtföretag", s. 20ff.

¹⁰⁷ a.a. s. 21.

¹⁰⁸ a.a. s. 22.

¹⁰⁹ a.a. s. 29.

informationen inte lika stor och därför krävs inte en lika omfattande due-diligence av företaget. Ersättningen blir för den tidigare ägaren tillgänglig i princip på en gång.

Finansiell försäljning är också en vanlig exitform, vilken innebär att bolag säljs till en finansiell aktör, till exempel ett riskkapitalbolag. Bolaget lever i dessa fall kvar i samma struktur och genom aktiva ägare tillförs kunskap och kapital till företaget.

Börsintroduktion som avvecklingsform är inte lika vanligt förekommande som industriell/finansiell försäljning, men ses av många som den främsta formen av exit. Möjligheter att genomföra en börsintroduktion är beroende av marknadens intresse för nya bolag samt hur börs- och investerarklimatet ser ut, eftersom den asymmetriska informationen är hög vid en börsintroduktion. Om denna lyckas är en sådan exit i regel väldigt förmånlig för ägarna. Emellertid binds ägarna normalt upp med så kallade lock-upbestämmelser, vilka innebär att de är förhindrade att sälja sina aktier under en period mellan 6 och 12 månader efter introduktionen, detta på grund av att man vill ge positiva signaler till marknaden – vi vill fortfarande ha kvar investeringar i bolaget, eftersom vi tror på det. En exit genom börsintroduktion behöver inte betyda guld och gröna skogar. Statistik från den europeiska marknaden visar att allt fler introduktioner misslyckas. På grund av det blir företagen tvungna att minska antalet utställda aktier eller sätta priset på en lägre nivå för att locka investerare.¹¹⁰

3.5 Tidigare forskning

Uppsatsens ämnesområde är intressant eftersom det inte finns mycket tidigare empirisk forskning på området. Det finns framför allt en artikel som primärt fokuserar på företag som väljer att stå utanför börsen, Braus och Fawcetts artikel, ”*Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*”.¹¹¹

En undersökning i USA av J. C. Brau och S. E. Fawcett, med enkätfrågor till 336 ekonomichefer i olika amerikanska företag, visar att bland de företag som varit/är intresserade av att bli börsnoterade, är de främsta anledningarna till att de inte

¹¹⁰ Private Equity International, No. 4, November 2006, “Over-competitive IPOs”, s. 46ff.

¹¹¹ Brau, James C., Fawcett, Stanley E., The Journal of Finance, vol. LXI, No. 1, februari 2006, ”*Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*”.

introduceras att börsklimatet och konjunkturen inte varit fördelaktiga.¹¹² Braus och Fawcetts artikel väcker utan tvekan frågan om det även i Sverige är börsklimatet som är en avgörande faktor för företag som valt att inte längre vara intresserade av en börsnotering. Brau och Fawcetts använder sig av en kvantitativ ansats i sin studie. Genom denna uppsats ges möjlighet att testa resultaten som Brau och Fawcett kom fram till genom en kvalitativ ansats.

Pagano, Panetta, och Zingales undersökte 1999 de faktorer som påverkar beslutet för italienska företag att börsnoteras. Artikeln kom fram till att de främsta anledningarna var att få jämvikt i balansräkningen efter en tid med mycket investeringar och uppköp.¹¹³ De undersöker dock företag som tog sig ut på börsen, inte som denna uppsats, företag som ångrade sig i processen på väg till börsen.

Den teoretiska forskningen kring varför företag ändrar sin inställning till att börsnoteras är liten. Däremot finns det betydligt fler teorier kring varför företag väljer att börsnoteras. Då det hänger samman med uppsatsens ämnesområde tas dessa kortfattat upp. Modigliani och Miller's teori om kostnad för kapital,¹¹⁴ och Myers och Majluf's pecking order- modell,¹¹⁵ är två teorier som frekvent förekommer inom företagsekonomisk forskning och går att applicera på företag som vill börsintroduceras. Mello och Parson hävdar vidare att insiders i företag genom en börsnotering kan göra en lönsam exit. Den blir mer fördelaktig än genom en försäljning utanför börsen, vilket också flertalet andra forskare hävdar.¹¹⁶ Zingales menar att företaget genom en börsnotering får ett attraktivt marknadspris och därigenom ses en börsnotering som ett första steg mot ett uppköp.¹¹⁷ Brau et al. visar att en börsnotering ger en möjlighet för företaget att trycka pengar i form av nya aktier för att kunna förvärva företag.¹¹⁸

¹¹² Brau, James C., Fawcett, Stanley E., The Journal of Finance, vol. LXI, No. 1, februari 2006, "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", s. 424.

¹¹³ Pagano, Marco, Panetta, Fabio, Zingales, Luigi, The Journal of Finance, januari 1997, "Why Do Companies Go Public? - An Empirical Analysis", s 1.

¹¹⁴ Modigliani, Farnco, Miller, Merton, H, The American Economic Review, juni 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction", s. 433-443.

¹¹⁵ Majluf, Nicholas, S., Myers, Stewart, C, Journal of Financial Economics, vol. 13, No. 3, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", s. 187-221.

¹¹⁶ Mello, A.S, Persons, J.E, Review of Financial Studies, 2000, "Hedging and liquidity", s.127-153.

¹¹⁷ Zingales, Luigi, The Review of Economic Studies, vol. 62, No. 3, Juli 1995, "Insider ownership and the decision to go public", s. 425-448.

¹¹⁸ Brau, James C., Francis, Bill, Kohers, Ninon, Journal of Business, vol. 76, No. 4, 2003, "The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence", s. 583-612.

Maksimovic och Pichler ser börsnotering som en möjlighet att få publicitet eller en möjlighet att bygga ett rykte kring företaget.¹¹⁹

Som synes finns det ett tomrum, framförallt empiriskt, som uppsatsen fyller.

¹¹⁹ Maksimovic V, Pichler, P, Review of Financial Studies, 2001, "*Technological innovation and initial public offerings*", s. 459-494.

4 Praktisk referensram

I det här kapitlet presenteras praktiska implikationer för studien. Till att börja med redovisas de regler som aktualiseras för bolag som planerar en börsnotering. I detta avsnitt presenteras även informationen om fallföretagen.

4.1 Prospektregler

För att skapa en stabil finansiell marknad och trovärdighet för företag bland investerare, finns lagregler som styr hur en börsnotering ska gå till. Ett publikt aktiebolag som ska genomföra en emission av bolagets utgivna aktier, till en vidare krets, har att beakta prospektregler vilka återfinns i Aktiebolagslagen (ABL), lagen om börs och clearingverksamhet (LBC) och lagen om handel med finansiella instrument (LHF).¹²⁰ Näringslivets börskommitté (NBK) har utarbetat regler som vid sidan av lagregler anses utgöra god sed på aktiemarknaden. Direktiv med liknande regler har också framställts av EG och införlivats i vår lagstiftning.¹²¹ Enligt dessa regler måste ett bolag som noteras på en auktoriserad börs för handel med aktier framställa ett prospekt med information om företagets finansiella och legala ställning. Prospekt med information om bolaget måste vara noggrant utformat och innehållet ska vara lätt analyserbart och så utförligt som möjligt eftersom det ligger till grund för investeringsbeslut.¹²²

4.2 Noteringskrav

Stockholmsbörsen har omfattande noteringsregler för bolag. Dessa krav måste bolagen uppfylla för att kunna noteras vid börsen. Bolagen ska upprätta och offentliggöra ett prospekt före notering, vilket ska vara godkänt av behörig myndighet, i detta fall Finansinspektionen.¹²³ Bolaget skall också genomgå en legal granskning inför en notering. Därefter kan bolaget ansöka om notering. Arbetet med en notering är både tidskrävande och kostsamt för bolaget.

¹²⁰ af Sandeberg, Catarina, Iustus förlag, 2001, "Börsnotering – regler och ansvar", s. 21.

¹²¹ Prospektdirektivet 2001/34/EEG.

¹²² Prospektdirektivet 2001/34/EEG, LBC och LHF.

¹²³ Stockholmsbörsens noteringskrav, p.2.3.1.

4.3 Noteringsavtal

Vid sidan av dessa noteringskrav måste alla bolag som noteras vid börsen skriva under och följa börsens noteringsavtal. Noteringsavtalet består av regler vilka bland annat ger bolagen en långtgående informationsskyldighet avseende offentliggörande av kurspåverkande information. Avtalet innehåller också hänvisningar till lagregler samt NBK:s rekommendationer om god sed på aktiemarknaden, vilka måste följas för att bolaget inte ska bryta mot noteringsavtalet. Sanktioner vid överträdelse av noteringsavtalet är i värsta fall avnotering, men även böter kan komma ifråga vid mindre överträdelser.¹²⁴

4.4 Fallföretagens historik

HDF

Från 1997 till och med 1998 fluktuerar HDF på Aktiespararens lista.¹²⁵

- HDF är 1997 ägt av Atle AB, ett svenskt private equity- bolag. Atle söker vid denna tidpunkt en exit från företaget. Börsen, industriell försäljning och finansiell försäljning var alla möjliga alternativ för Atle. Under tiden planeringen för börsnotering sker, hittas en köpare av företaget i Bergman och Beving sfären. Köpet kan emellertid inte genomföras på grund av konkurrensrättsliga skäl. Planerna på en börsnotering avbryts efter detta och HDF börjar leta efter en ägare utanför börsen.¹²⁶
- Några år senare 2000 bildas bolaget Haendig, en nordisk handelskoncern för distribution av GDS-produkter (Gör-Det-Själv).¹²⁷
- 2001 förvärvas Atle av Ratos och 3i, ett svenskt respektive brittiskt private equity- bolag. I och med Ratos och 3i: s förvärv blir de nya ägare i Haendig och HDF.¹²⁸

¹²⁴ Stockholmsbörsens noteringsavtal.

¹²⁵ Bilaga 1.5.

¹²⁶ Bengtsson, Anders, telefonintervju.

¹²⁷ http://www.haendig.com/index_netscape.html

¹²⁸ http://www.ratos.se/templates/pages/PressreleasePage_____751.aspx, 2006-12-28

- 2006 säljs HDF av Haendig till Thomée.¹²⁹

Elmo Leather

Elmo Leather fluktuerar på Aktiespararens lista 1997-1998 under namnet Elmo Calf och även 2003-2005 under namnet Elmo Leather.¹³⁰

- 1997 ägs Elmo Leather av Nordic Capital och KF Invest, två svenska private equity- bolag, efter att KF 1994 sålt 52 procent av bolaget till Nordic Capital. Elmo Leather är ett av fyra företag som ingår i en fond med namnet Nordic Capital fond 2. Nordic Capital börjar förbereda Elmo Leather för en notering vid förvärvet 1997, men letar också efter industriella köpare.^{131 132}
- 1999 säljer KF ut sin del av företaget, som då övertas av en riskkapitalfond med namnet Nordico Invest, vilken senare byter namn till Accent Equity Partners. 1999 är ägandet fördelat på; Nordic Capital fond 2 (52 %), Accent Equity Partners (47 %) och Den Danske Bank, Sydbank och Unibank tillsammans (1 %).^{133 134 135}
- 2004 köps Elmo Leather ut genom en MBO från Nordic Capital och Accent Equity Partners.¹³⁶

¹²⁹ http://www.ratos.se/templates/pages/PressreleasePage____2469.aspx, 2006-12-28

¹³⁰ Bilaga 1.5.

¹³¹ Bengtsson, Anders, telefonintervju.

¹³² http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2006/15/de_gor_affarer_inom_kamra/index.xml, 2006-12-28

¹³³ <http://www.privataffarer.se/aktier/showpress.asp?intPressid=13720>, 2006-12-28

¹³⁴ http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2006/15/artiklar_i_pdfformat/0615s26_Special.pdf, 2006-12-28

¹³⁵ <http://www.euroleather.com/elmo.htm>, 2006-12-28

¹³⁶ <http://www.nordicapital.com/pdf/040615sv.pdf>, 2006-12-28

Hilding Anders

Hilding Anders fluktuerar på Aktiespararens lista år 2003-2004 och år 2006.¹³⁷

- 1997 är Hilding Anders i princip ett familjeägt företag.¹³⁸
- 1998 förvärvar Atle AB 60 % av bolagets aktier. I och med Atles förvärv får Hilding Anders sin första finansiella ägare: Ratos.^{139 140}
- Året därpå 1999 går Hilding Anders samman med Apax Intressenter AB vilket resulterar i att företaget blir en av Europas största madrastillverkare. Apax ägs sedan innan av Nordic Capital som genom sitt ägande i Apax kontrollerar 32 % av bolaget.^{141 142}
- Under åren 2001 fram till 2003 görs flertalet förvärv av Hilding Anders och ägarstrukturen ändras. Atle köps bland annat 2001 ut av Ratos, vilket bidrar till att Ratos ägarandel blir 28 %. Nordic Capital besitter fortfarande 32 % av bolaget och 18 % är familjeägt år 2003.^{143 144}
- 2003 blir Investcorp, ett investmentbolag från Bahrain, nya huvudägare och Nordic Capital och Ratos köps ut.^{145 146}
- Fram till och med 2006 ägs Hilding Anders av Investcorp för att sedan i slutet på 2006 säljas till Candover, ett engelskt private equity- bolag.¹⁴⁷
- Varken vid 2003 eller 2006 betalade börsen tillräckligt bra för att ägarna skulle välja den exitmöjligheten. Genom att ta in nya riskkapitalbolag som ägare fick befintliga ägare en bättre exit vid båda tillfällena.¹⁴⁸

¹³⁷ Bilaga 1.5.

