



LUNDS
UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska institutionen

Kandidatuppsats
Januari 2009

ALTERNATIVA AKTIEMARKNADEN

***Ett konkurrenskraftigt alternativ eller en
språngbräda mot större marknadsplatser?***

Handledare:
Tore Eriksson

Författare:
Max Eklund (851028)
Richard Laurits (850813)
Sebastian Petersson (850813)
Michaela Sorle (860519)

Sammanfattning

Examensarbetets titel:	Alternativa aktiemarknaden – ett konkurrenskraftigt alternativ eller en språngbräda mot en större börs?
Seminariedatum:	2009-01-15
Ämne/kurs:	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng
Författare:	Max Eklund, Richard Laurits, Sebastian Petersson, Michaela Sorle
Handledare:	Tore Eriksson
Nyckelord:	Alternativa aktiemarknaden, finansiella marknadsplatser, regelverk, börs, notering
Syfte:	Syftet med denna uppsats är att utreda vilka faktorer som ligger bakom ett företags beslut att ansluta sig till en mindre finansiell marknadsplats och hur dessa faktorer påverkat valet av marknadsplats. Vi vill även komma till insikt om vad som påverkar besluten om att stanna kvar respektive lämna marknadsplatsen i fråga, för att på så sätt kunna se tendenser till om det finns ett behov av alternativa finansiella marknadsplatser.
Metod:	Vi har utifrån en abduktiv ansats gjort en främst kvalitativ undersökning med hjälp av strukturerade intervjuer och enkäter.
Teoretiska perspektiv:	Vi har använt oss utav teorier som huvudsakligen speglar omständigheter kring noteringar, vilka visar på för- och nackdelar med att genomföra en sådan.
Empiri:	Genom våra intervjuer och enkäter har vi undersökt hur vårt studieobjekt Alternativa aktiemarknaden upplevs av sina kunder, det vill säga de företag som är eller har varit anslutna till marknadsplatsen.
Resultat:	Alternativa finansiella marknadsplatser, såsom <i>Alternativa aktiemarknaden</i> , uppfyller delar av ett företags behov vid planer på en notering. Vi har även funnit att dessa marknadsplatser lämpar sig bäst som språngbrädor och skolor inför framtida eventuella noteringar på större marknadsplatser.

Abstract

- Title:** Alternativa aktiemarknaden – a competitive alternative or a launching pad?
- Seminar date:** 2009-01-15
- Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or ECTS-cr)
- Authors:** Max Eklund, Richard Laurits, Sebastian Petersson, Michaela Sorle
- Advisor:** Tore Eriksson
- Key words:** Alternativa aktiemarknaden, financial markets for trading stocks, set of rules, stock market, public offering
- Purpose:** The purpose of this paper is to examine which factors are crucial for a company's decision to list its stocks on a smaller market for trading stocks and how these factors affect the choice of market. We would also like to find out what effects the company's decision about whether to stay or leave the market in question, to be able to see tendencies of whether there exists a need of alternative markets for trading stocks.
- Methodology:** We have done a primarily qualitative study through structured interviews and an opinion poll from an abductive approach.
- Theoretical perspectives:** The main theoretical frame consists of theories, which reflect the circumstances surrounding a public offering and show the advantages and disadvantages.
- Empirical foundation:** We have examined how the customers, i.e. the companies that are or have been listed on *Alternativa aktiemarknaden*, perceive the stock market in question.
- Conclusions:** Alternative financial marketplaces such as *Alternativa aktiemarknaden* partly fulfil the needs of companies that are facing a public offering. We have also found that these marketplaces are better suited as launch pads and educational experiences prior to a potential public offering on a larger stock market

Förord

Vi skulle vilja tacka alla företag som varit hjälpsamma och tagit sig tid att besvara våra frågor, speciellt i en tid av finansiell oro. Vår handledare Tore Eriksson vill vi också tacka för all vägledning och alla synpunkter. Detta arbete hade inte varit genomförbart utan deras hjälp.

Lund 2009-01-12

Max Eklund, Richard Laurits, Sebastian Petersson och Michaela Sorle

Innehåll

1	<u>INLEDNING</u>	7
1.1	BAKGRUND	7
1.2	PROBLEMDISKUSSION	8
1.3	PROBLEMFORMULERINGAR	9
1.4	SYFTE	9
1.5	AVGRÄNSNINGAR	9
1.6	MÅLGRUPP	11
1.7	DISPOSITION	11
2	<u>METOD</u>	12
2.1	VAL AV ÄMNE	12
2.2	KVALITATIV OCH ABDUKTIV ANSATS	12
2.3	DATAINSAMLING	13
2.4	RELIABILITET OCH VALIDITET	16
2.5	REPLIKERBARHET	17
2.6	KÄLLKRITIK	17
3	<u>PRAKTISK REFERENS RAM</u>	19
3.1	ALTERNATIV FÖR KAPITALINFÖRSKAFFNING	19
3.2	FINANSIERINGSFORMER	20
3.3	OLIKA NOTERINGSFORMER	21
3.4	ALTERNATIVA AKTIEMARKNADEN	23
3.5	ANSLUTNINGSKRAV, KOSTNADER OCH KONTROLL	25
4	<u>TEORETISK REFERENS RAM</u>	33
4.1	INLEDNING	33
4.2	TEORIER SOM TALAR FÖR NOTERING	34
4.3	TEORIER SOM TALAR EMOT EN NOTERING	37
5	<u>EMPIRI</u>	38
5.1	INTERVJUER	38
5.2	ENKÄTER	47
6	<u>ANALYS</u>	51
6.1	FRÅGESTÄLLNING 1	51
6.2	FRÅGESTÄLLNING 2	52

6.3	FRÅGESTÄLLNING 3	54
7	SLUTSATS	57
7.1	SLUTSATS	57
7.2	FÖRSLAG PÅ FÖRBÄTTRINGAR	58
7.3	FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING	58
8	KÄLLOR	59
8.1	PUBLICERADE KÄLLOR	59
8.2	MUNTLIGA KÄLLOR	60
8.3	ELEKTRONISKA KÄLLOR	61
8.4	TIDIGARE OPUBLICERADE UPPSATSER	62
8.5	ÖVRIGA	62
9	APPENDIX	63
	INTERVJUER	63
10	BILAGOR	71
10.1	BILAGA 1: INTERVJUFRÅGOR	71
10.2	BILAGA 2: SERVICEPAKET (AM)	72
10.3	BILAGA 3: MARKNADSRÅDET	73
10.4	BILAGA 4: BETYGSÄTTNING (AM)	74
10.5	BILAGA 5: KOSTNADER OMX STOCKHOLM	75
10.6	BILAGA 6: GOD SED ENLIGT AKTIE TORGET	76

Begreppslista

Börs	Ett företag som har tillstånd att driva en eller flera reglerade marknader
Certified Adviser (CA)	Auktoriserad rådgivare.
Finansiell marknadsplats	Används i uppsatsen som ett samlingsbegrepp där samtliga marknadsplatser där handel med värdepapper bedrivs.
MTF	En förkortning för <i>Multilateral Trading Facility</i> , och den internationella benämningen för handelsplattform.
Notering	Anslutning till en reglerad marknadsplats.
Reglerad marknadsplats	Den finansiella marknaden där börsen bedriver handel.
Surveillance	Övervakningsverksamheten hos OMX Nordic Exchange.
VPC	Värdepapperscentralen

1 Inledning

I det inledande kapitlet presenteras bakgrunden till ämnet och problemdiskussionen som mynnar ut i uppsatsens frågeställning och syfte. Därefter redogörs det för avgränsningar, målgrupp och avslutningsvis uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Små och medelstora tillväxtföretag hamnar ofta inför valet om en börsnotering (Europeiska Kommissionens rekommendation, 2003). Anledningen kan vara att företagets ägande blivit svåröversiktligt eller att det helt enkelt saknas kapital. Då företagen har olika motiv skiljer sig också valet om på vilken marknadsplats de skall noteras.

Att notera sig på OMX Stockholm ser många företag som ett framtida ställningstagande då specifika noteringskrav måste uppfyllas och uppföljas, något små- och medelstora tillväxtföretag inte nödvändigtvis är mogna för. Bland annat är informationsplikten en utav grundstenarna bland dessa krav (Regelverk för emittenter - OMX Nordic Exchange Stockholm, 2008). Före 1993 fanns det inget alternativ för företag som sökte de fördelar en notering på en finansiell handelsplats gav, eftersom vi i Sverige hade ett börsmonopol. 1993 så upphävdes dock det tidigare monopolet, i samband med att Stockholms Fondbörs bolagiserades.

Genom avskaffandet av monopolet skapades plötsligt möjligheter för nya marknadsplatser att agera som självständiga börser för aktie- och värdepappershandel (Den svenska finansmarknaden, 1999). Denna möjlighet tillvaratogs och ett antal mindre marknadsplatser startades upp. På dessa är kraven generellt lägre än på OMX Stockholm, något som även kan leda till misstro hos allmänheten. Detta fenomen togs upp i en artikel på Aktiespararnas hemsida i början av 2008 och gick under namnet "Småbolagsaktier närmast osäljbara när börsen dyker" (www.aktiespararna.se). Artikelns kritik mot osäljbara aktier under börsfall är också relevant kritik då vi just nu befinner oss i en lågkonjunktur med en finanskris och fallande börskurser som förklaring.

Alternativa aktiemarknaden (förkortas vidare AM) är en av dessa nya marknadsplatser. Denna skiljer sig gentemot flera av de andra mindre aktörerna inom aktiehandel. Delvis vad gäller anslutningskrav men även att handeln utförs på icke-traditionellt vis. AM grundades med tanken att möta behovet för företag som har ett spritt ägande, men ingen organiserad handel i sina aktier. Dessa aktieposter kan vara fördelade i relativt små poster, och lämnar därför ägaren få eller inga möjligheter att avyttra dem. AM har beräknat att det finns grovt räknat 1 000 sådana företag i Sverige. AM har i skrivande stund 29 bolag representerade på sin lista (www.alternativa.se).

Det står även ett par bolag på tröskeln in på handelsplatsen samtidigt som några företag, av olika anledningar, valt att lämna den. Målsättningen med AM är inte begränsad till att möjliggöra handel åt företag som tidigare inte haft någon. Den har även ett sidosyfte, vilket är att hjälpa företagen vidare i sin utveckling mot en mer traditionell notering. AM är dock inte den enda mindre marknadsplatsen i Sverige. Andra som frekvent uppkommer i dessa sammanhang är till exempel First North, Aktietorget och den nyligen uppköpta NGM Equity (www.di.se).

1.2 Problemdiskussion

Efter avregleringen av börsmonopolet (Publikation av Sveriges Riksbank: Den svenska finansmarknaden, 1998) uppstod ett antal nya marknadsplatser vars huvudsakliga syfte var att bedriva aktie- och värdepappershandel. Majoriteten av dessa marknadsplatser följer samma regelsystem som OMX Stockholm, och har i grunden även samma typ av handelsformer. Det finns dock vissa marknadsplatser som använder andra typer av handelsformer. En av dessa är Alternativa aktiemarknaden som använder en helt annan form av prissättning på aktierna som är anslutna till deras lista än vad som är fallet i OMX Stockholm, NGM, Aktietorget samt andra handelsplatser med mer traditionell handel. Vi har inte funnit någon tidigare forskning om den här unika typen av handel och vi anser därför att detta område behöver vi uppmärksamma. Området är intressant eftersom många företag befinner sig i en situation då de överväger en börsintroduktion men kanske inte uppfyller de krav eller inte förfogar över de faktorer som ses som avgörande inför en börsintroduktion (First North Nordic – Rulebook October 2008). Då den handel som AM tillämpar skiljer sig från samtliga andra marknadsplatser faller det sig naturligt

att utreda dess roll som marknadsplats. Det är även intressant att undersöka de berörda företagens syn på AM:s specifika handelssystem samt den värdering av bolag som skapas (www.alternativa.se).

En av de stora frågorna som vi har för avsikt att behandla är om en mindre marknadsplats, såsom AM, kan agera som en fullskalig konkurrent mot de större marknadsplatserna. Eller kanske är det så att den uppfattas som en ingångsport till vad som kommer till mötes vid en notering på de stora listorna hos OMX Stockholm eller vid en anslutning till någon annan marknadsplats.

1.3 Problemformuleringar

Följande tre frågeställningar kommer vi att utreda i denna uppsats:

1. *Vilken samhällsfunktion fyller en finansiell marknadsplats gentemot övriga finansieringsformer?*
2. *Vad skiljer Alternativa aktiemarknaden gentemot andra mindre marknadsplatser?*
3. *Är Alternativa aktiemarknaden en konkurrenskraftig marknadsplats för företag?*

1.4 Syfte

Syftet är att utreda vilka faktorer som ligger bakom ett företags beslut att ansluta sig till en mindre marknadsplats och hur dessa faktorer påverkat valet av marknadsplats. Vi vill även komma till insikt om vad som påverkar besluten om att stanna kvar respektive lämna marknadsplatsen i fråga, för att på så sätt se om det finns tendenser till ett behov.

1.5 Avgränsningar

Det finns ett flertal finansiella marknadsplatser för aktiehandel i Sverige men vi har valt AM som vårt studieobjekt. Då vi anser att det har en unik affärsidé, ett

unikt handelsystem och dessutom existerar det relativt lite forskning kring denna nya typ av finansiella marknadsplatser.

Med AM som studieobjekt lämnas det därmed mindre utrymme till andra liknande finansiella marknadsplatser i vår uppsats. De företag vi intervjuar har även någon koppling till AM, vare sig de är anslutna eller har varit anslutna till AM. Anledningen till detta är att vi hellre vill gå på djupet med en aktör snarare än att skriva översiktligt om flera olika. Regelverken och anslutningskraven för de olika alternativen skiljer sig så markant åt att de bör delas upp i fyra olika listningskategorier (www.fi.se). Därtill har vi adderat den första kategorin som behandlar privat finansiering.

- Privat och olistad
- Aktielistor
- Övrig organiserad handel med aktier
- Handelsplattformar (MTF)
- Reglerade marknadsplatser (börser)

Som tidigare nämnts har vi valt att fokusera på AM vilket betyder att våra avgränsningar tvingas utesluta noggrannare genomgång av flera finansiella marknadsplatser. Samtidigt krävs det att samtliga kategorier tas upp med tanke på den helhetsbild av konkurrerande listor och marknadsplatser som vi ämnar visa upp. De övriga listorna och finansiella marknadsplatserna kommer därför att nämnas i kapitlet praktisk referensram.

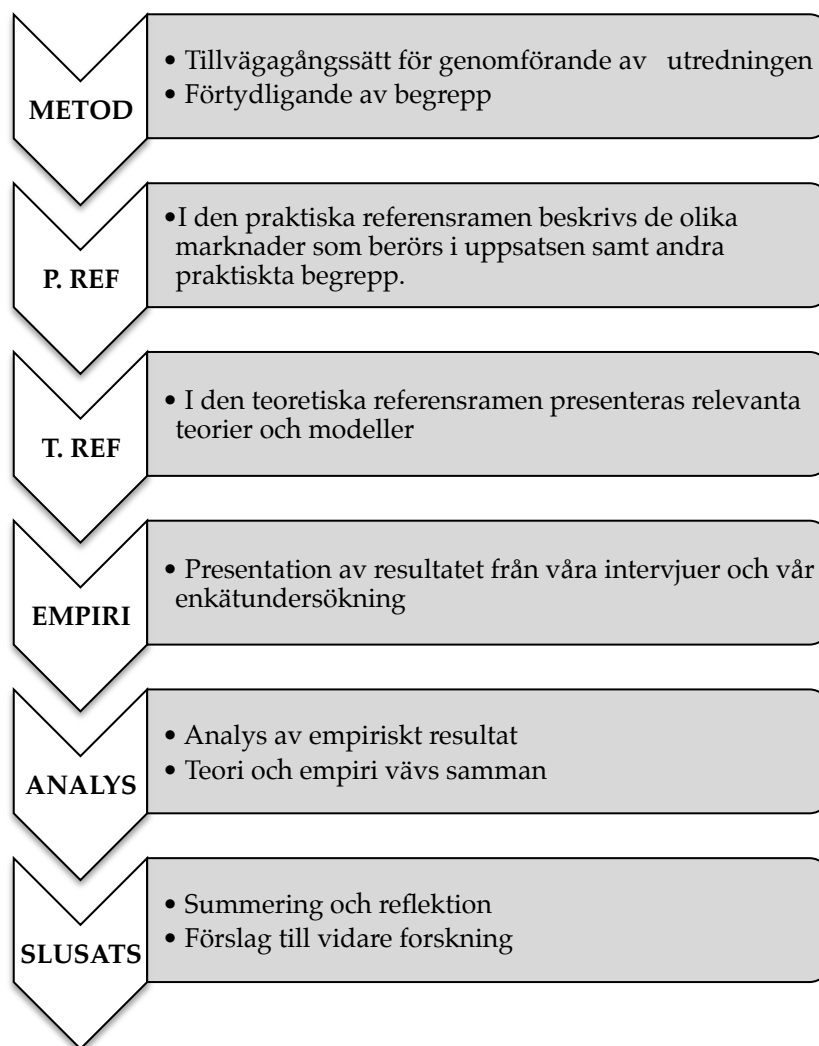
Vad gäller alternativet "privat och olistad" avser vi privat finansiering. Antingen ifrån företaget eller den ursprungliga ägaren själv eller i form av riskkapital. Oftast står valet mellan privat finansiering eller en form av organiserad handel med aktier. Därför anser vi att det var viktigt att ta upp den privata finansieringsaspekten för att svara på vår frågeställning.

