



SCHOOL OF ECONOMICS  
AND MANAGEMENT  
Lund University

**Kandidatuppsats Finansiering  
HT 07**

# **Reverse Takeover - Köksvägen till börsen**

**Författare:**

Arfwidsson, Oskar  
Hesselroth, Sebastian  
Kansmark, Henrik  
Ramel Roald, Carl Magnus

**Handledare:**

Göran Andersson

---

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION	8
1.3 SYFTE	9
1.4 AVGRÄNSNINGAR	9
1.5 MÅLGRUPP	10
1.6 FORTSATT DISPOSITION UPPSATTS	10
2 METOD	11
2.1 VAL AV METOD	11
2.2 UNDERSÖKNINGSMETOD	12
2.3 INSAMLING AV DATA	12
2.3.1 PRIMÄRDATA	12
2.3.2 SEKUNDÄRDATA	13
2.4 INTERVJUER	13
2.4.1 ARRANGEMANG AV INTERVJU	13
2.4.2 INTERVJURESPONDENTER	14
2.4.3 INTERVJUTEKNIK	15
2.5 METODKRITIK	15
2.5.1 KÄLLKRITIK	16
2.5.2 VALIDITET	16
2.5.3 RELIABILITET	16
2.7 ALTERNATIVA METODER	17
3 TEORI	18
3.1 BÖRSTEORI	18
3.1.1 FÖR- OCH NACKDELAR MED EN BÖRSNOTERING	18
3.1.2 KOSTNADER FÖR EN BÖRSNOTERING	19
3.1.3 NOTERINGSPROCESSEN	19
3.2 ÄGARSPRIDNING	20
3.2.1 INVESTERARNAS AVSIKTER	20
3.2.2 BOLAGETS AVSIKTER	21
3.3 FASTIGHETSMARKNADEN	22
3.4 TAKEOVER OCH REVERSE TAKEOVER	23
3.5 REGELVERKETS KRAV	24
3.5.1 AKTIEBOLAGSLAGEN (2005:551)	24
3.5.1.1 APPORT	24
3.5.2 INKOMSTSKATTELÄG (1999:1229)	25
3.5.2.1 KAPITALVINSTER OCH KAPITALFÖRLUSTER	25
3.5.2.2 RÄTTEN TILL KONCERNBIDRAG	26
3.5.2.3 BELOPPSSPÄRR OCH KONCERNBIDRAGSSPÄRR	26
3.5.2.4 UNDERPRISÖVERLÅTELSE	27
3.6 ARBITRAGE	27
3.6.1 LAGEN OM ETT PRIS	27
3.6.2 EN EFFEKTIV KAPITALMARKNAD	28

---

---

3.6.3 INSIDERHANDEL	28
3.7 YTTERLIGARE BEROENDE FAKTORER	28
<b>4 EMPIRI</b>	<b>30</b>
<hr/>	
4.1 DE INBLANDADE PARTERNA	30
4.1.1 BIOLIGHT AB	30
4.1.2 M2 GRUPPEN AB	31
4.1.3 COREM PROPERTY GROUP AB	31
4.2 BILDANDET AV COREM PROPERTY GROUP	32
4.3 LIKNANDE AFFÄRER I KORTHET	34
4.4 RESULTAT AV KVALITATIVA INTERVJUER	37
4.4.1 CATELLA CORPORATE FINANCE	37
4.4.2 MAQS LAW FIRM	39
4.4.3 COREM PROPERT GROUP	40
4.4.4 BIOLIGHT INTERNATIONAL AB	42
4.4.5 NGM	43
4.4.6 OMX	43
<b>5 ANALYS</b>	<b>45</b>
<hr/>	
5.1 MOTIV OCH KARAKTÄRISTIKA	45
5.1.1 SKALBOLAGET	45
5.1.2 TARGETBOLAGET	46
5.2 FÖR- OCH NACKDELAR MED EN RTO JÄMFÖRT MED EN IPO	47
5.2.1 NOTERINGSPROCESSEN	48
5.2.2 GENERELLA RISKER OCH VAL AV NOTERING	49
5.3 SÄRSKILDA ARBITRAGEMÖJLIGHETER	49
5.4 UTNYTTJANDET AV FÖRLUSTAVDRAG	50
5.4.1 TILLVÄGAGÅNGSSÄTTET	50
5.4.2 RISKER MED UTNYTTJANDET AV FÖRLUSTAVDRAGEN	52
<b>6 SLUTSATS, DISKUSSION OCH FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING</b>	<b>54</b>
<hr/>	
6.1 SLUTSATS	54
6.2 DISKUSSION OCH FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING	55
<b>KÄLLFÖRTECKNING</b>	<b>57</b>
<hr/>	
<b>BILAGA 1- INTERVJUER OCH SVAR</b>	<b>60</b>
<hr/>	

## **Förord**

---

Vårt intresse för finansiering i kombination med vår nyfikenhet kom att bli utgångspunkten för vår uppsats. Då vi av en ren tillfällighet uppmärksammades på ett för oss helt nytt tillvägagångssätt vid en börsintroduktion, kände vi oss manade att utreda detta. En av våra gruppmedlemmar hade sedan en tid tillbaka haft kontakt med Corem Property Group, som nyligen valt att använda sig av detta i uppsatsen behandlade förfarande. Med anledning därav blev vårt val av uppsatsämne definitivt och kom att utgöra en ytterst spännande resa.

För att möjliggöra målen med vår uppsats har ett par personer haft en oerhört viktig roll. Till att börja med vill vi rikta ett särskilt stort tack till Corem Property Group och där VD Rutger Arnhult som på olika sätt hjälpt oss hitta de rätta vägarna att gå. Ett särskilt tack ska även ges till Charlotte Nordling och Patrik Essehorn på MAQS Law Firm för deras förstklassiga hjälp med att förklara de svenska regelverk som uppmärksammades under uppsatsens gång. Till stor hjälp har även Ken Wendelin på Catella Corporate Finance varit, då han systematiskt kunnat förklara delar av de problem vi stött på och som utan hans hjälp varit svåra att övervinna.

Tack vare vår handledare Göran Andersson har vår uppsats fått den struktur och den akademiska styrka som legat till grund för skapandet av våra teorier.

Avslutningsvis vill vi även rikta uppmärksamhet åt de intervjurespondenter som möjliggjort uppsatsens utfall genom avsatt tid och visat intresse.

Lund den 7 januari 2008.

Carl – Magnus Ramel Roald

Henrik Kansmark

Oskar Arfwidsson

Sebastian Hesselroth

## Sammanfattning

<b>UPPSATSENS TITEL:</b>	Reverse Take Over – Köksvägen till börsen
<b>SEMINARIUM:</b>	2008 – 01 – 15
<b>ÄMNE/KURS:</b>	Kandidatuppsats i finansiering, 15 akademiska poäng
<b>FÖRFATTARE:</b>	Oskar Arfwidsson, Sebastian Hesselroth, Henrik Kansmark, Carl – Magnus Ramel Roald
<b>HANDLEDARE:</b>	Göran Andersson
<b>NYCKELORD:</b>	RTO, Börsintroduktion, Förlustavdrag, Ägarspridning
<b>SYFTE:</b>	Syftet med uppsatsen är att särskilja de viktigaste av de finansiella och icke-finansiella faktorer som påverkar de inblandade bolagen till ett beslut om en Reverse Take Over (RTO), samt visa på de olika beståndsdelarna i beslutsprocessen.
<b>METOD:</b>	Vi har valt att genomföra en kvalitativ studie där vår utgångspunkt finns i semistrukturerade intervjuer med inblandade parter som deltog vid genomförandet av Corem Property Groups RTO.
<b>TEORI:</b>	Teorierna i uppsatsen behandlar främst börsintroduktioner, ägarspridning och svensk rätt som ligger till grund för genomförandet av en RTO och då främst möjligheten till utnyttjandet av förlustavdrag.
<b>EMPIRI:</b>	Vi presenterar sammanställd empiri utifrån de kvalitativa intervjuer som vi genomfört. Sammanställning av vårt resultat görs med beaktande av våra frågeställningar och vad som då har varit av vikt vid vår analys.
<b>SLUTSATSER:</b>	De inblandade bolagen har olika motiv till att genomföra en RTO men affären är dock helt ömsesidig och ingen av parterna är tvingad in i processen. Den ägarspridning som sker i samband med affären för med sig både för- och nackdelar. Detta är något som bolaget måste ha klart för sig och känna sig tillfreds med. Kostnaderna och tidsåtgång vid en RTO skiljer sig inte nämnvärt jämfört med en normal börsintroduktion. Okunskap på marknaden ger tillfälle för väl insatta investerare att åtnjuta arbitragevinster i samband med processen. Utnyttjandet av förlustavdrag ses som en primär anledning till genomförandet av en RTO. Den svenska lagstiftningen ställer dock hårda krav och det krävs ett djupgående arbete för att legalt kunna tillgodogöra sig förlusterna.

## **Abstract**

<b>TITLE:</b>	Reverse Takeover – A backdoor to the stock-exchange
<b>SEMINAR DATE:</b>	2008-01-15
<b>COURSE:</b>	Bachelor Thesis, Finance, 15 Academic Credits
<b>AUTHORS:</b>	Oskar Arfwidsson, Sebastian Hesselroth, Henrik Kansmark, Carl – Magnus Ramel Roald
<b>ADVISER:</b>	Göran Andersson
<b>KEYWORDS:</b>	RTO, Intial Public Offer, Deduction or loss, Separation of Ownership
<b>PURPOSE:</b>	The purpose of the thesis is to observe the key financial and non- financial factors that effects the involved companies in the decision making of a reverse takeover, and show the different parts of the process towards a decision.
<b>METHODOLOGY:</b>	We have performed a qualitative analysis where our starting-point is in semi structured interviews with the concerned parties involved in Corem Property Groups reversed takeover.
<b>THEORETICAL APPROACH:</b>	The theories in this thesis focus mainly on initial public offers, the separation of ownership and the Swedish law that contributes to the follow-through of an Reverse Takeover and mainly the possibilities for a deduction on the loss.
<b>EMPIRIAL FOUNDATION:</b>	We present the summarized empirical facts we have gathered from our qualitative intervjuer. The summary of our results are made with focus on our issue and what have been of importance to our analysis.
<b>CONCLUSIONS:</b>	The companies involved have different motives to participate in an RTO but the deal is mutual and none of the companies are forced into the process. The separation of ownership that occurs as the deal is being preceded brings both benefits and disadvantages. This is something that the involved companies have to be aware of and accept. The cost and timeframe in an RTO is not that different compared to the ones in a normal IPO. Poor knowledge on the stock market gives experienced investors the opportunity to make arbitrage profits in the beginning in of the RTO process. The use of the deduction on loss is seen as one of the primary reasons to the proceeding of an RTO. The Swedish legislation makes demands and an extensive work has to be made in order to legally be able to profit from the losses.

# KAPITEL 1

## INLEDNING

---

*I det första kapitlet kommer vi att ge läsaren en beskrivande bakgrund till uppsatsämnet. Här beskriver vi även det problem som vi kommer att besvara i uppsatsen och definierar syftet med denna. Vi kommer även att beskriva de avgränsningar som vi ämnar att göra.*

---

### 1.1 Bakgrund

Följande pressmeddelande publicerades på det nyregistrerade bolaget Corem Property Groups hemsida 2007-12-04 och kan, utan kunskap om bolagens natur tyckas tämligen ordinärt.

*”Den 28 september 2007 ingick Biolight, villkorat av bolagsstämmas godkännande, avtal om förvärv av samtliga aktier i M2 Industrilokaler Holding AB och fordringar på detta bolag, mot betalning i form av nyemitterade aktier genom en apportemission. Genom förvärvet byter Biolight verksamhet och blir ett fastighetsbolag. Biolight föreslås ändra namn till Corem Property Group AB (publ).” (www.corem.se 2007-12-03)*

Biolight International AB var vid den tidpunkten börsnoterade på Nordic Growth Markets (NGM) lista. Bolaget, som är verksamt inom biomedicinbranschen hade under en tid levererat negativa resultat.<sup>1</sup> Vad som är intressant i det här fallet är det något uppseendeväckande faktum att ett börsnoterat bolag som sysslar med biomedicinsk forskning och produktutveckling genom en nyemission förvärvar ett fastighetsbolag med industrifastigheter värderade till ca 3 miljarder SEK.<sup>2</sup> Samtidigt byter de också verksamhet till fastighetsbolag.

Det förvärv som har genomförts i det fall som nämns ovan, att ett mindre publikt bolag genom en nyemission förvärvar ett högre värderat icke-publikt bolag för att sedan överta deras verksamhet är i själva verket inte alls så ologiskt som det kan tyckas. Det som sker i och med uppköpet är att M2 Industrilokaler Holding AB, efter att ha förvärvats av Biolight och sedan bytt namn till Corem Property Group AB nu är ett publikt bolag. Resultatet har uppnåtts nästan enbart genom ett företags förvärv av ett annat och kallas med en engelsk term för ”Reverse Takeover” (RTO).<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> [www.biolight.se](http://www.biolight.se) (2007-12-04)

<sup>2</sup> <http://www.m2gruppen.se/nyheter.asp?id=27> (2007-12-04)

<sup>3</sup> <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Reverse+Takeover+-+RTO> (2007-12-04)

---

Nedanstående pressmeddelande publicerades dagen efter ovanstående citat på M2 Gruppens hemsida.

*” M2 GRUPPEN har beslutat att via bolaget M2 Industrilokaler Holding AB skapa ett nytt börsnoterat fastighetsbolag med inriktning på industri-, lager- och logistikfastigheter. Via ett omvänt uppköp av Biolight International AB ("Biolight") börsnoteras bolaget på NGM Equity (Nordic Growth Market NGM AB). Fastighetsbolaget behåller Biolights börsnotering och förlustavdrag.” (<http://www.m2gruppen.se/nyheter.asp?id=24>, 2007-12-04)*

Det här är den synbara anledningen till förvärvet och de har i stort sett genom detta förfarande skapat det börsnoterade fastighetsbolaget Corem Property Group AB.

Vi har nu några parter som spelar var sin huvudroll i den här processen och som således kommer att spela en stor roll även i uppsatsen, dessa är följande;

- M2 Gruppen och Fastighets Balder AB  
*Bolagen som ägde fastighetsbestånden innan affären, kommer härnäst även att definieras som "targetbolaget" med hänseende till att de i affärens första steg blir uppköpta av ett annat bolag.*
- Biolight International AB  
*Det biomedicinska bolag som tog över fastighetsbeståndet, kommer härnäst även att definieras som "skalbolaget".*
- Corem Property Group AB  
*Det nya börsnoterade bolaget som efter affärens genomförande innehar hela fastighetsbeståndet.*

## 1.2 Problemdiskussion

I och med affären mellan M2 Gruppen, Balder och Biolight så väcktes ett intresse hos oss för den process som kallas för Reverse Takeover (RTO), som på många sätt tillsynes skiljer sig från det traditionella sättet att börsnotera ett bolag på. Dock är informationen enligt vår erfarenhet i dagsläget bristfällig när det kommer till de karaktäristika hos bolagen som agerar beslutsunderlag till denna process samt effekterna av den. Är det främst ett snabbare och mer kostnadseffektivt sätt att börsnotera sig, och därmed, ett alternativ att föredra framför den traditionella börsintroduktionen, eller finns det andra, dolda faktorer som gör att vissa bolag väljer att göra en RTO istället för att en traditionell IPO?

Motiven till en RTO kan vara många, men kartläggningen av de finansiella egenskaper som skalbolaget samt det initiativtagande bolaget bör uppfylla för att det omvända uppköpet ska få den effekt som eftersöks saknar struktur. Mycket beroende på att informationen är svårtillgänglig och privat. Det är med andra ord inte samma motiv som leder till att ett företag väljer att börsnotera sig genom RTO som de motiv som resulterar i en traditionell börsintroduktion.



Det finns följaktligen ett informationsgap vad gäller de huvudsakliga beslutsunderlagen till ett omvänt uppköp, både när det kommer till skalbolaget och det bolag som är målet för uppköpet. Följande frågeställningar kommer då att ligga till grund för vår uppsats:

- *Vilka karakteristika kännetecknar de bolag som är inblandade i ett omvänt uppköp?*
- *Vilka individuella motiv har de inblandade bolagen för genomförandet av en RTO?*
- *Vilka fördelar respektive nackdelar kan erhållas vid ett omvänt uppköp jämfört med en normal börsintroduktion?*

Vi kan ställa oss frågan hur aktiemarknaden reagerar på den här typen av börsnotering och hur börsbolagen ser på det i relation till en traditionell IPO. Tidigare forskning har visat på att en aktie i ca 70 procent av alla vanliga börsintroduktioner haft ett lägre introduktionspris än stängningspriset samma dag.<sup>4</sup> Men gäller detsamma för bolag som noteras genom en RTO? Vi ställer därför även frågan;

- *Finns det möjlighet till särskilda arbitragemöjligheter vid en RTO?*

Då en RTO som en alternativ väg in på börsen enligt oss bör ses som en relativ ny process, finner vi det intressant att kartlägga de legala aspekterna som påverkar denna typ av affär. Med anledning härav ska vi besvara följande frågeställning:

- *Vilka regelverk påverkar genomförandet av en RTO och hur gör då företag för att övervinna vissa eventuella hinder?*

## 1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att särskilja de viktigaste av de finansiella och icke-finansiella faktorer som påverkar de inblandade bolagen till ett beslut om en Reverse Takeover, samt visa på de olika beståndsdelarna i beslutsprocessen.

## 1.4 Avgränsningar

Under den inledande fasen av vår uppsats förstod vi tidigt att vårt val av ämne innebar en mängd hinder som skulle bli svåra att övervinna. För att underlätta dessa hinder, blev vi tvungna att avgränsa oss. En av de viktigaste avgränsningar som vi gjort är att bara se till svenska företag som genomgått en RTO. Anledningen till detta har varit att vi tidigt förstod svårigheten kring upptäckten av ett företag som genomgått en RTO, vilket grundar sig i att börsposten övertagits av ett eller av flera företag som gått samman och när de väl introducerats på börsen så har de bytt företagsnamn. Att då ge sig in i en djungel av även utländska RTOs skulle enligt vår mening innebära en oerhörd mängd arbete som sett ur en tidsaspekt skulle vara omöjligt att genomföra. Inte nog med att själva lokaliseringen av utländska företag skulle innebära problem, så hade vi stött på inhemska regelverk och förfaranden som med stor sannolikhet skiljer sig från de svenska.