¹³⁸ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

¹³⁹ <http://www.hildinganders.se/companyHistory.asp>, 2006-12-27.

¹⁴⁰ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

¹⁴¹ <http://www.hildinganders.se/companyHistory.asp>, 2006-12-27.

¹⁴² http://www.ratos.se/templates/pages/PressreleasePage___672.aspx, 2006-12-27.

¹⁴³ <http://www.hildinganders.se/companyHistory.asp>, 2006-12-27.

¹⁴⁴ http://www.ratos.se/templates/pages/PressreleasePage___672.aspx, 2006-12-27.

¹⁴⁵ <http://www.hildinganders.se/companyHistory.asp>, 2006-12-27.

¹⁴⁶ http://www.ratos.se/templates/pages/PressreleasePage___672.aspx, 2006-12-27.

¹⁴⁷ <http://www.candover.com/candover/deals/case-studies-article.jsp?id=1718>, 2006-12-27.

Duni

Under 1997 och åren 2000-2001 fluktuerar Duni på Aktiespararens noteringslista.¹⁴⁹

- 1997 ägs Duni till 100 procent av Tidnings AB Marieberg. Samma år förvärvar EQT Scandinavia 50 procent av ägandet i Duni från Tidnings AB Marieberg. Vid denna tidpunkt är en börsintroduktion inte ett aktuellt spår och företrädare för Tidnings AB Marieberg tycker att det var ett bättre alternativ att sälja till en finansiell aktör.^{150 151}
- Under åren 1998 fram till 2001 görs ett flertal förvärv, bland annat av De Ster som är världsmarknadsledare inom servering och komfortprodukter till flygplanspassagerare. Terrordåden den 11 september 2001 påverkar Duni negativt. Dunis försäljning av komfortprodukter till flygplanspassagerare sjunker i takt med att flygbranschen går ned och antalet flygresenärer minskar.¹⁵²¹⁵³
- 2001 köper EQT resterande 50 procent av Duni från Tidnings AB Mariestad och äger därmed 100 procent. Börsklimatet är under perioden runt 2001 inte bra och påverkar ägaren EQT att inte genomföra en börsintroduktion.¹⁵⁴¹⁵⁵
- I skrivande stund år 2006 står EQT kvar som huvudägare för Duni som under tiden fortsatt förvärva företag. Företaget har lagt om produktionen betydligt och förändrat strukturen i företaget.¹⁵⁶ EQT har med sitt ägande haft en långsiktig plan för företaget och genomfört stora förändringar för att förbättra strukturen. Företaget har under perioden mellan 1997-2006 egentligen aldrig varit redo för en börsintroduktion.¹⁵⁷

¹⁴⁸ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

¹⁴⁹ Bilaga 1.5.

¹⁵⁰ <http://www.duni.com/dunitemplates/InformationPage.aspx?id=8223>, 2006-12-28.

¹⁵¹ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

¹⁵² <http://www.duni.com/dunitemplates/InformationPage.aspx?id=8223>, 2006-12-28.

¹⁵³ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

¹⁵⁴ <http://www.duni.com/dunitemplates/InformationPage.aspx?id=8223>, 2006-12-28.

¹⁵⁵ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

¹⁵⁶ <http://www.duni.com/dunitemplates/InformationPage.aspx?id=8223>, 2006-12-28.

¹⁵⁷ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

5 Empiri

I detta kapitel redogörs för den empiri som behandlar frågan varför bolag väljer att inte börsnoteras trots en tidigare intention och vilja. Empiri från sekundärdata presenteras växelvis med respondenternas åsikt runt varje specifikt ämnesområde. En uppdelning av ämnesområden har gjorts för att följa strukturen i teoriavsnittet.

5.1 Börsklimat

Enligt Brau et al, finns ”heta” perioder för marknaden vad gäller börsintroduktioner och vilka påverkar företagsledningarna och rådgivare. Dessa perioder är beroende av hur höga kostnaderna är för att hantera asymmetrisk information, och kan leda till att vissa perioder är mer fördelaktiga för en introduktion än andra. Under perioder som karakteriseras av hög asymmetrisk information, då kostnader för adverse selection är höga, söker färre bolag externt kapital genom en börsintroduktion.¹⁵⁸ Börsklimatet följer en cyklisk sinuskurva med hög- och lågkonjunktur.^{159 160}

Enligt Braus och Fawcetts studie är börsklimatet av stor betydelse för bolagen vid en börsintroduktion. Ett dåligt börsklimat innebär att ägare och företagsledningarna över huvud taget aldrig överväger alternativet att börsnoteras.¹⁶¹ För bolag som en gång tagit ett beslut att gå ut publikt och börsnoteras, men senare väljer att ändra det beslutet, ligger även där orsaker som ett dåligt börsklimat och marknadsförhållanden bakom ett sådant val.¹⁶²

Förr var det ovanligt att bolag som planerade en börsintroduktion blev uppköpta av andra bolag. Men marknadsförhållanden förändras och under slutet av 1990- talet sågs ett prospekt som en försäljningsbroschyr för bolaget. Under 1997 skedde det i USA ett stort antal buy-outs och andelen förvärv ökade stadigt medan börsintroduktionerna blev

¹⁵⁸ Brau, James C., Francis, Bill, Kohers, Ninon, Journal of Business, vol. 76, No. 4, 2003, “The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence”, s. 592.

¹⁵⁹ Högbohm, Carl Johan, muntlig intervju.

¹⁶⁰ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

¹⁶¹ Brau, James C., Fawcett, Stanley E., The Journal of Finance, vol. LXI, No. 1, Februari 2006, ”Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice” s. 422.

¹⁶² a.a. s 424.

färre. Denna förändring berodde på att marknads preferenser ändrades. Då den ekonomiska tillväxten dämpas och branscher mognar, anser marknaden att det inte är möjligt för mindre bolag att starta upp och söka sig till börsen. Som ett resultat av detta ökar andelen förvärv, medan suget efter aktier i nyintroducerade bolag minskar.¹⁶³ Ett dåligt börsklimat och marknadsförhållanden leder till ett lågt pris på företagets aktier och motiverar ledningen att ändra beslutet.¹⁶⁴ Det är värdering av bolag som ligger till grund för beslutet. Värderas bolaget högt på börsen tas den vägen, men är börsklimatet dåligt eller det av någon anledning får en högre värdering genom att stanna kvar som privat väljs istället den vägen.^{165 166}

En annan hypotes som brukar kopplas samman med timing för börsintroduktioner är det som kallas ”investerares känslomhet”. Enligt denna hypotes finns det perioder när investerare är överdrivet optimistiska och är villiga att betala överpriser vid en börsintroduktion. Under sådana är perioder är företagsledningarna och rådgivare mer villiga att ta företag till börsen. Känslomheten är relaterad till hur stor avkastning aktiemarknaden erbjuder samt hur många börsintroduktioner som görs i förhållande till industriella försäljningar.¹⁶⁷ Vid ett bra börsklimat söker sig många bolag till börsen, till och med sådana bolag som inte alls är i den fas där de klarar av en börsnotering. Kortsiktigt är det lönsamt, men på längre sikt är det farligt. I goda tider fungerar det att vara noterad för dessa bolag, men när marknaden viker kommer dessa bolag att få problem.¹⁶⁸ Detta skedde under den så kallade ”dotcom”-eran och som sedan ledde till dess fall i början av 2000- talet. Analytiker tappar fokus och blir oförsiktiga med pengar. Vid den tidpunkten skulle alla bolag noteras oavsett om de var redo eller inte.¹⁶⁹

Under perioder med ekonomisk och industriell nedgång, perioder som karaktäriseras av hög asymmetrisk information, tenderar börsintroduktioner således att minska och det

¹⁶³ Fitch, Stephane, Benjamin, Jeff, Wall Street Journal (Eastern edition), New York, 27 februari, 1998, s. 1, “Many Firms Take Buyouts After Planning IPOs”, s. 2.

¹⁶⁴ Brau et Fawcett, Brau, James C., Fawcett, Stanley E., The Journal of Finance, vol. LXI, No. 1, Februari 2006, ”Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”, s. 424.

¹⁶⁵ Zingales Zingales, Luigi, The Review of Economic Studies, vol. 62, No. 3, Juli 1995, s. 425-448, “Insider ownership and the decision to go public”, s. 443.

¹⁶⁶ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

¹⁶⁷ Brau et al, Brau, James C., Francis, Bill, Kohers, Ninon, Journal of Business, vol. 76, No. 4, 2003, “The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence”, s. 592.

¹⁶⁸ Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

¹⁶⁹ Hättmark, Anders, muntlig intervju.

sker en ökning av exempelvis industriell försäljning.¹⁷⁰ Med erfarenhet av ett antal börsintroduktioner ser även Björn Åkerlund att börs klimatet är en viktig komponent i en noteringsprocess.¹⁷¹ Detta bekräftas också av Priveq Investment, vars målsättning varit att börsnotera bolag, men sedan valt en alternativ väg eftersom börs klimatet vid den tidpunkten skapade en dålig marknad.¹⁷²

Henrik Westfeldt på Priveq Investment ser börsen från tid till annan som ett bra sätt att skapa likviditet i ett företags aktie, vilket sker då värderingen av företaget på börsen är högre än vid till exempel en industriell försäljning. Detta hänger samman med hur börs klimatet ser ut. I vissa lägen då marknaden är vikande, är börsen i princip stängd för bolag, undantaget vissa stora bolag. För tillfället kommer det många företag till börsen, till och med små bolag, men för två- tre år sedan gick det knappt att notera något.¹⁷³ Den meningen delas av Hans Wikse på Procuritas. Han menar att det i dagsläget är en bra tid att sätta bolag på börsen, men för två år sedan var marknaden så dålig att det i princip var omöjligt att göra något på börsen.¹⁷⁴

Företaget Hilding Anders har vid ett flertal tillfällen haft intention att börsnoteras. Senast en börsnotering var planerad var 2003, men det året var inte en bra period för att börsnoteras, och företaget valde att gå en alternativ väg.¹⁷⁵ Bland respondenterna är den allmänna uppfattningen att börs klimatet under 1997 var positivt. Tomas Holmgren på HDF tycker att läget för en börsnotering för HDF vid 1997 såg bra ut eftersom börs klimatet var positivt. Företaget började förbereda en introduktion, också HDF valde senare en alternativ väg. Det var emellertid mer av en slump än av en ändrad ståndpunkt runt beslutet.¹⁷⁶

Trots att en majoritet av respondenter menar att börs klimatet är av avgörande betydelse finns det emellertid även respondenter som menar att börs klimatet inte spelat någon större roll för deras beslut. Företaget Elmo Leather var i Nordic Capitals portfölj under perioden 1994- 2004. Perioden präglades av både bra och dåligt börs klimat, ändå

¹⁷⁰ Brau et al Brau, James C., Francis, Bill, Kohers, Ninon, Journal of Business, vol. 76, No. 4, 2003, "The Choice of IPO versus Takeover: Emperical Evidence", s. 539.

¹⁷¹ Åkerlund, Björn, telefonintervju.

¹⁷² Westfeldt, Henrik, telefonintervju.

¹⁷³ ibid.

¹⁷⁴ Wikse, Hans, telefonintervju.