Självklart skulle det vara intressant att göra en djupgående analys av samtliga alternativ ett företag har inför det steg vi diskuterar i uppsatsen, men vi anser att ovan nämnda (med avgränsningar) är de mest intressanta för arbetets syfte.

1.6 Målgrupp

Målgrupp för denna uppsats är studenter som läst finansiering på C-nivå. Vi utgår ifrån att dessa personer besitter den förståelse och kunskap som krävs för att tillgodogöra sig informationen i denna uppsats. Uppsatsen vänder sig även till företag som funderar på att borsintroducera sig, och då främst företag som funderar på att ansluta sig till en av de mindre marknadsplatserna.

1.7 Disposition



2 Metod

I detta kapitel kommer vi att beskriva de metod- och ansatsval som vi har gjort samt redogöra för hur vi kommer att använda dem för att kunna utforma vår empiri.

2.1 Val av ämne

Vid diskussionerna om val av ämne kom vi fram till att vi ville undersöka något som intresserade oss men också något som verkligen efterfrågades, ett kunskapsgap som någon uttryckligen ville ha hjälp med att fylla. Det fann vi och bestämde oss sedan för att ha AM som studieobjekt på grund av deras unika affärsidé. Tidigare forskning om såväl börsnotering som anslutning till olika finansiella marknadsplatser går att finna. Dock har vi inte hittat någon med likartad infallsvinkel.

2.2 Kvalitativ och abduktiv ansats

Som Bryman och Bell (2005) diskuterar i Företagsekonomiska forskningsmetoder kan det ibland vara svårt att välja en forskningsstrategi rakt av. I vår uppsats ämnar vi främst använda ett positivistiskt och abduktivt synsätt, där vi både kommer att pröva existerande teorier och förhoppningsvis generera någon ny del till teorierna. Huvuddelen av våra insamlingsmetoder och ansatser är kvalitativa, eftersom vi söker kvalitativ empiri (Rienecker; Jørgensen, 2008). Vi anser att det kvalitativa lämpar sig bäst för våra frågeställningar, då vi är ute efter att kartlägga företagets uppfattning om AM. Det finns dock även små kvantitativa inslag som vi har valt för att komplettera det kvalitativa. Intervjuerna och utformningen av enkäterna är tänkta att ge oss det djup vi är ute efter, vilket ofta är förknippat med det kvalitativa. Att vi sedan har genomfört intervjuer samt skickat ut enkäter till ett flertal företag, ger oss den bredd vi är ute efter och ger oss på så sätt de kvantitativa inslag vi efterfrågade.

2.3 Datainsamling

2.3.1 Primärdata

Studiens primärdata består främst av strukturerade intervjuer per telefon med sex företag som är anslutna till AM samt med ett företag som lämnat marknadsplatsen. Vid val av huvudsakliga primärdata föll beslutet slutligen på metoden enkätundersökning. Den genomfördes på resterande företag som är anslutna till AM.

Strukturerad intervju: Känt är att den strukturerade intervjun följer ett i förväg fastställt intervju- eller frågeschema (Bryman; Bell, 2005), vilket mer eller mindre är ett måste för att få en rättvis bild av det resultat vi sammanställt med hjälp av materialet. Eftersom vi följer ett intervjuschema har vi därmed täckt för att upptäcka eventuella avvikelser i svaren och vi kan lättare upptäcka motstridande åsikter vad gäller svaren på frågorna. Vårt val av intervjumetod kommer även att underlätta för intervjuaren att behålla sin objektivitet då denne inte kan vinkla och anpassa frågor på samma sätt som vore möjligt vid en ostrukturerad kvalitativ intervju. Detta kommer förhoppningsvis även att minska intervjuareffekten (Körner; Wahlgren, 2002). Intervjuerna fokuseras kring såväl de positiva som negativa aspekterna som företagen upplever av att vara anslutna till AM. Då det finns två olika sätt att ansluta sig till AM har vi valt att skilja de två första frågorna åt, eftersom vi inte kan ställa ett aktieägaranslutet företags ledning frågan om vad deras avsikter var med anslutningen. I övrigt har vi försökt täcka det viktigaste man kan komma åt i en kort kompakt intervju. Områden som vi väntas behandla är exempelvis handeln på AM, men även hur handeln hanterades innan anslutningen samt allmän kritik och vilka planer som fanns före och efter anslutningen.

Intervjuförfarande: Våra intervjuer har vi valt att genomföra per telefon. Både på grund av resursbrist men också för att undvika så kallad intervjuareffekt. Vi önskade inte att våra respondenter skulle påverkas av oss på det sätt som kan uppstå vid en personlig intervju, därför ansåg vi att telefonintervjuer lämpade sig bättre. Det kan diskuteras ifall det är möjligt eller inte att vid en telefonintervju få respondenterna att känna tillit och därmed svara så sanningsenligt som möjligt. Detta brukar anses vara lättare vid personliga intervjuer. Vi ansåg dock att våra frågor var av sådan natur att respondenterna ändå skulle svara korrekt och ärligt, samtidigt som vi försökte bygga upp ett

förtroende på annat sätt. När vi kontaktade de olika företagen var vi noga med att informera dem om vad vårt syfte med uppsatsen och intervjuerna var. Vi såg till att boka in tider för telefonintervjuerna som passade bäst för respondenterna, för att på så sätt eliminera att stress och brist på koncentration skulle påverka deras svar. Därefter informerades de att vi skulle skicka en sammanställning av intervjun och svaren när den var klar samt informera dem om att de gärna fick höra av sig vid frågor eller funderingar. Här var tanken att skapa förtroende och en avslappnad respondent.

Vidare spelade vi in intervjuerna, för att på ett så korrekt sätt som möjligt återge vad respondenterna svarat men också för att undvika att intervjuaren själv inte skulle bli distraherad eller okoncentrerad. Respondenterna fick i god tid frågan om de accepterade ljudupptagning av samtalet och samtliga accepterade. Ifall så inte hade varit fallet hade en medhjälpare suttit bredvid och antecknat medan en huvudperson hade lett intervjun.

Själva intervjuerna genomfördes alla på samma sätt. Inledningsvis presenterade intervjuaren åter igen uppsatsens syfte och sedan frågades respondenten om inspelning av samtalet var tillåtet. Frågorna ställdes (vilka frågor framgår av bilaga 1) av en intervjuare som även var den som ledde samtalet. Även här var detta ett sätt för oss att försöka undvika intervjuareffekt och förvirring (Bryman; Bell, 2005). Därefter frågade intervjuaren om respondenten hade något att tillägga eller fråga, varpå vi återigen informerades om sammanställningen som skulle skickas ut och sedan avslutades intervjun.

Urvalsprocess inför intervjuer: Som tidigare nämnts blev valet av respondenter till intervjuerna sex företag som idag är anslutna till AM samt ett företag som valt att lämna. Dessa företag valdes ut genom en listning av de som idag finns registrerade på AM samt de som lämnat AM för att gå vidare till en annan finansiell marknadsplats. Efter en bedömning av tidsaspekten som fick sätta gränser för hur omfattande empirin får bli, bestämde vi att sju var ett lagom antal att intervjua. Vilka sju det blev, valdes sedan slumpmässigt. Optimalt hade det varit att intervjua samtliga anslutna till AM samt de som valt att lämna. I synnerhet inte nu under dessa oroliga tider till följd av finanskrisen. Vi valde därför helt enkelt det antal som vi hade tid och resurser för. Då AM inte inriktar sig mot någon specifik bransch och då vi heller inte har någon sådan aspekt med i vår frågeställning är de valda företagen av spridd karaktär. På så sätt hoppas vi få en så representativ bild som möjligt av företag som är

eller har varit anslutna till AM. Exakt specificerat vilka företag vi har intervjuat och vilka personer presenteras i empiriavsnittet.

Enkät: Som vi tidigare nämnt har vi valt att samla in primärdata genom enkäter. Enkätundersökning valde vi som ett komplement till våra intervjuer för att nå de företag vi inte haft möjlighet att genomföra en djupare intervju med och för att få en mer statistisk bild av företagens uppfattningar och svar. Enkäterna fyllde då en komplementär funktion på så sätt att vi kunde se om våra svar från intervjuerna stämde överens med enkätsvaren. Svartsbortfallet lär vara större vid enkätundersökningar men då vi utformade enkäten på ett mycket användarvänligt sätt samt gjorde den anonym, ansåg vi att det skulle kunna minska svartsbortfallet. Enkätens frågor fokuserar på för- och nackdelar som företagen upplever med anslutningen till AM. Eftersom fokus ligger just där är enkäterna ganska nära intervjuerna i innehåll och kan förhoppningsvis därmed stärka reliabiliteten i resultaten ifrån intervjuerna. (Bryman; Bell, 2005).

Enkätförfarande: Enkäterna konstruerades på så sätt att frågorna skulle vara relativt få, lättförståeliga och främst fokusera kring de för- och nackdelar företagen upplever med deras anslutning till AM. Respondenterna mailades sedan direkt, det vill säga vi mailade personen vi ville komma i kontakt med, i första hand VD, och inte till någon allmän företagsmail. I mailen presenterades vad syftet med vår undersökning var och avslutningsvis ombads läsaren att fylla i en webbaserad anonym enkät. På så sätt kunde vi sedan på ett enklare sätt sammanställa och dra slutsatser från resultaten.

Urvalsprocess inför enkätundersökning: Likaså i denna urvalsprocess finns det begränsade möjligheter till helt slumpvisa urval då det bara finns ett begränsat antal företag som har varit eller är anslutna till AM. Bland dessa valde vi (efter att ha exkluderat de företag vi redan intervjuat) slumpmässigt att skicka enkäter till 25 företag, varav 15 har svarat.

2.3.2 Sekundärdata

Utöver de primärdata vi har fått in genom intervjuer och enkäter har vi också använt oss av diverse sekundärdata. Teorier för att hjälpa oss analysera vår empiri har vi främst hittat genom sökningar i Lunds universitets sökmotor ELIN, men även fri sökning på Google (www.google.com) samt bland tidigare

uppsatser från universitet världen över. Teorierna är hämtade från artiklar ur kända facktidningar samt vetenskapliga tidskrifter. Vi har även sett att de vid flertalet tillfällen blivit refererade till i andra uppsatser.

För att kunna besvara vår frågeställning har vi också fått upprätta en praktisk referensram för att kunna jämföra AM med övriga finansiella marknadsplatser i Sverige. Till detta har vi behövt samla in information från dessa finansiella marknadsplatser hemsidor och från Finansinspektionen, både genom FI:s hemsida och genom telefonsamtal när det uppstått oklarheter.

2.4 Reliabilitet och validitet

Då vi valt att fokusera på en specifik finansiell marknadsplats, AM, får vår undersökning inslag av fallstudiedesign. Reliabiliteten, det vill säga hur pass tillförlitliga resultaten från våra undersökningar är, har vi försökt hålla hög genom att genomföra våra intervjuer på ett så likartat sätt som möjligt samt samlat information från så många respondenter som möjligt. Att resultaten har varit relativt likartade hos de olika respondenterna, ser vi också i efterhand som ett tecken på stabilitet, vilket är ett av de tre viktiga faktorer som man tar hänsyn till vid frågan huruvida ett mått är reliabelt eller inte (Bryman; Bell, 2005). Vi är emellertid medvetna om kritiken mot bristande extern validitet och generaliserbarhet vid sådana studier. Vi är dock mer ute efter en teoretisk generaliserbarhet som kan tänkas användas i framtida forskning om andra alternativa finansiella marknadsplatser.

Vår uppsats skulle också kunna ses som en form av surveyundersökning då vår information huvudsakligen består av strukturerade intervjuer och enkäter som alla haft till syfte att besvara vår frågeställning och få fram data för att kunna analysera sambanden. Vi har dock en mer kvalitativ inriktning än vad man vanligtvis har vid surveyundersökningar. Även här har vi försökt uppnå reliabilitet och validitet efter bästa förmåga. Dock har vi inte kunnat genomföra ett helt slumpmässigt urval (Bryman; Bell, 2005) på grund av att det endast är ett begränsat antal företag som är anslutna respektive har valt att inte längre vara anslutna till AM.

2.5 Replikerbarhet

För att underlätta andra forskares möjligheter till att försöka replikera vår undersökning har vi försökt i möjligaste mån att utförligt beskriva vårt tillvägagångssätt i detta metodavsnitt. Detta i syfte att exempelvis i framtida forskning se om resultaten blir detsamma eller om det har uppstått nya omständigheter som är av betydelse för utfallet. På längre sikt är vi dock medvetna om att en rad faktorer kan komma att påverka replikerbarheten då bland annat den rådande marknadssituationen kan se annorlunda ut (Bryman; Bell, 2005).

2.6 Källkritik

Det är också nödvändigt att förhålla sig kritisk information som hämtas från diverse källor. Man bör ta i beaktande vem som skrivit texten, hur pass gammal och tillförlitlig den är och om den hjälper oss att besvara vår frågeställning (Rienecker; Jörgensen, 2008). Vi har, i den mån det var möjligt, undersökt vem som skrivit de olika teorierna som vi använder oss av i vår uppsats samt tagit reda på var de publicerats. Utifrån detta har vi gjort bedömningen att källorna är relevanta och tillförlitliga.

Vad gäller internetadresser är det viktigt att vara mycket försiktig och granska källorna noga. Att vi tagit mycket information direkt från respektive finansiella marknadsplats ökar risken för subjektivt vinklad information. Vi har dock försökt jämföra datan med andra källor och med vår egen tidigare kunskap och dragit slutsatsen att informationen är tillförlitlig.

En stor nackdel vid telefonintervjuer är att man inte har samma personliga kontakt som vid en fysisk intervju. Man kan på så sätt inte reagera på hur respondenten betar sig, uppfatta osäkerhet eller andra tecken på att svaret inte är helt korrekt. För att försöka hantera det här har vi, som tidigare nämnts, skickat en sammanställning av respektive intervju till respektive respondent för att på så sätt kunna eliminera eventuella missförstånd. Man bör också vara vaksam på att vissa frågor ibland kan vara känsliga att svara på eller att respondenterna ibland kan vilja svara på ett sätt som de tror är önskvärt. Baserat på våra frågor och hur vi uppfattat respondenterna har vi gjort bedömningen att så inte är fallet i vår undersökning.

Att våra enkäter har skickats elektroniskt kan både ha sina för- och nackdelar. De negativa aspekterna kan vara att man inte riktigt kan kontrollera att de hamnat hos rätt person eller ens om personen läst mailet. I dagens samhälle sker mycket korrespondens över e-mail och det cirkulerar även mycket skräppost. Det är då lätt hänt att respondenterna inte bryr sig om att svara eller helt enkelt att mailet sållas bort och hamnar bland skräpposten. En fördel kan å andra sidan vara att det är tids- och resurseffektivt eftersom respondenten lätt kan fylla i enkäten på datorn och skicka iväg svaren direkt när det passar honom eller henne. Vid enkäter i pappersform blir det genast aningen mer krävande då man bland annat måste se till att enkäten postas tillbaka. Fler negativa faktorer kan nämnas, till exempel att respondenten på förhand kan se alla frågor, att de inte förstår frågorna med mera (Bryman; Bell, 2005). Vi har försökt kringgå alla dessa aspekter genom att direkt maila VD:n på företagen, lägga ner mycket tid på att formulera en bra text som förklarar syftet med enkäten samt utformat en lättförståelig webbaserad enkät med tydliga och inte alltför många frågor.

Vad gäller våra enkäter faller, som tidigare nämnts, den största kritiken på svarsbortfallet. Hög svarsfrekvens kan dock ses som mindre viktig i vårt fall, då vi inte har genomfört ett helt slumpmässigt urval. Vi har redan gjort ett visst urval när vi enbart valt att kontakta företag som varit anslutna till AM, och därför borde inte ett högre svarsbortfall innebära ett stort problem, enligt Bryman och Bell (2005). Svarsfrekvensen uppgick dessutom till 60 % - en procentsats som kan klassas som acceptabel (Mangione, 1995).

3 Praktisk Referensram

I den praktiska referensramen redogörs vilka alternativ ett företag har vid beslut om anslutning till en finansiell marknadsplats och vilka regelverk de olika finansiella marknadsplatserna innehar.