---

<sup>4</sup> J, Ritter & I, Welch, *A Review of IPO Activity, pricing, and allocations*, s. 10.

## 1.5 Målgrupp

Vår målgrupp består främst av personer som är väl insatta i de ekonomiska begrepp uppsatsen behandlar samt sakkunniga inom området börsintroduktioner. Analys och slutsats är i första hand riktat mot vårt fallföretag, Corem Property Group. Vi önskar även att uppsatsen ska ligga till grund för studenter som vill fördjupa sig ytterligare i ämnet alternativa börsintroduktioner.

## 1.6 Fortsatt disposition av uppsatsen

### Kapitel 2 – Metod

*I metodkapitlet ger vi läsaren en beskrivning av tillvägagångssätt och hur vi har angripit de problem som uppsatsen behandlar. De undersökningsmetoder som ligger till grund för uppsatsen presenteras på ett ingående sätt. Vi riktar även kritik mot valda undersökningsmetoder och beskriver andra möjliga metoder som kunnat användas.*

### Kapitel 3 – Teori

*I Teorikapitlet behandlas aktuella teorier som berör området börsintroduktioner och alternativa börsintroduktioner. Några teorier är direkt kopplade till uppsatsens huvudsakliga område alternativa börsintroduktioner medan andra teorier används till att belysa skillnader mellan börsintroduktioner och alternativa börsintroduktioner.*

### Kapitel 4 – Empiri

*I Empirikapitlet presenteras affären mellan Biolight och M2 Gruppen som sedan blev Corem Property Group. Här presenteras även resultaten från de kvalitativa undersökningarna.*

### Kapitel 5 – Analys

*I analyskapitlet analyseras data som tagits från teori- och empiri kapitlen.*

### Kapitel 6 – Slutsats, Diskussion och förslag på vidare forskning

*I det sista kapitlet diskuterar vi och drar slutsatser kring uppsatsens undersökning och de uppgifter som framkommit vid denna. Vi diskuterar även fortsatta forskningsområden inom samma område där uppsatsen kan ligga som grund.*

## KAPITEL 2

# METOD

---

*I följande kapitel vill vi ge läsaren förståelse för hur vi angriper de problem som uppsatsen ska ge svar på. Den undersökningsmetod som ska ligga till grund för upprätthållandet av vårt syfte kommer att presenteras på ett ingående sätt. Vi vill genom detta belysa vikten av vårt metodval och varför vi har valt att göra på ett visst sätt. Vidare kommer vi att rikta kritik till våra metoder och presentera vad som kan ses som potentiella hinder.*

---

### 2.1 Val av metod

För att kunna nå de grundläggande målen med vår uppsats och förstå varför bl.a. Corem Property Group valde att börsintroduceras genom en RTO och vilka typer av företag som då kan anses lämpliga för detta förfarande, så är valet av metod av stor vikt.

Vi märkte tidigt att en RTO inte är en vanligt förekommande process, utan att den istället ter sig tämligen ovanlig. I och med detta finns mycket litet skrivet om ämnet och vi har inte kunnat finna några tidigare publicerade teorier om vilka typer av företag som genomför denna typ av börsintroduktion och då inte heller de bakomliggande motiven. Genom vår utredning tänker vi alltså använda oss av framför allt ett induktivt angripssätt där vi skapar våra egna teorier kring genomförandet av en RTO. Vad som vidare beskriver den induktiva metoden och vårt tillvägagångssätt är att vi har studerat vårt forskningsobjekt, d.v.s. genomförandet av Corem-affären, utan att först ha förankrat undersökningen i tidigare erkänd teori kring området.<sup>5</sup> Utifrån den data vi sedan samlat in har vi funnit vissa särskilda fakta som varit av extra vikt att titta vidare på i redan publicerade källor. Med andra ord är uppsatsen till den grad induktiv att vi anser oss skapa egna teorier kring varför och vilka företag i Sverige som genomför en RTO. För att möjliggöra detta krävs ett deduktiv inslag i form av tidigare teorier kring faktorer som för oss spelar en viktig roll vid skapandet av egna teorier. En deduktiv metod kan förklaras som att forskaren utifrån redan befintliga teorier drar slutsatser om enskilda fall och detta efter att densamme ställt upp hypoteser som sedan konfronteras med empiri.<sup>6</sup> Läsaren skulle i viss mån kunna se vår uppsats som abduktiv, vilket är en kombination av både en induktiv och en deduktiv metod. För att förtydliga för läsaren kan sägas, att vid det abduktiva angreppssättet formulerar forskaren, precis som vid den deduktiva metoden, hypoteser efter det att denne genom en induktiv metod skapat en preliminär teori. Hypoteserna ska sedan besvaras genom att forskaren testar teorin på nya fall och därefter utvecklar teorin ytterligare.<sup>7</sup> Då vi vid skrivandets början överhuvud taget inte ansåg oss kunna formulera några direkt teoretiska hypoteser kring varför Corem-affären genomfördes kan vi anse oss ha utelämnat den abduktiva metoden.

---

<sup>5</sup> R, Patel & B, Davidson, *Forskningsmetodikens grunder*, s. 24

<sup>6</sup> K. Halvorsen, *Samhällsvetenskaplig metod*, s. 45 f

<sup>7</sup> R, Patel & B, Davidson, *Forskningsmetodikens grunder*, s. 23 f f

---

## 2.2 Undersökningsmetod

Då uppsatsen ska ge svar på de bakomliggande orsakerna till varför ett företag väljer att genomföra en RTO ges enligt oss inget utrymme för kvantitativa studier utan vi får istället se till det kvalitativa angreppssättet. Vi väljer att inte bedriva en kvantitativ studie av den enkla anledningen att det enligt vår mening finns för få bolag att undersöka som genomfört en RTO och att det statistiska utfallet då skulle bli för bristfälligt. För att kunna besvara våra frågeställningar på ett så korrekt sätt som möjligt krävs att vi framför allt förstår hur en RTO genomförs, vilket enligt oss görs på bästa sätt genom att gå på djupet i ett enskilt fall och detta då genom kvalitativa intervjuer. De kvalitativa intervjuerna utgör en av den kvalitativa forskningsmetodikens främsta metoder och kan förutom av intervjuer, även utgöras av insamling och kvalitativa analyser av skriftliga källor såsom texter och dokument, d.v.s. ett samspel mellan teori och praktik.<sup>8</sup> Tanken är alltså att de kvantitativa intervjuerna, tillsammans med dokumenterat material, ska komplettera varandra på ett effektivt sätt. Den kvalitativa metoden skapar bl.a. en större närhet till undersökningsobjektet och intervjudeltagarnas uppfattning blir tydligare. Även den rika och fylliga data som de kvalitativa intervjuerna genererar bör ses som den primära anledningen till vårt val av undersökningsmetod.<sup>9</sup> Vi är i starkt behov av att komma Corem Property Group och de andra inblandade bolagen nära, vilket vi framför allt gör genom intervjuer med personer som representerar inblandade parter i affären.

## 2.3 Insamling av data

Under vår insamling av data kommer vi att bedriva s.k. retrospektiva studier, med vilket menas att vi intervjuar de olika inblandade parterna i vår fallstudie och sedan jämför och analyserar svaren. När vi utför denna typ av studie, föreligger risk för att bl.a. minnesfel kan uppkomma, d.v.s. att vårt intervjuobjekt tenderar att ge oss felaktig information.<sup>10</sup> Genom vårt val av fallstudie och dess aktualitet eliminerar vi till stora delar detta problem då processen med Corems börsintroduktion fortfarande pågår. Genom våra intervjuer får vi tillgång till oerhört viktig primärdata vilken vi komplimenterar med sekundärdata som utgörs av tillgänglig information, både i vårt men även från liknande fall. En kombination av både primärdata och sekundärdata torde skapa en mer rättvisande bild och därav kunna underbygga svaren på våra frågeställningar.<sup>11</sup>

### 2.3.1 Primärdata

Vår primärdata kommer att bestå av data från genomförda intervjuer med representanter från de inblandade parterna i Corem- affären och av den dokumentation som de tillhandahåller oss med. Genom den nära kontakten med alla typer av inblandade parter kommer vår primärdata att ge oss en mycket god inblick i hur affären har gått till samt vilka faktorer som drivit parterna till att genomföra affären. Hur vi valt att genomföra intervjuerna och vårt syfte med dem behandlas under kapitel **2.4 Intervju** och där ger vi läsaren en djupare inblick i hur vi har

---

<sup>8</sup> A, Bryman & E, Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, s. 299

<sup>9</sup> A, Bryman & E, Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, s. 322

<sup>10</sup> K. Halvorsen, *Samhällsvetenskaplig metod*, s. 65

<sup>11</sup> Ibid, s. 63

tänkt, för att på bästa sätt kunna besvara våra frågeställningar. Med anledning av att våra intervjuobjekt har olika typer av uppgifter i affären kommer våra frågor *till viss grad* att skilja sig åt. Viktigt att poängtera, är vårt arbete kring att behålla objektiviteten av intervjuerna och inte låta frågorna bli subjektiva med risk för att våra frågeställningar enklare ska kunna besvaras.

### 2.3.2 Sekundärdata

Som sekundärdata kommer vi att använda oss av till allmänheten utgivet material från tidigare RTO-processer, men även se till publicerade artiklar, litteratur och företagsinterna källor. I metodavsnittets inledning nämnde vi att det inte gått att finna några teorier om en RTO som sådan, men att vi trots detta ändå kommer att använda oss av teorier som till viss grad påverkar en RTO och genom detta ger oss vägledning och skapar en grund för dels vår analys och då dels för skapandet av våra egna teorier. I viss utsträckning kommer även internet att få en viktig roll i vår uppsats. Genom utnyttjandet av aktuella intervjuobjekts hemsidor kommer vi att få tillgång till övergripande information och aktuella nyheter.

## 2.4 Intervjuer

I och med att uppsatsen i huvudsak behandlar kvalitativ forskning kommer intervjuerna också att vara av kvalitativ karaktär. Inom kvalitativa intervjumetoder finns det två huvudsakliga intervjuformer; ostrukturerade och semistrukturerade intervjuer. Båda dessa intervjuformer tenderar att vara betydligt mindre strukturerade än de intervjuformer som förekommer inom kvantitativ forskning.

I de kvalitativa intervjumetoderna läggs tyngd på intervjuobjektens egna uppfattningar och synsätt. Intervjun behöver inte följa ett förberett frågeformulär vilket gör att fölfrågor kontinuerligt kan ställas om så behövs. Kvalitativa intervjuer är flexibla och ger fylliga och detaljerade svar.<sup>12</sup> Dessa faktorer anser vi vara viktiga då vi utöver svar på ställda frågor kan komma att behöva ytterligare information.

Vi använder oss av en semistrukturerad intervjumetod, d.v.s. en intervjuform där ett antal olika teman berörs(intervjuguide) inom en viss ram. Valet av intervjuform baseras på att intervjun ska vara flexibel, att intervjuobjektet ska ha stor frihet i formuleringen av dennes svar samt att denne ska kunna belysa vad som anses vara det primära i frågan. Intervjuformen ger oss möjlighet att få tillgång till information, som vi vid en strukturerad intervju kunnat gå miste om.

### 2.4.1 Arrangemang av Intervju

Redan i ett tidigt stadium har vi identifierat, kontaktat och anordnat intervjuer med aktuella personer som vi anser kunna bidra till en bättre förståelse till varför företag väljer att börsnoteras via en alternativ börsintroduktion samt nyckelpersoner inom affären i fråga. Det finns det främst två typer av intervjuobjekt; experten som har viss kunskap kring ämnet i

---

<sup>12</sup> A, Bryman & E, Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, s. 362

fråga och den direkta intressenten inom området som kan vara en anställd på det företag som utreds eller dylikt.<sup>13</sup> Bland intervjurespondenterna finns både experten och den direkta intressenten representerade.

## 2.4.2 Intervjurespondenter

En stor del av underlaget till den kvalitativa undersökningen kommer, som nämns ovan, från intervjuer. Syftet med intervjuerna är att få en djupare bild av varför bolag väljer en alternativ börsintroduktion framför en IPO samt vilka för- och nackdelar detta medför. För att få en så verklig bild som möjligt har vi valt att intervjua sex olika personer med olika anknytningar till ämnet i fråga. Intervjurespondenterna består både av experter och direkta intressenter vilket ger analysen ökad trovärdighet.

Ken Wendelin, Catella Corporate Finance AB

*Ken Wendelin arbetar som rådgivare på Catellas Corporate Finance avdelning. Ken var med som rådgivare vid sammanslagningen av M2 Gruppen AB och Biolight AB vilket senare kom att bli Corem Property Group AB. Ken har agerat rådgivare vid flertalet liknande affärer och vi hoppas därför att han utifrån ett finansiellt perspektiv ska kunna förklara de djupare delarna av processen vid en alternativ börsintroduktion.*

Patrik Essehorn, MAQS Law Firm

*Patrik Essehorn arbetar på MAQS Law Firm med inriktning mot svensk och internationell skatterätt samt Fastighetstransaktioner. Patrik har tidigare arbetet på Skattemyndigheterna. I den aktuella affären agerar Patrik rådgivare i skatterelaterade frågor. Av Patrik hoppas vi kunna få en djupare inblick i de skatterelaterade för- och nackdelarna som en alternativ börsintroduktion genererar.*

Rutger Arnhult, VD Corem Property Group AB

*Rutger Arnhult är VD och styrelseledamot i Corem Property Group AB. Rutger har 18 års erfarenhet från fastighets- och finansbranschen, dels genom egen verksamhet i M2 Gruppen AB, dels genom sin tidigare bakgrund som fastighetsanalytiker. Rutger Arnhult kan ge oss en genomgående beskrivning av företaget Corem Property Group AB samt en bredare bild av den genomförda affären.*

Claes Holmberg, VD Biolight International AB Göteborg

*Claes har suttit i Biolights styrelse sedan 1995 och tillträdde som VD år 2003. Claes är utbildad Teknologie Doktorand från Chalmers och har tidigare varit VD i MediTeam Dental AB och i Biolin AB. Av Claes hoppas vi få information om hur Nya Biolight påverkats av affären med M2 Gruppen.*

Torsten Örtengren, Noterings- och Övervakningschef på OMX Nordic Exchange.

*Torsten är i grunden civilekonom med en MBA från Handelshögskolan i Stockholm. Torsten har tidigare arbetat på Investmentbank under 10 års tid. Under dessa år jobbade Torsten på Aragon och Danskebank där hans huvudsakliga ämnesområde var börsintroduktioner och kapitalanskaffning. Av Torsten hoppas vi få en djupare inblick i varför företag väljer att noteras via en RTO samt hur noteringsprocessen påverkas vid en alternativ börsnotering.*

---

<sup>13</sup> U, Lundahl & P-H, Skärvad, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, s. 119

---



Intervju, Björn Wallin, Noteringsansvarig NGM Börsen

*Björn är i grunden en självlärd entreprenör som arbetat både i Sverige och utomlands med konsultverksamhet främst mot tillväxtbolag. Han har tidigare arbetat som VD på IT bolaget Mogul. Under tiden som VD var han med och genomförde alternativa börsintroduktioner vid ett flertal tillfällen. Björn arbetar sedan maj 2007 på NGM börsen som noteringsansvarig. Av Björn hoppas vi få en djupare inblick varför bolag väljer att noteras via en RTO samt vilka risker som följer denna.*

### 2.4.3 Intervjuteknik

Då vi använder en icke-standardiserad intervjuform finns det några grundregler som bör följas vid genomförandet. Intervjun kommer till stor del att handla om personlig kontakt och det är därför viktigt att skapa en förtroendefull atmosfär mellan intervjuare och respondent. Intervjuerna kommer att ske dels med intervjuobjekten enskilt men även tillsammans. Vi kommer även att använda oss av en bandspelare för att intervjun senare ska kunna analyseras ytterligare. Efter intervjun kommer materialet omedelbart sammanställas för att minnesbilden ska vara så färsk som möjligt.<sup>14</sup>

## 2.5 Metodkritik

Intervjuarens personlighet och relation till intervjurespondenten kan påverka resultatet. Detta kallas Intervjuar-effekten och beror på att intervjurespondenten har en tendens att lämna svar som de tror att intervjuaren vill höra.<sup>15</sup> För att hindra detta ser vi till att ha begränsad kontakt med intervjurespondenterna fram till första intervjun samt under tiden mellan den första och en eventuell kompletteringsintervju. Vi arbetar dessutom med att ta fram frågor som inte på något sätt är vinklade.

Vid intervjuerna och vid analys av intervjumaterialet kan det vara bra att känna till intervjurespondentens förhållande till ämnet, i detta fall alternativ börsintroduktion och affären mellan Biolight och M2 gruppen. Kännedom om olika förhållanden underlättar arbetet med att bedöma intervjurespondentens objektivitet vilket därmed underlättar vårt arbete med att få en sann bild av ett möjligt nyanserat svar. Bland intervjurespondenterna representeras både experter och direkta intressenter vilket ger ökad diversifikation och trovärdighet till analysmaterialet.

---

<sup>14</sup> U, Lundahl & P-H, Skärvad, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, s. 120

<sup>15</sup> K, Halvorsen, *Samhällsvetenskaplig metod*, s. 89

### 2.5.1 Källkritik

För att vår uppsats ska bli så trovärdig som möjlig krävs att de källor vi använder oss av är tillförlitliga. Det finns inget generellt tillvägagångssätt för att pröva tillförlitligheten hos en källa. I den mån det går har vi då fått förlita oss på framför allt fyra stycken faktorer:

1. Att källan är publicerad av ett ansett förlag.
2. Att utgivaren/förlaget använder kunniga granskare av de texter som ges ut.
3. Att författaren är en känd forskare och/eller har skrivit flera andra böcker.
4. Att källan är nyligen utgiven.<sup>16</sup>

Då vi till viss del använder oss av företagsinterna källor kan dessa vid en första anblick stå i strid med vissa av ovanstående kriterier. Vi har då fått lita på både regelverk och av marknaden uppsatta krav och vi känner oss därigenom trygga med användandet av dem.