¹⁷⁵ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

¹⁷⁶ Holmgren Thomas, telefonintervju.

noterades inte företaget. För Elmo Leathers del påverkade inte börsklimatet deras beslut, anser Anders Bengtsson, även om han tror att börsklimatet kan spela en stor roll för att ägarna skall hitta rätt timing för en introduktion.¹⁷⁷

5.2 Företagets finansiella tillväxtcykel

En börsintroduktion är ofta kostsam för företaget, och de underskattar ofta dessa kostnader. Företag tittar vanligtvis bara på utgifterna, de praktiska kostnaderna, avgift till börser, kostnad för att ta fram prospekt och för att skicka ut det. Det är inte den stora kostnaden, utan istället det förändrade liv som en börsnotering innebär för företaget.¹⁷⁸ Det innebär nya krav på finansiell information, hårdare krav från börsern angående rapportering och VD: s informationsplikt till investerare.¹⁷⁹ Företaget måste anställa någon som sköter alla nya administrativa rutiner. Med några tusen nya ägare måste företaget ha en person som dagligen sköter kontakten med dessa. Allt detta kostar och det är kostnader som inte syns dag ett. För ett litet bolag är det svårt att komma under en miljon om året.¹⁸⁰ Värdet av att vara på börsern har minskat och kostnaderna har gått upp och börsern lämpar sig bättre för stora bolag än för mindre som inte nått så långt i den finansiella tillväxtcykeln.¹⁸¹

Det är svårt för ett mindre bolag att lyckas, som ett publikt ägt bolag på börsern. Företag måste ha tillräckligt med kapacitet för att kunna generera tillväxt och avkastning till aktieägarna.¹⁸² Enligt teorin finns det olika faser som företaget ska passera innan de är redo för en börsintroduktion. Det handlar normalt om tre till fyra investeringsrundor med affärsänglar, venture capital, och större riskkapitalbolag innan företagen är redo för börsern. Ett problem i detta avseende är att många entreprenörer och innovatörer ofta planerar en exit i form av en börsintroduktion alldeles för tidigt.¹⁸³ Mindre företag är sällan utrustade med nödvändiga egenskaper för att kunna operera som ett eget företag

¹⁷⁷ Bengtsson, Anders, telefonintervju.

¹⁷⁸ Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

¹⁷⁹ Wikse, Hans, telefonintervju.

¹⁸⁰ Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

¹⁸¹ Wikse, Hans, telefonintervju.

¹⁸² Nilsson, Gun, muntlig intervju.

¹⁸³ Hättmark, Anders, muntlig intervju.

på börsen.¹⁸⁴ Dessutom finns ingen likviditet i ett litet företags aktie. Det finns ingen marknad för aktien, där handel sker 8 timmar om dagen, 250 dagar om året. Det finns inte köpare och säljare som vill handla i sådana små bolag.¹⁸⁵

Handelsbanken, liksom andra finansiella rådgivare, gör alltid bedömningar av företag som vill genomföra en börsnotering för att se om det är moget. Bland annat analyseras bärkraften i affärsidén, historiken i företaget och företagets management. Företaget ska vara av en viss storlek för att det ska vara aktuellt med en börsnotering. Björn Åkerlund berättar att de ibland får meddela företag att de bör ändra planer runt en börsnotering eftersom rådgivarna på Handelsbanken inte tycker att företaget är moget för en introduktion. Företagen väljer då ibland att noteras på en mindre lista eller att gå till en annan rådgivare. Björn Åkerlund menar också att en börsnotering inte är ett naturligt steg för alla företag, utan det finns företag där alternativa vägar passar bättre.¹⁸⁶

Det måste finnas mycket mer i bolaget än omsättning för att klara av en notering. Innan en notering blir aktuell, måste det ställas större krav på bolagen, än vad som görs idag. Åsikter om hur stor omsättning ett företag bör ha, innan en notering kan ske, varierar mellan respondenterna. En del menar att en omsättning på 500 miljoner¹⁸⁷ ¹⁸⁸ är nödvändig, medan andra anser att det till och med krävs en omsättning på drygt en miljard¹⁸⁹, innan en börsnotering är aktuell.

Malmöhus Invest har sedan 70- talet haft 100 olika företag i sin portfölj, och av dessa bolag har två nått börsen. De flesta bolag som företaget investerar i har en omsättning på 50- 250 miljoner och har mellan 20- 100 anställda. Håkan Nelson på Malmöhus Invest menar att deras portföljbolag och ledningarna i företagen inte har varit mogna för en börsnotering. Han hävdar att ett företag med en omsättning på under 500 miljoner inte är moget för en börsnotering. Runt millennieskiftet var det många ägare i företag som ville börsintroduceras men där de avrådde dem eftersom de inte var redo.¹⁹⁰ Att bolag behöver ha en omsättning på uppemot 500 miljoner är något som Henrik

¹⁸⁴ Brau et al Brau, James C., Francis, Bill, Kohers, Ninon, Journal of Business, vol. 76, No. 4, 2003, "The Choice of IPO versus Takeover: Emperical Evidence", s. 593.

¹⁸⁵ Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

¹⁸⁶ Åkerlund, Björn, telefonintervju.

¹⁸⁷ Nelson, Håkan, muntlig intervju.

¹⁸⁸ Westfeldt, Henrik, telefonintervju.

¹⁸⁹ Wikse, Hans, telefonintervju.

¹⁹⁰ Nelson, Håkan, muntlig intervju.

Westfeldt också anser. Han hävdar att det kan vara nyttigt för bolag att låta ett riskkapitalbolag finnas som ägare innan de blir publika. Genom en riskkapitalist kan företaget nå en bättre storlek och stå bättre rustade inför en notering. I dagsläget noteras många små bolag och dessa bolag, menar Henrik Westfeldt, kommer ut för tidigt på börsen.¹⁹¹ Enligt Thomas Holmgren var HDF 1997 redo för en börsnotering, trots att företaget var relativt litet. Tanken var att företaget skulle ligga på börsen i max 2- 3 år, för att sedan bli uppköpt av en annan aktör. HDF hade vid 1997 en omsättning på runt 600 miljoner, vilket Thomas Holmgren ansåg som rimligt för att göra en börsintroduktion.¹⁹²

Av ovan refererat intervjumaterial framgår att det är svårt för ägare i mindre bolag att förstå att bolaget inte är tillräckligt stort för att klara av en notering. Anders Bengtsson på Elmo Leather har dock en bättre insikt och anser att företaget är för litet för att finnas på börsen. Han menar att det finns en skillnad i om företaget har en stor möjlighet att expandera eller om företaget befinner sig i en mogen industri. Elmo Leather som verkar inom garveriindustrin har inte lika stor tillväxtpotential som bolag som verkar inom exempelvis IT- eller biomedicinbranschen. Opererar ett företag i en mogen industri, måste företaget ha en omsättning på 5- 6 miljarder för att få substans. Det måste finnas en likviditet i aktien, för annars är det ingen mening för företaget att vara noterat. Denna likviditet finns vanligtvis inte på de mindre listorna. Han poängterar dock att börsen i vissa fall är utmärkt, när ett företag behöver kapital för att expandera och vid den tidpunkt då ägarna vill hämta hem sina pengar.¹⁹³

Förutom omsättning krävs en viss företagsstruktur för att klara av kraven på börsen och från investerare. Har företag inte en sådan uppbyggnad, bör det noga övervägas huruvida företaget ska genomföra en notering eller ej. Företag måste ha en struktur som skapar attraktionskraft på investerare. Finns inte en sådan struktur, genomskådas det av marknaden och bolaget förlorar sin dragningskraft.¹⁹⁴

Under ett företags fortskridande i dess livscykel, förändras den optimala ägarstrukturen i företaget. Maug argumenterar för att företagets ägarstruktur förändras i takt med att

¹⁹¹ Westfeldt, Henrik, telefonintervju.

¹⁹² Holmgren, Thomas, telefonintervju.

¹⁹³ Bengtsson, Anders, telefonintervju.

¹⁹⁴ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

företaget når olika faser i dess livscykel, genom att behovet av information förändras över tid. Då den viktigaste informationen för ett bolag är relaterad till företagsspecifik information, som bland annat kan bestå i förmåga att utvärdera projekt, insyn i den marknad där företaget verkar samt kunskap om de produkter som erbjuds, tjänar bolaget på att ha få ägare. Genom att personer med insynsställning i bolaget har lättare att samla in denna information än investerare på marknaden, bör ägarkretsen vara liten. Då företaget istället är i behov av marknadsspecifik information, vilket uppstår då marknaden och teknologin är väl etablerade och företaget är moget, är investerarens kostnad att samla in sådan information mindre. I detta läge kan bolaget utnyttja börsens förmåga att samla in information. Bolagets aktiepris kommunicerar tillbaka denna information till företaget och hjälper företagsledningen att ta mer underbyggda beslut.¹⁹⁵ En förutsättning för denna tes är att börsen är effektiv att övervaka företaget och samla information. Ju effektivare marknaden är desto större sannolikhet är det att företaget börsnoteras.^{196 197}

Venture capital och private equity- bolag går i regel in som investerare i ett bolag vid en tidpunkt då företaget inte är tillräckligt moget för att börsnoteras men står inför en tillväxtfas.^{198 199} Vid denna tidpunkt kan venture capital och private equity- bolag, förutom att tillföra kapital för att ta nästa steg i tillväxtkedjan, också tillföra värden genom att agera som aktiva ägare. Målsättningen hos de flesta riskkapitalister är att göra bolagen färdiga för börsen, genom att dels öka omsättning och storlek på bolaget, dels genom att bygga upp en struktur med kvartalsrapportering och informationsgivning.²⁰⁰ Genom åtgärder från riskkapitalister kan resultat och omsättning lyftas i företaget, och därmed ökar värdet långsiktigt på företaget. Private equity- aktörer kan ofta beskrivas som katalysatorer i industriella omvandlingsprocesser i de företag, där de är engagerade. De kräver alltid en styrelsepost för att kunna driva igenom förändringar,²⁰¹ vilket bekräftas i de intervjuer som gjorts med riskkapitalister. Private equity och venture

¹⁹⁵ Maug, Ernst, *European Finance review*, 5, 2001, s. 167-200, "Ownership structure and the Life-cycle of the firm: A Theory of the Decision to Go Public", s. 167ff och 179.

¹⁹⁶ a.a. s. 178.

¹⁹⁷ Chemmanur, Tomas, J., Fulgheiri, Paolo, *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, No. 2, s. 249-279, Summer 1999, "A Theory of the Going-Public Decision", s. 252.

¹⁹⁸ *ibid.*

¹⁹⁹ Westfeldt, Henrik, telefonintervju.

²⁰⁰ *ibid.*

²⁰¹ SVCA, 2006-2007, medlemsmatrikel, "Riskkapitalets värdekedja – från affärsänglar till buyout-fonder", s. 36f.

capital- bolagen har en bättre möjlighet att utvärdera företag än vad mindre investerare har, vilket också förklarar att de kan gå in som investerare i ett tidigt skede.²⁰²

5.3 Det finansiella gapet

Flera av respondenterna förmedlar en bild av ett minskat finansiellt gap för bolag. Detta genom att nya finansieringsvägar har etablerats på kapitalmarknaden. På det sätt har börsens attraktionskraft minskat.²⁰³ De menar att det har varit en nödvändig utveckling och att den troligen kommer att fortsätta. Den roll som tidiga investerare spelar kommer att bli allt viktigare för att bolag i tidiga skeden ska få finansiering och generera tillväxt.

Genom att det på senare tid har uppstått kluster, med 7- 20 affärsänglar, som tillsammans går in i projekt har deras roll som tidiga investerare stärkts. Genom detta har de möjlighet att gå in i större och fler projekt. Den utveckling som skett och som innebär att affärsänglar har blivit viktigare och vanligare är betydelsefull.²⁰⁴ Det har blivit fler affärsänglar och riskkapitalbolag på den svenska marknaden, och de fyller en viktig funktion.²⁰⁵

Det finansiella gapet har fyllts ut genom att det kommit mer pengar till fonder, private equity- fonder och bankers fonder. Det har lett till att det etablerats fler aktörer inom private equity branschen.²⁰⁶ Private equity- bolag kommer emellertid först in som ägare i de något senare finansieringsvänderna av bolagen, där första och andra vändan oftast finansierats med hjälp av affärsänglar eller venture capital.²⁰⁷

Vid 1997 var begreppet private equity relativt nytt. Det var ovanligt att bolag ägdes av private equity- bolag vid denna tidpunkt. Det har skett en utveckling i detta hänseende och private equity finns i allt större utsträckning idag och fyllt det finansiella gapet.²⁰⁸

²⁰² Landström, Hans (red.), SNS Förlag, 2003, "Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering", s. 193.

²⁰³ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

²⁰⁴ Hättmark, Anders, muntlig intervju.

²⁰⁵ Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

²⁰⁶ Westfeldt, Henrik, telefonintervju.

²⁰⁷ Wikse, Hans, telefonintervju.

²⁰⁸ Holmgren, Thomas, telefonintervju.