3.1 Alternativ för kapitalinförskaffning

För att få en tydligare bild av aktiemarknadsbranschen och se vilka alternativ företag har för att få in kapital ska vi redogöra för de alternativ som är aktuella för vår utredning. Vi har i våra avgränsningar valt att inte fokusera vår uppsats på alla de aktuella finansiella marknadsplatser som finns tillgängliga på den svenska marknaden, utan fokuserat på följande fem: OMX Stockholm, First North, Aktietorget, Göteborgslistan och AM. Vi tänker dock kort presentera de övriga finansiella marknadsplatserna och deras olika regelverk för att ge en klarare helhetsbild.

Det är inte konstigt att förvirring uppstår vad gäller benämningen på de olika finansiella marknadsplatserna då en lag som berör området nyligen trätt i kraft. Denna har stipulerat nya definitioner vilka vi kommer att använda. Det var den 1 november 2007 som den nya lagen för värdepappershandel togs i bruk och den går under namnet MiFID (Directive on Markets in Financial Instruments). Enligt denna lag finns det två varianter av handelsplatser; reglerad marknad (även kallad börs) och handelsplattform eller MTF. Utöver dessa två kategorier finns det även finansiella marknadsplatser som för organiserad handel med aktier, samt ett antal listor som inte för handel men ändå redovisar kurser och för köpare och säljare samman. För att få en tydligare bild av de olika finansiella marknadsplatserna har vi valt att dela in dem i de kategorier de tillhör.

3.2 Finansieringsformer

3.2.1 Egen finansiering

Det vanligaste sättet för ett företag att finansiera sig är att göra det självständigt, det vill säga genom egna vinster eller genom grundarnas egna kapital. Denna metod fungerar för normalfallen och är klart mest utbredd. Emellertid fungerar den mindre bra för företag som behöver växa fort eller har stora investeringar i förhållande till sin storlek, sina tillgångar, vinster etcetera. Denna form av finansiering är inte alltid heller ett realistiskt alternativ, då det ibland saknas forna vinster eller då ägarna satsat på andra engagemang och liknande. När så sker finns det dock ett antal andra alternativ man kan använda sig av.

3.2.2 Lån

Vi har valt att räkna vanliga lån som ett eget alternativ. Lån eller egentligen banklån är den vanligaste formen av tillskott av externt kapital (www.expowera.se). Dock har den ofta samma brister som den egna finansieringen, och av samma anledningar. Banker och andra företag eller människor som lånar ut pengar, är ofta ovilliga att ta en större risk och vill därför oftast ha säkerheter och ser helst att företaget redovisar en hälsosam vinst. För ett företag som behöver stora mängder kapital för att växa fort kan det vara mycket svårt att övertyga till exempel en bank om att låna ut en summa som upplevs stor i relation till företagets nuvarande tillgångar eller vinster. (www.nutek.se)

3.2.3 Externt riskkapital

Externt riskkapital kan beskrivas som företag/organisationer eller enskilda individer som investerar pengar i ett företag och tillför det kapital, oftast i utbyte mot ägarandelar (www.expowera.se). Investering som sker tidigt i ett företags livscykel kallas generellt för *Venture Capital*. Venture capital-investeringar kännetecknas ofta av hög risk och därmed brukar investerarna föra hårda förhandlingar angående ägarandelar i företaget samt att deras tidshorisont är begränsad. Externt riskkapital som investeras i mer mogna företag brukar kännetecknas av en klar exit-strategi inom en kort tidsrymd och en önskan om vinstmaximering i ett kortare perspektiv. (www.nutek.se)

3.3 Olika noteringsformer

Se följande avsnitt för information om olika noteringsformer och platser och kraven för att få vara med på dem.

3.3.1 Reglerade marknadsplatser

OMX Nordic Exchange Stockholm AB: OMX Stockholm fungerar som en marknadsplats för handel med värdepapper. Det är inte enbart aktier som det handlas med utan även värdepapper i form av förlagsbevis, obligationer, warranter, premieobligationer och terminer. För att se hur utvecklingen på OMX Stockholm har gått under en viss period kan man följa de olika index som finns, exempelvis OMXS. Det ger dem rätt att handla där och kan därför erbjuda sina kunder (vilket kan innefatta både privatpersoner och institutioner) möjlighet till handel. En borsmedlem kan en fondkommissionär eller bank (såväl svenska som utländska) vara, om de är anslutna till börsen.

Företaget OMX bedriver börsen i Stockholm men även börserna i Köpenhamn, Riga, Helsingfors, Tallinn och Vilnius. Alla dessa går under benämningen the Nordic Exchange. OMX Stockholms nordiska lista består av de danska, svenska och finska börserna. Sedan är företagen som är listade på dessa börser i sin tur indelade i tre listor: Large Cap, Mid Cap samt Small Cap. På Large Cap skall företagens börsvärde överstiga en miljard euro. På Mid Cap gäller det att ha ett börsvärde på mellan 150 miljoner och en miljard euro medan företag som ligger under 150 miljonersgränsen får ligga på Small Cap-listan (www.nasdaqomxnordic.com).

Nordic Growth Market NGM AB: Nordic Growth Market (även förkortat NGM) har funnits sedan 1993 och har två reglerade marknader (men även en oreglerad marknad kallad Nordic MTF, som kommer att presenteras under avsnittet "handelsplattformar" nedan). På dessa två reglerade marknader, som benämns NGM Equity och NDX, sker handel av värdepapper. I likhet med OMX Stockholm kan företag här genomföra en notering. Reglerna (vilka vi återkommer till senare) är dock färre. NGM ägdes av Nordic Growth Market NGM Holding AB fram till november 2008 då det köptes av tyska Börsen Stuttgart (www.ngm.se).

3.3.2 Handelsplattformar (MTF)

First North: First North-listan tillhör OMX Nordenbörs och klassas som en handelsplattform som riktar in sig på små tillväxtföretag. Nya Marknaden hette handelsplattformen tidigare, men bytte år 2006 namn till First North. Idag har First North hela 132 bolag på sin lista. First North-listan ger företagen som är listade där möjligheten att synas och bli mer tillgängliga. Regelverken (som vi återkommer till senare) är dock mindre komplicerade, om man jämför med de regelverk som de börsnoterade företagen måste följa (www.nasdaqomxnordic.com).

Aktietorget: Aktietorget ägs av Aktietorget Holding AB och är en handelsplattform med 107 bolag. De erbjuder aktiehandel i handelssystemet SAXESS och handlas därmed på samma sätt som på OMX Stockholm. Aktietorget är fokuserat på växande företag som är starkt entreprenörsledda och de anser sig erbjuda investerarna ett gott skydd genom sitt välanpassade regelsystem.

I mars 2007 fick Aktietorget Finansinspektionens tillstånd att som värdepappersbolag förmedla kontakt mellan säljare och köpare av aktier (www.aktietorget.se).

NGM Nordic MTF: Nordic MTF klassas också den som en handelsplattform. Den riktar in sig på små och medelstora tillväxtbolag som inte är redo för en börsnotering än. Deras handel sker i handelssystemet Freeway och de har 26 bolag på sin marknadsplats. (www.nordicmtf.se).

3.3.3 Övrig organiserad handel

Alternativa aktiemarknaden: *Se eget avsnitt under punkt 3.4*

3.3.4 Aktielistor

Göteborgs OTC Lista: "Göteborgslistan" fungerar som ett alternativ för företag som längre fram önskar ansluta sig till en stor finansiell marknadsplats men som idag inte har den möjligheten. Syftet med listan är att få ägarspridning, att få handel i sina aktier och att få dem värderade. Listan innehåller för tillfället sju bolag och drivs av värdepappersbolaget Thenberg & Kinde. (www.thenberg.se)

Bequoted: Bequoteds verksamhet går ut på att förse aktieägare, massmedia och investerare med information om olika aktiebolag samt deras aktiekurser. De har även en inofficiell aktielista för värdepapper där de tillsammans med ett värdepappersbolag bedriver aktiehandel. Där har de för närvarande 21 inofficiella aktier och värdepapper listade (www.bequoted.com).

Inoff.nu: Företaget, Inofficiella Aktier AB, ägs av Thenberg & Kinde AB, och är en webbplats som erbjuder möjligheten att annonsera ut aktier. Man lägger där ut annonser om aktier man önskar köpa eller sälja och vid ett ömsesidigt intresse genomförs transaktionen mellan personerna eller företagen själva (www.inoff.nu).

3.4 Alternativa aktiemarknaden

3.4.1 Om Alternativa aktiemarknaden

AM i Sverige AB grundades 2003 av Investment AB Spiltan och Högbom Söderström AB och är formellt ett värdepappersbolag under Finansinspektionens tillsyn. Investment AB Spiltan, som äger 42 % av AM:s aktier, är ett riskkapitalbolag med innehav av både onoterade och noterade företag. Högbom Söderström AB, AM:s nästa största ägare med 12 %, är ett konsultföretag som främst erbjuder rådgivning till redan börsnoterade företag men likaså till företag i börsintroduktionsfasen. Konsultföretaget ägs av Kent Söderström samt Carl Johan Högbom, som är AM:s nuvarande VD (tidigare chef för tidigare Stockholmsbörsen AB). Då en anslutning till AM är kostnadsfri får de sina intäkter från courtage och från eventuella servicetjänster (se Bilaga 2) till företagen. Dessa servicetjänster nyttjas i nuläget av ca hälften av bolagen (Dagens Industri 2008-01-02).

AM har idag 29 noterade bolag på sin lista. Handeln sker som regel en gång i månaden, även om bolag kan välja att handel sker mer sällan, exempelvis en gång i kvartalet. Anledningen till att handel inte sker på daglig basis har att göra med de noterade företagens storlek och ägande. Därför fastställs priset på aktierna via en auktionsmodell eller av ett särskilt marknadsråd, vilket kommer tydliggöras nedan.

I AM finns även möjligheten att handla i en aktie som har en form av hembud. Det vill säga möjligheten finns att handla i aktier som har en eller flera begränsningar angående vem som får äga aktierna i bolaget.

3.4.2 Marknadsrådshandel och auktionshandel

Som tidigare nämnts sker handeln på AM inte kontinuerligt, det vill säga inte efter samma traditionella dagliga mönster som på exempelvis OMX Stockholm. Handeln sker i stället en till tolv gånger om året på förutbestämda dagar, vanligen under en handelsperiod på cirka en vecka. All handel under en viss handelsdag sker också till ett förutbestämt pris, som fastställs ungefär två dagar in på varje handelsperiod. Fastställandet av aktiepris sker enligt två modeller; marknadsrådshandel eller auktionshandel. Företaget väljer själv enligt vilken modell dess aktie ska prissättas.

Marknadsrådshandel är den modell som enligt AM:s rekommendationer bäst passar mindre företag med en begränsad ägarspridning. Här är det ett särskilt marknadsråd som fastställer aktiepriser inför varje enskild handelsdag. Marknadsrådet består vid ingången av år 2009 utav fem personer (se bilaga 3) som alla har stor kunskap inom analyser och värderingar. Samtliga har även erfarenhet från näringslivet då de suttit på höga positioner inom sina respektive områden. Aktiepriset fastställs med hjälp av en traditionell värderingsmodell som sedan kombineras med information tagen från en anbudsgivning (kallad book building). Där har potentiella investerare fått lägga bud som sedan marknadsrådet tar del av och jämför med resultatet de har fått fram ur den traditionella värderingsmodellen. Därefter fastställs ett visst aktiepris. På så sätt kan man undvika omotiverad volatilitet.

Den andra modellen, auktionshandel, innebär helt enkelt att priset sätts efter de order som kommer in från potentiella köpare och säljare. Detta pris fungerar sedan som ett fast pris under handelsperioden den avser. De främsta konkurrensfördelarna med denna typ av handel, oavsett modell, är att den totala transaktionskostnaden minskar eftersom spreaden elimineras (www.alternativa.se).

3.5 Anslutningskrav, kostnader och kontroll

Här har vi valt ut fem olika finansiella marknadsplatser som vi kommer att beskriva närmare med hjälp utav anslutningskrav, anslutningskostnader samt hur handeln och finansiella marknadsplatser övervakas med hjälp av regler och kontroll. Då de olika alternativen skiljer sig åt i vad som ingår i den löpande avgiften eller den direkta kostnaden vid anslutning, såsom service eller obligatoriska värderingar, är det svårt att göra en exakt jämförelse, men informationen nedan skall ändå kunna ge stöd åt en rättvis bild över kostnadsnivåerna.

3.5.1 Alternativa Aktiemarknaden

Anslutningskrav

- Marknadsvärde från cirka 20 miljoner kronor (kan vara lägre om antalet aktieägare är betydligt fler än minimikravet på ca 100 aktieägare).
- Från c:a 100 aktieägare (kan vara färre vid prissättning via Marknadsrådet eller om minst två ägare agerar likviditetsstöd) och minst 10 % av aktier samt röster måste innehas av andra än huvudägarna och dess närstående.
- Minst 2 års historik varvid senaste bokslut skall avse befintlig verksamhet samt redovisa rörelseintäkter.
- Offentligjord finansiell information i enlighet med Årsredovisningslagen (Årsredovisningslagen (1995:1554)).
- Företaget bedöms kunna finansiera det kommande årets verksamhet.
- Inga hembud i bolagsordningen för de aktieslag som avses bli föremål för handel (gäller ej så kallad Hembudshandel).
- Verksamhet och organisation som gör företaget lämpligt för anslutning.
- Publikt företag med VPC-anslutning. (www.alternativa.se)

Anslutningskostnad: *Kostnadsfritt*

Löpande kostnader: Inga obligatoriska avgifter, dock kan olika servicepaket väljas (se bilaga 2).

- Small – 40 000 kr/år
- Medium – 65 000 kr/år
- Large – 90 000 kr/år

Övervakning och kontroll: För att kunna ansluta ett företag till AM krävs som lägst att dess årsredovisning följer Årsredovisningslagen och att informationen finns på företagets hemsida.

AM har även infört ett system för att uppmuntra företagen att lämna mer och bättre information och på det sättet ge intressenter möjlighet att få en bättre insyn i det aktuella bolaget. Den information som bolagen lämnar ut betygsätts på en nivåskala med G, VG och MVG som standard (se bilaga 4 för ytterligare detaljer). Dessa nivåer kan även i vissa fall kompletteras med ett (+) för att markera att bolagets information är bättre än standard. AM uppmuntrar med sin nivåskala företag att sköta sin redovisning enligt lagar och god sed samt att lämna väsentlig information om förändringar i bolaget eller dess utsikter.

För handel med värdepapper gäller två lagar i Sverige som i det stora hela styr insiderhandeln. Dessa två är: Lag (2000:1087) som behandlar anmälningsskyldigheten för vissa innehav av finansiella instrument och Lag (2005:377) som hanterar straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (www.riksdagen.se). Den första lagen om anmälningsskyldigheten rör inte de bolag som finns registrerade på AM då de definitionsmässigt inte är riktiga aktiemarknadsbolag, men vill bolaget ha MVG i betygssättningskalan för informationsutlämningen krävs det att denna lag beaktas (www.alternativa.se).

Den andra lagen om marknadsmissbruk vid handel är gällande för företagen som finns registrerade på AM och den säger bland annat att en person med icke offentliggjord information inte får handla i aktien. Utöver dessa två lagar tillkommer även den sedan november 2007 nya lagen om värdepappersmarknaden (VPML – lag (2007:528)) (www.riksdagen.se) som är framtagen i enlighet med det tidigare nämnda EG-direktivet MiFID och säkrar

den allmänna kontrollen av handeln. Denna lag gäller samtliga marknadsplatser. (www.alternativa.se)

3.5.2 OMX Stockholm

Anslutningskrav

- Minst 25 procent av aktiekapitalet och minst 10 procent av rösterna för den noterade aktieklassen skall vara i allmän ägo.
- Årsbokslut för de senaste tre åren.
- Bolaget skall upprätta och offentliggöra ett prospekt före noteringen. Prospektet skall vara godkänt av behörig myndighet.
- Ett bolag skall i sitt prospekt kunna visa att det har dokumenterad vinstintjäningsförmåga eller lönsamhet. Om det inte finns dokumenterat skall företaget kunna uppvisa tillräckliga finansiella resurser för att kunna bedriva planerad verksamhet under minst den närmaste tolv månadersperioden efter första noteringsdag.
- Styrelsens ledamöter skall ha dokumenterad erfarenhet av de krav som ställs på ett börsnoterat bolag.
- Aktierna måste vara fritt överlåtbara. Bolagets och aktiernas rättsliga ställning skall vara i enlighet med de lagar och författningar som gäller i emittenternas hemland. Ansökan om upptagande till notering skall omfatta alla redan emitterade aktier av samma slag.
- Bolaget måste acceptera och underteckna de allmänna villkoren och bestämmelserna för att godkännas för handel på OMX.
(www.omxnordicexchange.com)

Anslutningskostnad: 600 000 kr

Löpande kostnader: Beroende på företagets storlek och omsättning.