Vad gäller övriga källor, synes dessa överensstämma med de ovannämnda kraven och vi finner därav inget behov av att kommentera dessa ytterligare.

### 2.5.2 Validitet

Vårt val av metod måste ge uppsatsens empiri god validitet, d.v.s. att det vi genom intervjuerna får svar på, verkligen är det som vi vill ha svar på. Våra intervjuer har konstruerats så att risken för systematiska fel minimeras. Då de intervjurespondenter som vi valt att intervjua är väl insatta i affären och att vi varit mycket tydliga med formuleringen av våra frågor eliminerar vi till stor del de tolkningssvårigheter som skulle kunna uppkomma. Då frågorna i viss utsträckning skiljer sig åt mellan våra intervjurespondenter har det i vissa fall inte funnits något underlag för att kunna kontrollera detta. Frågorna har i mångt och mycket varit av generell karaktär, d.v.s. frågorna som sådana har skrapat på ytan för att därefter låta intervjurespondenten fritt få berätta om aktuellt område. Även genom detta förfarande torde vi öka validiteten och minska risken för systematiska fel.<sup>17</sup> Däremot kan vi inte säkerställa att våra intervjuobjekt far med osanning, vilket enligt oss är en omöjlighet att helt eliminera. Att tillägga är att vissa av våra frågor förekommer vid flertalet av våra intervjuer, vilket innebär att vi tills viss grad bör kunna se ett samband och om någon avvikelse tyder på ett oriktigt svar.

### 2.5.3 Reliabilitet

Vi får anta att de teorier vi väljer att hämta från publicerad doktrin, artiklar och andra publikationer är att lita på och att det i dessa inte förekommer några slumpmässiga fel.

---

<sup>16</sup> W C, Booth, G G, Colomb & J M, Williams, *Forskning och skrivande*, s. 83

<sup>17</sup> G, Wallén, *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*, s. 65 f f

---



När vi nu bedömer reliabiliteten kring våra svar på intervjuerna, vill vi liksom diskussionen kring validiteten lägga vikt vid vilka våra intervjuobjekt är. Om vi upprepat våra frågor torde svaren till sin helhet bli de samma. Detta med anledning av att våra intervjuobjekt till huvudsak arbetat med just det som vi ämnar att undersöka. Våra intervjuer bedömer vi som pålitliga då de inte i någon större utsträckning bör ge slumpmässiga fel, vilket är ett tecken på god reliabilitet.<sup>18</sup>

## 2.7 Alternativa metoder

Ett möjligt alternativ som undersökningsmetod är som tidigare nämnt, den *kvantitativa* metoden, vilken kan skiljas från den *kvalitativa* då denna är mätbara d.v.s. de kan uttryckas i siffror eller tal, s.k. hårddata. I vårt fall kommer siffror och hårddata användas till viss del men vi anser att en kvalitativ metod passar bättre. Detta med anledning av att om uppsatsen hade till uppgift att behandla en process eller ett förfarande som tillämpats av så pass många olika svenska företag att vi statistisk kunnat säkerställa våra svar, hade en kvantitativ metod passat utmärkt och då kanske bäst i kombination med en kvalitativ. I ett sådant fall hade med stor säkerhet även uppsatsens upplägg sett ut på ett annat sätt och likaså vårt val av ansats. Troligtvis hade det abduktiva angreppssättet då förefallit oss tämligen bekvämt.

Vid en kvantitativ undersökningsmetod hade en Strukturerad intervjumetod använts där intervjun styrts av ett frågeformulär. Vi hade då ställt samma frågor till samtliga intervjurespondenter. Intervjuerna hade med stor sannolikhet varit konstruerade på så vis att det endast funnits ett begränsat antal svarsalternativ som intervjurespondenten fått välja mellan dem. För att återigen förtydliga för läsaren är detta en omöjlighet då en RTO enbart gjorts av så pass få företag i Sverige att en sådan undersökning inte hade fått något statistiskt säkerställande.

---

<sup>18</sup> G, Wallén, *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*, s. 64 f

## KAPITEL 3

# TEORI

---

*I följande kapitel beskriver vi de övergripande teorier och begrepp som omfattar och reglerar den process som fallföretagen genomför, detta för att skapa en ram inom vilken vi kan analysera empirin för att få fram de svar och den teoretiska grund som vi söker för Reverse Takeovers.*

---

### 3.1 Börsteori

Traditionellt sett finns det fyra olika teorier kring varför ett bolag vill noteras på börsen. Främst söker sig företag till börsen för att genom anskaffning av externt kapital minska de egna kapitalkostnaderna. En andra förklaring är att ägarna vill lämna företaget och plocka ut investerat kapital. Den tredje förklaringen är att en börsnotering skapar större möjligheter för ett företag att bli uppköpt till ett bra pris och den fjärde förklaringen är att en notering kan vara ett rent strategiskt beslut.<sup>19</sup>

#### 3.1.1 För- och Nackdelar med en börsnotering

Ett vanligt motiv till börsnotering är strävan efter att få tillgång till det kapital som finns tillgänglig på sekundärmarknaden d.v.s. där ”begagnade aktier” handlas. En vanlig anledning till att någon vill komma åt detta kapital är ofta att de vill använda det för att finansiera en expansion men det finns flera andra motiv. En notering möjliggör förvärv av andra företag där betalning kan ske helt eller delvis med aktier från det uppköpande företaget. En börsnotering leder till ökad publicitet då ett aktiemarknadsnoterat företag i högre grad bevakas av olika intressenter t.ex. banker, fondkommissionärsbolag och massmedia. Ett företags status höjs i regel vid en börsintroduktion, främst i förhållande till utlandet och i kontakt med utländska investerare. Vidare är skatteskal ett vanligt motiv till en börsnotering där för- och nackdelarna skiljer sig från olika företag. En börsnotering skapar ett verkligt värde på företaget, trots att de kan ifrågasätta marknadens värdering av ett företag medför noteringen ett pris på aktien.<sup>20</sup>

En börsnotering kan medföra nackdelar som i vissa fall väger så tungt att en börsnotering är olämplig, skatteaspekten kan vara en sådan nackdel då t.ex. förmögenhetsbeskattningen kan öka. Om företaget inte lyckas skapa tillräckligt stort intresse för aktien kan det leda till att företagets värde inte motsvarar ett av ägarna förväntat värde. Förutom introduktionskostnaden tar informationsgivning till aktiemarknaden och kontakt med analytiker en stor del av företagsledningens och inte minst VD:s tid i anspråk. Med ökad publicitet och uppvaktning av massmedia ökar risken för felaktiga tolkningar och ryktesspridning.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> J C, Braun & S E, Fawcett, *Initial Public Offerings: An analysis of Theory and Practice*, s. 405 – 406.

<sup>20</sup> B, Grundvall, A, Melin & P, Thorell, *Vägvisaren till börsen*, s. 23

<sup>21</sup> Ibid, s. 28

### 3.1.2 Kostnader för en Börsnotering

En börsnotering medför i regel väsentliga kostnader som kan delas upp i engångskostnader och återkommande kostnader;

#### Engångskostnader

Kostnader för att ta fram prospekt utgörs delvis av kostnader till rådgivare men dessutom av en tidsåtgång från företagsledningen med att ta fram nödvändig information och uppgifter. Kostnaden för noteringsprocessen kan uppgå till flera procent av värdet på en affär, ofta ligger summan på 4-8 % av placerat kapital. Noteringen medför kostnader för att bygga upp styr- och rapporteringssystem som lever upp till börsens krav på hantering av information. Vid notering på Stockholmsbörsen tillkommer även en ansökningsavgift på 600tkr för A-listan och 400tkr för O-listan. Dessutom tillkommer en avgift på 150tkr för en ettårsuppföljning som görs ett år efter notering.<sup>22</sup>

#### Återkommande kostnader

Ökade krav på rapportering, Årsrapport, delårsrapport och kvartalsrapport medför ökade kostnader för bolaget. Stockholmsbörsen tar ut en kvartalsavgift baserad på bolagets marknadsvärde. I augusti 2004 uppgick avgiften till 11.25 kr per miljon där maxavgiften är 750 tkr och minimibeloppet 48 tkr. Dessutom uppkommer vissa kostnader till Värdepapperscentralen (VPC).<sup>23</sup>

### 3.1.3 Noteringsprocessen

Det krävs omfattande förberedelser för att en börsnotering ska lyckas. Det är viktigt att noteringsprocessen är tidseffektiv och att den inte försenas av att bolaget inte lever upp till de krav som ställs av marknaden och olika rådgivare. Om vi räknar från att en formell eller informell ansökan om notering sker tar det, om företaget är väl förberett, i regel minst tre månader att genomföra börsintroduktionen.<sup>24</sup>

Det första steget mot en börsnotering är överväganden kring olika aspekter rörande företagets långsiktiga framtid, inriktning på verksamhet och hur företaget klarar av en viss expansionstakt. Efter att ett beslut fattats om att göra företaget publikt måste ett antal förberedande åtgärder vidtas då företaget helst ska vara börsmässigt redan vid ansökningstillfället. En viktig del i förberedelserna är att välja rätt rådgivare som ofta är en bank eller ett värdepappersinstitut. Prospektarbete med att upprätta börs- och noteringsprospekt tar i regel 3 till 6 månader. Det huvudsakliga prospektarbetet görs normalt av bolagets rådgivare men faktauppgifter och liknande måste av naturliga skäl komma från bolaget och det är därför viktigt att företagsledningen engagerar sig i detta. På vissa börser, t.ex. Stockholmsbörsen ställs det vissa krav på att styrelse, ledande befattningshavare, externa revisorer samt en del av resterande personal utbildas i vad det innebär att vara ett noterat bolag. Denna utbildning handlar främst om informationshantering. Normalt sett tar det ca tre månader för börsen att undersöka huruvida det ansökande bolaget är lämpat för att gå in på

---

<sup>22</sup> B, Grundvall, A, Melin & P, Thorell, *Vägvisaren till börsen*, s. 31

<sup>23</sup> Ibid, s. 32

<sup>24</sup> Ibid, s. 55

börsen. Efter ett godkännande från börsen och ett slutgiltigt beslut från företagsledningen trycks och distribueras prospektet som b.l.a. ska innehålla ett spridningsintyg från ett värdepappersinstitut som bekräftar att tillräcklig spridning av bolagets aktier uppnåtts. Bolaget skriver innan första noteringsdag på ett kontrakt där de åtar sig följa regler som börsen kräver.<sup>25</sup>

## 3.2 Ägarspridning

När ett bolag går från privatägt till börsnoterat uppstår en såkallad ägarspridning, vilket syftar till att den eller de personer som ursprungligen ägde eller kanske startade bolaget väljer att, av olika anledningar, sälja delar av bolaget. Ägarspridning kan få olika effekter och vi avser att belysa de huvudsakliga för- och nackdelarna med att sälja delar av företaget.

### 3.2.1 Investerarnas avsikter

Vi inleder med att gå igenom de 4 typer av investerare som tenderar att påverka bolagets strategier och därmed kan räknas till den grupp som kallas aktiva ägare. Dessa har olika investeringshorisonter och skiljer sig åt på olika punkter. Nedan nämns och beskrivs de 4 typerna kortfattat:

1. *Riskkapitalister* är en typ av investerare som ofta går in och köper upp stora delar av företaget. För att få företaget att växa erbjuder de sin kompetens och hjälper företagsledningen i sitt arbete mot att öka företagets värde. Riskkapitalister investerar oftast med inställningen att sälja av sitt innehåll så fort företaget har nått sin ”mogna” ålder.
2. *Institutionella investerare* är fonder, banker och andra institut som investerar kundernas sparade kapital. De tenderar att attraheras av långsiktiga och säkra avkastningar på det investerade kapitalet.
3. *Storägare* kan anses vara de investerare som äger 5 % av ett företag eller mer. Den här typen av investerare tenderar att noggrant granska företagsledningens arbete. Dessa personer utnyttjar ofta sina rättigheter som ägare. På grund av sitt stora ägande förväntas de att stödja strategiska beslut som syftar till att på lång sikt säkra företagets verksamhet.
4. *Företagsledningar* har på senare tid fått betalt delvis genom andelar av företaget. Detta för att företagets resultat ska verka som en morot till ledningen vars personliga förmögenhet ökar om bolaget går bra.<sup>26</sup>

I vissa fall kan minoritetsägare äga upp till 30-49 % av bolaget. En sådan lösning kan visa sig vara den perfekta då ägarna då kan välja att sälja av delar av sitt innehav och på så vis öka sin likviditet och samtidigt diversifiera sina tillgångar. Trots att de då säljer av delar av sitt innehav kvarstår möjligheten till framtida utdelningar i och med att de fortfarande äger stora

---

<sup>25</sup> B, Grundvall, A, Melin & P, Thorell, *Vägvisaren till börsen*, s. 55.

<sup>26</sup> D R, Dalton, *The Impact of External Ownership on Strategic Outcomes in IPO Firms*, s. 5.

---

delar av företaget. Detta har visat sig vara en populär företeelse då de fortfarande har viss kontroll över bolaget och de även kan vara med och ta del av vinster som uppkommer vid framtida investeringar.

### 3.2.2 Bolagets avsikter

Om vi ser saken från bolagets sida så kan det finnas en mängd bakomliggande faktorer som gör att man önskar att sprida ägandet. Vi inleder med att beskriva de positiva aspekterna med en ägarspridning för att sedan gå igenom ett par negativa aspekter av ägandespridning.

Positiva aspekter:

- *Ett bolags ledning kan anse att de har kommit till en gräns där bolaget inte längre utvecklas. Detta kan lösas genom att ta in externa investerare som förutom monetära bidrag kan ge vägledning och bidra med sin kompetens för att ta företaget till nya marknader och möjligheter.*
- *Ägarspridning genom börsintroduktion kan syfta till att möjliggöra för framtida kapitalanskaffning genom nyemissioner:*

Det finns två signifikanta fördelar med att skaffa kapital genom att sälja andelar (genomföra en nyemission) av företaget istället för att ta ett lån om ett kapitalbehov uppstår:

1. Vanligtvis existerar inget krav på utdelning.  
*Bolaget kan välja att dela ut pengar i form av utdelning om bolaget genererar bra resultat. Visar bolaget negativa resultat behöver de inte försöka leta pengar till utdelningar.*
  2. Kapitalet behöver inte amorteras.  
*Bolaget behöver inte oroa sig för att kapital måste betalas tillbaka vid ett visst förfallodatum.<sup>27</sup>*
- *Trovärdigheten hos kunder, kreditinstitut och leverantörer ökar genom att bolaget står under finansinspektionens uppsyn och detta bidrar till att de tenderar att "lita" mer på bolaget. Detta kan innebära bättre villkor vilket kan leda till lägre kostnader.*
  - *Möjligheten till att sälja av sitt innehav ökar och risken för att relationen mellan ägarna skär sig är mindre hos ett publikt bolag än ett privat. Detta på grund av att marknaden värderar företaget och således minskar risken till osämja mellan ägarna på grund av olika uppfattning om vad ens del av företaget är värt.*
  - *Det blir lättare att attrahera duktiga och kompetenta chefer då de är mer "respekterade" som börsnoterat bolag. Möjligheten att få aktier via olika belöningsystem vid goda arbetsinsatser ökar också viljan att styra ett börsbolag.*

---

<sup>27</sup> P, Schaye, *Benefits of bringing in Minority Investors*, s. 17 ff

Negativa aspekter:

- *Som börsnoterat bolag lyder de under Finansinspektionens regler. Detta innebär att det finns vissa krav som måste uppfyllas för att bedriva verksamhet. Dessa regler kan till exempel vara utformning av årsredovisningar, formalia vid resultatrapportering och informationsflödet till allmänheten.*
- *De kan tvingas anlita en investor-relationsfirma som sköter kontakten med investerare och ser till att analytiker och andra externa bedömare får tillgång till efterfrågad information.*
- *De förlorar den kontroll de tidigare hade som ensam ägare. Det kan till exempel vara svårt för grundaren av ett bolag att se sitt företag, och kanske livsverk, köpas upp av investerare som alla vill sätta sin prägel på bolaget.*
- *Risken för oväntade uppköp ökar om företaget befinner sig på börsen. Som ensam ägare kan de välja fritt att acceptera eller neka ett erbjudande om uppköp. Med många ägare finns många viljor och det kanske väljer att sälja trots att "ursprungsägaren" inte vill det.<sup>28</sup>*

Det viktiga när företaget väljer att släppa in ett antal ägare som var och en får en stor del av företaget är att de ser till att alla strävar efter samma mål och jobbar för att ta företaget dit. Om det finns många olika viljor i ett bolag kan detta förstöra såväl affärsmöjligheter som påverka aktiekursen negativt.<sup>29</sup>

### 3.3 Fastighetsmarknaden

Då vårt fall inkluderar flera fastighetsbolag så tycker vi det är av vikt att dra upp några generella riktlinjer som gäller för fastighetsmarknaden och som utmärker denna i förhållande till andra marknader. Det förekommer dock skilda meningar om vad som avses med begreppet fastighetsmarknad. I en snäv tolkning avses i huvudsak köp och försäljning av fastigheter. Det kan också innebära andra former av överlåtelseformer som arv, gåva och byte. Fastighetsmarknaden anses också inkludera direkta överlåtelser av den juridiska person som äger fast egendom, (fastighetsbolag, bolagsfusioner mm). Vidare inkluderas även hyres- och byggmarknaden.<sup>30</sup>

Överlåtelser av fastigheter och fast egendom är mer reglerad än de flesta andra varor som kan förvärfvas på marknaden. Anledningen till detta är främst fastigheternas stora ekonomiska och strategiska betydelse för den enskilda investeraren och samhället i stort. Trots att flera generella marknads- och pristeorier tillämpas på fastigheter har fastigheterna många särdrag som gör fastighetsmarknaden speciell. Det finns inga fastigheter som är likadana, alla fastigheter är unika. Varje fastighet har ett givet läge, en geografisk plats. Mark betraktas som

---

<sup>28</sup> V C, Brenner & W K, Schroff, *Reverse Merger or IPO?*, s. 46

<sup>29</sup> P, Schaye, *Benefits of bringing in Minority Investors*, s. 17

<sup>30</sup> H, Lind & E, Persson, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt Fastighetsnomenklatur*, s. 193

---



evigt bestående och byggnader har också en regelmässig lång livslängd. Detta innebär att avkastningen kan förväntas fortgå långt in i framtiden. Fastighetsaffärer innebär i många fall stora kapitalinsatser för både privat- och institutionella investerare och köpet sker regelmässigt med betydande lånefinansiering. Utbudet är trögrörligt, vanligen 3-5 % av fastighetsbeståndet per år beroende på vilken typ av fastighet det handlar om. Fastighetsmarknaden har en bristfällig marknadsinformation och överlåtelseprocesser är ofta utdragna ibland flera år. En fastighetsaffär innebär många inblandade parter och det finns omfattande legala och fiskala regler som omfattar fastighetsöverlåtelse.<sup>31</sup>

### 3.4 Takeover och Reverse Takeover

Corem Property Group bildades genom vad som kallas för en Reverse Takeover vilket är en relativt invecklad process. Till att börja med kan vi definiera en vanlig Takeover som ett uppköp där det uppköpande bolaget har ett övertag, finansiellt eller på andra sätt. Termen Takeover används ofta i samband med fientliga uppköp.<sup>32</sup>

Olika typer av uppköp och sammanslagningar kan ha många bakomliggande anledningar, en av dem är potentiella synergieffekter som gynnar båda parterna, alltså de resultat som agerar motiv till beslutet om en uppköpsprocess. Vanliga faktorer är att man vill växa, dels storleksmässigt och dels i form av ökad omsättning, t ex genom vunna konkurrensfördelar eller tillträde till nya marknader.<sup>33</sup> En annan effekt är möjliga skattereduktioner till följd av förlustavdrag, något som kommer att diskuteras mer ingående i den efterföljande delen av teorikapitlet.