5.4 Ägares kontrollaspekt

Synen på kontroll i företaget och attityd gentemot externa finansiärer varierar mellan olika bolag. Det finns bolag som är tillväxtorienterade och för dessa spelar inte kontrollfrågan någon roll. Kontrollaspekten kan också förändras över tiden som ett resultat av tillväxt.²⁰⁹

Vid ändrade beslut kring en börsnotering är det ofta ägarna som har kommit på andra lösningar. Företagsledningarna är i många fall tämligen rättslösa och har lite att säga till om vid sådana beslut.^{210 211} Detta varierar emellertid beroende på vilken typ av företag det är. I entreprenörsägda företag sitter vanligtvis entreprenören med i ledningen och då är bilden en annan.²¹²

Mindre företag ska ha respekt för börsen och vad det innebär att börsnoteras och bör inte noteras för tidigt. En notering skapar en tröghet och företagen kommer inte att kunna agera lika snabbt på förändringar i omvärlden, eftersom informationsprocessen till ett spritt ägande tar lång tid. Genom att ha ett riskkapitalbolag som ägare eller delägare minimerar företaget ägarkretsen och de arbetar tätare ihop. Ägarna har då bättre insyn och förståelse för händelser i företaget.²¹³ Ett flertal av respondenterna förmedlar en bild, vilken visar på att det har varit bättre att leva ett liv utanför börsen. Bolaget har haft större handlingsfrihet och kunnat genomföra nödvändiga strukturförändringar snabbare och enklare.^{214 215}

När företaget är privat har ledningen ett större spelutrymme. I ett publikt företag måste det finnas ett fokus på aktieägarna och de måste fortlöpande informeras om vad som händer i bolaget. Ofta behövs det en eller flera personer vilka tar på sig rollen som kontakt med aktieägarna, vilket kräver stora resurser från företaget. Också VD:n får ett

²⁰⁹ Landström, Hans (red), SNS Förlag, 2003, "Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering", s. 49.

²¹⁰ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

²¹¹ Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

²¹² ibid.

²¹³ Nelson, Håkan, muntlig intervju.

²¹⁴ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

²¹⁵ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

utökat ansvar gentemot aktieägarna, vilket innebär en inskränkning av VD:ns tidigare enda fokus, nämligen verksamhetens drift.²¹⁶

För de bolag som aldrig genomför en börsnotering, har ägarfrågan en avgörande betydelse. Personer med insynsställning i bolaget har, enligt Brau och Fawcett, ofta en preferens att bolaget ska stanna kvar som privat. Enligt Brau och Fawcett är ägarnas önskan att bibehålla beslutsfattandet och kontrollen över företaget den viktigaste anledningen till att en börsintroduktion inte genomförs. Detta hänger samman med att ägarna inte vill ha någon utspädning av ägarmakten. Dessa ägare är nöjda med den finansieringsstruktur som bolaget har och ser inget värde i att bli publikt.²¹⁷ I motsats till detta visar studien att ägaraspekten och utspädningen av ägarmakten inte spelar någon roll för bolag som planerat en börsintroduktion men sedan avbrutit dessa planer. Deras beslut grundar sig istället på dåliga marknadsförhållanden.²¹⁸ Företag som är intresserade av en börsnotering bör först ta in en extern styrelseledamot och se om de klarar av det. Klarar inte företagen av att ha det ska de absolut inte gå ut på börsen eftersom det innebär att företaget och befintliga ägare får lämna ifrån sig ännu mer av beslutsfattandet.²¹⁹

5.5 Regelverk

Reglerna som aktualiseras inför en börsnotering, krav på informationsgivning till marknaden, krav genom börsens noteringsavtal, nya redovisningsregler samt inomorganisatoriska krav som ställs på företaget, är normalt mycket betungande och kostsamma. Carl-Johan Högbom bekräftar detta. Han tror att den enskilt viktigaste anledningen till varför bolag inte väljer att börsnoteras är det omfattande regelverk som växt fram för noterade bolag. Han nämner bland annat de redovisningsregler som bolagen ställs inför genom IFRS, och den nya svenska bolagsstyrningskoden. Regler som i sig är utmärkta för företag i Ericsson och Astra Zenecas storlek, men vilka är förödande för mindre bolag.²²⁰ Hans Wikse delar denna mening och tror att värdet har

²¹⁶ Bengtsson, Anders, telefonintervju.

²¹⁷ Brau, James C., Fawcett, Stanley E., *The Journal of Finance*, vol. LXI, No. 1, Februari 2006, "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", s. 422.

²¹⁸ a.a. s. 424.

²¹⁹ Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

²²⁰ *ibid.*

minskat och kostnaderna stigit av att vara på börsen.²²¹ Med för många regler finns det en risk att det skapas oseriösa listor utanför börsen, vilket Carl Johan Högbom tycker är farligt. För mycket krångel öppnar upp för fusk, vilket aldrig är bra.²²² Det bör i detta sammanhang uppmärksammas att dessa regler emellertid inte fanns 1997, det vill säga det år som uppsatsen utgår ifrån. Reglerna innebär att bolag i princip måste ha en eller ett par personer som enbart jobbar med arbetsuppgifter för att leva upp till kravnivån som ställs på bolaget.²²³ Det finns många ägare i företag som inte inser hur krångligt en noteringsprocess kan vara och hur kostsamt det kan bli för företaget att finnas på börsen.²²⁴ Kostnaderna för en börsnotering spelar dock en större roll för mindre bolag än för större.²²⁵

Björn Åkerlund ser inte regelverket som ett problem. Det är inget som påverkar företags beslut att noteras. Han tillägger dock att det vanligtvis rör sig om större företag där kostnaden inte är en avgörande faktor.²²⁶ Detta bekräftas i intervjun med Anders Pålsson på Hilding Anders. Företaget har redan idag stora kostnader i informations- och regleringshänseende. Både banker och ägare kräver månadsbokslut. Det blir inga större förändringar mellan att välja en börsnotering eller att välja en finansiell köpare utifrån en kostnadsaspekt. Det finns dock klara skillnader i informationsprocessen beroende på om företaget är privat eller om det är publikt. Alla ägare måste behandlas lika när det gäller information och ingen får bli förfördelad. I dagsläget har Hilding Anders ett mer informellt informationsflöde till ägarna, eftersom företaget fortfarande är privat.²²⁷

Thomas Holmberg anser att det finns skäl för bolag att leva utanför börsen. Ett sådant skäl är just den informationsskyldighet som finns på börsen, vilket gör att det kan vara svårt att genomföra relativt snabba förändringar i bolaget. HDF har under de senaste tio åren kunnat genomföra allt de haft ambition att göra, från investeringsbeslut till strukturförändring. Det har varit enklare att vara ett privat bolag jämfört med ett publikt. Kostnaderna som ett företag får i och med en notering ser inte Thomas Holmberg som

²²¹ Wikse, Hans, telefonintervju.

²²² Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

²²³ ibid.

²²⁴ Nelson, Håkan, muntlig intervju.

²²⁵ Bengtsson, Anders, telefonintervju.

²²⁶ Åkerlund, Björn, telefonintervju.

²²⁷ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

ett problem vilket skulle påverka ett beslut att börsnoteras, eftersom kostnader aktualiseras i alla olika finansieringsalternativ.²²⁸

5.6 Signalteorin

Bolag vill i vissa fall till börsen för att få en seriositetsstämpel och bli mer synliga.²²⁹ Börsen kan vara en reklampelare för bolag, där de syns tydligare och kan marknadsföra sig. Det är också lättare att rekrytera kompetent personal eftersom många tycker att det är roligare att jobba i ett börsnoterat företag.²³⁰ När företag offentliggör exitplaner, säger de ofta att de funderar på en börsnotering vilket skapar rubriker och attraktionskraft.²³¹ Det visar på att företaget är till försäljning, vilket gör att intresset för företaget ökar. Det leder vanligtvis till att private equity- bolag uppmärksammar bolaget. Även industriella företag tittar efter sådana här signaler.²³² Det finns situationer, när bolag söker sig till börsen bara för att komma i rampljuset.²³³ Det har blivit vanligare att minsta lilla antydan om att ett bolag söker en börsintroduktion leder till att det läggs bud på bolaget från andra företag. Prospektet fungerar som en försäljningsbroschyr, och företaget köps upp av ett annat bolag innan det hinner ut på börsen.²³⁴

Detta bekräftas även genom intervjun med HDF. Företagets ägare Atle, ville finna nya ägare. Genom att de planerade en börsnotering, sändes signaler ut om att bolaget sökte nya ägare. Thomas Holmgren tror att företaget, om det börsnoterats, blivit uppköpt inom 2- 3 år.²³⁵

Aktiespararen kommenterar sin lista som ett forum där företag kan visa upp att de är till salu eller söker någon form av exit.²³⁶ Det har förekommit att bolag väljer att ligga kvar

²²⁸ Holmberg, Thomas, telefonintervju.

²²⁹ Åkerlund, Björn, telefonintervju.

²³⁰ Högbom, Carl Johan, muntlig intervju.

²³¹ Nilsson, Gun, muntlig intervju.

²³² Pålsson, Anders, muntlig intervju.

²³³ Nelson, Håkan, muntlig intervju.

²³⁴ Fitch, Stephane, Benjamin, Jeff, Wall Street Journal (Eastern edition), New York, 27 februari, 1998, s. 1, "Many Firms Take Buyouts After Planning IPOs", s. 1.

²³⁵ Holmgren, Thomas, telefonintervju.

²³⁶ Johannesson, Annika, muntlig intervju.

på listan trots att de för tillfället inte har avsikt att genomföra en börsintroduktion bara för att kunna utnyttja möjligheten att synas och få uppmärksamhet.²³⁷

5.7 Exit

De tre vanligaste exitformerna är industriell försäljning, finansiell försäljning och börsintroduktion. Vid en industriell/finansiell försäljning köps aktierna av ett annat bolag, antingen en industriell aktör eller en finansiell aktör. Vid en börsintroduktion säljs aktierna och ägarstrukturen blir spridd på en stor grupp av aktieägare. Ägare som vill lämna bolaget vid exiten har en större möjlighet att hämta hem pengarna vid en industriell försäljning än vid en börsintroduktion eller en finansiell försäljning.²³⁸ Vid en börsintroduktion finns ofta lock up-bestämmelser som binder ägaren vid bolaget. Vid en finansiell försäljning vill vanligtvis den nya finansiella ägaren att tidigare ägare ligger kvar med en ägarandel.²³⁹

Det är viktigt att alla ägare av företaget har samma mål och vision med företagets utveckling. I de företag där det finns riskkapitalbolag som ägare är det viktigt att alla är överens om riskkapitalbolagets exit. Alla parter i företaget skall ha klart för sig och tillsammans ha en ambition att notera eller sälja bolaget.²⁴⁰ Det här bekräftas av flera av våra respondenter som representerar riskkapitalbranschen. När de går in i bolag, vill de att det ska finnas en samsyn mellan aktieägarna om vart företaget är på väg. I inledningsfasen av samarbetet regleras den framtida exiten rent avtalsmässigt mellan parterna, eftersom den är en viktig del av investeringen. Ofta finns en målsättning att företaget ska börsnoteras. Denna målsättning grundar sig på att investerare får en bättre kontroll över företaget då förberedelser inför en notering sker. Riskerna för investerare minskar och företaget blir mer professionellt. Att börsen anses vara en bra plats för att anskaffa kapital och skapa likviditet i aktien är ytterligare ett motiv.²⁴¹

²³⁷ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

²³⁸ Brau et Fawcett Brau, James C., Fawcett, Stanley E., *The Journal of Finance*, vol. LXI, No. 1, Februari 2006, "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", s. 585.

²³⁹ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

²⁴⁰ Nelson, Håkan, muntlig intervju.

²⁴¹ Westfeldt, Henrik, telefonintervju.