- Minimum – 192 000 kr/år

- Maximum – 3 000 000 kr/år

(Se bilaga 5 för mer information)

Övervakning och kontroll: Övervakningsfunktionen på OMX Stockholm har som sitt grundläggande mål att bibehålla marknadens förtroende för börsen. Att lagar följs är naturligtvis en självklar kontroll som OMX Stockholm har och detta inkluderar de två lagar som behandlar anmälningsskyldighet samt marknadsmissbruk, men man utbildar även företagen rörande börsens regler. Övervakningsfunktionen består egentligen av tre separata avdelningar, en vid vardera av börsen i Stockholm, Köpenhamnsbörsen samt Helsingforsbörsen. Dessa avdelningar är i sin tur organiserade i två grupper: en för notering och övervakning av bolagen och en för övervakning av handeln.

I jämförelse med de andra handelsplatserna som vi tar upp har OMX Stockholm den hårdaste övervakningen och kontrollen med en Disciplinnämnd som tar beslut om påföljder av överträdande om börsens regler.

3.5.3 First North Nordic

Anslutningskrav

- Ett marknadsvärde på motsvarande 1 miljon euro i relevant valuta.
- Minst 10 procent av aktiekapitalet och rösterna som *free-float*, eller köpa en likviditetsgarants tjänster.
- Tillgång och efterfrågan på aktier skall existera.
- Aktiepriset skall ligga över 50 Eurocent eller mer i relevant valuta.
- Visa upp årsredovisningar för de två senaste åren.
- Publicering av företagsbeskrivning/ prospekt samt en hemsida där företagsinformation går att finna.

- Kunna redovisa vilka medlemmar som ingår styrelsen men även visa att de utgör en nytta för styrelsen.
- Avtal med en *Certified Adviser* (auktoriserad rådgivare)
- Bolaget måste acceptera och underteckna de allmänna villkoren och bestämmelserna för att godkännas för handel på First North. (First North Nordic – Rulebook, October 2008)

Anslutningskostnad: 50 000 kr

Löpande kostnader: Beroende på företagets marknadsvärde

- Minimum – 50 000 kr/år
- Maximum – 340 000 kr/år

(se bilaga 5 för mer information)

Övervakning och kontroll: För de bolag som är registrerade för handel hos First North är det första kravet en *Certified Adviser* (förkortas vidare CA). Detta på grund av att det är dennes skyldighet att säkerställa att bolaget ifråga lever upp till de förpliktelser och krav som är förbundna med att vara registrerat på First North. De specifika åtaganden som gäller för CA framgår i separata avtal mellan börsen och CA. Exempelvis framgår det i First Norths Regelbok från oktober 2008 (North Nordic – Rulebook October 2008) att viss aktivitet i aktiekursen inte nödvändigtvis behöver meddelas samtliga aktieägare utan kan istället meddelas till företagets CA. Därefter avgör CA att meddela allmänheten om detta skulle krävas.

Information som rör förändringar inom bolaget, så som tillsättande av nya tjänster på väsentliga positioner eller övrigt som gäller bolagets förutsättningar, måste meddelas genom offentliga pressmeddelanden så fort som möjligt. Informationen skall också finnas tillgänglig på bolagets hemsida minst tre år efter att den offentliggjorts.

First North har ingen egen övervakningfunktion. Istället är det OMX Stockholms "Surveillance" som ansvarar för att kontrollera att bolag och CA klarar av det regelverk som råder på First North. Skulle ett bolag inte leva upp

till regelverken är det upp till CA att göra en utredning av ärendet samt göra börsen uppmärksam på felen för att därefter lämna över ärendet till chefen över Surveillance. Varningar, men även vite och till och med handelsstopp på aktien är följder som kan komma att bli aktuella. För sanktioner som är tyngre än varningar gäller det för marknadsplatsens disciplinnämnd att ta beslut. (www.nasdaqomx.com)

3.5.4 AktieTorget

Anslutningskrav

- Bolaget har ett eget kapital som, i förekommande fall efter nyemission i samband med anslutningen, uppgår till minst två miljoner kronor.
- Minst 200 aktieägare med ett innehav om minst 0,1 basbelopp vardera.
- Bolagets aktier är spridda eller i samband med anslutningen utbjuds till spridning bland allmänheten i omfattning som, i förekommande fall efter nyemission, motsvarar minst en tiondel av det egna kapitalet och en tiondel av röstetalet för bolagets aktier.
- Visa upp årsredovisningar och revisionsberättelser eller motsvarande historiska uppgifter för de senaste två räkenskapsåren eller den kortare tid som bolaget funnits.
- Kunna visa upp en plan för hur likviditeten ska säkerställas under det första anslutningsåret.
- Ett grundläggande villkor för anslutning till AktieTorget är att bolaget förbinder sig att följa vad som från tid till annan anses vara god sed (se bilaga 6) på aktiemarknaden.
- Verksamhet och organisation som gör företaget lämpligt för anslutning
- Publikt bolag med aktierna registrerade hos VPC AB eller hos annan central värdepappersförvarare.

Anslutningskostnad: 25 000 kr

Löpande kostnader: 120 000 kr/år

(Samtal med Ronny Westman, Market Watch och Listing på Aktietorget)

Övervakning och kontroll: I ett pressmeddelande från den 5 januari 2009 (www.aktietorget.se) meddelar AktieTorget att de tillsätter en disciplinnämnd med erfarna jurister för att behandla följder för de företag som inte klarar av att följa de regler som AktieTorget har på sin marknadsplats. En disciplinnämnd är i normala fall ett krav för reglerade marknadsplatser, men då AktieTorget inte är en sådan är detta ett beslut som tagits på eget initiativ.

De bolag som finns registrerade på AktieTorget är inte bundna till att meddela finansinspektionen om personer med insyn. Däremot skall denna anmälan göras till AktieTorget och de i sin tur offentliggöra detta på sin hemsida. När en stor affär genomförs skall denna anmälas till AktieTorget även när det inte gäller en insynsperson. Om ett bolag åsidosätter de regler som följer vid en registrering är det disciplinnämnden som behandlar ärendet, där handelsstopp kan vara en följd.

Om information som kan komma att påverka bolagets aktiekurs förekommer skall den överlämnas till AktieTorget före offentliggörandet. All finansiell information skall också finnas på bolagets hemsida. Denna information är en del av den kontroll som AktieTorget utövar och inkluderar kraven på bokslutskommunikéer, halvårsrapport samt kvartalsrapport eller kvartalsredogörelse. (www.aktietorget.se)

3.5.5 Göteborgs OTC Lista (Göteborgslistan)

Anslutningskrav:

- Bolaget bör ha minst 200 aktieägare.
- 20 % av bolagets aktiekapital skall vara tillgängligt för handel.

- Bolaget skall upprätta ett informationsdokument med väsentlig information om bolaget.
- Rapportering sker genom kvartalsrapporter.
- Bolaget skall ha en finansiell uthållighet i minst 12 månader framåt.
- Bolaget skall ha 3 styrelseledamöter med helst två externer och bolagets ledning skall även göras medveten om den öppenhet och genomlysning av företaget som krävs.
- Bolaget skall ha en egen hemsida med bl.a. pressreleaser, rapporter, årsredovisning, bolagsordning och styrelse.
- Bolaget skall upprätta ett informationsdokument med väsentlig information om bolaget.

Anslutningskostnad: 90 000 kr (inkl. obligatorisk granskning á 40 000 kr)

Löpande kostnader: 150 000 kr / år

(Samtal med Peter Stenström, Certified Adviser på Thenberg & Kinde Fondkommission AB)

Övervakning och kontroll: Då Göteborgslistans handel sker i NGM-börsens Handelssystem (Freeway) övervakas listan även med samma standard som för NGM. NGM har enligt lag en Disciplinnämnd och denna är alltså även exekutiv på Göteborgslistan när det handlar om överträdelser av marknadsplatsens regler trots att Göteborgslistan inte är en reglerad marknadsplats. Hos NGM och Göteborgslistan rapporteras eventuella överträdelser förutom till bolaget också till Finansinspektionen. (www.ngm.se)

4 Teoretisk referensram

Följande teoretiska referensram presenterar de teorier som bedömts vara relevanta för frågeställningen. Dessa beskriver de potentiella för- och nackdelar en notering kan medföra.

4.1 Inledning

Varför väljer företag att ansluta sig till en marknad? Vad är det för fördelar de söker? Dessa frågor är inte helt enkla att besvara. Det existerar ett stort antal möjliga anledningar som kan ligga bakom ett beslut att ansluta sig till en marknad (Ritter; Welch, 2002). Dessa är mer eller mindre relaterade till den samhällsfunktion som finansiella marknadsplatser fyller. Det skall dock påpekas att det inte enbart är positiva aspekter som ett företag bör ta hänsyn till, utan det existerar även negativa sådana enligt den sammanställning av potentiella effekter av en notering som Ailsa Röell (1996) publicerat.

De olika teorier som existerar kring motiven bakom en anslutning stöder Pagano et al (1998) i deras påstående att problemet är för komplext för att beskrivas av en enda sammanhängande teori. Dessutom bör tilläggas att relativt lite forskning har gjorts på de faktiska utbytena vid en notering, vilket Chemmanur och Fulghieri (1999) påpekar.

Pagano et al (1998) har gjort en studie grundad på den italienska marknaden och har där funnit några utbyten. Dock riskerar försök till att applicera denna studie på andra marknader att falla. Detta beror på kulturella samt juridiska skillnader. Främst i jämförelse med den amerikanska marknaden, något författarna själva påpekar.

4.2 Teorier som talar för notering

4.2.1 Ny Finansiering

Teorin gör gällande att behovet av kapital är en av huvudförklaringarna till varför företag väljer att ansluta sig till en finansiell marknad (Ritter; Welch 2002) Enligt Pagano et al (1998) är denna finansiering extra attraktiv för företag som gör eller behöver göra stora investeringar, har stora lån och växer snabbt. Men det innebär inte att enbart företag som passar in i denna mall söker sig till en notering. Finansiering genom en notering kan vara attraktivt även för företag som enbart uppfyller delar av denna mall eller rent av ingen del. Det nya kapitalet kan bland annat användas till att finansiera en snabbare organisk tillväxt eller ett uppköp. Röell (1996) sammanfattar hur en notering kan underlätta kapitalanskaffningen för ett företag i fyra olika punkter.

Först hävdar Röell att kapitalbasen kan stärkas av en notering och att skuldsättningsgraden därmed minskar. Detta kan i sin tur minskar agentproblemet. Dessutom hävdas att potentiella investerare föredrar bolag där likviditeten är hög. Det vill säga bolag som man enkelt kan köpa och sälja andelar i. Teorin säger då att fler investerare kommer att överväga att investera i ett noterat bolag fast mer än i ett onoterat. Vidare hävdar samma punkt att det är kostnadseffektivt att göra det både för bolaget och investerarna på grund av den mängd tid och ansträngning det eventuellt skulle ta att hitta en affär om bolaget inte är noterat. Fördelen med flera investerare framför ett fåtal stora, anser teorin vara att vissa företagsledare föredrar att handskas med ett stort antal små än med ett fåtal stora ägare. Detta eftersom färre ägare oftast har mindre förhandlingsmakt gentemot ledningen.

Fullgod likviditet i bolagets aktie kan vara nödvändig för lån eller i vissa fall ett utökat eget kapital. Detta förklaras delvis av att en likvid aktie leder till en värdering som i teorin kan anses vara mer effektiv än den som exempelvis en bank kan åstadkomma ensam. Att denna värdering kan delas av andra, då den är offentlig, kan ligga till grund för en mer korrekt prissättning av bolagets aktiekapital (Röell, 1996). Vidare sägs att en notering gör banker och andra intressenter mer benägna att hysa tilltro till bolaget, då en notering ihop med en stabil värdering av företaget på marknaden signalerar en sorts certifiering av bolagets tillförlitlighet som mottagare av krediter etcetera (Ransley, 1984).

En ökad konkurrens mellan olika källor till finansiering leder till förmånligare banklån, underlättar kapitalanskaffningen. Pagano et al (1998) fann i deras studier att bolag som noterat sig lyckats tillförskaffa sig fördelaktigare banklån, även om man rensat bort den minskade skuldsättningsgraden ifrån studien. Delar av detta kan förklaras av ett ökat förtroende hos bankerna.

4.2.2 Publicitet och image

Ett bolag som noterar sig tilldrar sig en viss publicitet. Denna publicitet är relaterad till hur uppmärksamman listan som företaget anslutit sig till är. Denna publicitet kan enligt teorin leda till att fler investerare får upp ögonen för ett bolag, eller att eventuella kunder och intressenter får det (Ritter; Welch). Baserat på en undersökning gjord av Ransley (1984) hävdar han att sökandet efter publicitet och att öka företagets image är den näst vanligaste angivna anledningen till en notering. Pagano et al (1998) nämner i deras artikel att vissa investerare enbart investerar i bolag som är noterade på listor, då de enbart har möjlighet att studera ett visst antal potentiella objekt. Som vi tidigare nämnt så fann Ransley (1984) att en notering också leder till en form av certifiering av bolaget som stabil motpart, och detta i sin tur leder till en förbättrad ställning för bolaget på marknaden.

4.2.3 Motivation och företagets anställdas prestation

En notering kan leda till att anställda blir mer motiverade i sitt arbete. Detta i sin tur kan hänföras till att företaget med en notering signalerar att företaget önskar expandera och att det går bra, så går det inte att utesluta att möjligheterna till incitamentsprogram i aktier eller andra relaterade snabbt konvertibla belöningar kan vara en del av denna motivationsfaktor (Röell, 1996). Pagano et al (1998) påpekar också att notering leder till att marknaden övervakar ledningen och bestraffar handlingar som investerarna inte anser ligger i deras intresse. Denna övervakning kan motivera en ledning att agera på ett sätt som ligger närmare företagets egentliga intressen.

4.2.4 Alternativ Exit-strategi

Ett grundläggande motiv för att notera sig är möjligheten att sälja andelar av ett bolag och därmed göra en exit. Valet av en notering som plattform för en exit har ett antal fördelar gentemot en vanlig försäljning. Inledningsvis signalerar man inte en önskan att sälja på samma sätt som vid en vanlig försäljning och

hamnar därmed inte i samma "svaga" förhandlingsposition som man skulle göra om man sålde andelarna på ett annat sätt. En notering behöver inte handla om en önskan att avyttra sina ägarandelar utan kan också handla om att bland annat söka externt kapital som nämnts i tidigare avsnitt. Det förekommer också, som tidigare nämnt, investerare som enbart investerar i bolag som existerar på någon form av lista. Ytterligare ett övervägande anses ligga till grund för en notering. Det är möjligheten att i goda tider dra nytta av en överprissättning. Röell (1996) sammanfattar att det finns starka bevis för att ledningen med framgång kan välja rätt tidpunkt för en notering så att en positiv marknad betalar mer än vad ledningen anser företaget är värt. Black och Gilson (1998) hävdar att entreprenörer och ursprungliga ägare tar tillfället i akt och tar tillbaka kontrollen över bolaget igen, efter att ha förlorat den vid tidigare tillfällen under företagets livscykel.

4.2.5 Likviditet i aktien

En notering bör enligt teorierna få effekt på företagets aktielikviditet så tillvida att den ökar. Genom en notering kan man komma ifrån omständliga handelsvarianter som går ut på att informellt söka upp en motpart och med vederbörande initiera en transaktion. Detta förfarande är ytterst tids och resurskrävande och sätter dessutom initiativtagaren i en viss nackdel ur ett förhandlingsperspektiv tillskillnad ifrån handel på en organiserad finansiell marknad där transaktionerna sker relativt enkelt och kostnadseffektivt. (Pagano et al 1998)

4.2.6 Andra teoretiska fördelar

Ransley (1984) fann i sina undersökningar ett antal andra oväntade positiva faktorer enligt de intervjuade. Bland dessa faktorer var det främst att ledningarna ansåg att de hade fått ett närmare samarbete med professionella rådgivare såsom mäklare med flera, som de intervjuade fann positivt. Han fann även undersökningen att ledningarna ansåg att noteringen hade hjälpt dem att formulera en klart definierad affärsplan för framtida tillväxt samt lett till en förbättring av organisationen och den finansiella strukturen. Dessutom ansåg ett betydande antal av de tillfrågade att även cheferna hade blivit bättre.

4.3 Teorier som talar emot en notering

4.3.1 Direkta kostnader

En notering för oftast med sig kostnader såsom anslutningsavgifter, handelsavgifter eller vad som oftast är fallet, även rådgivningskostnader till externa parter som hjälper till med noteringen. Vidare ökar bolagets kostnader genom behovet att dela med sig av mer information än tidigare. Det kan också tänkas att kostnaderna för redovisning och PR-posterna ökar då en notering ökar kraven på både mängden finansiell information samt en större förmåga att kommunicera med både aktieägare och i viss mån professionella rådgivare (Röell, 1996).