Det faktum att Corem bildades genom en RTO pekar alltså på att det inte rör sig om något vanligt uppköp. Om vi tänker oss ett fiktivt företag, Företag A som är ett stort bolag i fastighetsbranschen och Företag B som är ett mindre bolag som bedriver ett antal olika forskningsprojekt. Pondera att det skulle röra sig om ett vanligt uppköp, där det större bolaget är ute efter att förvärva en mindre konkurrent så är förmodligen inte ett bolag i en helt annan bransch speciellt intressant. Lägg nu till informationen att Företag A är ett privatägt aktiebolag som inte är noterat på någon börs, en egenskap som dock Företag B innehar. Om Företag B genom en överenskommelse med Företag A förvärvar nämnda med nyemitterade aktier så är ägarna i Företag A nu ägare till ett börsnoterat företag. Företag A har med andra ord börsnoterat sig genom en Reverse Takeover<sup>34</sup>

Det mindre företaget har med andra ord förvärvat det större bl.a. med målsättningen att det större ska bli börsnoterat utan att behöva genomgå en traditionell IPO, därav namnet Reverse Takeover eller omvänt uppköp.

---

<sup>31</sup> H, Lind & E, Persson, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt Fastighetsnomenklatur*, s. 203

<sup>32</sup> G, Arnold, *Corporate Financial Management*, s. G:29

<sup>33</sup> Ibid, s. 1040 ff

<sup>34</sup> Ibid, s. 452

## 3.5 Regelverkets krav

Då en RTO utmanar lagstiftarens krav inom såväl aktiebolagsrätt, skatterätt och avtalsrätt har vi valt att ge läsaren en övergripande bild av hur regelverket ser ut vid genomförandet av en RTO och då med särskild tonvikt på genomförandet av Corem-affären. Då avtalsrätten inte utmärker sig mer än i den utsträckningen att det rör sig om upprättade av en mängd avtal, vilka är individuella för just den aktuella affären har vi valt att bortse från detta område och kommer då att koncentrera oss på svensk lagstiftning inom aktiebolagsrätt och skatterätt.<sup>35</sup> Tanken är inte att ge läsaren allt för fördjupade kunskaper inom områdena, utan att ge denne så pass mycket information att denne i vår analys förstår de resonemang vi för.

### 3.5.1 Aktiebolagslagen (2005:551)

I samband med att transaktioner av olika typer synes skifta utformningen och affärer inte bedrivs på samma sätt idag som för ett par decennier sedan är det av vikt att även bolagsrätten förändras på ett sätt som passar vår tids verksamma företag. Den nya aktiebolagslag (ABL) som tillkom 2005 har bl.a. till uppgift att ge bildandet av aktiebolag en utformning som bättre överensstämmer med hur bolagsbildning i praktiken går till.<sup>36</sup>

#### 3.5.1.1 Apport

Hur bildandet av ett aktiebolag går till finns reglerat i 2 kap ABL. Ett aktiebolag anses bildat då en eller flera stiftare har skrivit under en stiftelseurkund, vilken bl.a. ska ange om en aktie i bolaget ska kunna tecknas med en rätt eller skyldighet att betala aktien med annan egendom än pengar.<sup>37</sup> Om inte betalning sker med pengar kan detta göras med apportegendom med vilket innebär att andra typer av resurser tillförs bolaget.<sup>38</sup> För att den egendom som tillförs bolaget ska anses uppfylla kraven i ABL krävs att det rör sig om egendom som kan vara till nytta för bolagets verksamhet<sup>39</sup>. Med nytta för bolagets verksamhet avses vad som i bolagsordningen står skrivet om verksamhetsföremålet. Annars ges ingen direkt definition av vilken typ av egendom som kan användas, vilket då innebär att apport av såväl lös som fast egendom är möjlig.<sup>40</sup> Då betalning sker med apportegendom finns vissa krav föreskrivna, bl.a. så ska apportegendomen avskiljas så att den därefter ingår i bolagets egendom och att en revisor lämnar ett skriftligt och undertecknat yttrande över betalningen.<sup>41</sup>

Det är inte bara vid bildandet av ett aktiebolag som apportegendom kan användas. Även vid en ökning av aktiekapitalet och utgivandet av nya aktier har apportegendom en speciell roll. Detta grundar sig i reglerna om nyemission, genom vilket nya medel tillförs och i gengäld

---

<sup>35</sup> Intervju med Patrik Essehorn, MAQS Law Firm, 2007-12-17

<sup>36</sup> Proposition 2004/05:85 *Ny aktiebolagslag*, s. 3

<sup>37</sup> 2 kap 1 § och 5 § 2 st 1 p ABL

<sup>38</sup> J, Wickenberg, *Apport av rörelse enligt aktiebolagslagen*, SkatteNytt, nr 1-2 2007, kap 1 f f

<sup>39</sup> 2 kap 6 § ABL

<sup>40</sup> Karnov, *Information om SFS 2005:551 Aktiebolagslag (2005:551)*, not 72

<sup>41</sup> 2 kap 18 och 19 § § ABL



erhålls betalning iform av nya aktier. Till skillnad från en vanlig nyemission där kontanta medel används så ökar företaget aktiekapitalet genom att tillföra bolaget en annan tillgång och i gengäld betala i nyemitterade aktier. Detta förutsätter dock viss noggrannhet i bedömningen av värdet på tillgången vilket även det regleras i ABL.<sup>42</sup>

### 3.5.2 Inkomstskattelag (1999:1229)

Den svenska inkomstbeskattningen är indelad i tre delar; inkomstlaget tjänst, inkomstlaget näringsverksamhet och inkomstlaget kapital. Då vi har valt att se RTO processen som ett objekt som sådant, d.v.s. ur ett bolagsperspektiv kommer vi bara att se hur skatterätten påverkar den näringsverksamhet som bedrivs och inte se till de enskilda aktieägarna (regleras i kapital) eller hur beskattning av de anställda sker (regleras i tjänst).<sup>43</sup> Vidare kommer vi att lägga vikt vid de regler som öppnar upp för utnyttjandet av aktuella förlustavdrag och där se till de mest centrala delarna.

#### 3.5.2.1 Kapitalvinster och Kapitalförluster

Vad som avses med kapitalvinster och kapitalförluster i inkomstlaget näringsverksamhet finns reglerade i 25 kap Inkomstskattelagen (IL). Med kapitalvinst och kapitalförlust åsyftas vinst och förlust vid avyttring av kapitaltillgångar. Med vilket avses bl.a. andra tillgångar i näringsverksamheten än lagertillgångar, pågående arbeten, kundfordringar och liknande tillgångar, inventarier och patent.<sup>44</sup> Vad gäller kapitalförluster så får dessa bl.a. inte dras av om den avyttrade tillgången är en näringsbetingad andel. En näringsbetingad andel avser en aktiebaserad delägar rätt, om förvärvet av rätten grundats på näringsbetingade aktier i det företag som rätten hänför sig till.<sup>45</sup> Vidare vad gäller de näringsbetingade andelarna så ska en kapitalvinst härrörd härifrån inte tas upp i annat fall än då det rör sig om avyttrande av ett skalbolag. Med andra ord är en kapitalvinst som hänför sig till en näringsbetingad andel att betrakta som skattefri.<sup>46</sup> Dock stadgas vissa tidsvillkor för innehavstiden av den näringsbetingade andelen. Om kapitalvinsten är en marknadsnoterad andel är kapitalvinsten skattefri om andelen under en sammanhängande tid om ett år närmast före avyttringen har varit näringsbetingad hos säljaren. Av bestämmelserna framgår ingenting som tyder på att det ställs ett tidskrav vad gäller onoterade delägarätter.<sup>47</sup>

Om kapitalförlusterna då leder till att det uppstår ett underskott i näringsverksamheten som kvarstår från det föregående beskattningsåret skall de dras av i den utsträckning det inte finns några begränsningar i 40 kap IL.<sup>48</sup> Det bolag som det uppstår underskott hos benämns underskottsföretag, med vilket avses ett företag som hade ett underskott det föregående

---

<sup>42</sup> 13 kap 7 § ABL

<sup>43</sup> Inkomstskattelagen(1999:1229)

<sup>44</sup> 25 kap 3 § IL

<sup>45</sup> 25 kap 8 § och 25 a kap 4 § 3 st IL

<sup>46</sup> 25 a kap 5 § och 25 a kap 9 § IL

<sup>47</sup> 25 a kap 6 § IL

<sup>48</sup> 40 kap 2 § IL

beskattningsåret eller som har ett eget eller övertaget underskott från tidigare år som inte fått dras av på grund av koncernbidragsspärren i 20 kap 18 § IL.<sup>49</sup>

### 3.5.2.2 Rätten till koncernbidrag

Med koncernbidrag avses rätten för bolag inom en koncern att dem emellan överföra kapital.<sup>50</sup> Koncernbidragsreglerna har sin utgångspunkt i 35 kap IL och KB skall dras av hos givaren och tas upp hos mottagaren. Dock ställs vissa krav vilka måste vara uppfyllda för att koncernbidragsrätt ska ligga för handen. I sammanhanget är det viktigt att veta att med koncernbidrag avses inte en ersättning som är en utgift gör givaren för att förvärva eller bibehålla inkomster.<sup>51</sup> Inom området koncernbidrag finns utgångspunkten i begreppen moderföretag och ett helägt dotterföretag. För att ett företag ska betraktas som moderföretag så ska bolaget äga mer än 90 % av andelarna i sitt då helägda dotterföretag. Att uppmärksamma är inte enbart rätten till koncernbidrag mellan moder och dotterbolag, utan lagstiftaren ger även rätt för de helägda dotterbolagen att mellan dem ge koncernbidrag.<sup>52</sup>

### 3.5.2.3 Beloppsspärr och koncernbidragsspärr

En beloppsspärr och en koncernbidragsspärr aktualiseras i samband med att ett företag får det bestämmande inflytande över ett underskotts företag. Med bestämmande inflytande över ett företag avses ett företag som är dotterföretag enligt bl.a ABL.<sup>53</sup> Med beloppsspärren innebär att ett underskotts företag inte får dra av underskott som uppkommit före det beskattningsår då spärren inträder. Detta får inte göras till den del underskottet överstiger 200 procent av utgiften att förvärva det bestämmande inflytandet över underskotts företaget, i de fall då företag som får det bestämmande inflytandet ingick i samma koncern som underskotts företaget redan före ägarförändringen.<sup>54</sup> Med detta förstås att ett underskotts företag kan överlåtas mellan företag som ingår i samma koncern utan att beloppsspärren inträder.<sup>55</sup> Vad däremot gäller koncernbidragsspärren innebär den att underskotts företaget inte får dra av underskott som uppkommit före det beskattningsår då spärren inträder, med högre belopp än beskattningsårets överskott beräknat utan hänsyn till avdragen för underskott och till sådana mottagna koncernbidrag som skall tas upp enligt 35 kap IL.<sup>56</sup> Detta kan förenklas med följande exempel:

*Företag A förvärvar företag B. Företag B har sammanlagda förluster på 100 tkr. Efter första förvärvsåret har Företag B fått ett överskott på 20 tkr. Koncernbidragsspärren innebär att Företag B bara kan dra av 20 tkr detta beskattningsår. Om det efter år två uppkommit ett nytt överskott på 40 tkr kan detta då dras av från de kvarvarande förlusterna på 80 tkr. Detta fortlöper på samma sätt under de kommande åren tills alla förlusterna kvittats.*

<sup>49</sup> 40 kap 4 § IL

<sup>50</sup> <http://www.radetforfinansiellrapportering.se/files/ura-pdf/URA07.pdf>, 2007-12-23

<sup>51</sup> 35 kap 1 § IL

<sup>52</sup> 35 kap 2, 3 och 4 § § IL

<sup>53</sup> 40 kap 5 och 10 § § IL

<sup>54</sup> 40 kap 10 och 15 § § IL

<sup>55</sup> Karnov, *Information om SFS 1999:1229 Inkomstskattelagen(1999:1229)*, not 1383

<sup>56</sup> 40 kap 18 § IL

Viktigt att veta med ovanstående exempel är att underskott som uppkommer under tiden efter ägarförändringen har företräde framför de gamla underskotten som fanns innan ägarförändringen.<sup>57</sup>

De företag som berörs av ägarförändringen är de företag som direkt eller indirekt förvärvat samt de företag som direkt eller indirekt förvärvas.<sup>58</sup>

#### 3.5.2.4 Underprisöverlåtelse

Mellan företag kan överlåtelser av tillgångar utan ersättning eller mot en ersättning som understiger marknadsvärdet ske och detta utan att det är affärsmässigt motiverat. Förloppet heter underprisöverlåtelse och stadgas i 23 kap IL. Vidare så säger reglerna att överlåtaren och förvärvaren skall vara en fysisk person, ett företag eller ett svenskt handelsbolag.<sup>59</sup> Om överlåtaren inte uppfyller de krav som stadgas om koncernbidragsrätt, d.v.s. att om denne inte med avdragsrätt kan lämna koncernbidrag till förvärvaren det beskattningsår då överlåtelser sker så skall överlåtarens hela näringsverksamhet eller en verksamhetsgren överlåtas. Om det hos det förvärvande företaget uppkommit underskott under det år som föregick det år överlåtelser sker, eller om det hos ett företag med vilken det förvärvande företaget kan lämna koncernbidrag, på samma sätt uppkommit ett underskott, får inte en underprisöverlåtelse ske. Dock gäller inte dessa bestämmelser om överlåtaren med avdragsrätt kan lämna koncernbidrag till förvärvaren under det beskattningsår då överlåtelser görs.<sup>60</sup>

### 3.6 Arbitrage

Möjligheten att göra en arbitragevinst uppstår när priset på en likvärdig eller samma tillgång skiljer sig åt beroende på vilken marknad de befinner sig på. Ett enkelt exempel är om priset på samma eller en liknande tillgång är lägre i stad A än i stad B. Detta skulle innebära att de skulle kunna köpa tillgången billigt i stad A och sälja dyrt i stad B och på så vis tillgodogöra sig en riskfri vinst. Arbitrage är just detta, möjligheten till att göra en kapitalvinst utan någon risk involverad.

#### 3.6.1 Lagen om ett pris

Möjligheten för en investerare att göra en arbitragevinst uppkommer sällan på marknaden och om de uppkommer försvinner de oftast fort på grund av *lagen om ett pris*. Denna teori säger att priset på en likvärdig tillgång tenderar att jämnas ut till ett jämviktspris om tillgången handlas på en effektiv marknad. I samma stund som möjligheten att göra en arbitragevinst uppmärksammas av en investerare kommer efterfrågan på den billiga tillgången att öka och därmed ökar även priset. Samtidigt som priset på den billigare tillgången ökar kommer efterfrågan på den dyrare versionen av tillgången att minska och därmed sjunker priset. Denna

---

<sup>57</sup> Karnov, *Information om SFS 1999:1229 Inkomstskattelagen(1999:1229)*, not 1401

<sup>58</sup> Karnov, *Information om SFS 1999:1229 Inkomstskattelagen(1999:1229)*, not 1384

<sup>59</sup> 23 kap 3 och 14 § § IL

<sup>60</sup> 23 kap 17, 27 och 28 § § IL

---

prisutjämning fortsätter till marknaden har hittat ett jämviktspris och i och med att ett jämviktspris sätts försvinner möjligheten att göra en arbitragevinst.<sup>61</sup>

### 3.6.2 En effektiv kapitalmarknad

En definition på en effektiv kapitalmarknad kan vara följande:

*” På en effektiv kapitalmarknad speglar priset på en tillgång den information marknaden har om tillgången”. (G, Arnold, Corporate Financial Management, s. 684)*

Ovanstående definition innebär att om marknaden får ta del av ny information, utgiven av bolaget, kommer detta omedelbart förändra priset på tillgången. Utfallet, det vill säga om priset på tillgången går upp eller ner, beror på informationens karaktär och hur mottagaren tolkar den.