Priveq Investment har sedan det grundades 1983 börsnoterat 24 av 100 bolag, vilket de anser som mycket för ett riskkapitalbolag. Den vanligaste exiten är antingen en industriell eller finansiell försäljning.²⁴² I princip samtliga respondenter lyfter fram en attraktiv värdering av bolaget som något värdefullt. Branschen och investeringarna är väldigt värderingsdrivna och exiten påverkas av var den högsta värderingen återfinns. För att maximera och optimera värderingen hålls alla dörrar öppna, och där börsnotering alltid finns med som ett av alternativen.²⁴³

När Procuritas går in i bolag har de enligt Hans Wikse en klar bild av vad de vill göra med bolagen under 3 till 7 år. Redan vid investeringens startfas begrundas en framtida exit, vad det finns för olika möjligheter, och när bolagen är för små för börsen, se vad som kan få bolagen att öka i storlek så att de lämpar sig för en notering. I vissa bolag kan industriaktörer se att det finns ett stort strategiskt intresse, vilket istället kan öppna upp för ett förvärv av bolaget.²⁴⁴

Genom en börsnotering får ägare en likviditetsinvestering som gör att de kan sälja bolaget, vilket är en av huvudanledningarna bakom viljan att börsnoteras enligt Björn Åkerlund.²⁴⁵ Företag som kommer till Handelsbanken har kommit så långt i processen att de oftast genomför den planerade börsnoteringen. Trots det kan exiten på grund av tillfälligheter bli en annan. Detta visar bland annat ett exempel med fallföretag Hilding Anders. Handelsbanken var rådgivare inför företagets börsnotering 2003, men före notering valde företaget en annan väg. Anledningen till det var att värderingen vid en försäljning var bättre än vid en börsnotering.²⁴⁶ Anders Pålsson beskriver att ägarna i Hilding Anders fall tittar på vinstmultiplarna som olika exits ger innan de tar ett beslut. I Hilding Anders fall betalade börsen 2003 och 2006 inte tillräckligt bra för företaget. Genom att nya riskkapitalbolag köpte aktierna gavs de tidigare ägarna en bättre exit.²⁴⁷

Enligt respondenterna i fallföretagen har bolagen haft alla dörrar öppna vid planering av exit. På det sättet har de haft möjlighet att välja den väg som ger högst värdering. Detta

²⁴² Westfeldt, Henrik, telefonintervju.

²⁴³ Nilson, Gun, muntlig intervju.

²⁴⁴ Wikse, Hans, telefonintervju.

²⁴⁵ Åkerlund, Björn, telefonintervju.

²⁴⁶ ibid.

²⁴⁷ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

visar på att det finns alternativa vägar öppna vid en exit och att värderingen ofta är avgörande för vilken väg man väljer.

Strukturen med så kallade lock up- bestämmelser begränsar troligen private equity-bolagens vilja att börsnotera bolag. Genom dessa bestämmelser binds normalt ägarna vid sina investeringar, vilket innebär att de är förhindrade att sälja sina aktier under en period 6-12 månader efter introduktionen. Det medför att kapitalet då binds med ett visst mått av osäkerhet.²⁴⁸ Ägarna i bolaget tar en större risk genom att inte veta hur mycket de får betalt för företaget vid en introduktion eftersom lock- up bestämmelserna gör att värdet på aktierna utsätts för börspåverkan under en längre tid.²⁴⁹ Lock-up - bestämmelserna leder till en minskad vilja för private equity- bolag att välja börsnotering som exit i och med att en del av deras finansiering då ligger utom deras kontroll.²⁵⁰

5.8 Aktiespararens lista

5.8.1 Bolagen i dagsläget

Under 1997 finns 72 bolag med på Aktiespararens lista, bolag som gav intentioner eller signaler på att noteras.²⁵¹ I uppsatsen undersöks vad som hänt med dessa bolag fram till idag, 2006. De kategoriseras nedan inom den grupp de i dagsläget befinner sig i.

- 29 bolag finns noterade på olika listor.
- 28 bolag är uppköpta av börsbolag eller privata aktörer.
- 5 bolag är fortfarande aktiva utanför börsen.
- 2 bolag har genomgått en fusion utanför börsen.
- 7 bolag där informationen varit knapphändig och som 2006 varken återfinns på börsen eller som registrerat bolag med samma företagsnamn som 1997.
- 1 bolag är försatt i konkurs.

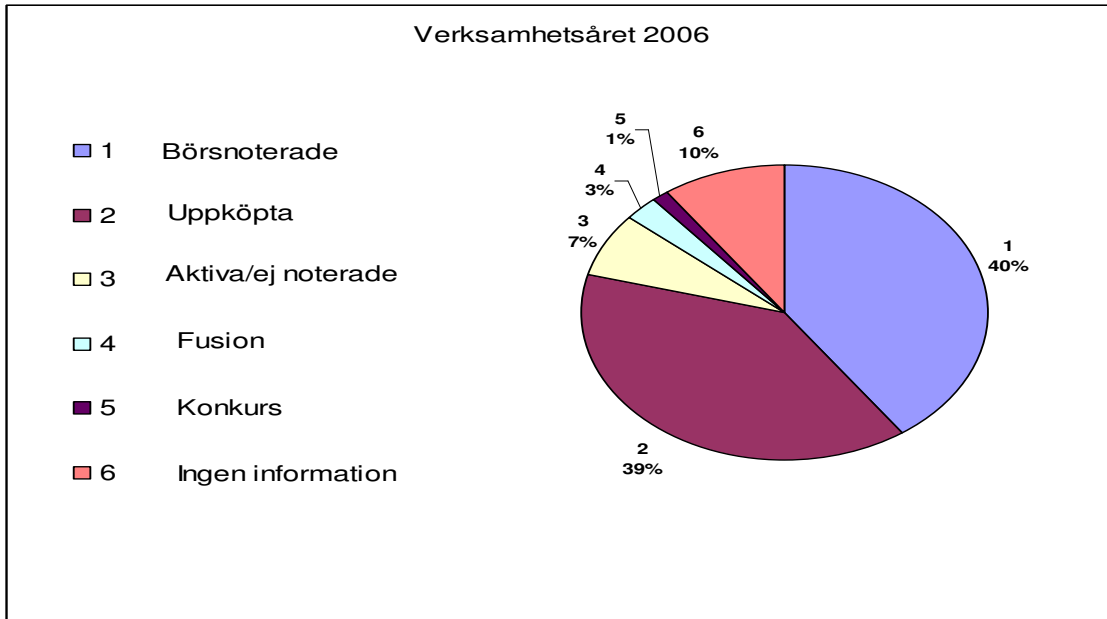
Ovanstående uppdelning åskådliggörs visuellt med följande cirkeldiagram, vilket visar procentuellt hur många företag som befinner sig i de olika kategorierna.

²⁴⁸ Nelson, Håkan, muntlig intervju.

²⁴⁹ Pålsson, Anders, muntlig intervju.

²⁵⁰ Wikse, Hans, telefonintervju.

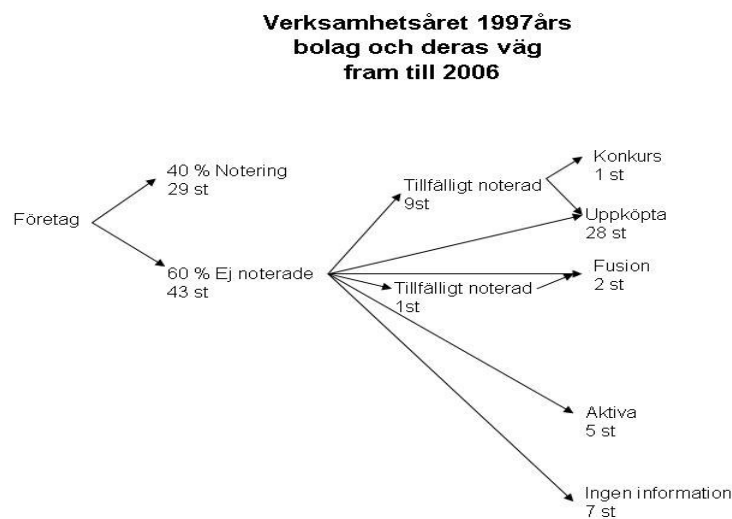
²⁵¹ Bilaga 1.5.



Figur 2, Egen illustration

5.8.2 Bolagens vägar mellan 1997- 2006

De vägar som bolagen har tagit under perioden 1997-2006 har sett annorlunda ut för respektive företag innan de slutligen nått den kategori de idag befinner sig i. Följande trädidiagram visar på de olika vägar som bolagen har tagit.



Figur 3, Egen illustration

Av 72 bolag är det sammanlagt 43 bolag som ej finns noterade på dagens börslistor. I ovanstående illustration åskådliggörs att det under kategorin *uppköpta* och *fusion* återfinns bolag som har varit noterade en kortare tid på börsen. Det är intressant att se vid vilken tidpunkt bolagen har hamnat i sin nuvarande kategori. Nedan följer en sammanställning på gemensamma drag och i vissa fall olikheter som kan utläsas för varje kategori 2006.

- Kategorin *konkurs* består av endast 1 bolag som 1998 begärdes i konkurs på grund av bland annat bokföringsbrott.²⁵²
- Kategorin *uppköpta* bolag består i dagsläget av 28 företag. Nästan hälften av alla uppköp, 46 %, skedde åren 2000 och 2001. Under dessa år var börsklimatet väldigt svagt och endast ett fåtal noteringar gjordes.²⁵³
- Av de två bolag i kategorin *fusion* inträffade fusionerna mellan åren 2000 och 2001.²⁵⁴
- De bolag som återfinns i kategorin *aktiva*, har fluktuerat fram och tillbaka på Aktiespararens noteringslista. För de 5 bolagen har tiden inne på noteringslistan varierat, och inga gemensamma nämnare kan urskiljas. Bland de 5 bolagen fanns 2 bolag endast med under år 1997. För ett av dessa två bolag har regler utanför börsen omöjliggjort dess planer på en notering. Resterande 3 bolag fanns med under en längre tid samt fram och tillbaka på listan under hela perioden 1997 till 2006.²⁵⁵
- Kategorin *ingen information* avser företag vars information om dess verksamhet inte varit tillgänglig eller återfunnits. Gemensamt för denna kategori är emellertid tidpunkten då informationen kring företagen upphörde, vilket främst är kring år 2001. Möjliga orsaker till den bristfälliga informationen är att bolagen bytt namn, fusionerats, eller upphört att existera.

²⁵² <http://www.affarsvarlden.se/art/99234>, 2006-12-27.

²⁵³ Johannesson, Annika, muntlig intervju.

²⁵⁴ Bilaga. 1.5.

²⁵⁵ *ibid.*

5.9 Slutna frågor

Svaren från fallföretagen på de semistrukturerade intervjuerna och svaren på de slutna frågorna, stämmer överens.²⁵⁶ Det är svårt att göra en värdetolkning av svaren från de semistrukturerade intervjuerna. De slutna frågorna tydliggör vad fallföretagen anser. Nedan beskrivs kortfattat fallföretagens svar. För utförligare information om svaren se bilaga 1.1. Frågorna presenteras i helhet i bilaga 1.2.

Samtliga fallföretag, förutom Duni, anser att redovisnings- och informationsregler inte påverkar planerna att börsnoteras. Kontrollförändringen som en börsnotering medför tycker samtliga fallföretag påverkar beslutet i liten grad eller inte alls. Alla fallföretag menar att börsklimatet är en viktig faktor. Åsikterna går isär huruvida de direkta och indirekta kostnaderna påverkar noteringsbeslutet. Hilding Anders och HDF anser att det inte har inverkan på beslutet, medan Duni och Elmo Leather anser motsatsen. Samtliga fallföretag tycker att exiten påverkar beslutet. Åsikterna går dock isär angående graden av påverkan. Fallföretagen har olika åsikter huruvida ledningen i företagen ansåg företaget redo för börsen. Fallföretagen instämmer helt i att ägarna i företaget var överens om företaget var eller inte var moget för en börsnotering. De alternativa finansieringsvägarna verkade i hög grad på Hilding Anders och Dunis beslut, men har ingen eller mindre inverkan på Elmo Leathers och HDFs beslut.²⁵⁷

²⁵⁶ Bilaga 1.1 och 5.1- 5.7.

²⁵⁷ Bilaga 1.1.

6 Analys

I detta kapitel analyseras empirin och teorin som presenteras i uppsatsen. Först analyseras den effektiva marknaden och hur börsklimatet påverkar företags beslut att inte genomföra en börsintroduktion. Vidare analyseras företagets tillväxtcykel och det finansiella gapet samt hur kontrollaspekten influerar på beslutet. Avslutningsvis analyseras regelverk, signalteori och exit.

6.1 Den effektiva marknaden och börsklimat

När ett företag är till försäljning finns tre alternativa exitmöjligheter: börs, industriell försäljning och finansiell försäljning. Enligt Famas teori om marknadens effektivitet har marknadens aktörer tillgång till samma information om bolagen, vilken inkorporerats i bolagets värdering, och tidpunkt för börsintroduktion ska inte spela någon roll i detta hänseende. Således ska inte, enligt teorin, börsklimatet ha någon påverkan på bolagets beslut att säljas eller börsnoteras.