4.3.2 Indirekta kostnader

Det finns ett antal olika kostnader vilka också är förknippade med en notering men som inte är lika synliga som de direkta kostnaderna. Röell (1996) påpekar att risken att förlora kontrollen över bolaget är en sådan teori. Vid en notering på större finansiella marknadsplatser finns det ibland vissa krav på hur stor andel av aktiestocken som skall släppas loss för handel och liknande. Detta till trots visar Pagano et al (1998) att i regel behåller de ursprungliga ägarna över 50% av aktierna vid en notering. Vidare leder en notering oftast till en initial undervärdering av bolaget, en så kallad *underpricing* (Röell, 1996). Pagano et al (1998) har i sin studie påpekat att vissa bolag betalar mer skatt efter en notering till följd av förändringar i deras redovisningsrutiner och den ökade transparensen i bolaget. Vidare förlorar bolaget en del av sin förmåga att hemlighålla beslut och projekt. Denna ökade öppenhet gör att bolaget i vissa lägen kan tappa ett försprång eller förmåga att överraska sina konkurrenter.

5 Empiri

Nedan presenteras sammanställningar av de intervjuer som har genomförts med ledande personer på sju bolag som är eller har varit anslutna till Alternativa aktiemarknaden (AM). Dessutom presenteras en sammanställning från en enkätundersökning av 15 bolag som är anslutna till AM.

5.1 Intervjuer

5.1.1 Cinnober

Cinnober Financial Technology AB är ett produktbolag med djup nischkunskap kring IT-system för börser och andra finansiella marknadsplatser. Företaget har 140 anställda med verksamhet i Stockholm, London och New York. Cinnober handlas två gånger om året. (www.alternativa.se)

Intervju genomförd med: Nils-Robert Persson (Styrelseordförande)

Sammanställning: Det elvaåriga Cinnober hade redan 2003 120 aktieägare och hade sedan starten spridit sitt ägande hos anställda och familjemedlemmar. Innan Carl Johan Högbom, VD på AM, presenterade idén om sitt nystartade företag förde Nils-Robert Persson handel på egen hand då han också är den största privata ägaren.

Cinnober gavs hos AM en chans att slippa en daglig handel och stora kurssvängningar genom att endast handlas två gånger om året, vilket enligt Persson passade bolaget då de idag genererar 300 miljoner disponerat på 12 kunder. För mindre bolag med 50-200 aktieägare är AM en välmotiverad och vettig verksamhet då det inte gäller en officiell listning, vilket kan vara känsligt i fel läge. För Cinnober fanns ingen alternativ finansiell marknadsplats i diskussion utan det var AM eller inget som gällde då AM ansågs som den mest seriösa spelaren i segmentet. Persson ställer sig däremot tveksam till det marknadsråd som i dagens läge värderar Cinnober. Enligt Persson borde rådet

sätta sig in i företaget på ett bättre sätt och inte bara analysera siffror och jämföra med liknande bolag, då värderingarna kan bli alltför generella.

Att Cinnober idag är undervärderat i förhållande till övriga marknadsvärderingar i liknande branscher kan stämma men samtidigt tillägger Persson att ett överenskommet pris mellan två köpare ändå måste ses som relativt rättvist pris. Med ett, enligt Persson, extremt ambitiöst regelverk och en klockren affärsidé är AM en finansiell marknadsplats som för tillfället tillgodoser Cinnobers behov.

5.1.2 HifabGruppen

HifabGruppen är idag noterade på First North men var tidigare anslutna till Alternativa aktiemarknaden. Bolaget grundades 1947 och är idag ledande i Sverige på projektledning och bedriver för tillfället olika bygg- och biståndsprojekt över hela världen.

Intervju genomförd med: Jan Skoglund (VD)

Sammanställning: Innan Hifab Gruppen anslöts till AM hade man en komplex och kostsam internhandel mellan sina olika medarbetarägare. Det var dags att börja leta efter en billigare och smidigare noteringsform. De hade tidigare varit på väg till större finansiella marknadsplatser men av olika skäl hade någon notering aldrig blivit av. När AM dök upp som alternativ passade det bra för HIFAB och dess aktieägare. Ledningen har inte haft någon dominerande ställning i beslutet utan det var önskemål från aktieägare som gjorde att bolaget valde att ansluta sig till AM.

Verkställande direktören Jan Skoglund ser inte den unika marknadsrådshandeln som någon direkt fördel med AM, snarare tvärtom. Han berättar att det finns stora möjligheter att själva påverka prissättningen genom induktiva bud med AM:s marknadsrådshandel. Skoglund anser att den andra typen av handel på AM, auktionshandel, är ett bättre och mer korrekt sätt att prissätta bolagens aktier på. Dock hann Hifab själva inte nyttja denna särskilt många gånger innan det var dags att gå vidare från AM.

Största anledningen till att bolaget valde att gå vidare från AM var storleken på företaget och att ägarbilden förändrats innan flytten. När möjligheten dök upp

valde vi att gå vidare till First North, berättar Skoglund. AM är en bra bit på vägen för företag under deras tillväxtfas. Med tillväxten förändras ett företags informationskrav och Hifab hade en egen policy gentemot sina ägare. Största fördelarna med en större finansiell marknadsplats anses av Skoglund vara den ökade likviditeten i aktien och den exponering som automatiskt kommer när man kommer till en officiell finansiell marknadsplats.

Avslutningsvis berättar Skoglund att man borde se över marknadsrådshandelns funktion då den inte ger någon särskilt rättvis och bra värdering av bolagen. AM ger bra service och är en kostnadseffektiv språngbräda för tillväxtföretag.

5.1.3 Kartena

Kartena AB utvecklar och säljer kartbaserade lösningar och erbjuder en mängd marknadsledande produkter. Kartena AB är specialiserade på att utveckla och sälja marknadsledande produkter inom kartor, geografisk IT och positionering. Kunderna finns idag främst inom detaljhandeln, turismindustrin samt logistik- och transportnäringen. Kartena har ca 150 aktieägare (www.alternativa.se)

Intervju genomförd med: Rikard Liljeroth (VD)

Sammanställning: För knappt tre år sedan, när Kartena var inne i en besparingsperiod, ville man förändra det nominella värdet på bolagets aktier. Samtidigt som de samlade in de utfärdade aktiebrev från aktieägarna passade de på att inleda en dialog med AM. De ville bli VPC-registrerade och ha en mer professionell hantering av sin aktiebok. Även om de inte var tillräckligt stora för en större börs fanns det ett intresse från de befintliga aktieägarna att öka likviditeten i aktien.

Rikard Linneroth (VD för Kartena) berättar att AM fungerar bra eftersom det inte innebär några större kostnader, varken interna eller externa, samtidigt som man får en ökad likviditet och kommer med positiva nyheter till sina aktieägare. Linneroth anser att AM fungerar bra för den tilltänkta målgruppen med mindre bolag. De ser till att man kan fokusera på det som man skall fokusera på. Vidare anser Linneroth att priserna på AM är ganska volatila men att det främst beror på att man är ett mindre bolag och inte på handelssystemet i sig. Ena halvåret är det mycket handel, andra mindre.

På frågan om AM är en språngbräda eller slutstation svarar Linneroth snabbt att det är en språngbräda, en språngbräda mot en större finansiell marknadsplats. Trots att handelsmekanismen hade fungerat för Kartena under lång tid framöver, så anser han att exponeringen mot allmänheten är alltför begränsad för ett företag att kunna stanna på AM.

Generellt beskriver Linneroth att samarbetet med AM fungerat mycket bra. De har gett ett trevligt bemötande och fått mycket bra service. "Våra ägare får den hjälp de behöver tack vare ett speciellt serviceavtal med AM". Negativt anses av Linneroth vara att många av företagen på AM inte är särskilt investeringsfokuserade. Han hade gärna velat nå fler investerare och ge fler chansen att teckna aktier i bolaget. Detta beror dock även på vår egen aktivitet och positionering avslutar Linneroth.

5.1.4 Mackmyra

1999 grundades Mackmyra Svensk Whiskey AB och år 2001 fastställdes två varianter av deras egentillverkade whiskey. Idag ligger den första helsvenska maltwhiskyn på ekfat och bidar sin tid. Tillverkningen sker på Mackmyra Bruk i Gästrikland (www.mackmyra.se).

Intervju genomförd med: Magnus Dandanell (VD)

Sammanställning: Mackmyra Svensk Whisky AB anslöts till AM via en aktieägaranslutning 2004. Tidigare hade ingen organiserad handel funnits, men uppenbarligen fanns ett obesvarat behov av det hos aktieägarna. Naturligtvis fanns det förfrågningar om köp, men samtidigt grundade inte dessa förfrågningar beslutet att organisera handeln. Inga specifika åtgärder utfördes heller efter anslutningen, utan handeln har, enligt VD Magnus Dandanell, varit en självgående maskin. Till stor del har den passiva positioneringen att göra med den aktieägaranslutning som bolaget gick igenom.

Handel är kanske inte heller det första man är ute efter när man går in i ett ungt bolag. Men nu finns som sagt möjligheten, menar Dandanell och tydliggör att bolaget fortfarande är onoterat samt de emissioner som gjorts.

Rent allmänt tycker Dandanell att handeln fungerar, men någon jämförelse med andra modeller eller övriga kommentarer angående den blir inte relevant

då Mackmyra ställer sig vid sidan av själva handelsprocessen. Vad gäller handeln kan det dock understrykas att ett rättvist pris mellan två enskilda aktörer inte betyder att det är fråga om en marknadsnoterad värdering då det trots allt gäller en onoterad lista. Efter en nyligen genomförd utredning vet Mackmyra att de för tillfället kommer att stanna på AM, som just nu passar företaget utmärkt, men hur det ser ut i framtiden är något som visar sig framöver. De är onoterade idag för att de inte är redo att ta den rollen just nu samt att den typ av ägarspridning som en notering medföljer inte passar Mackmyra i dagens situation.

”Aktieägaranslutningen var kanske inte helt hundra, men AM fyller ut sin roll som finansiell marknadsplats då behovet uppenbarligen finns på marknaden”, säger Dandanell.

5.1.5 Roxen Internet Software AB

Roxen Internet Software är en internationellt ledande mjukvaruutvecklare som förser bolag inom branscherna media, telekom och utbildning med internetbaserade verktyg (www.roxen.com).

Intervju genomförd med: Staffan Ekholm (VD)

Sammanställning: Roxen hade inte själva några planer på att ansluta sig till AM utan det var en av deras aktieägare som hade gjort en så kallad aktieägaranslutning. Staffan Ekholm (VD) berättar att han plötsligt märkte att de var anslutna. Innan var handeln med bolagets aktier ganska begränsad. Ekholm berättar att de inte lade något krut på internhandeln utan ekonomichefen hjälpte till med administrationen när någon hörde av sig.

Angående prissättningen är Ekholm lite tveksam då kurserna ibland var lite speciella eftersom de baserades på snittet mellan köpare och säljare. ”Även om det ibland blev lite lotteri över det hela fungerade systemet dock relativt bra och man fick ju åtminstone handel”, konstaterar Ekholm. På frågan om Roxen ser AM som en språngbräda eller slutstation blir svaret varken eller. Det var som tidigare nämnts ingen medveten strategi från företagets sida utan mer en konsekvens från aktieägarnas önskemål.

Roxens största ägare är ett Venture Capital-företag och det är hos dem beslutet om bolagets framtid ligger. Det är dock mer sannolikt att vi inte hamnar på någon större börs, berättar Ekholm.

Positivt med AM anser Ekholm vara att mindre företag får möjlighet att ha någon form av organiserad handel och likviditet i sina aktier. Största nackdelen med AM är enligt Ekholm de konstiga värden som kan uppstå på grund av den unika prissättningen.

5.1.6 Spiltan

Spiltan Investment AB startade sin verksamhet i Stockholm 1985 med premiesparklubben Galten. Det ursprungliga kapitalet på 40 000 kr fördubblades på ett år och Investment AB Spiltan bildades med ett kapital på totalt 200 000 kr året därpå (www.spiltan.se)

Intervju genomförd med: Per H Börjesson (VD)

Sammanställning: Efter en emission 1999 bestämde sig Spiltan Investment AB för en framtida notering inom 4 år men på grund av dåliga marknadstider under inledningen av 2000-talet fick detta vänta. Istället togs initiativ till en registrering, på den då nystartade AM då det inte fanns något förmånligare alternativ. Att Spiltan är en storägare i AM sågs naturligtvis inte som ett hinder.

En av de intentioner Spiltan hade bakom anslutningen till AM var att de ville få en marknadsplats för deras aktieägare, men även för att få in likviditet i bolaget. "Spiltan startades som en aktieklubb och vi bygger långsiktiga relationer till våra aktieägare med en genomsnittlig innehavstid på ca 20 år", säger Börjesson. De vill inte att deras aktieägare skall behöva *trada* på en större börs som idag skulle kräva bolaget på höga kostnader samt en omotiverad komplexitet.

Enligt VD, Per H Börjesson fungerar AM:s handelsmodell alldeles utmärkt då Spiltan endast omsätter ca 5-6 % av bolagets aktier (ca 13-14 000 aktier om året). Men trots den blygsamma aktieomsättningen menar han ändå att handeln resulterat i ett rättvist värde på bolaget och att den uteblivna handeln under de två senaste handelsperioderna berott på den allmänna finansiella oron.

På frågan om AM:s roll som möjlig slutstation eller språngbräda hänvisar Börjesson till det proportionsvis låga börsvärde som Spiltan har i relation till aktieomsättningen och fastställer att ett marknadsbyte inte finns planerat. Att bolagen inte får den mediala exponering de möjligtvis förtjänar ser Börjesson som en av få nackdelarna med AM och tillägger dessutom att det är en fråga, i vilken, han personligen varit engagerad.

5.1.7 Vendator

Vendator har sedan starten 1988 etablerat sig som en av Sveriges mest kompletta leverantörer av Sales Process Outsourcing. Vendator har ca 100 aktieägare och ett totalt antal aktier på 19 076 357 st (www.alternativa.se)

Intervju genomförd med: Peter Öster (vVD och IR-ansvarig)

Sammanställning: Då Vendator AB är ett företag i expansion är en handel med deras aktier en nödvändighet eftersom de flesta förvärv betalas med egna aktier. Innan företaget anslöt sig till AM försiggick i princip ingen handel utöver ett fåtal transaktioner som, av intressenter, utfördes genom VD Peter Öster. I samband med anslutningen till AM övervägdes andra valmöjligheter, men Vendator fastnade för AM då det fanns mer kunskap och chans för lärdom där än på andra alternativ.

Handeln i sig har sina för- och nackdelar menar Öster. En lugn och trygg handel utan större kurssvängningar ses som fördelar. Då det handlar om ett ickenoterat företag handlar det med andra ord inte om en rättvis värdering rent marknadsmässigt, men samtidigt så handlas aktien mellan två parter där priset anses som rättvist.

Bristen på dynamik är en nackdel då priset är fast och handeln därför kan gå långsammare än vad den skulle med ett rörligt pris. Något som Öster också noterat till AM:s nackdel är den registreringsprocess en investerare måste genomgå för att kunna handla på den finansiella marknadsplatsen som vid ett flertal tillfällen skrämt bort intressenter.

Att AM är en språngbräda för Vendator ser Öster som en självklarhet, men de är även en skola för företaget. AM besitter stora kunskaper om finansiell handel och lärdomen har varit enorm om de grundläggande delarna inom deras

område. En mycket bra skola säger Öster och rekommenderar dem varmt. För då AM fortfarande är en relativt liten finansiell marknadsplats är byråkratin låg och personligheten hög vilket tillsammans leder till att enkelheten är stor. "Våra presumtiva investerare kan inte handla via sina Internet-depåer", avslutar Öster sin negativa kritik med.