På en effektiv marknad är tur den enda möjlighet en handlare har att få en högre avkastning på en specifik tillgång i jämförelse med andra tillgångar i samma riskklass. Dock skall påpekas att detta inte fullt ut stämmer då en handlare med tillgång till värdefull information i vissa fall kan göra investeringar och få abnormt stora avkastningar på sin investering. Denna typ av handel kan räknas som insiderhandel.<sup>62</sup>

### 3.6.3 Insiderhandel

Om en person med information som ej nått marknaden handlar, exempelvis med aktier, i syfte att tjäna pengar på den troliga kursuppgång som kommer ske efter att marknaden tagit del av informationen kan detta ses som insiderhandel.<sup>63</sup>

Så fort ett bolag har noterats på börsen får varken ledning, styrelse eller rådgivare utnyttja sitt informationsövertag i syfte att tjäna pengar. De får inte heller föra vidare erhållen information till tredje part. För att se till att dessa regler följs finns nu särskilda organ som endast sysslar med övervakning av den handel som sker på börserna. Straffen av att någon blivit påkommen med att ha utnyttjat värdefull information för monetär vinning är stränga och därför är insiderhandel ovanlig.<sup>64</sup>

## 3.7 Ytterligare Beroende Faktorer

En av utgångspunkterna vid ett potentiellt förvärv är en värdering av företaget som ska förvärvas.<sup>65</sup> För att vi ska kunna specificera vilka faktorer som påverkat beslutet till att genomföra en Reverse Takeover så behöver vi komplettera de strategiska faktorerna med mer grundläggande faktorer för att se om det finns ett tydligt samband mellan dessa.

---

<sup>61</sup> Z, Bodie & C R, Merton, *Finance*, s. 196

<sup>62</sup> G, Arnold, *Corporate Financial Management*, s. 701

<sup>63</sup> Ibid, s. 717

<sup>64</sup> [http://www.omxgroup.com/nordicexchange/forbolagochemittenter/Noteringovervakning\\_old/](http://www.omxgroup.com/nordicexchange/forbolagochemittenter/Noteringovervakning_old/) 2007-12-20

<sup>65</sup> B, Lundén & G, Ohlson, *Värdering Av Företag praktisk handbok*, s. 132

---

Undersökningen sker förutom på fallföretaget Corem Property Group AB, på några av de andra företag som har ingått RTOs där Catella varit ansvariga. De andra bolagen är;

- *Addcore och Klöver*
- *Effnet och Sagax*
- *Tripep och Din Bostad*
- *Wise Group och Dagon*

I första hand kommer vi att titta på hur bolagen uppfyller dessa kriterier för att se om det finns tydliga samband mellan dessa som tyder på vilken typ av bolag som uppfyller de kraven som ställs på ett sådant.

De faktorer vi hypotetiskt finner relevanta är följande.

- **Bransch**  
*Då olika branscher har olika marknadssituationer och bolag inom samma bransch har liknande relationer till omvärlden, så är det av intresse att se om de företag som vi undersöker är i samma bransch, eller i branscher som kännetecknas av liknande egenskaper.*
- **Ägarförhållanden**  
*Hur ser targetbolagens intresse i skalbolagen ut? Finns det något ägarintresse kvar eller skiftas det helt och hållet ut till de tidigare aktieägarna?*
- **Förlustavdrag**  
*Finns det möjligheter att utnyttja eventuella förlustavdrag i skalbolagen och nämns detta som en anledning till genomförandet av en RTO?*
- **Börsplatsen**  
*Vilken börslista är företaget noterad på? Är företaget kvar på samma lista som skalbolaget och är de olika bolagen generellt noterade på samma lista?*

## KAPITEL 4

# EMPIRI

---

*I följande kapitel presenteras resultatet av de utförda empiriska undersökningarna vilket innefattar såväl grundläggande fakta om de inblandade parterna samt sammanfattningar av den relevanta informationen i intervju svaren.*

---

### 4.1 De inblandade parterna

För att ge läsaren en inblick i vilka parter som till huvudsak varit inblandade i genomförandet av Corems börsintroduktion kommer vi nedan att ge en kortare bakgrundsbeskrivning av dessa. Parterna utgörs av av Biolight, M2 Gruppen/Balder och det bolag som skapas i samband med affären, Corem Propert Group.

#### 4.1.1 Biolight AB

Rolf Thiberg, Biolights grundare och uppfinnare, började år 1993 undersöka möjligheten att stimulera kroppens läkningsförmåga med hjälp av pulserande ljus. Resultaten av denna undersökning har mynnat ut i en produkt som, av Biolight själva, beskrivs på följande vis:

*”Biolight AB har utvecklat en effektiv, smärtfri och säker metod för snabbare läkning av sår och andra inflammatoriska tillstånd med hjälp av pulserande ljus av särskilda våglängder” (www.biolight.se, 2007-11-24)*

Biolight har, med goda resultat, genomfört en rad tester och undersökningar som alla visat på positiva effekter och få biverkningar.<sup>66</sup> Dock finns det idag ingen större efterfrågan på Biolights produkt. Inom vården är gemene man väldigt försiktig och vill ofta prova produkterna innan de väljer att aktivt börja använda sig av dem och då även betala för dem. Detta måste ett så litet bolag som Biolight ställa upp på och därför har inte bolagets försäljning på allvar tagit fart.<sup>67</sup>

Strategin för en framgångsrik marknadsintroduktion har varit att inledningsvis förankra metoden väl hos ledande specialistkliniker för att sedan försöka nå ut med sin produkt till en bredare marknad. Genom detta tillvägagångssätt hoppas de på att skapa en stor och lojal kundkrets som på sikt leder till säkrade försäljningssiffror.<sup>68</sup> Effekterna av ovanstående problematik syns tydligt i Biolights resultathistorik.

---

<sup>66</sup> <http://www.biolight.se/Uploads/Biolight%20pCE%205%20min%20sv.pdf>, 2007-11-24

<sup>67</sup> Biolights Årsredovisning 2006, sid 4

<sup>68</sup> <http://www.biolight.se/Uploads/Biolight%20pCE%205%20min%20sv.pdf>, 2007-11-24

---

Nedan följer en uppställning som visar ovanstående resonemang:

RESULTATRÄKNING I SAMMANDRAG (TSEK)	2006	2005	2004	2003	2002
Rörelsens intäkter	1 562	1 065	1 022	1 342	1 805
Rörelseresultat	-11 252	-15 425	-16 614	-18 710	-24 605
Resultat från finansiella poster	-3	-41	76	-307	-1 181
Resultat efter finansiella poster	-11 255	-15 466	-16 538	-19 017	-25 786
<b>Årets resultat</b>	<b>-11 255</b>	<b>-15 466</b>	<b>-16 538</b>	<b>-19 017</b>	<b>-25 786</b>

**Tabell 4.1 Biolights resultatshistorik. Källa: Biolight Årsredovisning år 2006, sida 27**

Sammantaget framgår att Biolights intäkter har ökat gradvis varje år sedan 2004 medan bolagets kostnader och skulder har samtidigt minskat. Bolagets resultat ändras i positiv riktning och på sikt kommer Biolight, enligt målsättningen, att börja leverera positiva resultat. Detta är dock osäkert och vi kan inte frångå det faktum att bolaget i dagsläget lider av höga kostnader och låga försäljningssiffror.<sup>69</sup>

#### 4.1.2 M2 Gruppen AB

Under en period på 10 år har M2 Gruppen lyckats bygga upp ett av Sveriges tio största privatägda fastighetsbestånd. Fastighetsbeståndet består till största del av bostäder men har på senare år även investerat mycket i kommersiella fastigheter. Fördelningen mellan bolagets olika fastighetsbestånd är som följer :

Huvuddelen av bostadsbeståndet återfinns i Stockholm, Västerås och Malmö medan det kommersiella fastighetsbeståndet i huvudsak ligger i Stockholm, Jönköping och Tranås. Bolagets fastighetsbestånd har ett uppskattat marknadsvärde om 4,5 Miljarder SEK och en total uthyrningsbar yta om ca 1 000 000 kvm. Bolaget verksamhet är uppdelad i följande tre områden: förvaltning av egna fastigheter, kontorshotell samt extern förvaltning<sup>70</sup>. M2 Gruppens kommersiella fastighetsinnehav ligger i ett dotterbolag kallat *M2 Industrielokaler Holding AB*. Bolagets fastighetsbestånd utgörs främst av industri-, lager- och logistikfastigheter i mellersta och södra Sverige. Totalt äger de idag 75 fastigheter, eller 521 000 kvm yta, som totalt inbringar ca 293 MSEK på årsbasis.<sup>71</sup>

#### 4.1.3 Corem Property Group AB

Genom RTO:n med Biolight kommer det nya bolagets verksamhet att övergå från utveckling biomedicinsk utrustning till fastighetsbolag. Bolaget kommer att överta den börsplats Biolight har på NGM listan och namnet ändras samtidigt till Corem Property Group AB.

<sup>69</sup> Biolights Årsredovisning 2006, s. 27

<sup>70</sup> www.m2gruppen.se, 2007-11-26

<sup>71</sup> Biolight, *Information till aktieägarna i Biolight International AB*, s. 2



*”Corem ska skapa långsiktig tillväxt och värdeökning genom att förvalta, förvärva, bygga och förädla fastigheter i industri-, logisk- och handelsområden.”*  
([http://www.corem.se/files/sammanfattning\\_23nov1600.pdf](http://www.corem.se/files/sammanfattning_23nov1600.pdf), 2007-12-02)

Med ovanstående affärsidé som grundsten vill Corem uppnå sin målsättning att bli det ledande fastighetsbolaget inom sitt segment och därmed skapa en hög och stabil avkastning på det egna kapitalet.

Corem - koncernen består av 30 aktiebolag och 18 kommanditbolag där Corem Property Group AB är moderbolag. Samtliga fastigheter i bolagets totala innehav ägs av olika dotterbolag. Corems fastighetsbestånd är indelat i sex regioner: Stockholm, Göteborg, Malmö, Mälardalen, Småland samt Norr. Totalt består beståndet av 75 stycken fastigheter med en total uthyrningsbar yta av 520 830 kvm. Marknaden bedöms som gynnsam då Sverige och Norden i allmänhet bedöms vara en av de mest expansiva regionerna i Europa. Fler och fler internationella bolag etablerar sig på svensk mark och efterfrågan av välfungerande logistik- och lagerlokaler ökar därmed. Mot bakgrund av just dessa faktorer och den utveckling som sker har Corem ett gynnsamt läge skapa långsiktigt hög och stabil avkastning på det investerade kapitalet.<sup>72</sup>

## 4.2 Bildandet av Corem Property Group

Vi har i tidigare kapitel nämnt att Corem Property Group bildades genom en s.k. Reverse Takeover, men inte utrett hur affären gick till i praktiken. Nedan förklaras i detalj hur M2 industrifastigheter, Balder och Biolight blev Corem genom en Reverse Takeover.

Biolight gjorde redan för ungefär ett år sedan, d.v.s. i slutet av 2006, ett försök att genomföra en liknande transaktion med ett utländskt fastighetsbolag som startat ett dotterbolag i Sverige. Den affären genomfördes dock aldrig, då man enligt Claes Holmberg gjorde bedömningen att deras balansräkning inte var tillräcklig. Biolight hade dock kvar kontakten med Catella som hade agerat mäklare i affären för att möjligtvis hitta en ny kandidat för en RTO. Rutger Arnhult, genom bl a M2 och tillsammans med Fastighets AB Balder, bedömde att deras gemensamt stora fastighetsinnehav skulle lämpa sig för notering på Stockholmsbörsen.<sup>73</sup> M2 Gruppen kontaktade Catella och då fans redan Biolight tillgängligt och förhandlingar startade angående olika sätt att genomföra affären.<sup>74</sup> Enligt Rutger Arnhult var det lätt att göra en lista över de tänkbara uppköpskandidaterna, de tittar på vilka som har spenderat mycket pengar och gjort frekventa nyemissioner.<sup>75</sup>

Biolight har när diskussionen förs skuldavdrag som de inte tror sig kunna utnyttja inom överskådlig framtid och de har bl.a. med bakgrund av detta för att skapa större aktieägarvärde skäl till att agera skalbolag i en transaktion med M2 och Balder. Fastighetsbolagen startar transaktionen genom att sälja in hela fastighetsbeståndet till ett gemensamt bolag som sedan förvärvas av Biolight. Biolight byter i detta skede verksamhet från att vara ett biomedicinskt

---

<sup>72</sup>[http://www.corem.se/files/sammanfattning\\_23nov1600.pdf](http://www.corem.se/files/sammanfattning_23nov1600.pdf)

<sup>73</sup> Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:37, 2007-10-02

<sup>74</sup> Intervju, Claes Holmberg, VD Biolight, 2007-10-20

<sup>75</sup> Intervju, Rutger Arnhult, VD Corem Property Group, 2007-12-20

---



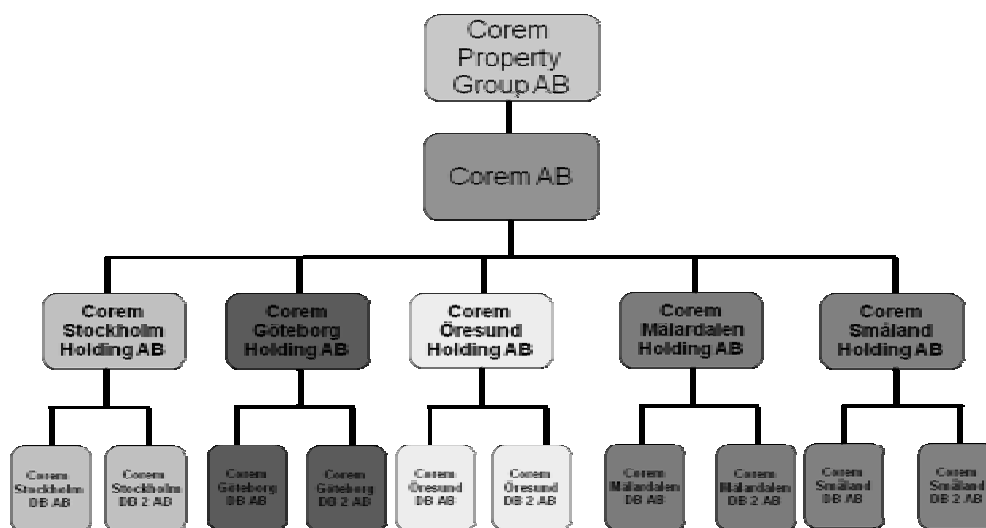
bolag till fastighetsbolag. Förvärvet sker genom att de med nyemitterade aktier ”apporterar” in fastighetsbeståndet i Biolight. Innan fastigheterna överförs till Biolight så skapar de ett nytt bolag, i vårt fall kallat för Nya Biolight, där de placerar Biolights tidigare verksamheten. Vi har alltså nu skapat ett börsnoterat fastighetsbolag där de tidigare fastighetsägarna, Rutger Arnhult och Balder, innehar en övervägande majoritet av aktierna och där det tidigare biomedicinska företaget Biolight ligger som dotterbolag i form av Nya Biolight.

Efter ovanstående transaktioner kommer ägarstrukturen i Biolight att se ut som följer;

<i>Rutger Arnhult:</i>	47 %
<i>Balder:</i>	39 %
<i>Övriga fastighetsägare:</i>	5 %
<i>Kontantinvestorer:</i>	8 %

Ovanstående summerar ihop till 99 % av aktierna i Biolight vilket gör att Biolights gamla aktieägare innehar 1 % av de nya aktierna. När allt är genomfört så byter de namnet från Biolight till Corem Property Group.

Genom en RTO mellan Biolight och M2/Balder har de nu skapat det börsnoterade fastighetsbolaget Corem Property Group AB, vars struktur följer av **Figur 4.2** där M2 och Balder endast har förlorat en procentenhet i ägande och samtidigt kan åtnjuta de förlustavdrag som kom med Biolight.<sup>76</sup> Aktierna i Nya Biolight delades sedan momentant ut till Biolights tidigare aktieägare tills hela den gamla verksamheten var överförd. Biolight International AB är idag ett helt eget bolag igen och den enda skillnaden i ägarstrukturen är att Biolights aktieägare numer äger ca 1 % av aktierna i Corem Property Group AB.<sup>77</sup> Corem har inget intresse i Biolights fortsatta verksamhet och de antyder inte att det kommer förändras inom en översiktlig framtid.<sup>78</sup>



**Figur: 4.2 Organisationsstruktur. Källa: Corem Property Groups Bolagsstruktur, s. 1**

<sup>76</sup> Aktiemarknadsnämndens uttalande 2007:37, 2007-10-02

<sup>77</sup> Intervju, Claes Holmberg, VD Biolight, 2007-12-20

<sup>78</sup> Intervju, Rutger Arnhult, VD Corem Property Group, 2007-12-20

Corem Property Group AB är alltså det börsnoterade bolaget och själva värdet, d.v.s. fastigheterna som genererar företagens kapitalvinster finner vi först i det fjärde ledet. I detta led är i sin tur fastigheterna paketerade i en rad olika bolag.

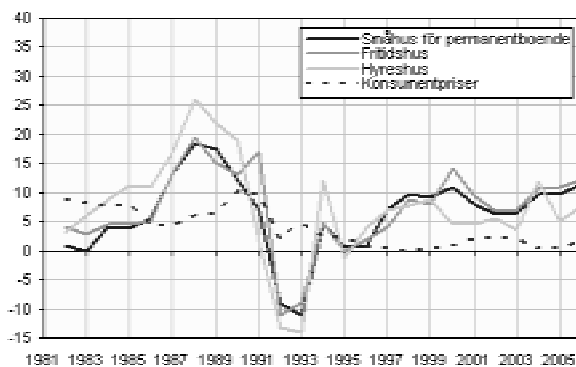
### 4.3 Liknande Affärer i Korthet

Då olika branscher har olika marknadssituationer och bolag inom samma bransch har liknande relationer till omvärlden, så är det av intresse att se om de företag som vi undersöker är i samma bransch, eller i branscher som kännetecknas av liknande egenskaper. Det finns även intresse av att se på den information som bolagen har lämnat ut innan och i samband med affären, t.ex. i form av prospekt och liknande dokument. Följande affärer har vi tittat närmare på;

- *Adcore och Klövern*
- *Effnet och Sagax*
- *Tripep och Din Bostad*
- *Wise Group och Dagon*

Ovanstående är alla RTOs som genomförts med Catela som ansvariga mäklare.<sup>79</sup>

De affärer vi har valt att titta närmare på har genomförts från år 2003 och framåt. Av figuren nedan framgår fastighetsprisindex (FASTPI) från år 1981 till år 2006.