Detta stämmer emellertid inte överens med vad bland annat Braus och Fawcetts studie visar. Enligt deras studie är börsklimatet av stor betydelse vid en börsintroduktion. Även Zingales studie visar på samma resultat. Börsklimatet är av stor betydelse, när ett företag skall besluta om det skall förbli privat eller välja att bli publikt. I linje med dessa studier, konstateras genom uppsatsen att fokus läggs på börsklimat vid beslut angående exit från bolaget. Under perioder då börsen är sval och marknaden vikande förlorar bolagen sitt fokus på att börsnoteras. Under åren 2000 och 2001 kan urskiljas ett ökande antal uppköp samtidigt som antalet börsintroduktioner minskar. Även Aktiespararens lista präglas av färre bolag under den perioden och intresset för att noteras på börsen svalnar. Detta förhållande framgår av intervjuerna med i princip alla respondenter.

Bolag som i ett tidigt skede i företagets utveckling söker sig till börsen eller bolag som under goda tider söker sig till börsen tenderar att generera kortsiktiga fördelar. När marknaden viker, vilket den alltid gör, får dessa företag problem.

Fallföretagen anser att börsklimatet under 1997 var positivt och att det utifrån den aspekten ansågs lämpligt att genomföra en börsintroduktion. Att ingen trots detta genomförde introduktionen beror på att bolagen inte var redo för detta eller att det fick en högre värdering på annat håll.

Börsklimatet följer cykler och efter ett glädjefyllt slut på 1990- talet då bolag, stora som små, sökte sig till börserna stängdes i princip börserna för introduktioner under 2000- talets första år. I princip alla respondenter är eniga om att tiden från 2000 till 2003 var en mycket svår tid att notera bolag på börserna.

Genom studien som gjorts visas således, i motsats till teorin om den effektiva marknaden, att börsklimatet spelar en avgörande roll när det gäller timing och beslut att genomföra en notering.

6.2 Företagets finansiella tillväxtcykel

Teorin om företagets finansiella tillväxtcykel beskriver de faser som bolag passerar igenom under en livstid. Bolagets första fas är såddfasen vilken fortsätter till startfasen. Vidare följer utvecklingsfasen som övergår i tillväxtfasen och utvecklingen avslutas ofta med att bolaget är redo för en börsintroduktion. Under de olika faserna förändras den optimala ägarstrukturen i företaget och verksamheten bör finansieras på olika sätt.

I den studie som genomförts bekräftas bilden av att bolaget genomgår en utveckling som den ovan beskrivna, men den visar också på att företagets ägare och i vissa fall ledningen överskattar företagets storlek och därmed förmågan att genomföra en börsintroduktion. En börsintroduktion kräver en viss organisations-, administrations- och finansiell struktur, något som många företagsledningar och ägare inte är medvetna om. Ett litet företag klarar inte av ett spritt ägande vilket börserna innebär, där beslutsprocessen blir trög och kostnaderna för informationsgivning höga. Det optimala är istället en liten ägarkrets där beslut om företagets utveckling kan ske snabbt med en ledning som besitter kunskap om företaget och dess marknad. I ett tidigt skede i den finansiella tillväxtcykeln är företagets behov av företagsspecifik information större för

att företaget ska utvecklas och skapa tillväxt. Detta sker mest effektivt med en liten ägarkrets.

Det har likväl visats att det ofta planeras en börsintroduktion för tidigt i företags tillväxtfas. Därför har säkert flera bolag kommit med på Aktiespararens lista långt innan de egentligen var redo för en börsintroduktion. På listan från 1997 är det 60 procent (43 bolag av 73) av bolagen som inte noterats, eller endast varit noterat en kort tid, vilket talar sitt tydliga språk. I de flesta fall undanröjs planerna genom att företagets finansiella rådgivare stoppar projektet eller genom att bolaget köps upp av en industriell eller finansiell köpare. Av dessa 43 bolag blev bland annat 29 uppköpta, 2 fusionerades samt några fortsatte att verka i sin gamla struktur.

6.3 Det finansiella gapet

Av den studie som genomförs har en generell bild om hur det finansiella gapet för företag minskat växt fram.

Anledningen till att gapet har minskat är att det skett en ökning av alternativa finansieringskällor på kapitalmarknaden. Riskkapitalbolagens framväxt har ändrat förutsättningen för många bolag, både stora och små. Riskkapitalbolagen har en bättre förmåga att reducera asymmetrisk information som finns mellan investerare och företag, vilket innebär att de vågar satsa kapital i företag och projekt som andra investerare skulle förkasta. Då det föreligger en hög nivå av asymmetrisk information, minskar möjligheten för bolag att genomföra en lyckad börsintroduktion. Investerare vågar inte satsa pengar, därför att de inte har kunskap om bolaget eftersom kostnaderna för att analysera bolaget är för höga. Den asymmetriska informationen tenderar att öka i tider med ekonomisk nedgång, vilket innebär att det under dessa perioder sker en minskning av börsintroduktioner och ökning av företagsförvärv.

Att det finansiella gapet har minskat genom att riskkapitalistmarknaden vuxit fram innebär att allt färre bolag söker sig till börsen för att skaffa kapital för att klara en tillväxtfas. Den traditionella börsteorin, vilken betraktar börsen som en plats för anskaffning av kapital, kan därmed ifrågasättas.

6.4 Ägares kontrollaspekt

Enligt studien har inte ägares kontrollaspekt någon inverkan på företags beslut att ändra planerna att genomföra en börsintroduktion. I bolag som har tagit ett initialt steg mot en börsnotering har ett övervägande runt denna aspekt redan gjorts. Dessa bolag anser att tillväxt, vilket skapas av externt kapital, är viktigare än att bibehålla full kontroll över bolaget. För dessa bolag är marknadsförhållanden istället avgörande för att inte genomföra en planerad börsintroduktion.

Däremot visar studien att ägares kontrollaspekt är helt avgörande för bolag som aldrig väljer börsnotering. Det stämmer överens med teorier som påvisar att mindre bolag generellt sett verkar vara kontrollaverta. Dessa bolag är tveksamma till att etablera relationer i vilka de styrs av andra, vilket är resultatet när företag finansieras med externt kapital.

Hur ägares kontrollaspekt påverkar ägares beslut att börsnoteras eller ej varierar mellan olika bolag och beror följaktligen av ägares inställning till externt kapital.

6.5 Regelverk

Regelverket som omgärdar börsen är omfattande. Reglerna innebär ökade kostnader för företagen, såväl utifrån en redovisningsaspekt såväl som kraven på informationsgivning. Ju fler regler och krav som ställs på bolagen, ju mindre attraktivt är det att vara noterad. Mindre bolag tenderar att påverkas i större utsträckning av regler och kostnader. Relativt sett blir kostnaderna större för dessa bolag.

6.6 Signalteorin

Majoriteten av respondenterna menar att en börsnotering innebär ett större fokus på företaget och att de genom en påbörjad noteringsprocess syns mer. Att finnas på börsen är att vara i rampljuset. När ett företag har tagit ett beslut att börsnoteras sänds det ut en signal till marknaden att företaget är till salu, och att nuvarande ägare letar efter en exit. Det är ett bra sätt att få både industriella och finansiella aktörer på marknaden att

uppmärksamma företaget. I enlighet med signalteorin och uppsatsens respondenter visar Benjamin och Fitch i sin artikel att så är fallet. Trots att artikeln relaterar till den amerikanska marknaden och dess företag, bör den anses applicerbar på svenska förhållanden. Det är inte konstigt att företag eller ägare har en dual strategi där de håller både börsnotering och ett eller flera andra alternativ öppna, eftersom de på detta sätt kan finna den exit som ger högst värdering. Genom listor, som den i Aktiespararen, har företag möjlighet att visa upp sig och påverkas av strålglassen som finns på börsen. Företaget Hilding Anders har vid två tillfällen varit både redo och börjat planera en börsnotering då de istället blivit uppköpta. Ägarna har sedan valt att inte dementera planerna på en börsnotering, och har därför fortsatt fått frekvent uppmärksamhet i tidningar. Det finns dock företag som troligen inte kan använda sig av planer på börsnotering som en lika effektiv signal. Ett exempel på det är Elmo Leather. Företaget fanns med på Aktiespararens lista både 1997-1998 och 2003- 2004 men Nordic Capital, företagets ägare, hade trots det svårt att hitta en bra exit. Det är möjligt att garveribranschen, vilken Elmo Leather verkar inom, är så pass mogen att en börsnotering inte innebär tillräckligt mycket nyhetsvärde eller att det inte erbjuder de vinstmultipler som önskas.

Styrkan på signaleffekten kan således tänkas bero på hur stora tillväxt- eller synergimöjligheter företaget har. Den industrielle köparen kan se betydande synergieffekter genom ett förvärv av bolaget, medan den finansielle köparen ser stora tillväxtmöjligheter och går in som en aktiv ägare för att driva igenom strukturförändringar och agera som katalysator i förändringsprocesser. De private equity- aktörer som investerar i ett senare skede av företagets utvecklingsfas, har alla som mål att göra bolaget redo för börsen. Därmed är det naturligt att företagen hamnar på Aktiespararens lista, när företagen tidsmässigt börjar närma sig en exit. För företag är det en signal till marknaden att vi är till försäljning genom att finnas med på Aktiespararens lista. Signalen kan i många fall fungera som ett lockbete. Företaget köps upp av nya ägare, och då behöver planerna på en börsnotering inte genomföras.

6.7 Exit

Benjamin och Fitch visar på att det blivit vanligare att använda sig av en dual strategi när bolag och dess ägare söker en exit. Samtidigt som företaget planerar en börsnotering söker de potentiella köpare av företaget eller så öppnas möjligheten att fusioneras med en annan aktör. De ägare i företag som söker en exit vill ha alla alternativ öppna, och därmed ställer de sig också positiva till en börsnotering. Mellan investerare och övriga ägare eller företag, avtalas i en inledande fas av samarbetet om hur och när en exit kommer att ske. Det finns vanligtvis en målsättning att företagen som det investeras i ska kunna börsnoteras, även om det sällan blir fallet. Ofta är inte exitalternativen helt bestämda på förhand, trots att det finns en konsensus om vilken exit som är mest trolig.

Företag som avbryter en noteringsprocess, bygger vanligtvis det beslutet på att de hittat en alternativ väg som ger en bättre värdering av företaget. Värderingen av bolaget väger tungt i fastställandet av vilken exit företaget väljer och påverkar således beslutet att inte längre sträva mot en börsnotering. Det viktigaste för ägarna i företaget är vilken vinstmultiplikation som de får av de olika exitalternativen, det vill säga var de tjänar mest pengar. I detta läge i beslutsprocessen är det ägarna som styr. Företagsledningarna är i det avseendet i princip rättslösa, utan makten ligger hos ägarna och de söker den exit som ger högst värdering. Detta bevisas av våra fallföretag, som alla hittade alternativa vägar vilka gav en högre värdering.

Skulle det ha varit så att ägarna i företagen fått bättre värdering genom en börsnotering hade den sannolikt genomförts. Det finns tendenser som visar på att en delägare i ett företag kan gå emot övriga ägares vilja, bara för att genomföra den bäst betalda exiten för delägaren. Det innebär att det troligen finns företag som tvingats avsluta en noteringsprocess, då ägarna har ändrat ståndpunkt.

Både intervjuer med fallföretag och övriga respondenter samt refererade artiklar visar att möjligheten att göra en bättre exit är avgörande för företag i deras beslut att avbryta planer på börsnotering.

Lock up- bestämmelser har en negativ inverkan på riskkapitalisternas vilja att börsnotera portföljbolag. Detta betyder att en exit genom en börsnotering blir mindre attraktiv och antalet börsnoteringar minskar.

7 Slutsats

I detta kapitel presenteras uppsatsens slutsats.

Studien visar, i motsats till teorin om den effektiva marknaden, att börsklimatet och tidpunkten för en börsnotering spelar en avgörande roll för ett beslut att avbryta en planerad börsintroduktion. Det hänger ihop med att företagets ägare vill göra en så bra exit som möjligt genom att värderingen på företaget blir så hög som möjligt. Ofta handlar det inte om vad företagsledningen anser vara bäst utifrån ett långsiktigt perspektiv för företaget, utan besluten härrör normalt från ägarens egennyttiga perspektiv.

En påbörjad diskussion om börsnotering och en plats på Aktiespararens lista handlar vanligtvis mer om att ägarna söker någon form av exit än att det tagits ett beslut om att en notering verkligen ska ske. Ägarna väljer i detta läge en dualstrategi där börsnotering är ett av alternativen. Företagen använder sig av den signaleffekt som sänds ut till marknaden för att marknadsföra sig. Den massmediala bevakningen ökar vanligtvis. Investerarare och potentiella köpare som aldrig annars hade kommit i kontakt med företaget får en möjlighet att investera i företaget.