5.1.8 Överblick

	Cinnober	Hifab	Kartena	Mackmya	Roxen	Spiltan	Vendator
1	Många aktieägare & organiserad handel	Var på väg mot större börser	Ökad likviditet i aktien	Ungt bolag under tillväxt	Hade inga speciella planer	Var på väg mot större börser	Ökad handel var nödvändigt
2	Sköttes internt	Brett medarbetar-ägande	Sköttes internt	Ingen organiserad handel	Sköttes internt	Långsiktig aktieklubb	Ingen organiserad handel
3	Ej redo för större	Bra för både köpare & säljare	Låga kostnader	Aktieägaranslutning	Aktieägaranslutning	Fanns inget förmånligare alternativ	Mycket kunskap
4	Bra i grunden. Marknadsrådet är tveksamt	Negativ till marknadsrådet	Fungerar bra	<i>Ingen åsikt.</i>	<i>Ingen åsikt</i>	Fungerar utmärkt	Lugnt & tryggt
5	Undervärderat	Lätt att påverka genom induktiva bud	Volatila priser	<i>Ingen åsikt</i>	Lotteri	Rättvist pris	Ingen rättvis marknadsvärdering
6	Slutstation för mindre bolag	Språngbräda	Språngbräda	Slutstation för mindre bolag	Varken eller	Bra för tillfället	Språngbräda
7	Bra affärsidé och ambitiöst regelverk	Kostnads-effektivt och bra service	Dålig exponering men bra service	Fyller helt klart ett behov	Bra likviditet för mindre bolag	Dålig exponering	Låg byråkratis & hög personlighet

De intervjuade företagens åsikter kring:

1. Planer / avsikter
2. Handel före anslutning
3. Motivering till AM
4. Handelsmekanism
5. Värdering
6. Slutstation / språngbräda
7. Generell kritik

5.2 Enkäter

15 företag besvarade enkäten, alla var vid tillfället noterade på AM. Det var tio företag som valde att inte delta i undersökningen. Nedan följer en sammanställning av resultatet från enkätundersökningen:

5.2.1 Sammanställning av enkätundersökning

- Anslutningsform:** Hur anslöt ni er till Alternativa aktiemarknaden?

a) Det var en så kallad aktieägaranslutning	6	40%
b) Det var ledningens initiativ	6	40%
c) Ingen av ovanstående	3	20%
- Handel före anslutning:** Hade ni någon form av organiserad handel innan anslutningen på Alternativa aktiemarknaden?

a) Nej, vi hade ingen handel överhuvudtaget	3	20%
b) Vi hade en begränsad handel som vi skötte internt	9	60%
c) Vi fick hjälp av annan extern part	3	20%
d) Ingen av ovanstående	0	0%
- Handelsform:** Handeln på Alternativa aktiemarknaden skiljer sig ifrån traditionell handel – hur ser ni på modellen?

a) Den fungerar dåligt	1	7%
b) Den fungerar bra	7	47%
c) Den fungerar jättebra	3	20%
d) Ingen av ovanstående	4	27%
- Värdering:** Anser ni att er nuvarande värdering på Alternativa aktiemarknaden är rättvis?

a) Nej, vi är övervärderade	0	0%
b) Nej, vi är undervärderade	7	47%
c) Ja, det är en bra värdering	6	40%
d) Ingen av ovanstående	2	13%
- Marknadsrådshandel:** Hur tycker ni Alternativa aktiemarknadens marknadsrådshandel fungerar?

a) Den fungerar inte bra alls	7	47%
b) Den fungerar bra	4	26%
c) Den fungerar jättebra	0	0%
d) Ingen av ovanstående	4	27%
- Funktion:** Vad anser ni vara Alternativa aktiemarknadens främsta funktion för företag?

a) Språngbräda till större marknadsplatser	6	40%
b) Slutstation	2	13%
c) Komplement	5	34%
d) Ingen av ovanstående	2	13%

7. **Medieexponering:** Är ni nöjda med den medieexponering ni fått via Alternativa aktiemarknaden?

a) Nej, absolut inte	2	13%
b) Nej, den kunde varit bättre	5	34%
c) Ja, den är tillräcklig	4	26%
d) Ja, vi är jättenöjda	1	7%
e) Ingen av ovanstående	3	20%

8. **Informationskrav:** Har ni upplevt några praktiska problem med de informationskrav som Alternativa aktiemarknaden ställer?

a) Ja, vi har haft stora problem	0	0%
b) Ja, vi har haft lite problem	2	13%
c) Nej, det har gått ganska bra	3	20%
d) Nej, det har inte varit några som helst problem	9	60%
e) Ingen av ovanstående	1	7%

På kommande sidor redovisas de öppna frågorna 9 och 10.

9. **Positiv kritik:** Vad anser ni vara det bästa med Alternativa aktiemarknaden? Motivera gärna valen.

Företag 1	Fungerar bra
Företag 2	Ingen minuthandel tar bort möjlighet till trading och kursmanipulation. Bra lista för mindre företag som ger aktieägarna en service (handel) som normalt ej är möjlig för ägare i små företag
Företag 3	En förhållandevis billig marknadsplats för mindre aktieägare som vill handla i aktien.
Företag 4	Vi slipper ha en egen lista på potentiella köpare och säljare
Företag 5	Rimliga kostnader för handelsplatsen
Företag 6	Handelsintervallen passar småföretag med liten handel på aktier
Företag 7	<i>Inget svar</i>
Företag 8	Tar bort fokus från kortsiktig spekulativ handel. Oberoende värdering
Företag 9	Kostnadsfri servicetjänst för bolaget till dess aktieägare
Företag 10	Bra affärsidé och regelverk
Företag 11	Kostnadseffektivt
Företag 12	Bra service
Företag 13	Handelsformen
Företag 14	Bra språngbräda
Företag 15	Bra service

10. **Negativ kritik:** Vad anser ni vara det sämsta med Alternativa aktiemarknaden? Motivera gärna valen.

Företag 1	Inget speciellt
Företag 2	Fortfarande liten publicitet. Alternativa borde öka sina egna marknadsinsatser för att göra sig känd hos allmänheten Finns säkert intresse från mindre investerare om de kände till Alternativa.
Företag 3	Vi har ej sanktionerat handel i vår aktie utan detta har skett helt på initiativ från AA. Vi kan inte förhindra en såda handel men större aktieägare vänder sig vanligtvis direkt till bolaget när de vill köpa eller sälja
Företag 4	Dålig likviditet i aktien
Företag 5	Ingen negativ kritik finns
Företag 6	"Tvånganslutningen där det inte var vi som bestämde tidpunkt
Företag 7	Lite krånligt för gemene man att registrera sig och förstå hur handel går till. Vi skall ta fram en lathund som vi skall presentera för våra anställda innan nästa handelstillfälle
Företag 8	<i>Inget svar</i>
Företag 9	Varierande handel och kvalité av aktier.
Företag 10	Marknadsrådet
Företag 11	Marknadsr�dets funktion
Företag 12	Bristfällig publicitet
Företag 13	Exponeringen
Företag 14	Tveksam handel
Företag 15	Inte mycket negativt

6 Analys

I följande kapitel analyserar vi empirin med den teoretiska referensramen som främsta verktyg, men vi kommer även att begagna oss av den praktiska referensramen.

6.1 Frågeställning 1

Vilken samhällsfunktion fyller en finansiell marknadsplats gentemot övriga finansieringsformer?

Den allmänna teoribildningen påpekar att det finns ett större antal fördelar eller potentiella fördelar med att notera sig på en finansiell marknadsplats än att inte göra det. Vi kan få möjligheten att attrahera ny finansiering som annars inte hade varit tillgänglig. Det finns även möjlighet till ökad publicitet, förhöjd motivation bland de anställda på alla nivåer och en alternativ exit-strategi som inte placerar säljaren i ett lika stort underläge. Det nämns även att företagen upplever att de får en ökad kontakt med professionella rådgivare inom branschen.

Av dessa teorier är fördelarna främst relevanta för företaget som noterar sig och de ger ingen bredare effekt på samhället. Dock anser vi att förmågan att attrahera ny finansiering kan vara viktig ur ett bredare perspektiv. Precis som Pagano et al påstår, så är en notering på en finansiell marknadsplats ett attraktivt alternativ för företag som har behov av att växa snabbt (antingen organiskt eller genom uppköp). Vi anser att i vissa fall kan det till och med vara det enda alternativet. I dessa fall uppfyller inte företaget kraven för något annat finansieringsalternativ. Exempelvis då det inte finns möjligheter till banklån eller någon annan form av lån och ägarna inte har mer eget kapital att tillföra.

Företag som behöver ny finansiering för att växa kan genom en notering på en finansiell marknadsplats lättare matchas med investerare som har kapital att riskera. Detta borde leda till en bättre samhällsekonomi med fler framgångsrika företag och en effektivare allokering av den begränsade resursen kapital.

Företag som annars har begränsade möjligheter att uppnå sin fulla tillväxtpotential på grund av brist på kapital, har nu chans till det.

Enligt Ritter och Welch (1998) är behovet av kapital en av huvudförklaringarna till en notering, dock verkar empirin inte stödja detta påstående. Inget av de intervjuade företagen uppgav att de anslöt sig till AM på grund av en önskan eller ett behov av kapital. Vi tror dock snarare att detta grundar sig på de speciella omständigheterna runt AM och det faktum att bolag inte själva behöver ansluta sig till deras lista utan att aktieägare kan göra det på eget bevåg. AM marknadsför sig inte som ett kapitalanskaffningsalternativ utan ett alternativ där bolag med minoritetsägare och ingen handel, kan erhålla sådan billigt och effektivt. Detta leder oss in på ytterligare en samhällsfunktion som en finansiell marknad har. Det är förmågan att tillåta minoritetsägare att handla med sina andelar utan att hamna i en direkt beroendeställning gentemot majoritets- eller storägare. Att detta stärker minoritetsägarnas position är en viktig samhällsfunktion och en som empirin verkar stödja fullt ut. Många av bolagen anslöt sig till AM av anledningen att tillåta sina minoritetsägare att kunna handla med sina aktier. I vissa fall har aktieägarna själva anslutit bolaget utan ledningens vetskap eller till och med emot deras önskan. En starkt position för minoritetsägare tror vi gör att fler är benägna att äga minoritetsposter. Därmed kommer ytterligare resurser i form av kapital att bli tillgängliga för effektiv allokering.

6.2 Frågeställning 2

Vad skiljer Alternativa aktiemarknaden gentemot andra mindre finansiella marknadsplatser?

I och med att börsmonopolet försvann 1993 så uppstod möjligheten att starta mindre börser/listor. Denna möjlighet gav upphov till ett antal finansiella marknadsplatser, såsom AM. Av de konkurrenter som uppstod har vi valt att i analysen jämföra AM gentemot Aktietorget och Göteborgslistan, då de övriga två marknadsplatserna i våra avgränsningar är betydligt större men ändå nödvändiga att redovisa för att få perspektiv. Vi tänkte börja med de uppenbara skillnaderna. Inledningsvis har vi skillnaderna i handelssystem. AM använder sig främst av månadshandel och prissättningen sker antingen genom auktionshandeln eller genom marknadsrådshandeln. Både Aktietorget och

Göteborgslistan använder sig av daglig handel och har det mera traditionella prissättningsystemet.

I empirin har vi noterat en tendens till att företag är positiva till att handeln sker mer sällan, i och med att de volatila aktiekurssvängningarna minskar samt att behovet att följa aktiekursen dagligen inte finns. Detta eliminerar i viss mån den övervakande effekten av daglig handel, som reagerar direkt på nyheter, något som aktieägare ogillar. Dessutom har det framkommit kritik mot marknadsrådshandeln och auktionshandeln som inte anses fungera fullt ut. Detta kan göra att värderingen blir felaktig och att prisnoteringen därmed inte fungerar bra som värdemätare för till exempel en *exit*. Dock går företagen i våra intervjuer och enkäter inte så långt att de säger att priset är helt felaktigt, utan de som kommenterat detta område understryker att ett pris mellan en säljare och köpare är rätt för de båda om affär initieras.

Vad det gäller kraven för en anslutning så skiljer sig AM, Aktietorget och Göteborgslistan alla åt. AM har kravet att bolag som ansluter sig till dem måste ha ett marknadsvärde på minst 20 miljoner kronor, något de andra inte har några motsvarande krav på (även om AM är beredd att frångå detta om antalet aktieägare överstiger minimikravet med god marginal). Aktietorget har dock ett krav som specificerar att ett anslutet bolag måste ha minst 2 miljoner kronor i eget kapital. Vi har funnit att AM inte kräver att en viss andel av aktierna släpps fria för handel, medan både Göteborgslistan och Aktietorget har krav på att 20 respektive 10 procent av aktiestocken släpps fria för handel.

En annan viktig skillnad mellan AM och dess konkurrenter är att vid en anslutning till AM kan företagen välja hur mycket finansiell information de publicerar (bortom det som krävs i årsredovisningslagen 1995:1554), medan både Aktietorget och Göteborgslistan specificerar hur mycket som ska släppas. På AM betygsätts dock bolaget efter mängden finansiell information de släpper, vilket betyder att ett företag ur en investerares perspektiv kan kännas oseriöst om informationsbetyget är lågt. Detta tillåter i vilket fall bolag som inte vill visa upp en större mängd finansiell data att av konkurrensskäl begränsa denna mängd, trots att de är anslutna. Att man tappar förmågan att hemlighålla större projekt vid en notering är en av de nackdelar som Pagano et al (1998) tar upp.

Ytterligare en skillnad är att ett bolag inte behöver ansöka om att bli anslutna till AM. I vissa fall räcker det med att ett antal aktieägare (alternativt en stor)

ansöker om det, så ansluts bolaget i en så kallad aktieägaranslutning. AM har dock större diskussioner internt huruvida en aktieägaranslutning bör vara kvar som alternativ, då detta samarbete inte alltid fungerat bra. Vidare så är AM ensamma om att kunna begränsa handeln på så sätt att vissa inte får handla i bolagets aktier, en form av diskriminerande handel (hembudshandeln). Detta motverkar risken att tappa kontroll över bolaget, något som Röell (1996) använder som exempel på negativa effekter av en notering. Detta kan även i viss mån neutralisera Pagano et als (1998) påstående om att en notering kan leda till att marknaden korrigerar ett bolags ledning, genom skifte av ägare (fientligt övertagande).

Den kanske största skillnaden med AM gentemot konkurrenterna är att en anslutning till deras lista är kostnadsfri till skillnad ifrån konkurrenterna. Det finns möjligheter att köpa så kallade servicepaket, men detta är helt frivilligt och handel fungerar utmärkt utan ett sådant paket. Denna avsaknad av anslutningsavgift och liknande eliminerar många av de största teoretiska nackdelarna med en notering enligt de gängse teorierna.

Som Röell (1996) sammanfattar är en notering oftast sammanhängande med direkta kostnader i form av anslutningsavgifter (Aktietorget: 25 000kr och Göteborgslistan: 90 000kr), löpande kostnader och handelsavgifter för företaget. Aktietorget debiterar 120 000 kr per år medan Göteborgslistan tar 150 000kr per år samtidigt som AM inte tar något ifrån de anslutna bolagen själva. Detta är vad vi funnit som utgör skillnaden mellan AM och deras närmaste konkurrenter.

6.3 Frågeställning 3

Är Alternativa aktiemarknaden en konkurrenskraftig finansiell marknadsplats för företag?

Vad innebär en konkurrenskraftig marknadsplats för företag? Vi anser att det först och främst bör vara en marknadsplats som uppfyller en eller flera av de viktiga samhällsfunktionerna och dessutom lyckas täcka de krav företagen har som söker sig till marknadsplatsen i fråga. Dessutom borde en finansiell marknadsplats differentiera sig gentemot övriga alternativ.

Vi har redan utrett vilka skillnaderna mellan AM och deras konkurrenter är. Därmed kvarstår att etablera huruvida dessa skillnader är positiva, negativa eller oväsentliga. Om vi börjar med att se på AM ur ett samhällsfunktionsperspektiv så verkar en anslutning till deras lista tillgodose en av de samhällsfunktioner som man eftersträvar det vill säga att ge minoritetsägare chansen att omsätta sina aktier. Detta betyder i sin tur att AM inte verkar fungera fullt tillfredställande när det kommer till att införskaffa kapital genom en anslutning till deras lista. I våra intervjuer har vi genomgående funnit positiva genmälen angående AM:s förmåga att på ett effektivt sätt administrera och möjliggöra handel i ett bolags aktier. Bolagen verkar anse att AM uppfyller deras förväntningar på det området. Att handeln är gratis för företaget verkar ytterligare ha gett positiv kritik, då den tidigare begränsade handel som skett ofta tagit resurser ifrån företaget.

När det kommer till de icke-traditionella handelsformer som AM begagnar sig av verkar vår empiri peka på att den snarare ses som ett problem eller som ett inte fullt ut fungerade system. Dock med ett undantag, då AM:s system med periodhandel (ifrån en gång i månaden till en gång i halvåret) verkar ses som något väldigt positivt. Som skäl för detta anges att företagen slipper dagligen följa sin aktiekurs, och att handel mer sällan minskar kortsiktiga kurssvängningar. Vi har ingen empiri som stödjer att möjligheterna till diskriminerande handel ses som en för- eller nackdel av företagen. Vi tolkar detta som att företagen sätter lågt, alternativt inget värde alls, på funktionen.

Vi har sett vissa tecken i empirin på att företagen uppskattar möjligheten att begränsa mängden av information de publicerar, även om inget av våra intervjuobjekt sagt att det var en avgörande fördel. Oavsett om vi själva inte tror att detta är en av de viktigare anledningarna till en anslutning hos AM framför någon dess konkurrenter, så anser vi ändå att det säkerligen spelat en viss roll och att det inte avspeglas riktigt i empirin då det är att betrakta som något av en känslig fråga.

Vidare marknadsför sig AM främst som ett alternativ för bolag som har ett större antal aktieägare (över 100 aktieägare) men ingen organiserad handel i nuläget. Detta stämmer väl överens med vad våra intervjuföretag anser att de vunnit på en anslutning till AM.

Är AM unika inom denna nisch? Ja och nej. AM är unika på så sätt att ingen annan till exempel har handel en gång i månaden, erbjuder den omfattande rådgivningen och vägledningen eller genom att aktieägare själva kan ansluta sitt företag till handel men även att AM inte tar betalt av företagen för en direkt anslutning. Men vi finner att själva huvudsatsningen, att marknadsföra sig mot bolag med många aktieägare men ingen handel och där erbjuda dem en möjlighet till likviditet i deras aktie, är AM inte helt ensamma inom.

7 Slutsats

I detta kapitel kommer slutsatser och tankar kring våra frågeställningar att presenteras. Det kommer även ges förslag på vidare forskning inom området.