Figur: 4.3 Fastighetsprisindex. Källa: SCB

#### Adcore och Klövern

Klövern noterade sina aktier på Nordiska börsen, Mid Cap, år 2003. Klövern är idag, i likhet med Corem, ett börsnoterat fastighetsbolag med industri- och kontorslokaler. De genomförde noteringen via Adcore, som var ett IT-konsultbolag, vilket blev dotterbolaget Adcore Consulting som sedan skiftades ut till de tidigare aktieägarna och bytte sedermera namn till Connecta AB. Klövern ämnade även utnyttja Adcores förlustavdrag.<sup>80</sup>

<sup>79</sup> Intervju, Ken Wendelin Catella Corporate Finance, 2007-12-14

<sup>80</sup> Noteringsprospekt Klövern 2003,

[http://www2.klovern.se/Bilagor/Bilder/KlovernAB/Bilagor/klovern\\_prospekt.pdf](http://www2.klovern.se/Bilagor/Bilder/KlovernAB/Bilagor/klovern_prospekt.pdf), 2007-12-10

### Effnet och Sagax

Även AB Sagax är ett fastighetsbolag med inriktning på industrifastigheter och de är noterade på Small Cap listan. Notering genomfördes via teknikbolaget Effnet år 2004 och även här skiftades det uppköpande bolaget ut till de tidigare aktieägarna. Prospektet tyder även på att de ämnade utnyttja Effnets förlustavdrag. Effnet ägs idag av det publika bolaget Effnet Holding AB.<sup>81</sup>

### Tripep och Din Bostad

Din Bostad börsnoterades i slutet av 2006 genom en RTO med det biomedicinska forskningsbolaget Tripep AB och finns på Nordiska listan, Small Cap.<sup>82</sup> I det här fallet har dock inte hela bolaget utskiftats till de gamla aktieägarna, Din Bostad äger idag en betydande aktiepost i Tripep, de har genom Erik Selin Fastigheter AB, som är huvudägare i Din Bostad, strax över 17 % av aktierna.<sup>83</sup> De ämnar även, enligt prospektet att utnyttja Tripeps förlustavdrag.<sup>84</sup>

### Wise Group och Dagon

Wise Group gjorde en RTO med Dagon i februari 2007 och blev därmed ett börsnoterat fastighetsbolag på Small Cap. När affären var genomförd så skiftades även i det här fallet samtliga aktier ut till de tidigare aktieägarna och Wise Groups verksamhet knoppades av från Dagon.

### Sammanställning

En sammanställning av affärerna visar följande;

De nu noterade bolagen:

Corem	Fastighetsbolag
Klövern	Fastighetsbolag
Sagax	Fastighetsbolag
Din Bostad	Fastighetsbolag
Dagon	Fastighetsbolag

---

<sup>81</sup> Information i samband med extra bolagsstämma 2004,

<http://www.effnetholding.se/sites/effnetholding/pdf/se/Effnet,%20infomemo.pdf>, 2007-12-10

<sup>82</sup> Prospekt Tripep 2006, [http://tripep.se/assets/files/Prospekt\\_2006.pdf](http://tripep.se/assets/files/Prospekt_2006.pdf), 2007-12-10

<sup>83</sup> <http://tripep.se/sv/aktien/81/>, 2007-12-20

<sup>84</sup> Prospekt Tripep 2006, [http://tripep.se/assets/files/Prospekt\\_2006.pdf](http://tripep.se/assets/files/Prospekt_2006.pdf), 2007-12-10

---

Skalbolagen:

<i>Biolight</i>	<i>Biomedicinsk forskning och produktutveckling</i>
Connecta (Adcore)	IT-konsult
Effnet	Teknikbolag (ägs av Effnet Holding AB)
Tripep	Biomedicinsk forskning
Wise Group	Human Resources

Finns det ägarintresse kvar i skalbolagen från fastighetsbolagens sida?

<i>Corem i Biolight</i>	<i>Nej</i>	<i>0 %</i>
Klövern i Connecta (Adcore)	Nej	0 %
Sagax i Effnet	Nej	0 %
Din Bostad i Tripep	Ja	17,22 %
Dagon i Wise Group	Nej	0 %

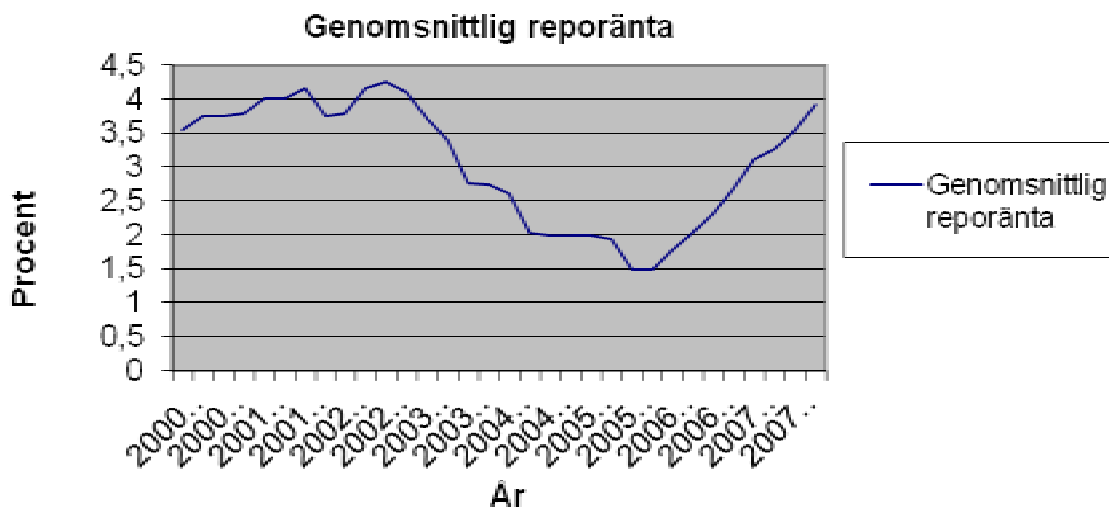
Nämns utnyttjande av skalbolagets förlustavdrag i prospekten?

<i>Corem och Biolight</i>	<i>Ja</i>
Klövern och Adcore	Ja
Sagax och Effnet	Ja
Din Bostad och Tripep	Ja
Dagon och Wise Group	n/a

Vilken börslista är bolagen nu noterade på?

<i>Corem</i>	<i>NGM Equity</i>	<i>Biolight</i>	<i>NGM MTF</i>
Klövern	OMX Mid Cap	Connecta (Adcore)	OMX Small Cap
Sagax	OMX Small Cap	Effnet	n/a
Din Bostad	OMX Small Cap	Effnet Holding	OMX First North
Dagon	OMX Small Cap	Tripep	OMX First North
		Wise Group	OMX First North

Av nedanstående figur framgår Riksbankens genomsnittliga reporänta från år 2000 och fram till årsskiftet år 2007.



Figur: 4.4 Genomsnittlig av Riksbanken fastställd reporänta. Källa: Riksbanken

## 4.4 Resultat av kvalitativa intervjuer

Nedan sammanfattar vi intervju svaren i en löpande text, vilken innehåller den för analysen väsentliga empirin. De fullständiga svaren återges i bilaga.

### 4.4.1 Catella Corporate Finance

Ken Wendelin berättar att Catella genom analyser insett att nischer inom fastighetsbranschen varit underrepresenterade. Många aktörer hade fastigheter inom samma sektor men inget bolag fokuserade enbart på lager, logistik och industri vilket sedan låg till grund för Corem affären. Catella var initiativtagare till affären mellan M2 gruppen och Biolight och föreslog även genomförandet av en Reverse takeover.

Wendelin anser att tidsaspekten var en drivande faktor vid valet av noteringsalternativ. Det tog ca tre månader från det att en ansökan om börsnotering lämnades till börsen till att bolaget noterades. En vanlig notering tar allt mellan nio månader och över ett år. En fördel i affären mellan M2 gruppen och Biolight var att båda parter var lika angelägna att genomföra affären. En skillnad med att genomföra en RTO är att bolaget direkt får en börsplats och att bolaget kan vänta i upp till ett halvår med att låta en börsrevisor göra en granskning av bolaget. Målet med Corem var att bolaget så snart som möjligt skulle börsnoteras så att de skattemässiga fördelarna kunde utnyttjas direkt. En nackdel med noteringen och en börsnotering generellt är att kraven på bolagets administrativa apparat ökar.

Biolight hade ett sinande kassaflöde och en konkurs var nära att inträffa. De ville säkerställa sin verksamhet inom de närmsta åren genom att sälja sina förlustavdrag som för dem var utan

större värde. Fördelen för Biolights initiala aktieägare var att de till en början bara hade aktier i ett medicintekniskt företag. I dagsläget har de fortfarande kvar samma aktier i samma bolag och skillnaden ligger i att bolaget bytt namn samt att de har fått betalt för sina förlustavtal vilket gjort att verksamheten kunnat överleva. Biolights aktieägare har även fått en aktie i Corem och Wendelin tror att Biolights aktieägare tjänat på affären.

En aspekt att överväga när ett företag väljer bolag som kan tänkas genomgå en RTO är hur ofta de har genomfört nyemissioner. Desto fler nyemissioner, desto mer blöder bolaget vilket är ett tecken på att verksamheten går dåligt. Även valet av rådgivare är viktigt att tänka på då de är kostsamma att ha inblandade. Vidare är det viktigt att veta vilka risker som finns när ett förlustbolag tas över. Det är också viktigt att känna till hur mycket förlustavdrag som behövs göras för att processen skall bli enklare samt att motparten har en seriös rådgivare. Enligt Wendelin har börsfenomenet RTO:s pågått under en längre tid där den första inom fastighetssektorn genomfördes år 2003 då Klöverbörser noterades.

Underskottsavdrag är enligt Wendelin en drivande faktor vid valet av en RTO då bolaget kan utnyttja detta bättre än vid en vanlig IPO. Bolagsskatten uppgår till 28 % på vinsten men genom att exempelvis köpa förlustavdrag motsvarande 10 % tjänar bolaget 18 % vilket direkt hamnar hos aktieägarna. De viktigaste finansiella egenskaperna hos bolag som aspirerar till en RTO är främst storleken på förlustavdragen samt vilken bransch bolaget verkar inom. Corem har en direktavkastning på 8 % vilket gör att de har ett stort behov av förlustavdrag.

Valet av börslista varierar från varje bolag och situation. Oavsett vilken lista bolaget hamnar på går det alltid att korrigera i efterhand. Valet av lista är sekundärt i förhållande till val av bolag. Vid värdering av ett bolag har risken stor betydelse. Ökad risk leder till en större riskpremie vilket leder till ett lägre pris. Bolag måste veta vad de ska betala för en börsplats samt vad de ska betala för förlusterna. Mellan 4 till 10 % av förlustavdragen brukar vara ett rimligt pris på förlusterna.

Wendelin tror att det till en början finns arbitragemöjligheter trots att dessa har minskat. Vet någon att ett bolag ska säljas får ett förlustbolag plötsligt ett värde. En arbitragemöjlighet som försvunnit under åren är den vid felprissättning som berott på att marknaden varit för dåligt informerad. I Corems fall prissattes aktien rätt samma dag som den noterades. En nackdel med en sådan illikvitt början är att aktiekursen kan drivas och påverkas. Marknadens kännedom om RTO:s för- och nackdelar är idag bra.

En RTO passar bra för fastighetsbolag dels då det är enkelt att beskriva verksamheten samt att bolaget direkt har tillgångar som genererar ett positivt kassaflöde. En RTO passar bolag som lever i någon slags "hype" då dessa kan behöva komma in på börsen snabbt.

Lönsamheten för Catella varierar då sökandet efter lämpliga RTO kandidater är en tidskrävande process. Storleken på bolagen har betydelse då Catella tilldelas en viss procent på fastighetsvärdet.

Wendelin säger att kontakten med NGM varit bra och att Catella vid ett flertal tillfällen genomfört RTO:s på NGM börsen. Det finns dock fördelar med att komma upp till Stockholmsbörsen direkt där det finns fler listningsalternativ, men är dock något dyrare. Fördelen med Stockholmsbörsens listor är att företagen kan låna billigare. Det är troligt att Corem inom kort kommer att söka sig till Stockholmsbörsen.

Affären mellan M2 Gruppen och Biolight har gått smidigt i jämförelse med tidigare erfarenheter från liknande affärer. Mycket beror på de professionella aktörer som stått bakom affären samt att mycket av materialet som behövdes till affären fanns sedan tidigare.

#### **4.4.2 MAQS Law Firm**

Patrik Essehorn beskriver skillnaden mellan den här typen av RTO jämfört med en vanlig IPO som att i vårt fall går flera fastighetsägare ihop och bildar ett gemensamt fastighetsbolag, vilket sedan börsnoteras. Bolaget bildas alltså från noll och har ingen historik, vilket är fallet vid en vanlig IPO. Anledningen till genomförandet av en RTO bör ses som åtkomsten av de skattemässiga förlustavdragen samt åtnjutandet av en ägarspridning.

Essehorn har tidigare varit med och genomfört börsintroduktionen av Din Bostad som även den gjordes genom en RTO och då av företaget Tripepp. Det förelåg samma motiv bakom den affären som bakom genomförandet av Corem.

Det huvudsakliga arbetet för en jurist vid en RTO process är frågor kring finansieringsformen, vilket till stort innebär att förhandlingar varit det primära området vid genomförandet av Corem. Juristens arbete har skett i samförstånd med experter inom olika område.

I samband med en RTO aktualiseras framför allt de juridiska aspekterna i form av avtalsrätt, skatterätt och bolagsrätt. Vad gäller den skatterättsliga aspekten är det framför allt användandet av de gamla förlustavdragen som blir aktuella. Utnyttjandet av dessa sker genom genomförandet av apportemissioner. Utgångspunkten ligger i att det bildades ett nytt fastighetsbolag till vilket ägarna till sina dåvarande fastighetsbolag sålde in sina aktier. Förfarandet är troligtvis inget som skatteverket gillar, men de har inte angripit sättet än. En viktig sak vad gäller skatteverkets syn på det hela är att vid denna typ av affärer kan inte bara affären ses som ett rent köp av förlustföretag då åtnjutande av börsposten och andra faktorer spelar in vid kartläggningen av motiven bakom. Bl.a. kan sägas att det är i mångt och mycket kommersiella skäl som ligger till grund för genomförandet av en RTO och att förlusterna bör ses som en god bonus, vilket gör affären ekonomiskt hållbar.

För att maximera en RTO utifrån ett juridiskt perspektiv anser Essehorn att regelverket borde se ut som det fram till förra året gjorde, d.v.s. att företag kunde göra verksamhetsavyttringar och genom detta komma åt de gamla förlusterna. Fastigheterna hamnade då direkt i förlustbolaget.

Med en notering som sådan anser Essehorn motiven grunda sig i rent kommersiella skäl, med framför allt särskilt tonvikt på åtkomsten av finansieringskapital, d.v.s. möjligheten till nymmissioner. Av rent legala skäl bör en notering ses som en mycket dyrare process än en privat ägandeform.

För att kunna möjliggöra affären har framför allt Catella varit den drivande faktorn. Förhandlingarna har varit omfattande, men när alla väl kom överens fortskred processen väl.



Corem har inget intresse över huvudtaget i Nya Biolights verksamhet och den procent som förlorats till aktieägarna i Biolight bör endast ses som en kostnad för förlusterna och borsposten.

Enligt Essehorn har kontakten med NGM fungerat mycket bra. Vad gäller de legala skillnaderna med att vara noterade på olika listor skiljer det sig inte speciellt mycket. Den stora skillnaden ligger framför allt i olika typer av informationskrav. En av de främsta anledningarna till varför Corem i fortsättningen inte vill vara noterade på NGM bör vara av den anledning att fonder inte får handla på NGM.

Vad gäller insiderhandel i den här typen av affärer täcker insiderlagen tillräckligt. Dock kan den som lyckas komma åt tillräckligt mycket information innan affären göra arbitragevinster.

När en värdering av bolag i den här typen av processer sker, läggs särskild vikt vid de legala riskerna. Vad som tittas närmare på är vilka åtagande förlustbolaget har och som kan ligga till grund för att det senare dyker om problem som kan bli jobbiga för det uppköpande bolaget.

Essehorn anser processen med Corem fortlöpt mycket bra, dock så har enbart förhandlingar upptagit en stor del av tiden. De professionella personerna som varit inblandade har bidragit till affären för många har varit mycket lärorik.

#### **4.4.3 Corem Property Group**

Rutger Arnhult, VD på Corem property group berättar att de bakomliggande motiven till genomförandet av Corem affären och valet av noteringsalternativ berodde på en tro om att det skulle vara billigare vilket det troligen inte blev. Andra anledningar var en direkt ägarspridning och att processen vid en RTO kunde vara snabbare än vid en vanlig notering. Ett annat tungt skäl var att bolaget fick med underskottsavdraget vilket var avgörande i affären.

Skälet till att bolaget ville bli publikt var dels att komma åt kapital som kan användas till att växa, detta i form av att tryckta ny aktier vid genomförandet av framtida nyemissioner. Ytterligare skäl till börsnotering är att bolaget kan ge ut obligationer vilket inte är möjligt om bolaget är privat. När affären ägde rum så handlades fastighetsbolag med premie och idag handlas det med rabatt. Det finns en tro om att det kommer att handlas med premie igen.