I många fall är dessutom bolagen alldeles för små och befinner sig en fas där de inte klarar av en notering på börsen. Ägarna av en del bolag har insett detta, och har istället valt att leva vidare utanför börsen, själva eller genom att bli uppköpta av en industriell eller finansiell köpare. Genom att bli uppköpta av en finansiell köpare kan bolaget fortsätta utvecklas genom att kapital och kunskap tillförs bolaget. Ägarstrukturen är begränsad, beslut kring företagets utveckling kan ske utan den tröghet som ett spritt ägande på börsen innebär. Genom en finansiell ägare kan företaget nå en större storlek och i framtiden bli bättre lämpat för börsen.

Att det finansiella gapet minskat och att det successivt har fyllts upp av riskkapitalbolag har inneburit att bolag inte har samma behov av att finnas på börsen. Riskkapitalbolagen tillför det kapital som krävs för att företaget ska växa, och som tidigare bara fanns att

finna på börsen. Framväxten av riskkapitalbolag har således påverkat antalet börsnoteringar, vilket tydligast framträder i tider med ekonomisk nedgång.

Kontrollaspekten påverkar inte bolag vilka ändrat ett beslut om möjlig notering. Bolag är medvetna om och har redan beaktat kontrollförändringen som sker i bolaget genom en börsnotering.

Regelverk och kostnader som omgärdar företag på börsen och företag som vill börsnoteras har en negativ inverkan på viljan att börsnoteras. Betydelsen är dock större för mindre bolag jämfört med stora bolag.

Antalet börsintroduktioner som sker påverkas således av en rad faktorer där börsklimat och värdering av olika exitalternativ är de viktigaste aspekterna.

8 Förslag till vidare forskning

I detta kapitel presenteras förslag till vidare forskning, vilka aktualiserats under skrivandets gång.

Uppsatsen ger ett flertal intressanta utgångspunkter för vidare forskning. Dessutom har några respondenter givit uppslag till andra uppsatsämnen, vilka angränsar till uppsatsens ämnesområde, men vilka ej närmre behandlas i detta sammanhang.

En utgångspunkt för uppsatsen är att genomföra en regressionsanalys utifrån företags nyckeltal. Det finns en rad intressanta frågeställningar att arbeta med; Skulle det vara möjligt att finna signifikanta likheter eller skillnader gällande nyckeltal genom en sådan undersökning? Hur ser dagens nyckeltal ut jämfört med dåtidens och har dessa påverkat företagets intentioner på att vilja noteras på börsen? Är det möjligt att förutse vilka företag som börsnoteras och vilka som kommer att klara sig bäst, med hjälp av nyckeltal?

Det finansiella gapet, som länge har varit ett problem för mindre företag, tenderar att minska genom affärsänglars, venture capital- och private equity- bolagens starka tillväxt på den finansiella marknaden. Det skulle vara intressant att följa upp denna utveckling och vidare studera hur framtidens börsföretag kommer att se ut. Kommer börsens roll, genom denna utveckling, betydligt minska och endast lämpa sig för riktigt stora bolag? Kan det bli så att bolagen som når börsen är de mindre attraktiva bolagen och de intressanta innovativa tillväxtföretagen köps upp av stora specialiserade aktörer?

Genom uppsatsen, aktualiseras frågan huruvida teorin om den effektiva marknaden är gällande. Det som undersökningen visar, att börs klimat har avgörande betydelse för när en börsintroduktion genomförs, står i direkt motsats till denna teori. Detta väcker ett intresse för vidare studier. Bland annat skulle en studie kunna beröra hur väl teorin kan appliceras på framtidens finansiella klimat för företag. Är teorin möjligtvis otillräcklig eller behöver den omarbetas för att förklara dagens förhållanden?

9 Källförteckning

Artiklar:

Brau, James C., Fawcett, Stanley E., The Journal of Finance, vol. LXI, No. 1, Februari 2006, "*Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*"

Brau, James C., Francis, Bill, Kohers, Ninon, Journal of Business, vol. 76, No. 4, 2003, "*The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence*"

Berger, Udell, Journal of Banking and Finance, 22, 1998, s. 613-673, "*The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*"

Chemmanur, Tomas, J., Fulgheiri, Paolo, The Review of Financial Studies, Vol. 12, No. 2, s. 249-279, Summer 1999, "*A Theory of the Going-Public Decision*"

Jensen, Michael, C., Meckling, William, H., Journal of Financial Economics, 3, 1976, s 305-360. "*Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership structure*"

Lerner, J., Journal of Financial Economics, 35, 1994, s 293-316. "*Venture Capitalists and the decision to go public*"

Maksimovic V, Pichler, P, Review of Financial Studies, 2001, "*Technological innovation and initial public offerings*"

Maug, Ernst, European Finance review, 5, 2001, s. 167-200, "*Ownership structure and the Life-cycle of the firm: A Theory of the Decision to Go Public*"

Myers, Stewart, C., Majluf, Nicholas, S., Journal of Financial Economics, vol. 13, No. 3, 1984, s. 187-222, "*Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have*"

Pagano, Marco, Panetta, Fabio, Zingales, Luigi, The Journal of Finance, vol. 53, 1998, "*Why do companies go public? An empirical analysis*", s. 27-64.

Zingales, Luigi, The Review of Economic Studies, vol. 62, No. 3, Juli 1995, s. 425-448, "*Insider ownership and the decision to go public*"

Rapporter:

SVCA, 2006-2007, medlemsmatrikel, "*Risikkapitalets värdekedja – från affärsänglar till buyout-fonder*"

Connect Sverige, 2000, "*Från såddkapital till börsintroduktion, hur du som tillväxtentreprenör hanterar investerar*"

Litteratur:

Bell, Emma, Bryman, Alan, Liber, Upplaga 1:1, 2005, *"Företagsekonomiska forskningsmetoder"*

Helle, Peter, Ekerlids förlag, 2004, *"Affärsänglar – att investera i tillväxtföretag"*

Holme, Idar M, Solvang, Bernt K, Studentlitteratur, 1997, Upplaga 2, *"Forsningsmetodik; Om kvalitativa och kvantitativa metoder"*

Jenkinson, Tim, Ljungqvist, Alexander, Oxford University Press, 1996, *"Going Public. The theory and evidence on how companies raise equity finance"*

Landström, Hans (red.), SNS Förlag, 2003, *"Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering"*

Lundahl, Ulf, Skärvad, Per- Hugo, Studentlitteratur, 1999, Upplaga 3, *"Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer"*

Nyman, Michael, Norstedts Juridik, Upplaga 1:1, 2002, *"Riskkapital, private equity- och venture capital- investeringar"*

af Sandeberg, Catarina, Iustus förlag, 2001, *"Börsnotering – regler och ansvar"*

Sveriges största företag, Ekonomisk litteratur AB, utgåva 36, 2003, 2003-2004

Tidningsartiklar:

Dagens industri, Thulin, Carl, 2005-03-15, *"Börsen känner trycket från riskkapitalbolag"*

Dagens industri, Sandström, Ola, 2006-12-18, *"System skrotar börsplanerna"*

Supply house times, Basin, Bart A Renwick, Markus S, Jan 2006:48, *"Are you prepared to leave your business?"*

Wall Street Journal, Fitch, Stephane, Benjamin, Jeff, (Eastern edition), New York, 27 februari, 1998, *"Many Firms Take Buyouts After Planning IPOs"*

Tidskriftsartiklar:

Affärsvärlden, 1997, nr. 1-3, tabell börsvärden

Affärsvärlden, 1997, nr. 50-52, *"Förvaltarna tror på 1998"*

Affärsvärlden, Vilenius, Mikael, 2003, nr 10, *"Skrajfaktorn mot nya rekordnivåer"*

Affärsvärlden, Amcoff, Erik, 2006, nr. 4, "Gräddfil till miljonerna"

Aktiespararen, 1997, nr.8, "Rekord i nyintroduktioner, lönsamt vara med tidigt"

Aktiespararen, Steiner, Bosse, 2003, nr. 4, "Börsens historia. Dussintalet år fyllda av kriser, krig och krascher"

Veckans affärer, Ericson, Bengt, 1997, nr. 21, "Brända om fingrarna. "Heta" IT-aktier lurar skjortan av USA:s småsparare"

Veckans affärer, Wilke, Björn, 1997, nr.11, "Ohejdad optimism"

Private Equity International, November 2006, No.4, "Over-competitive IPOs"

Lagar:

Lag (SFS 1991:980) om handel med finansiella instrument

Lag (SFS 1992:543) om börs-och clearingverksamhet

Prospektdirektivet 2001/34/EEG

Regelverk:

Stockholmsbörsens noteringskrav; Noteringskrav för aktier på den nordiska börsen. Notering av aktier på Stockholmsbörsen med handledningstext gällande från och med den 2 oktober 2006.

Stockholmsbörsens noteringsavtal; Noteringsavtal med handledningstext gällande från och med den 1 juli 2006.

Elektroniska källor:

<http://www.accentequity.se/morenews2004.asp?adressID=134>, 2006-12-28

<http://www.affarsvarlden.se/art/99234>, 2006-12-27

<http://www.alternativa.se/>, 2007-01-03

<http://www.candover.com/candover/deals/case-studies-article.jsp?id=1718>, 2006-12-27

http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2006/15/de_gor_affarer_inom_kamra/index.xml
2006-12-28

http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2006/15/artiklar_i_pdfformat/0615s26_Special.pdf, 2006-12-28

<http://www.euroleather.com/elmo.htm>, 2006-12-28

<http://www.google.com>

<http://bors.www.dn.se/dn/site/overview.page>, 2006-11-20

<http://www.duni.com/dunitemplates/InformationPage.aspx?id=3202>, 2006-12-28

http://www.haendig.com/index_netscape.html, 2006-12-28

<http://www.hdf.se/page.asp?PageNumber=8>, 2007-01-03

<http://www.hildinganders.se/companyHistory.asp> , 2006-12-27

<http://www.lokaldelen.se/ld/foretag/profil.do?advanced=true&catIDs=660608&pageSize=25&companyID=71341>, 2006-12-28

<http://www.mhusinvest.se/>, 2007-01-03

<http://www.nordiccapital.com/pdf/040615sv.pdf>, 2006-12-28

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/Abouttrading/>, 2006-12-10

<http://www.privataaffarer.se/aktier/showpress.asp?intPressid=13720>, 2006-12-28

<http://www.priveq.se/>, 2007-01-03

http://www.procuritas.se/index_se.htm, 2007-01-03

http://www.ratos.se/templates/pages/PressreleasePage____751.aspx, 2006-12-27

http://www.ratos.se/templates/pages/PressreleasePage____672.aspx , 2006-12-27

http://www.ratos.se/templates/pages/PressreleasePage____2469.aspx, 2006-12-27

Muntliga Källor:

Bengtsson, Anders, muntlig intervju, 2006-12-07

Holmberg, Thomas, telefonintervju, 2006-12-01

Hättmark, Anders, muntlig intervju, 2006-12-08

Högbom, Carl Johan, muntlig intervju, 2006-11-23

Johannesson, Annika, muntlig intervju, 2006-11-23

Nelson, Håkan, muntlig intervju, 2006-12-04

Nilsson, Gun, muntlig intervju, 2006-12-19

Pålsson, Anders, muntlig intervju, 2006-12-12

Westfeldt, Henrik, telefonintervju, 2006-12-14

Wikse, Hans, telefonintervju, 2006-12-14

Åkerlund, Björn, telefonintervju, 2006-12-12

Bilaga 1.1

Frågor till fallföretagen

1. Noteringsanledning

Varför ville bolaget noteras? Tex. Tillväxt eller expansion, bolagsförsäljning, pr?

2. Företagsmiljö och struktur

Ex. Hur såg det ut i företaget vid tidpunkten för en planerad introduktion?

Ägarstruktur:

Hur såg ägarstrukturen ut i företaget?

Hur stor del var familjeägt?

Stort majoritetsägande eller var ägandet delat på mindre poster?

Vilka typer av ägande fanns det i bolaget?

Finansiering:

Hur såg kapitalstrukturen ut, d.v.s. lån vs eget kapital?

3. Alternativa finansieringsmöjligheter

Vad fanns det för alternativa finansieringsmöjligheter?

Om ni skulle rangordna dessa alternativa finansieringssätt, hur skulle det se ut?

Tankesätt kring dessa, fördelar/nackdelar m.m.

4. Faktorer som spelar in varför en notering aldrig blev av

Spelade faktorer som t.ex. börsklimat, risk för sämre kontroll över företaget m.m. in i ert beslut att inte noteras?

5. Dagsläget

Tycker ni att det i dagsläget var ett klokt beslut att inte noteras? Tankar och funderingar kring börsklimatet fram till idag? Finns det fördelar/nackdelar som ni tycker passerat bolaget?