7.1 Slutsats

Vi har funnit att finansiella marknadsplatser behövs ur ett samhällsfunktionsperspektiv därför att de tillåter effektivare allokering av kapitalresurser. Det möjliggör för företag med behov av kapital att möta investerare med kapital. Vidare tjänar en finansiell marknadsplats till att stärka minoritetsägarnas ställning. Eftersom minoritetsägarna inte är lika beroende av huvudägaren som ett företag utan handel. Möjligheten att ansluta till en finansiell marknadsplats bör öppna för att fler är beredda att bli minoritetsägare.

Vi har funnit att det föreligger stora skillnader mellan de olika finansiella marknadsplatserna vi behandlat i uppsatsen. Det är i synnerhet anslutningsavgifterna och handelns förfarande som varit intressanta i analysen även om anslutningskraven också varierar. Hembudshandeln är något som är helt unikt för AM men samtidigt näst intill omöjlig att analysera i brist på relevant empiri.

För att komma fram till huruvida AM är en konkurrenskraftig marknadsplats har vi först och främst tittat till hur AM uppfyller de viktiga samhällsfunktionerna. Detta för att vi tror att alla företag i slutändan söker sig mot en fullständig lösning som täcker samtliga behov som kan uppkomma. Här har vi funnit att medan AM uppfyller likviditetsfunktionen väl och de anslutna företagens förväntningar, så verkar AM inte ha en komplett lösning vad gäller företagens eventuella kapitalanskaffningsbehov.

Alternativa finansiella marknadsplatser, såsom *Alternativa aktiemarknaden*, uppfyller delar av ett företags behov vid planer på en notering. Vi har även

funnit att dessa marknadsplatser lämpar sig bäst som språngbrädor och skolor inför framtida eventuella noteringar på större marknadsplatser.

7.2 Förslag på förbättringar

Då vår uppsats har en empiri baserad på intervjuer och enkäter kan man naturligtvis förbättra informationen genom att låta undersökningen innefatta fler företag. Samma sak gäller om man tar med fler företag som gått vidare och lämnat AM, samt företag där ledningen övervägt en anslutning, men istället valt en annan finansiell marknadsplats. Denna förbättring kan bli lättare att genomföra med tiden, med antagandet att AM kommer växa och anslutna företag öka som grund. I dagsläget finns det bland annat ingen information om företag som övervägt AM och valt bort dem, men denna informationslucka kommer antagligen fyllas och detta samtidigt som att antalet bolag som går vidare ökar. Vidare så tycker vi att vi missade lite i våra intervjuer, då vi inte tog upp kapitalanskaffningsmotiv tillräckligt mycket. Vi gav företagen möjligheter att diskutera kapitalanskaffningsrelaterade motiv i frågan om varför de anslöt sig, men med tanke på hur viktig plats dessa teorier har i teoribildningen kring varför bolag noterar sig så anser vi att vi borde haft flera frågor om ämnet.

7.3 Förslag på vidare forskning

Ett förslag på vidare forskning kan vara en underökning om omsättningen på handeln i ett företags aktie innan de valt att gå vidare till en större finansiell marknadsplats. Då de under anslutningskraven redan har riktlinjer angående lämpligt antal aktieägare och marknadsvärde skulle en avgränsning med handeln utgöra en tydligare gräns. Sammanfattat skulle handeln möjligtvis kunna användas som en mognadsindikator inför ett beslut huruvida ett företag är redo för att gå vidare eller inte. Då teorier visat att stora ägare tenderar att göra en exit vid första möjliga handelstillfället vid en börsnotering skulle man kunna göra en liknande undersökning av företagen som ansluts till AM. Jämföra köp- och säljsidan vid första handelstillfället skulle ge en antydning om företagen över- eller undervärderas till handeln. Skulle majoriteten av handelsaktörer befinna sig på säljsidan betyder detta att företaget givits ett högt värde och detta kan leda till att exit-symptomet förverkligas.

8 Källor

8.1 Publicerade källor

8.1.1 Litterära källor

- Bryman, Allan; Bell, Emma (2005), Företagsekonomiska forskningsmetoder. Malmö, Liber ekonomi.
- Körner, Svante; Wahlgren, Lars (2002), Praktisk statistik. Lund, Studentlitteratur.
- Mangione, Thomas W (1995), Mail Surveys: Improving the Quality. Thousand Oaks, Sage publications.
- Rienecker, Lotte; Jörgensen, Peter S (2008), Att skriva en bra uppsats. Malmö, Liber AB.

8.1.2 Artiklar och tidsskrifter

- Black, Bernard S; Gilson, Ronald J (1998), Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. Journal of Financial Economics, Issue 47, s 243-277.
- Chemmanur, Thomas J; Fulghieri, Paolo (1999), A Theory of the going-public decision. A Review of Financial Studies, Volume 12.
- Pagano, Marco; Panetta, Fabio; Zingales, Luigi (1998), Why do companies go public? An empirical Analysis. The Journal of Finance Vol LIII.
- Ritter, Jay R; Welch, Ivo (2002), A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. The Journal of Finance Vol LVII.
- Röell, Ailsa (1996), The decision to go public; An overview. European Economic Review, Issue 40.

8.1.3 Lagar

- MiFID (Directive on Markets in Financial Instruments)
- Årsredovisningslagen (1995:1554)
- Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
- Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
- Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden

8.1.4 Övriga publikationer

- Europeiska unionens officiella tidning: Europeiska Kommissionens rekommendation 2003/361/EG av den 6 maj 2003 om definitionen av mikroföretag samt små och medelstora företag [EUT L 124, 2003-05-20]
- Regelverk för emittenter - OMX Nordic Exchange Stockholm 2008-07-01
- First North Nordic – Rulebook, October 2008
- Villkor för anslutning till aktietorget - Gällande från 2007-11-01
- Publikation av Sveriges Riksbank: Den svenska finansmarknaden 1998

8.2 Muntliga källor

- Börjesson, Per H. VD för Spiltan Investment AB. Telefonintervju 2008-12-02 kl 10:00
- Dandanell, Magnus. VD för Mackmyra. Telefonintervju 2008-12-01 kl 14:30
- Ekholm, Staffan. VD för Roxen Internet Software AB. Telefonintervju 2008-12-02 kl 12:45
- Liljeroth, Rickard. VD för Kartena. Telefonintervju 2008-12-02 kl 11:00
- Persson, Nils-Robert. Styrelseordförande i Cinnober. Telefonintervju 2008-12-05 kl 8:30
- Skoglund, Jan. VD för HifabGruppen. Telefonintervju 2008-12-03 kl 9:00
- Stenström, Peter. Certified Adviser på Thenberg & Kinde Fondkommission AB. Telefonsamtal 2008-12-16 kl 15:00
- Westman, Ronny. Ansvarig för Market Watch och Listing på Aktietorget. Telefonsamtal 2008-12-16 kl 12:30
- Öster, Peter. VVD och IR-ansvarig för Vendator. Telefonintervju 2008-12-04 kl 13:00

8.3 Elektroniska källor

8.3.1 Internetadresser

- www.alternativa.se/om_oss.html (2008-11-22)
- www.alternativa.se/agande_1381.html (2008-11-23)
- www.alternativa.se/marknadsrad_1383.html (2008-11-23)
- www.alternativa.se/fretagsledning_1384.html (2008-11-23)
- www.alternativa.se/att_handla.html?lang=1 (2008-11-23)
- www.alternativa.se/handelsregler_1396.html (2008-11-27)
- www.alternativa.se/ansluta_foretag_1353.html?lang=1 (2008-11-28)
- www.alternativa.se/krav_1386.html (2008-11-28)
- www.alternativa.se/finansiellinformation_1422.html (2008-12-18)
- www.alternativa.se/infoomfretagen_1399.html (2008-11-22)
- www.alternativa.se/Filer/insiderregler_p_alternativa.pdf (2008-12-03)
- www.nasdaqomxnordic.com (2008-12-03)
- www.ngm.se (2008-12-03)
- www.ngm.se/docarchive/NGMb%C3%B6rsen/Marknads%C3%B6vervakning/%C3%85rsrapporter_marknads%C3%B6vervakning/%C3%85rsrapport_marknads%C3%B6vervakning_2007.pdf (2008-12-5)
- www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/omoss/ (2008-12-03)
- www.aktietorget.se/AboutGeneral.aspx (2008-12-03)
- www.aktietorget.se/CompanyListingAgreement.aspx?Language=1 (2008-12-18)
- www.aktietorget.se/CompanyInsider.aspx?Language=1 (2008-12-18)
- www.aktietorget.se/pressdocs/Aktietorget/2888/AKTIETORGETdisciplinamd.doc (2008-12-18)
- www.nordicmtf.se (2008-12-03)
- www.thenberg.se/vp_gbg_otc.asp (2008-12-03)
- www.bequoted.com (2008-12-03)
- www.inoff.nu (2008-12-03)
- www.aktiespararna.se/artiklar/Opinion/Smabolagsaktier-narmastosaljbara-nar-borsen-dyker/ (2008-11-20)
- www.ngm.se/main.aspx?siteid=www.ngm.se&language=SE (2008-11-17)
- www.di.se/Nyheter/?page=/Avdelningar/SWOversikt.aspx%3FParentSeqNo%3D474 (2008-11-17)
- www.riksdagen.se/webbnav/index.aspx?nid=3920 (2008-11-15)
- www.riksdagen.se/webbnav/index.aspx?nid=3911&bet=2007:528 (2008-11-15)

- www.omxnordicexchange.com/forbolagochemittenter/surveillance/surveillancestockholm/noteringochovervakning/?languageId=3 (2008-12-18)
- www.nasdaqomx.com/listingcenter/nordicmarket/surveillance/firstnorth/?languageId=3 (2008-12-18)
- www.mackmyra.se (2008-12-19)
- www.roxen.se (2008-12-19)
- www.spiltan.se (2008-11-29)
- www.nutek.se/sb/d/512 (2008-11-23)
- www.nutek.se/sb/d/324 (2008-11-23)
- www.nutek.se/sb/d/463/a/1487 (2008-11-23)
- www.expowera.se/mentor/ekonomi/finansiering_riskkapital.htm (2008-12-10)
- www.fi.se (2008-12-02)

8.4 Tidigare opublicerade uppsatser

- Ransley, R.D., 1984, A research project into the operation and development of the unlisted securities market 1980- 1984, Unpublished (London Business School, London). (Undersökningen finns citerad i flera av våra källor och vi har använt deras hänvisningar)

8.5 Övriga

- Mailsvar från Peter Stenström (Certified Adviser på Thenberg & Kinde Fondkommission AB). 2008-12-16.

9 Appendix

Intervjuer

Telefonintervju: Nils-Robert Persson, Cinnober

Fråga 1: Vad var Era avsikter när Ni lät er anslutas till AM?

- 11 år gammalt bolag som spred ägandet från början.
- 120 aktieägare 2003
- Nils-Robert köpte och sålde på egen hand (störste ägaren)
- Carl Johan Högbom presenterade Cinnober

Fråga 2: Varför valde Ni AM före andra inofficiella listor?

- För det första inte redo för en notering
- Slippa daglig handel
- Ett sätt att komma undan kursdiffer, med tanke på 12 kunder på 300 milj. i oms.

Fråga 3: Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Hur ser Ni på modellen?

- Bra modell i grunden, men marknadsrådet är tveksamt
- Rådet borde se till situationen i sig och inte analysera och jämföra
- Exemplet med värderingen av Triona efter VD:s uttal

Fråga 4: Tycker Ni att AM:s handel resulterar i ett rättvist värde på Ert företag?

- Inte ett rättvist marknadsvärde, där är det undervärderat
- Mellan köparna är det relativt rättvist

Fråga 5: Ser Ni AM som en möjlig slutstation eller snarare som en språngbräda?

- För mindre bolag med 50-200 aktieägare är AM en vettig verksamhet
- AM bra då det inte gäller en officiell listning

Fråga 6: Har Ni någon generell kritik emot AM? Positiv och/eller negativ.

- Affärsidé klockren

- Extremt ambitiöst regelverk
- Mest seriösa spelaren i segmentet
- Inget val mellan AM och andra inoff. AM eller inget.
- Marknadsrådets generella värderingar och att de lyssnar för lite till företaget är negativ.

Telefonintervju: Jan Skoglund, HifabGruppen

Fråga 1: Hur ser ni på tiden som anslutet till AM?

- Innan Alternativa så hade vi ett brett medarbetarägande.
- Vi hade funnits i över 20 år och den interna handeln började bli alltmer dyr och komplex. Detta ledde till att vi började söka efter en billigare noteringsform.
- Vi hade varit på väg mot stora börser tidigare men backat av olika skäl.
- Alternativa blev bra för både köpare och säljare och det passade oss bra. Överlag är vi nöjda med tiden på Alternativa även om prissättningen kan diskuteras.
- Ledningen hade ingen dominerande ställning utan ägandet var spritt, det var önskemål från aktieägare som gjorde att vi valde Alternativa.

Fråga 2: Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Ser Ni detta som en fördel som AM hade?

- Nej, det gör jag inte.
- Marknadsrådshandel innebär en 20 minuter lång intervju med styrelseordförande.
- Sedan styr induktiva bud i hög grad prissättningen, det finns stor möjlighet att påverka kursen.
- Med den andra typen (Auktionshandel) matchar man köp- och säljkurser. Vi hann bara testa det ett par gånger.

Fråga 3: Hade något kunnat få er att stanna kvar på AM? Om ja, vad skulle det vara?

- Storleken på företaget och den förändrade ägarbilden de senaste åren har gjort att vi började leta efter större marknadsplatser.
- När möjligheten kom så valde vi att gå vidare till First North.

Fråga 4: Såg ni AM som en slutstation eller snarare som en språngbräda?

- Alternativa var en bra bit på vägen.
- Informationskraven ökar när ett företag växer och vi hade internt en informationspolicy gentemot våra aktieägare.
- Största fördelen med att komma till en större marknadsplats är den ökade likviditeten i aktien men även exponeringen som blir bättre på en större marknadsplats. Det skapas automatiskt ett intresse kring företaget.

Fråga 5: Finns det någon kritik emot AM generellt sett?

- Jag tycker man kan se över marknadsrådets funktion. Det ger ingen bra värdering av företagen enligt mig och det är väl därför de startade med auktionshandel.
- Överlag har det dock fungerat bra. Kostnadseffektivt och bra service.

Telefonintervju: Rickard Linneroth, Kartena

Fråga 1: Vad var Era avsikter när ni lät er anslutas till AM?

- Vi ville bli VPC-registrerade och ha en mer professionell hantering av vår aktiebok.
- Tidigare hade vi endast haft utfärdade aktiebrev till våra ägare.
- Det fanns ett intresse av en ökad likviditet även om vi egentligen inte var tillräckligt stora ännu, men kanske längre fram?
- Förändringen skedde för 3-4 år sedan när vi ändrade det nominella värdet på våra utfärdade aktier. Då samlade vi in aktiebrev och inledde samtidigt en dialog med Alternativa aktiemarknaden. Nu kunde vi möjliggöra en mer likvid aktie.

Fråga 2: Varför valde ni AM före anda inofficiella listor?

- Vi stod egentligen inte och valde utan det blev mer som en bieffekt när vi samlade in aktiebrev.
- Alternativa passade oss bra då det inte innebar några stora kostnader. Vi var inne i en besparingsperiod och kunde samtidigt som vi sänkte våra kostnader komma med positiva nyheter till våra aktieägare.

Fråga 3: Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Hur ser Ni på modellen?

- Den är väldigt bra, speciellt för den målgrupp som Alternativa har.
- De ser till att man kan fokusera på det man skall fokusera på.

Fråga 4: Tycker Ni att AM:s handel gett ett rättvist värde på ert företag?

- Från och till, men det har mer att göra med att man är ett litet företag.
- Priserna blir ganska volatila. Det är ju enskilda säljare och köpare som bestämmer värdet på aktien, men så är det ju för mindre bolag generellt.
- Ena halvåret är det mycket handel, andra mindre.

Fråga 5: Ser Ni AM som en möjlig slutstation eller snarare som en språngbräda?

- Helt klart som en språngbräda mot en större börs.

- Trots att handelsmekanismen på Alternativa är bra och säkert hade passat oss lång tid framöver så är exponeringen begränsad.

Fråga 6: Har Ni någon generell kritik emot AM? Positiv och/eller negativ.

- Det har fungerat väl. Vi har blivit trevligt bemötta och fått bra service. Vi har även ett serviceavtal som gör det enkelt för våra ägare att få den hjälp de behöver.
- Det är inte så många investeringsfokuserade bolag representerade på Alternativa så aktiviteten blir låg. Vi hade gärna velat kunna nå fler investerare, ge fler chansen att upptäcka vår aktie. Men det beror lika mycket på vår egen positionering.

Telefonintervju: Magnus Dandanell, Mackmyra AB

Fråga 1: Vad var Era planer när Ni anslöts till AM?