Arnhult säger angående affären att Biolight var det bolag som tog initiativ till affären. Biolight vände sig till en konsult och bad dem se över möjligheterna att få betalt för sina underskott. M2 gruppen vände sig till Catella där idén om en alternativ börsintroduktion föddes och Biolight presenterades som ett alternativ. Biolight hade ett underskott på 193 miljoner kronor. M2 gruppen betalade 16 miljoner och fick på köpet en aktieägarstock. Idag har Corem inget intresse i Nya Biolight då de inte äger några andelar i bolaget.

Vid en alternativ börsnotering RTO menar Arnhult att det finns några viktiga aspekter att tänka på. Främst är det viktigt att bolaget väljer rätt rådgivare. Det förvärvade bolaget kan ha flera avtal och antaganden som rådgivarna måste göra en Due Dilligence på d.v.s. en granskning, vilket är kostsamt. Bolaget måste veta vad som finns i balansräkningen de köper



annars finns risken att de tar över ansvar och antaganden som de senare måste stå för. Samtidigt finns det lagar som säger att ett företag ansvarar för allt som de har byggt upp d.v.s. byggherransvar vilket betyder att de föregående ägarna kan begäras skadeståndsskyldiga. En risk är att det kan dyka upp problem som kan vara svåra att hantera då det förvärvade bolaget kan vara bräckligt och då garantierna är små.

Företag med stora lån är mest lämpade för att genomföra en RTO då de kan utnyttja underskotten och utnyttja fördelarna av dessa. Bolag väljer inte en RTO om det inte finns förluster. Fastighetsbolag har ofta ett obeskattat övervärde som de betalar latent skatt på. Tack vare underskotten kan bolagen avstå från att räkna skatt på övervärdet och får därmed direkt nytta av underskotten. Bokföringsmässigt tekniskt tjänar bolaget inte pengar men nyckeltalsmässigt skjuter substansen i höjden.

Angående räntehöjningar tror Arnhult att det skulle vara negativt samtidigt som det skulle medföra vissa fördelar då avkastningen på fastigheterna ökar. Bolaget kan då köpa billigare samtidigt som det bli dyrare att finansiera. Vid RTO-processen har skattebitarna i underskottet varit jobbiga att hantera. Kostnaderna för skattejurister och advokater har varit stora. Det hade varit billigare för Corem att planera underskottsavdragen själva istället för att låta Catella sköta det.

Viss insidermöjlighet finns för alla som känner till affären innan den äger rum. Om Biolights aktiekurs står i fem kronor och bolaget säljs för 16 miljoner kronor motsvarar det ett aktiepris på 7 kronor vilket medför en vinst på två kronor per aktie. Samtidigt finns möjligheten att göra motsvarande förlust.

Arnhult tror svagt positivt på fastighetsbranschen inom en tio års period. Marknaden kommer att vara fortsatt stark, det kommer att finnas mer specialinriktade fastighetsbolag och fastighetsfonder. Institutionellt ägande kommer att öka d.v.s. det kommer att finnas mer ägande via fonder istället för eget bestånd. Den ökade globaliseringen kommer att leda till fler internationella spelare på den svenska marknaden. Möjligheterna till liknande fastighetsaffärer är goda inom de närmsta åren då det just nu är svårt att göra nyemissioner och få in nytt kapital. Fördelen med att köpa aktier i fastighetsbolag är att de som aktieägare får en riskspridning som är långsiktigt stabil. Ägande av fastighetsaktier via bolag är både säkrare och enklare. Det är också svårare att konkurrera vid ett eget ägande och det blir enklare att genomföra transaktioner. De främsta faktorerna som påverkar fastighetsbranschen är idag räntor, möjligheten att ta lån, elpriser och värmekostnader.

Kontakten och samarbetet med NGM börsen har enligt Arnhult fungerat väl. Bolaget befinner sig just nu på observationslista och NGMs revisorer ska granska bolaget innan det kan flyttas till en annan lista. Corem har för tillfället inga bestämda mål men bolaget vill göra bra affärer, fortsätta växa, samt dubbla resultatet, börsvärdet och volymen.

#### **4.4.4 Biolight International AB**

Claes Holmberg anser att de förluster som tyngt Biolight tillkommit som ett led i att de inte lyckats nå ut till marknaden i den utsträckning som behövts. Biolight har inte råd med att vara långsiktiga vad gäller behandlandet av de utvecklade förlusterna och då användandet av möjligheterna till förlustavdrag. Detta har varit den bidragande orsaken till genomförandet av

Corem- affären. För att förtydliga kan sägas att de fått sina förluster avyttrade till ett värde av 16 mkr, viket inneburit att 8 mkr hamnat hos företaget och 8 milj hos aktieägarna. På Holmberg förstås att ingen ägarförändring skett i samband med affären.

Vad gäller förlustavdragen kan vidare sägas att dessa inte förutsättningslöst kan utnyttjas. Skattverket har hårda regler för hur tillvägagångssättet kring förlustavdrag ska ske.

Biolight hade drygt ett år innan Corem- affären varit i kontakt med ett annat fastighetsföretag som hade i tanke att göra en liknande affär. Det visade sig dock att deras balansräkning inte var tillräckligt stark för att klara en sådan detta. När affären då inte genomfördes tog Biolight kontakt med Catella och tillkännagav sitt intresse för det fall att liknande bolag dök upp. Biolight hade alltså under en längre tid varit på jakt efter en intressant kandidat, villig och tillräckligt kapitalstark för att kunna genomföra en transaktion av aktuellt slag. Holmberg anser vidare att processen skett rekordfort.

Till de viktigaste faktorerna för att få affären att gå i lås anser Holmberg ha varit, att de har haft en tydlig balansräkning där det framgår hur förlusterna ackumulerats. Med andra ord har det krävts att vi inte har haft speciellt många svårtolkade tillgångar och att dessa då varit enkla att värdera. En klar balansräkning hos det uppköpande företag har även varit av stor vikt vid genomförandet av affären. Fastighetsbolag passar generellt bra för den här typen av affärer då värdering av dessa bolag inte sker på förväntningar utan görs utifrån ett ganska bestämt och trögrörligt värde.

Anledningen till att Biolight valde att introduceras på NGM grundar sig i att det från början fanns en innovationsmarknad, vars uppgift var att genom en notering skaffa kapital till utvecklingsbolag. Detta utvecklades och efterhand växte NGM fram och detta blev då ett för oss naturligt val.

Om det bolag som valt att köpa upp Biolight inte hade varit tämligen nybildat hade med stor säkerhet deras struktur sett ut på ett annat sätt vilket hade underlättat processen ytterligare.

Holmberg anser att fortsatta affärer av liknande slag mellan forskningsföretag och fastighetsbolag även i fortsättningen kommer att ske. Han råder andra företag i samma situation att genomföra denna typ av affärer, då framför allt skapandet av en renare balansräkning bör ses som en drivande faktor. Detta med anledning av att genomförda nyemissioner försvinner.

Biolight anser sig nu efter affären ha ytterliggare två år på sig för att komma tillrätta med de problem som skapat de ohållbara förlusterna.

#### **4.4.5 NGM**

Björn Wallin säger att det inte är allt för vanligt med RTO:s men att det förekommer och att det just nu är en trend bland fastighetsbolag att genomföra denna typ av notering. Wallin anser att ägarspridningen är den huvudsakliga anledningen till valet av noteringsalternativ. Skatte- och legala aspekter varierar från fall till fall. För några år sedan var en vanlig anledning till RTO:s att bolagen kunde göra Goodwill avskrivningar från det förvärvande bolaget. Detta har dock minskat sedan IFRS nya regelverk. NGM ser en RTO som vilken

---

notering som helst och ställer samma krav som vid en vanlig notering. När bolagen noteras via en RTO hamnar det under observation på en OBS lista. Bolag på denna lista är under granskning och OBS markeringen används för att den mindre investeraren ska få en chans att förstå vad som händer med bolaget. OBS listningen hävs när bolaget gör en nynotering.

När ett företag tar sig in på börsen via en RTO kan det nya bolaget enligt Wallin ha en begränsad historik d.v.s. att bolaget som noterats inte har den dokumentation som börsen kräver sedan tidigare. Detta gör att företaget kan behöva granskas extra noggrant.

Angående tidsaspekten anser Wallin att en RTO tar minst lika lång eller längre tid än en vanlig IPO. Detta beror på att bara små delar kan behållas av skalet samt att bolaget efter noteringen via sina rådgivare måste göra ytterligare prospektarbete för att kunna genomföra en nynotering. Att göra en nynotering tar tid, visserligen finns mycket av materialet till denna redan att hämta från RTO:n. Den största orsaken till tidsåtgången beror i nio av tio fall på vilken ordning företaget har på prospekt materialet när revisorn ska börja jobba med företaget. Är det dåligt planerat kan det ta lång tid. Bolaget får högst ligga på OBS lista i 6 månader innan det hotas av att bli avnoterat.

En anledning till valet av en RTO kan vara att bolaget vill slippa ett moment i den klassiska noteringsprocessen. Detta är enligt Björn Wallin en begränsad möjlighet. Ett moment som möjligen går att undvika är att skriva på ett noteringsavtal som redan finns, dock bör avtalet ändras så att rätt företagsuppgifter står på kontraktet.

Wallin anser att en RTO bäst passar bolag som önskar en notering i syfte att använda aktien som egen valuta vid förvärv utan att genomföra en nyemission vid noteringstillfället.

Även Wallin varnar för de risker en RTO medför. Det finns många exempel på hur företag gör ett förvärv av ett börsnoterat bolag för att komma åt börsposten där det sedan dyker upp åtaganden som det gamla företaget lovat och som det nya företaget inte kan undvika.

Genomförandet av Corem anser Wallin ha gått bra. Corem har uppfyllt de krav som finns och NGM har god kontakt med företagets ledning. De har varit noterade sedan några månader och jobbar aktivt mot en nynotering för att flyttas från OBS listan.

#### **4.4.6 OMX**

Torsten Örtengren säger att det varje år finns ett par företag som noteras via RTO:s och att det framförallt fodras att det finns lämpliga bolag att ta över där det kan göras skatteavdrag. Örtengren anser att skatteaspekter är det huvudsakliga motivet till en RTO.

Stockholmsbörsens regler säger att om bolag genomför eller planerar att genomföra en väsentlig förändring i verksamheten hamnar företaget på observationsavdelning. Därefter kan börsen anse att det i grunden rör sig om ett nytt bolag och ska då genomgå en fullständig noteringsgranskning d.v.s. det går inte att smita in köksvägen på börsen.

En fördel är enligt Örtengren att bolaget direkt får en likvid aktie och en aktieägarstock. Bolaget får en spridning av aktierna och slipper därmed anlita ett värdepapperinstitut som hanterar detta. Det finns dock en risk i att bolag köper en balansräkning som inte riktigt

---

innehåller vad som förväntas då bolaget köper alla skulder och ansvar som finns där. Det finns många exempel på bolag som köpt skulder och ansvar som de behövt stå för vilket lett till ekonomiska förluster och konkurser.

Kostnaderna vid en RTO blir enligt Örtengren precis de samma som vid en IPO. Bolaget får betala alla avgifter och de måste till exempel göra en legal skriftlig granskning vilket utförs av en oberoende advokat som sedan lämnar detta till börsens revisorer. Betalning av så kallade engångskostnader sker direkt när processen startar, det är ingen kostnad som på något sätt kan skjutas upp.

Efter att ett bolag noterats via en RTO hamnar det på observationslista där de enligt Örtengren högst får ligga i sex månader. Sedan ska börsen genomföra en total noteringsgranskning av en av börsen utsedd börsrevisor.

Örtengren anser att det är bra att företag tar till vara på de värden som finns i skalen, framförallt för aktieägarna. En RTO tar minst lika lång tid som en vanlig IPO då bolaget måste göra samma förberedelser. Tiden bestäms snarare av speciella omständigheter och det finns inget moment i noteringsprocessen ett bolag kan slippa genom en RTO.

Efter en notering via en RTO hamnar bolaget under observation och för att flyttas till en annan lista krävs ett godkännande från bolagskommittén. Detta betyder att bolagets rådgivare måste göra ytterligare prospektarbete, vilket innebär en ökad tidsåtgång och ökade kostnader. Stockholmsbörsen har som regel att bolag som ansöker om notering ska ha en ekonomisk historia på minst tre år med vissa undantag. Om bolaget inte har två års historik ställs högre krav på bolaget med bättre och djupare beskrivning av verksamheten. På så sätt kan det anse ställas högre krav på bolag som noteras via en RTO jämfört vid en IPO.

Örtengren menar att det inte finns någon speciell typ av bolag som passar bäst för en RTO utan att möjligheterna till att göra skattemässiga avdrag till 99 procent är det primära för samtliga bolag som väljer en notering via RTO.

## KAPITEL 5

# ANALYS

---

*I det följande kapitlet kommer vi att analysera den fakta som har samlats in, främst med hjälp av de teoretiska ramar som har satts i de tidigare kapitlen. Vi kommer här att besvara de frågor som ställs i det inledande kapitlet.*

---

### 5.1 Motiv och Karaktäristika

Det har visat sig att en Reverse Takeover inte sker med enbart ett av bolagens intressen i fokus, båda bolagen har starka motiv till att processen ska genomföras och därför också olika krav på vad den ska innehålla. Det står också klart att de två bolagens intressen är vitt särskiljda men att de genom processen finner möjligheter att uppfylla båda bolagens önskemål. Bolagen måste alltså uppfylla vissa karaktäristika för att kunna uppfylla motpartens önskemål och dessa är olika för de inblandade parterna.

#### 5.1.1 Skalbolaget

För skalbolaget så är det här en typ av kapitalanskaffningsprocess, som till skillnad från nyemission inte påverkar aktieägarna på samma sätt utan, i det här fallet, även har gett en utdelning på ca 8 mkr, något som enligt Biolight synliggör aktieägarvärdet. Den faktor som främst påverkade Biolight att genomföra affären var att de behövde köpa sig mer tid. De befinner sig i en bransch där det tar lång tid att sälja in sin produkt och därmed nå ett genombrott där de med ökade intäkter vänder förlustsiffrorna och slutligen går med vinst.

Biolight har över åren med dyr produktutveckling och låga intäkter samlat på sig stora förluster men saknar möjligheter att utnyttja dessa själva inom den närmsta framtiden. De väljer med andra ord bort möjligheten att själva kunna nyttja dessa om några år mot att få in så pass mycket kapital att de kan undvika en konkurs. Av de övriga bolag som vi har analyserat så har merparterna av dessa affärer antytt att de ämnar utnyttja förlustavdragen vilket tyder på att detta är en faktor som skalbolaget bör uppfylla för att vara en attraktiv part i en RTO.

Skalbolagets viktigaste motiv till att genomföra affären är därför att de är i stort behov av kapital som de vill inbringa på ett annat sätt än nyemission. De behöver därför som motpart ett bolag som har stort kapital och en kapitalstruktur som gör att de kan utnyttja förlustavdragen.

Kortfattat så kan vi summera skalbolagets motiv;

- *Kapitalbehov*
- *Bli av med outnyttjade förlustavdrag*

- *Synliggöra aktieägarvärde*

De ovanstående motiven hänger ihop då de upprepade förlusterna som ligger som grund för möjligheterna till förlustavdrag också skapar ett behov av kapital.

Och de karaktäristika som motparten då bör uppfylla;

- *Möjlighet att förse skalbolaget med kapital*
- *Möjlighet att utnyttja förlustavdragen*

Fastighetsbolag har i vår undersökning visat sig vara en typ av bolag vars kapitalstruktur verkar passa för ändamålet eftersom de har lättbeskrivliga och lättvärderade tillgångar som genom hyresintäkter genererar ett stabilt positivt kassaflöde. Ett företag som misslyckas med att skapa ett positivt kassaflöde riskerar att inte kunna utnyttja de förlustavdrag som de har köpt.

### 5.1.2 Targetbolaget

Ett vanligt motiv till en börsnotering är enligt Grundvall, Melin och Thorell att företag vill få tillgång till det kapital som finns på sekundärmarknaden, ofta för att finansiera en expansion men det finns flera andra motiv. Ett av dessa motiv kan vara skatteskal där för- och nackdelarna skiljer sig från olika företag och situationer. För- och nackdelarna med en börsnotering är dem samma oavsett om företaget noteras via en RTO eller en IPO. Skillnaden ligger snarare vid genomförandet av noteringen där vissa ekonomiska fördelar kan uppnås via en RTO. Vi kan dock inte bortse från att det största motivet för det som vi kallar för targetbolaget är att få en börsplats och göra bolaget publikt och det är det som är det främsta målet med en RTO. Bolaget vinner dock två viktiga fördelar jämfört med en traditionell IPO, dels är det tidsaspekten och dels är det, som nämns ovan, möjligheten att utnyttja skalbolagets förlustavdrag vilket analyseras närmare nedan.

Ett annat viktigt motiv var ägarspridningen, något som uppnås även via en traditionella IPO men som naturligt blir resultatet även av en RTO eftersom det i slutändan resulterar i en börsnotering. Om vi ser till hur ägarstrukturen ser ut i företaget efter genomförd affär kan vi konstatera att bolaget, enligt Daltons teori om de olika investerartyperna, har 2 stycken *storägare* med totalt 84,1 % av aktierna samt ett mindre antal *institutionella ägare*. Detta kan ses som ett försök att få in penningstarka individer och institutioner som dels kan bidra med sin kompetens och dels kan skjuta till pengar om ett kapitalbehov uppstår. Eftersom bolagets status tenderar att höjas i och med en börsintroduktion stärks troligen relationen med kunder och leverantörer. Detta skulle kunna leda till att företag kan låna pengar till lägre ränta om de beslutar sig för att ta lån istället för att emittera nya aktier. I och med denna ägarstruktur och valet av ägare bör de vara bra positionerade för framtiden och därmed ha goda möjligheter att genomföra de expansionsplaner företag har.