Finns tankar eller önskan att noteras kvar än idag?

Slutna frågor

1. I vilken utsträckning har redovisnings-, informations- och noteringsregler påverkat ert beslut kring att noteras?

Inte alls
1 2 3 4 5 I hög grad

2. I vilken utsträckning har kontrollförändringen, över företaget, som en börsnotering innebär påverkat företagets beslut kring notering?

Inte alls
1 2 3 4 5 I hög grad

3. I vilken utsträckning har börsklimatet påverkat beslutet kring en noteringen?

Inte alls
1 2 3 4 5 I hög grad

4. I vilken utsträckning har de extra kostnader som en börsnotering medför påverkat beslutet kring en noteringen?

Inte alls
1 2 3 4 5 I hög grad

5. I vilken utsträckning har ägarexit/partnerexit påverkat beslutet kring en notering?

Inte alls
1 2 3 4 5 I hög grad

6. I vilken utsträckning anser du att företagets ledning tyckte att företaget var moget för en börsnotering?

Inte alls
1 2 3 4 5 I hög grad

7. Anser du att företagets ägare hade olika uppfattningar kring om företaget var moget för en börsnotering?

Inte alls
1 2 3 4 5 I hög grad

8. I vilken utsträckning hade alternativa finansieringsvägar inverkan på börsnoteringen?

Ingen alls
1 2 3 4 5 I hög grad

Bilaga 1.2

Svar på slutna frågor

Företag	Elmo Leat her	Hilding Anders	HDF Bolagen	Duni
Fråga				
Redovisnings- & Informationsregler	1	1	1	4
Kontrollförändring	2	1	1	2
Börsklimatet	3	4	4(5)	5
Direkta och indirekta kostnader	4	1	1	3
Exit	2	3	5	3
Ledningens syn på mognaden i ftg	3	4	5	2
Ägarnas icke sammstämmighet	1	1	1	1
Alternativa finansieringsvägar	1	5	2	5

Bilaga 1.3

Frågor till intressenter

1. Anledningar till att avbryta en notering:

- Kan en anledning vara att det är lättare att driva bolaget utanförbörsen?
- Blir informationsvägarna och beslutsprocessen blir enklare i tex stora omstruktureringar om bolaget står utanför börsen?

2. Er ägarroll i företagen:

- Är riskkapitallister bättre ägare p.g.a. deras förmåga att handskas med den informationsasymmetri som finns mellan företaget och finansiärer på marknaden?
- Vad anser ni att ni som ägare främst kan tillföra de företag ni investerar i?
- Hur uppnår ni förändring? Vilken möjlighet till påverkan kräver ni/ anser ni att ni har i företagen som ni investerar i (styrelseposter etc.)?

3. Skillnader i företag:

- Ungefär hur stor andel av era target companies är icke-börsnoterade?
- Vad utmärker en investering i företag som en familj eller entreprenör äger/driver?
- Hur skiljer sig ägarstrukturen på företag där ni gör en MBO och andra företag, är det spritt ägande eller familjeägda?
- Blir sedermera ägarrollen annorlunda?

4. Exits:

- Vilka är de mest önskvärda exitalternativen?
- Hur påverkar t ex tidpunkt, börsklimat, etc. ert val mellan industriell försäljning, börsnotering, secondary buyout, etc.?
- Hur beräknar ni värdet på olika exit, dvs hur prissätter ni bolaget?

5. Allmänna frågor:

- Finns det enligt din mening många företag på börsen som inte hör hemma där?
- Hur tror du företag ser på kostnader inför en börsnotering?
- Hur tror du företag ser på informationsreglerna? Har det ökande antalet regler lett till att bolag numera inte på samma sätt önskar en börsnotering?
- Vad tror du ligger bakom att Private Equity nu har startat en handel mellan sig med bolag?
- Är detta sunt för kapitalmarknaden/bolagen?

Bilaga 1.4

Frågor till aktörer

1. **Angående Alternativa Aktiemarknadens/SHB:s arbete**

- När du kommer i kontakt med ett bolag som vill noteras, vad gör ni, vad händer och hur går ni till väga?
- I vilket läge befinner sig bolaget när du får kontakt med det, hur långt fram i en ev noteringsprocess befinner sig bolaget? Hur ofta får ni på alternativa ta över OMX kunder.

2. **Börsnoteringar**

- Vilka orsaker ligger bakom ett beslut att bolag vill noteras på börsen?
- Främsta orsak, kapital, marknadsföringsmässigt, kvalitetsstämpel, signalera att det går bra, motivation?
- Hur har utvecklingen sett ut sedan 1997? Har det skett någon förändring av faktorer sedan 1997?
- Hur pass mycket påverkas besluten av hur den allmänna konjunkturen ser ut?
- Hur pass mycket påverkas besluten av hur branschtrenden ser ut?

3. **Angående företag som avbryter sin börsnotering**

- När du analyserar ett bolag, tittar du på särskilda tecken och/eller kan du urskilja tendenser hos bolaget vilket indikerar på att bolaget kommer att lyckas med en notering eller inte?
- I vilka lägen och hur ofta säger du till bolag att ”nej ni passar inte på börsen” när du gör en analys av bolaget?
- Vilka alternativa finansieringsvägar tycker du att ett bolag ska ta om det inte passar på börsen?

4. **Kapitalstruktur och nyckeltal**

- Hur ser kapitalstruktur och nyckeltal ut i bolag som önskar noteras på börsen?
- Finns det någon gemensam nämnare?

5. **Ägarstruktur och kontroll**

- Hur ser företag på att de ofta till viss del förlorar kontroll av bolaget vid en notering?
- Konflikter, preferenser eller andra aspekter som finns i företagen avseende ägarstrukturen.
- Är kontrollfrågan en avgörande faktor vid ett noteringsbeslut?
- Påverkar ägarstrukturen ett beslut angående börsnotering, familjeföretag, spritt ägande?

- Av alla bolag som är intresserade att noteras, finns det någon indikation på att ägarstrukturen ser ut på ett visst sätt?

6. Livscykel

- I vilken livscykel befinner sig bolagen när de vill introduceras på börsen?
- Är företagen alltid medvetna eller har kunskap om vilka livscykelbolaget befinner sig i och hur det påverkar bolaget?
- Anser du att bolagen utnyttjar en notering på rätt sätt? ’
- Genererar en notering i allmänhet den tillväxtpotential som är tänkt?
- Är börsnotering en nödvändigt steg i ett företags livscykel?
- Jämför bolag som noterats vs bolag som blir uppköpta av riskkapitalbolag, vilka går bäst, bäst tillväxt?

7. Alternativa finansieringssätt

- Hur ser du på de alternativa finansieringsvägarna, private equity, affärsänglar?
- Hur har utvecklingen av riskkapitalbolagen påverkat antalet och vilka bolag som vill noteras? Hur har utvecklingen sett ut sedan 1997?
- Vilka bolag, d.v.s. strukturen (ägarstruktur, litet vs stort, livscykel), köps hellre upp av riskkapitalbolag än går till börsen?

8. Legala aspekter

- Har den legala utvecklingen, d.v.s. prospektskyldighet, börsen hårdare noteringskrav/noteringsavtal påverkat negativt/positivt?
Har antalet bolag som vill noteras påverkats av detta?

9. Allmänt

- Slutligen vilka faktorer är det som är mest relevanta vid ett företags noteringsbeslut?

Bilaga 1.5

Företag	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Företagskategori
Bransch	Medicinsk Teknik										
Artima	Intro. Lista	Noterad/SBI	O-listan	?	?	?	Cardiac Science	?	?	?	Uppköpta
Beslutsmodell	Intro. Lista	?	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
Bibliotekstjänst	Intro. Lista	AF:KF Invest AB+15%=25%	Avstyck	Avstyck	Namnbyte:BT, AF:Utorina Kapital	AF:Ratos	?	?	?	?	Ej noterade/aktiva
Castellum	12/5/97	Intro. Lista	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Carbo	Intro. Lista	Förpackningar	?	?	?	?	Vision Capital Partners	?	?	?	Uppköpta
Componenta Ind.	Intro. Lista	Verkstadskomponenter	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
Conpharm	Intro. Lista	Läkemedel	Aktieförret	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Djurhäls IF Hockey	Intro. Lista	Ischockeylag	Misslyckad intro	?	?	?	?	?	?	?	Ej noterade/aktiva
Dum	Intro. Lista	Servetter/plus	AF:EQI 50%	?	?	?	Tom Mars:EQI 100%	?	?	?	Uppköpta
Ekman	Intro. Lista	Handel	?	?	?	?	?	?	?	?	Ej noterade/aktiva
Elmo-Calf	Intro. Lista	Bit- och mobilkläder	?	?	?	?	?	?	?	?	Ej noterade/aktiva
Entra	5/2/97	IT	Hudson RCI	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Gibeck	Intro. Lista	Skvårdsprodukter	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Gislaved Folie	Intro. Lista	Plastfolie	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Gnostö Konstsmide	Intro. Lista	Armatyr	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Guldtynd	Intro. Lista	Smyckesdetaljer	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Handskmar' n	Intro. Lista	Detaljhandel	O-listan	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
HDF/Paulsson	Intro. Lista	Järn-, bygg-, sportgrossist	Wedins skor	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Hennköp	Intro. Lista	Daligränshandel	Haendlo AB	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
IHC	Intro. Lista	IT	Fusion:Axfood bildas, övertar notering	?	?	?	?	?	?	?	Fusion
Inter Forward	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Karlshamn's	Intro. Lista	Transport	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
Karo Bio	Intro. Lista	Vegetabiliska fetter	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
KMT-gruppen	Intro. Lista	Medicinteknik	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Koppabergs bryggeri	Intro. Lista	Verkstad	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Linné Data	Intro. Lista	Bryggeri	NMC & Cell	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Lithells	Intro. Lista	IT	SBI	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Medisan	Intro. Lista	Livsmedel	Alfa Koncern Abg	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Midsan	Intro. Lista	Läkemedel	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
Modul 1 Data	Intro. Lista	Läkemedelsprövning	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
MTV Produktion	Intro. Lista	Kommunikation	O-listan	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Munters	Intro. Lista	Avfuktning	O-listan	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
NAN	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Neira International	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
New Wave	Intro. Lista	Kläder	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Nibe Industri	Intro. Lista	Verkstad	O-listan	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Nilomgruppen	Intro. Lista	Etiketter	O-listan	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
NK-Cityfastigheter	Intro. Lista	Fastigheter	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Nordpool	Intro. Lista	Charterssor	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Optima Batteries	Intro. Lista	Batterier	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
Pandox	Intro. Lista	Fastigheter	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
Partner & Tech	Intro. Lista	Undraaustillverkare	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Pharmadule	Intro. Lista	Fabriksvägar	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Portware	Intro. Lista	Herrkonfektion	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Prevas	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Prigos- Rignes	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Profilgruppen	Intro. Lista	Aluminiumprofiler/material	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Prosolvia	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Q-Med	Intro. Lista	Medicinteknik	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Riddarhusen Resources	Intro. Lista	Guldprospektering	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Sardus	Intro. Lista	Livsmedel	O-listan	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Scala	Intro. Lista	Data	?	?	?	?	?	?	?	?	Fusion
Scandinavian PC system	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Semcon	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Sigma	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Spray	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Studsverk	Intro. Lista	Kärnkraft	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Sydebergs	Intro. Lista	Inredning	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Svedens online	Intro. Lista	Kabeloperatör	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Svenska Brand	Intro. Lista	Försäkring	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Svenska Orient Linien	Intro. Lista	Reberi	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Tanno	Intro. Lista	Läkemedelsdistr.	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Tenke	Intro. Lista	Gruvdrift	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad*
Tricket	Intro. Lista	Resebyrå	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Transpool	Intro. Lista	Researangör	?	?	?	?	?	?	?	?	Hittar ej
Trewise	Intro. Lista	Kapitalförvaltning	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Upec Data	Intro. Lista	Fastigheter	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Vasakronan	Intro. Lista	Sågverk	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Westwood	Intro. Lista	Rysk olja	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Westock Nafta	Intro. Lista	Turism	?	?	?	?	?	?	?	?	Börsnoterad
Åre invest	Intro. Lista	IT	?	?	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Hilding Anders	Intro. Lista	Sångar	Intro. Lista	Investicorp ny ägare	?	?	?	?	?	?	Uppköpta
Ljusblå= Aktiespararens noteringlista	Grön=Företaget blir uppköpt	Lila=Börsnotering	Röd=Hittar inte	Gul=Fusion	Brun=konkurs	?	?	?	?	?	?