- Svaret är enkelt. Vi hade inga då vi anslöts i en så kallad aktieägaranslutning.
- Vad vi noterade var att det uppenbarligen fanns ett visst intresse, men vi gjorde aktivt inga förändringar.
- Vi blev varken upprörda eller glada av anslutningen. Då vi inte ansökte var vi likgiltiga och har hänvisat liknande frågor till AM.

Fråga 2: Hur hanterade Ni aktieägarnas behov av handel innan anslutningen?

- Det gjorde vi inte.
- Naturligtvis fanns det förfrågningar om köp, men samtidigt inte så många som saknade en organiserad handel av aktien.
- Handel är kanske inte vad man är ute efter när man går in i ett ungt bolag. Men nu finns som sagt möjligheten.
- Det är väldigt tydligt sagt att vi är onoterade och det är också de emissioner vi gjort.

Fråga 3: Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Hur ser Ni på modellen?

- Vi har egentligen inte någon kommentar på det. Mer än att uppenbarligen så fungerar den. Men om den är bättre eller sämre kan jag inte svara på.
- Rent allmänt är väl affärsidén bra för företag som är i behov av handel men är för små.
- Vi håller oss passiva till det här. Det är trevligt att det finns, men vi har inte påverkat anslutningen och tar därmed inte heller ansvar för modell eller prissättning. Det står AM för.
- Vi är onoterade för att vi inte kan ta den rollen i detta skede.

Fråga 4: Tycker Ni att AM:s handel resulterar i ett rättvist värde på Ert företag?

- Kan två privatpersoner komma överens om ett pris är det ju ett rättvist pris för dem.
- Däremot betyder det inte att det är en marknadsnoterad värdering av bolaget då det gäller en onoterad lista.

Fråga 5: Ser Ni AM som en möjlig slutstation eller snarare som en språngbräda?

- Beror på om vi vill ha den typen av ägarspridning en notering ger.
- Efter en utredning vet vi för tillfället att vi ska stanna, men hur det kommer att se ut i framtiden vet vi inte.

Fråga 6: Har Ni någon generell kritik emot AM? Positiv och/eller negativ.

- De fyller ut sin roll som marknadsplats, då behovet finns på marknaden.
- Aktieägaranslutningen kanske inte var helt hundra.

Telefonintervju: Stefan Ekholm, Roxen Internet Software

Fråga 1: Vad var era planer när ni anslöts till AM?

- Vi hade inga planer. Det var en av våra aktieägare som gjorde det och plötsligt upptäckte vi att vi var listade.

Fråga 2: Hur hanterade ni aktieägarnas behov av handel innan anslutningen?

- Det var ganska begränsat. Några hörde av sig angående aktier och ekonomichefen hjälpte till med administrationen. Det var inget vi lade krut på.

Fråga 3: Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Hur ser Ni på modellen?

- Det blir väldigt speciella kurser eftersom de är baserade på snittet mellan vad köpare vill ge och säljare vill ta emot.
- Den fungerar dock relativt bra och man får åtminstone handel.

Fråga 4: Tycker Ni att AM:s handel gett er ett rättvist värde på ert företag?

- Nej, det tycker jag inte. Det är ju köpare och säljares önskemål som avgör priset. Det blir lätt lite lotteri över det hela.

Fråga 5: Ser Ni AM som en möjlig slutstation eller snarare som en språngbräda?

- Varken eller egentligen eftersom det inte var någon medveten strategi från vår sida.
- Dock är det bra att aktien finns där eftersom den efterfrågades av några av våra ägare.

- Vi ser inte Alternativa som någon slutstation men inte heller som någon språngbräda.
- Vår största ägare är ett VC-bolag och det är främst de som beslutar kring vart vi tar vägen. Det är dock mer sannolikt att vi inte hamnar på någon större börs.

Fråga 6: Har Ni någon generell kritik emot AM? Positiv och/eller negativ.

- Nej, egentligen inte eftersom vi har ett ganska litet engagemang. De finns de som använder Alternativa mer aktivt än vad vi gör.
- Många fördelar för mindre företag som vill ha någon form av organiserad handel och likviditet i aktierna.
- Negativt är väl i sådana fall de konstiga värdena som kan uppkomma.

Telefonintervju: Per H Börjesson, Spiltan AB

Fråga 1: Vad var Era avsikter när ni lät er anslutas till AM?

- Att få en marknadsplats för våra aktieägare, då vi bygger långsiktiga relationer till våra aktieägare och faktiskt en gång i tiden startade som en aktieklubb.
- Vi vill inte att våra aktieägare ska behöva trada, med tanke på börsens spekulationer.
- För att få in likviditet i bolaget.
- För stora kostnader att låta bolaget noteras på börsen men även en betydligt högre komplext.

Fråga 2: Varför valde ni AM före andra inofficiella listor?

- Efter en emission 1999 sade vi att vi skulle noteras inom 4 år men på grund av dåliga marknadstider under inledningen av 2000-talet fick det vänta.
- Då tog vi initiativ till det här (AM) då vi inte hade något annat riktigt alternativ.
- Sedan är vi ju även ägare i Alternativa.

Fråga 3: Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Hur ser Ni på modellen?

- Den fungerar alldeles utmärkt.
- Handeln i vår aktie omsätter ca 5-6% av Spiltans aktier och omsätter ca 13-14 000 aktier om året.
- Vi har idag ca 20 år i snitt som innehavstid, vilket betyder att AM:s handel passar oss bättre än traditionell handel.

Fråga 4: Tycker Ni att AM:s handel resulterar i ett rättvist värde på Ert företag?

- Ja, det tycker jag.

- Att det inte varit någon handel de senaste två omgångarna beror väl till stor del på den allmänna finansiella oron. Säljare har funnits, men inga köpare.

Fråga 5: Ser Ni AM som en möjlig slutstation eller snarare som en språngbräda?

- Vi har inga planer att byta marknad.
- För att genomföra en notering skulle för oss kräva ett högre börsvärde i förhållande till aktieomsättningen

Fråga 6: Har Ni någon generell kritik emot AM? Positiv och/eller negativ.

- De marknadsför inte bolagen. De skulle kunna göra det bättre genom att bl.a. synas mer i media.

Telefonintervju: Peter Öster, Vendator

Fråga 1: Vad var Era planer när Ni anslöts till AM?

- Vendator är ett företag i expansion
- Handeln viktig då förvärv betalas med egna aktier
- Övervägde andra alternativ, men fastnade för AM (skolan)

Fråga 2: Hur hanterade Ni aktieägarnas behov av handel innan anslutningen?

- Hade ingen handel.
- Fanns intressenter gick det genom mig

Fråga 3: Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Hur ser Ni på modellen?

- Har sina för- och nackdelar
- För: lugn handel, ingen större diff, trygghet
- Nack: Ingen dynamik, "komplicerat" för intressenter (registreringsprocessen osv.)

Fråga 4: Tycker Ni att AM:s handel resulterar i ett rättvist värde på Ert företag?

- Rättvist för de båda parterna
- Långsiktigt sett kanske det är lågvärderat, men idag är det rättvist.

Fråga 5: Ser Ni AM som en möjlig slutstation eller snarare som en språngbräda?

- Som en språngbräda

- En MYCKET bra skola, lärdomen har varit enormt stor om de grundläggande kunskaperna som krävs för en handel (info osv).
- Bra skola pga kunskapen i AM, och rekommenderar dem varmt.

Fråga 6: Har Ni någon generell kritik emot AM? Positiv och/eller negativ.

- Att AM är litet, personligt och enkelt
- Ingen byråkrati
- Våra presumtiva investerare kan ej handla via sina Internet-depåer.

10 Bilagor

10.1 *Bilaga 1: Intervjufrågor*

Frågor till företag med aktieägaranslutning

- 1) Vad var era planer när ni anslöts till AM?
- 2) Hur hanterade ni aktieägarnas behov av handel innan anslutningen?
- 3) Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Hur ser Ni på modellen?
- 4) Tycker ni att er värdering på AM är rättvis?
- 5) Ser Ni AM som en möjlig slutstation eller snarare som en språngbräda?
- 6) Har Ni någon generell kritik emot AM? Positiv och/eller negativ.

Frågor till företag med aktiv anslutning

- 1) Vad var Era avsikter när ni lät er anslutas till AM?
- 2) Varför valde ni AM före andra inofficiella listor?
- 3) Handeln på AM skiljer sig ifrån traditionell handel. Hur ser Ni på modellen?
- 4) Tycker ni att er värdering på AM är rättvis?
- 5) Ser Ni AM som en möjlig slutstation eller snarare som en språngbräda?
- 6) Har Ni någon generell kritik emot AM? Positiv och/eller negativ.

10.2 Bilaga 2: Servicepaket (AM)

Alternativa aktiemarknaden – Servicepaket – 2008

Servicepaket till företag på Alternativa aktiemarknaden

För företag som är aktuella för handel eller på annat vis har samröre med Alternativa aktiemarknaden erbjuds ett antal prisvärda servicepaket på olika nivåer beroende på hur mycket bolaget vill använda sig av Alternativans tjänster. Moms tillkommer.

Small – 40.000 SEK / år

- Informationsgivning via Alternativa aktiemarknadens investerarregister
 - Alternativans register över investerare innehåller i maj 2008 närmare 3.200 personer/företag som alla personligen registrerat sig för att kunna handla.
 - Investerarna äger eller vill äga onoterade aktier och är som sådana en intressant grupp för företag som vill utöka sin ägarkrets och/eller skaffa nytt kapital
 - Alternativa erbjuder sig att informera investerarna om företags särskilda erbjudanden och var de kan hitta mer information
- Statistik från genomförd handel
 - Snabb statistik från handeln. Omsättning, antal köpare, antal säljare, nya ägare mm kommer några dagar efter varje avslutad handelsperiod
- Möjlighet till rabatterade courtagesatser för handel i företagets aktie
 - Företaget kan välja att stå för en del av köparnas och/eller säljarnas courtage för att främja handel

Medium – 65.000 SEK / år (inkluderar Small)

- Möjlighet att välja "Marknadsrådshandel"
 - Tillgång till prissättning via Marknadsrådet upp till fyra ggr/år
- Löpande rådgivning avseende extern information
 - Representanter från Alternativa gör tillsammans med företagsledningen, en översiktlig genomgång av den finansiella informationen
 - Företaget kan konsultera Alternativa aktiemarknaden inför offentliggörande av viktig information

Large – 90.000 SEK / år (inkluderar Small + Medium)

- Deltagande i Alternativa aktiemarknadens investerarmöten
 - Minst en gång per år kommer Alternativa att bjuda in investerare, analytiker, journalister m.fl. till ett möte där företagen får presentera sig och sin verksamhet
 - Mötet äger rum i centrala Stockholm på sen eftermiddag, i samband med frukost eller i samband med Alternativans årsstämma
- Möjlighet att välja "Internhandel"
 - Tillgång till s.k. Hembudshandel där kretsen köpare kan vara begränsad av hembud eller annan överenskommelse
- Annonsering av aktiekursen i Dagens Industri
 - Annonsering inför kommande handelsperiod då aktien handlas, med information om senast betalt, bland ordinarie kurslistor (*kan även köpas separat för 25.000 SEK*)
- Utbildning för att optimera bolaget för handel med aktien
 - Representant från Alternativans ledning besöker bolaget under en dag för att utbilda t.ex ledning, styrelse, nyckelpersoner eller aktieägare i samband med stämma inom lämpligt område
 - Representant från Alternativa gör en gedigen genomgång av företagets finansiella information och övriga aktiemarknadsrelaterade frågor (*separat för 25.000 SEK*)

10.3 Bilaga 3: Marknadsrådet

Marknadsrådet består idag av följande fem personer:

Gillis Cullin: *Nuvarande ordförande i AM:s marknadsråd. Han arbetar som fristående konsult, och har tidigare bland annat varit vice VD i Praktikertjänst, samt VD i Investmentaktiebolaget Eken.*

Alf Blomqvist: *Han är VD för Ledstiernan AB, och tidigare bland annat arbetat som chef för Corporate finance på Swedbank men även för Equity Capitalmarkets på Carnegie.*

Ulf Strömsten: *Han är fondförvaltare på Catella Kapitalförvaltning AB, och har tidigare varit VD för bland annat Alfred Berg Fondkommission.*

Sigvard Heurlin: *Han är auktoriserad revisor från Öhrlings Pricewaterhouse Cooper.*

Stefan Wikholm: *Han är en fristående konsult som tidigare varit ansvarig för både Nordeas och Handelsbankens analytikerteam vilka var fokuserade på området Health Care. Han har även varit rådgivare vid flertalet börsnoteringar.*

10.4 Bilaga 4: Betygsättning (AM)

Följande information krävs för de olika nivåerna:

Godkänd "G":

- Årsredovisning i enlighet med Årsredovisningslagen (1995:1554). Skall publiceras senast sex månader efter verksamhetsårets utgång.
- Om Årsredovisningslagen kräver delårsrapport (vilket kortfattat krävs om företaget har tillgångar på minst ca 40 milj. kr. eller har mer än 200 anställda) ska den publiceras senast två månader efter periodens utgång.

Väl Godkänd "VG":

- Uppfyllda krav för G enligt ovan
- Styrelsen:
 - Skall ha minst en av företaget oberoende ledamot,
 - Skall ha en ordförande som ej är anställd i företaget
 - Får ej bestå av en majoritet av anställda.
- Bokslutskommuniké som utgör ett sammandrag av den finansiella informationen i kommande årsredovisning. Skall offentliggöras senast tre månader efter verksamhetsårets utgång.
- Årsredovisning som utöver lagkraven ger följande information:
 - Beskrivning av företaget, verksamheten och den marknad företaget verkar på samt en redogörelse för de viktigaste faktorerna bakom utvecklingen av resultat och ställning
 - Kassaflödesanalys i sammandrag
 - En sammanfattning av de viktigaste resultat- och balansmått för den senaste 3-årsperioden
 - Aktiedata: Antal utestående aktier på balansdagen. Redogörelse för eventuella emissioner under verksamhetsåret.
 - Förteckning över ägare som innehar mer än 5% av kapital och/eller röster
 - Redogörelse för vilka personer som ingår i styrelsen med uppgift om ålder, aktie- och/eller optionsinnehav i företaget, ordinarie sysselsättning samt övriga relevanta styrelseuppdrag.
- Minst en delårsrapport med finansiell information i nivå med innehållet i bokslutskommunikén
- Publicering av väsentliga händelser eller beslut
- Senaste årets pressmeddelanden

Mycket Väl Godkänd "MVG":

- Uppfyllda krav för VG enligt ovan
- Redovisningen skall, utöver Årsredovisningslagen, även tillämpa Bokföringsnämndens allmänna råd.
- Kvartalsrapporter med finansiell information i nivå med innehållet i bokslutskommunikén. Rapporterna skall avse respektive delårsperiod samt det senaste kvartalet med jämförelsetal för motsvarande perioder närmast föregående räkenskapsår
- Uppdaterad förteckning över insiders (definierade i enlighet med Lag (2000:1087) om anmäningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument) och deras innehav av aktier och optioner i företaget
- Information om kontaktperson för finansiell information och hur denna person kan kontaktas.

10.5 Bilaga 5: Kostnader OMX Stockholm

Official price list for equity issuers on the Nordic Exchange Stockholm

Valid from March 14, 2008

Prices in SEK exclusive of VAT (applicable for domestic issuers)

Swedish and foreign shares on the Main Market and First North

Listing fee

Main Market	600 000
First North	50 000
One-year-follow-up (only applicable to Main Market companies)	150 000

Fee for new issues with preferential right for shareholders Fixed charge + 1‰ of the issued amount

Fixed fee per new issues	50 000
Maximum fee	750 000

No listing fee for transitional papers is charged in conjunction with new issue with preferential right for shareholders

Quarterly fee

Main Market quarterly fee of 0.01125‰ (SEK 11.25 per million and quarter) is based on the average market value of the company during the last 12 months. The fee is charged in advance.

Minimum fee	48 000
Maximum fee	750 000

The quarterly fee for *First North* is based on the average market value of the company during the last 12 months.

The fee is charged in advance.

Market capital

	Fee	Formula	
SEK 0 - 200 million	12 500	Minimum fee	
SEK 200 - 500 million	12 500 - 35 000	$12 \cdot 500 + (\text{Market capital} - 200\text{Mkr}) \cdot 75$	capital-
SEK 500 - 1000 million	35 000 - 60 000	$35 \cdot 000 + (\text{Market capital} - 500\text{Mkr}) \cdot 50$	capital-
SEK 1000 - 2000 million	60 000 - 85 000	$60 \cdot 000 + (\text{Market capital} - 1000\text{Mkr}) \cdot 25$	capital-
SEK > 2000 million	85 000	Maximum fee	

10.6 ***Bilaga 6: God sed enligt AktieTorget***

AktieTorget anser det vara god sed på aktiemarknaden att i tillämpliga delar följa dels de regler om offentliga uppköpserbudanden som finns i lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden, dels AktieTorgets regler rörande offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (som är i allt väsentligt samma regler som OMX Nordic Exchange Stockholm AB tillämpar), dels de uttalanden om vad som får anses utgöra god sed på aktiemarknaden som Aktiemarknadsnämnden meddelat och kommer att meddela.