Targetbolagets motiv är då följande;

- *Att använda skalbolagets börsplats för att göra bolaget publikt*
- *Att detta ska ske på kort tid*
- *Att utnyttja skalbolagets förlustavdrag*



- *Att få möjlighet till ägarspridning*

Skalbolaget bör då kunna uppfylla följande kriterier för att vara lämpligt;

- *Börsnoterat*
- *Ha en längre tid av upprepade förluster bakom sig*
- *Vara i behov av kapital*

Till ovanstående skall läggas att, för att processen ska ske smidigt, bör båda bolagen ha relativt rena balansräkningar och enkel struktur.

## 5.2 För- och Nackdelar med en RTO jämfört med en IPO

De nackdelar börsintroduktionen kan tänkas ha medfört är bland annat att företaget nu står under finansinspektionens lupp. Detta innebär att de kontinuerligt måste rapportera och informera allmänheten om räkenskaperna i företaget. Företaget måste nu även rätta sig efter de lagar som reglerar aktiemarknaden och de bolag som ligger noterade på börsen. Vidare har delar av kontrollen över bolaget gått förlorade och detta kan ses som negativt. Detta torde inte vara något problem då den storägare som har bjudits in, förutom Rutger Arnhult som i princip kan ses som enskild ägare från början, är Fastighets AB Balder. Med Balder som ”medägare” får företaget tillgång till en större kundbas och även ytterligare kompetens om fastighetsmarknaden. Dessa faktorer och de synergieffekter parterna tillsammans kan uppnå anser vi motivera valet att sälja delar av bolaget.

En vanlig börsnotering IPO medför enligt Grundvall, Melin och Thorell i regel väsentliga kostnader som kan delas upp i engångskostnader och återkommande kostnader. Vid en alternativ börsnotering RTO måste bolaget betala samma kostnader som vid en vanlig IPO. Om bolaget noteras via en RTO på Stockholmsbörsen hamnar det direkt på observationslistan. Engångskostnaderna betalas direkt vid notering d.v.s. i samband med att bolaget tar över det föregående bolagets börspost och kan inte skjutas upp. De återkommande kostnaderna betalas kontinuerligt precis som vid en vanlig IPO. I och med att bolaget hamnar på observationslistan måste det för att bli godkänt och kunna flyttas till A eller O listan, genomgå en fullständig noteringsgranskning som utförs av en av börsen utvald börsrevisor. Detta innebär att bolaget måste låta en oberoende advokat göra en legal granskning som sedan ska redovisas för börsrevisorn.

Även på NGM hamnar bolag som noteras via en RTO under observation motsvarande Stockholmsbörsens observationslista, på en så kallad OBS-lista. För att häva OBS listningen krävs en nynotering d.v.s. motsvarande ett godkännande på Stockholmsbörsen. För att uppnå detta krävs en noteringsgranskning av bolaget som görs av en utvald börsrevisor. Trots att mycket av materialet som ska användas till noteringsprospekt inför nynoteringen redan finns sedan genomförandet av RTO:n krävs viss kompletterande information. När ett företag noteras via en RTO kan det nya bolaget ha en begränsad historik d.v.s. att det noterade bolaget inte har den dokumentation som börsen kräver sedan tidigare. Detta innebär att bolaget via en oberoende advokat behöver göra en extra noggrann granskning av det material som ska lämnas till börsrevisorn. NGM börsen kräver att bolag som noteras via en RTO jobbar aktivt mot en nynotering.



Kostnadmässigt kan det konstateras att de så kallade engångskostnaderna och de återkommande kostnaderna är den samma vid en RTO och en IPO. Det är snarare kostnaderna kring förberedelser och prospektarbetet kring en planerad RTO som kan överstiga motsvarande kostnader för en IPO. Detta beror på att ett bolag som noteras via en RTO direkt efter noteringstillfället hamnar under observation. För att häva observationslistningen krävs ett godkännande från bolagskommittén. Bolaget måste med hjälp av en oberoende rådgivare upprätta ytterligare noteringsprospekt som ska redovisas för den börsrevisor som genomför en noteringsgranskning av bolaget. Detta arbete leder till ytterligare kostnader.

## **5.2.1 Noteringsprocessen**

En vanlig börsnotering innebär ett antal moment, för att noteringen ska bli lyckad krävs omfattande förberedelser och att noteringsprocessen är tidseffektiv. En anledning till att ett bolag genomför en RTO kan enligt Björn Wallin Noteringsansvarig på NGM, vara att de vill hoppa över ett moment i den vanliga noteringsprocessen samtidigt som han poängterar att möjligheterna att göra detta är begränsade. Samma krav ställs på ett företag som noteras via en RTO som vid en vanlig IPO. Vid en genomgång av den vanliga noteringsprocessen måste bolagen vid en RTO fortfarande gå igenom samma moment. Valet av noteringsalternativ påverkas snarare av andra faktorer än denna. Mycket av arbetet som sker innan ansökan om notering lämnas intill börsen. Stockholmsbörsen har som regel att företag som ansöker om notering ska ha en ekonomisk redovisningshistoria som sträcker minst sig tre år bakåt i tiden. I och med att vissa företag som noteras via en RTO har en begränsad historik ställer detta än högre krav på informationsinsamling och prospektarbete. En RTO kan därför anses ha en mer komplicerad noteringsprocess än den vid en vanlig IPO.

Efter beslut om börsnotering upprättas noteringsprospekt som i regel tar tre till sex månader. Noteringsprospektet görs huvudsakligen av bolagets rådgivare men företagsledningen är också delaktiga med att förse rådgivaren med den information som behövs. Räknat från den dagen då en formell ansökan om börsnotering inlämnas, tar det om bolaget är väl förberett, i regel minst tre månader att genomföra börsintroduktionen. Torsten Örtengren anser att en RTO tar precis lika lång tid som en IPO då bolagen fortfarande måste göra samma förberedelser. Även Björn Wallin säger att tidsaspekten inte är den pådrivande faktorn. I och med att bara mindre delar av det nya skalet kan behållas ska hela den nya rörelsen hanteras och kontrolleras. Efter notering via en RTO hamnar bolaget som sagt på OBS listan och förblir där tills bolaget genomför en nynotering och kan först därefter flyttas till de vanliga börslistorna. Detta kräver ytterligare arbete trots att mycket av prospektarbetet inför nynoteringen redan finns sedan RTO:n. På OBS-listan får ett bolag högst stanna i sex månader med vissa undantag och om bolaget inte jobbar aktivt mot en nynotering riskerar det att bli avnoterat från börsen. Tidsaspekten torde inte vara en pådrivande faktor i valet av en RTO då denna kan komma att ta längre tid än en vanlig börsnotering.

Innan första noteringsdag d.v.s. innan genomförandet av RTO:n skriver bolaget på ett kontrakt där de åtar sig följa de regler som börsen kräver. Detta kan enligt Björn Wallin ses som en, om än liten, skillnad mellan RTO och IPO då bolaget inte behöver skriva på ett kontrakt då detta redan finns. Dock bör kontraktet ändras så att rätt företagsuppgifter står på kontraktet.

Sammantaget kan konstateras att skillnaderna mellan noteringsprocessen vid en RTO

---

respektive vid en IPO är små. Kostnads- och tidsaspekten kan snarare anses tala för en vanlig IPO då kostnaderna vid en RTO kan bli högre och noteringsprocessen ta längre tid. I och med att bolaget efter notering via en RTO hamnar under observation, måste det för att bli godkänt av bolagskommittén, göra nya förberedelser och prospektarbeten som ökar kostnaderna och tidsåtgången. En skillnad mellan noteringsalternativen är att bolaget vid en RTO inte behöver skriva på ett noteringsavtal vilket egentligen är av mindre betydelse.

## 5.2.2 Generella risker och val av notering

Det huvudsakliga motivet till en RTO är enligt Torsten Örtengren enbart de skattedrivande effekterna vid genomförandet av börsnoteringen. En annan fördel är att bolaget direkt får en aktieägarstock och därav slipper anlita ett värdepappersinstitut som gör en spridning av aktierna. Det finns även risker med att genomföra en RTO. Bolaget kan ta över skulder och ansvar och risken är att bolaget köper en balansräkning som inte innehåller vad de förväntar sig. Det finns flera exempel på bolag som efter notering via en RTO varit tvungna att stå till svars för det köpta bolagets tidigare antaganden vilket kan och har lett till ekonomiska förluster och konkurser. Torsten Örtengren anser trots riskerna att en RTO kan vara bra då företag tar till vara på värden, framförallt gynnar detta aktieägarna. Björn Wallin anser att ägarspridningen, skatteaspekten och eventuella legala aspekter är de huvudsakliga faktorerna i valet av noteringsalternativ. Ett annat motiv har tidigare varit möjligheterna till Goodwill avskrivningar vid en RTO vilka har minskat efter IFRS nya regelverk.

Motiven till en börsnotering skiljer sig mellan olika företag men det påverkar inte valet av noteringsalternativ. De för- och nackdelar som presenteras av Torsten Örtengren och Björn Wallin handlar huvudsakligen om vad som kan uppnås vid genomförandet av börsnoteringen snarare än motivet till att bli börsnoterat.

## 5.3 Särskilda arbitragemöjligheter

Huruvida det är möjligt för utomstående investerare att kunna hitta möjligheter till arbitrage - vinster är i princip omöjligt att säga. Det som dock kan konstateras är att det, enligt teorin om effektiva marknader, finns möjligheter att göra vinster till följd av att värdefull information ej nått marknaden än, såkallad insiderhandel. Den information som ges ut i samband med pressreleasen om en Reverse Takeover borde, om en enskild investerare får tag på informationen innan marknaden, kunna användas för att tjäna pengar på en trolig kursuppgång efter att affären förmedlats till allmänheten.

Problemet har varit att allmänheten inte varit särskilt medveten om vad som skett. Fenomenet Reverse Takeover är tämligen nytt och inte många känner till vad som sker och hur detta kan påverka aktiekursen. Bolagen har, i vårt fall, i god tid och inom rätt tidsfrist lämnat ut, enligt lagen krävd, information. När informationen lämnats ut till är det upp till marknaden att tolka den. Prisutvecklingen på aktien, och då indirekt, möjligheterna till att göra en arbitragevinst beror alltså på vem marknaden består av, skickliga och kunniga analytiker eller en enskild småsparare som inte är så insatt i marknaden. Denna breda okunskap bland investerarna har alltså tidigare, för de någorlunda orienterade investerarna, inneburit en möjlighet till att kunna göra arbitragevinster.

Corem har i princip endast skickat ut den information som krävs för att få vara noterade på börsen. Detta har troligen gjorts för att de inte behöver attrahera investerare eftersom bolaget i princip ägs av Rutger Arnhult och Fastighets AB Balder och det är en struktur företag är nöjda med. Därför har mediebevakningen varit begränsad. Detta är något de nu försöker att ändra på och enligt intervjuaren kommer de i framtiden att öka flödet av information till allmänheten i syfte att skapa medvetenhet om bolaget och dess existens.

## 5.4 Utnyttjandet av förlustavdrag

Efter våra intervjuer, där samtliga respondenter pekade ut utnyttjandet förlustavdragen som en av de primära anledningarna till genomförandet av en RTO, vill vi till viss del rikta särskild uppmärksamhet häråt. Men innan vi inleder vår juridiska analys av affären vill vi lämna viss allmän information. Till att börja med kan sägas att vår analys är baserad på den information vi fått fram genom våra intervjuer samt på idag gällande rätt, d.v.s. de i teoridelen presenterade regelverken. Efter intervju med Ken Wendelin på Catella har vi förstått att aktiv skatteplanering inte är någonting som bolag generellt sett vill visa för allmänheten. Detta innebär att vår analys kommer att presentera ett skatterättsligt tillvägagångssätt som vi finner möjligt för att övervinna aktuella hinder på området och då med grund i den presenterade teorin och empirin som berör affären, utan att för den skull ha full insyn i hur affären skedde. Givetvis är vårt förslag bara en av sannolikt flera möjliga lösningar för bolag som väljer att göra en RTO och inte ett definitivt förfarande.

### 5.4.1 Tillvägagångssättet

Det nedan beskrivna förfarandet åskådliggörs även i **Figur 5.1**

Vid omstrukturering av fastighetsbolag och fastighetsägande koncerner inför externa försäljningar bör ett tillvägagångssätt vara att först sälja ned fastigheter för ett pris under marknadspris (underprisiövertalning) till dotterbolag, för att därefter vid en försäljning avyttra aktier i fastighetsägande dotterbolag i stället för de enskilda fastigheterna. Anledningen till detta är först och främst att för säljaren är en kapitalvinst på försäljning av aktier i ett onoterat dotterbolag skattebefriad, samtidigt som en kapitalvinst på försäljning av fastigheter är fullt skattepliktiga.

(1) M2 eller Balder borde ha bildat ett nytt helägt dotterbolag (DB). (2) I samband med bildandet av DB avyttrade därefter Balder och M2 sina andelar i de bolag (FB) som äger de för affären aktuella fastigheterna. Anledningen till att en av M2 och Balder bör ha nybildat DB är att normalt sett erhålls då koncernbidragsrätt direkt avseende de fastighetsbolag som den som nybildat DB säljer in till DB för marknadspris.

(3) För att finansiera förvärven av FB synes DB ha ställt ut reverser till M2 respektive Balder. Vi kan nog utgå från att såväl M2s som Balders innehav i sina FB var att betrakta som näringsbetingande andelar, varför dessa kunde avyttras skattefritt till DB.

(4) Därefter anser vi att den av M2 eller Balder som inte nybildat DB borde ha förvärvat aktier i DB från bildaren. DB:s marknadsvärde vid detta tillfälle är för oss okänt men om det innebar någon kapitalvinst för bildaren bör denna kapitalvinst ha varit skattebefriad i vilket

fall, men anledning av det rör sig om näringsbetingade andelar.

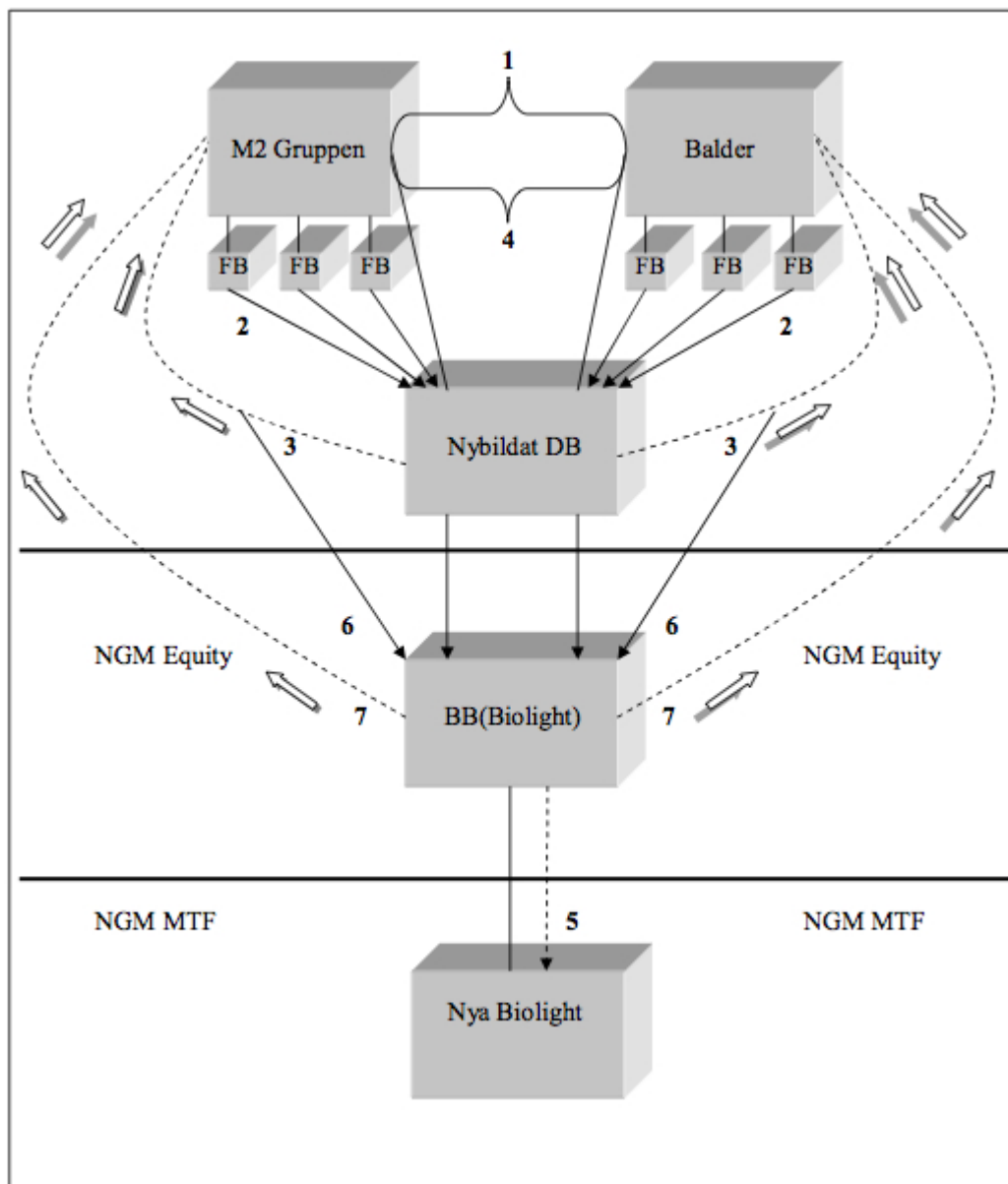
Då det skedde en ägarförändring borde bolagen innan transaktionen skedde varit säkra på att denna inte medförde en negativ skattekonsekvens för FB-koncernen, d.v.s. att bl.a. koncernbidragsrätt mellan de olika bolagen fortfarande var möjlig.

Vi har nu kommit så långt i affären att det är dags att introducera FB:s fastighetsinnehav på börsen (börsbolaget). (5) Introduktionen genomfördes på så sätt att det på börsen redan noterade Biolight (BB) i ett första steg flyttade över sin verksamhet till ett nytt dotterbolag (Nya Biolight). Överflyttningen borde enligt vår uppfattning göras för att minska rörelserisken i börsbolaget samt för att koncentrera BB:s verksamhet i en annan juridisk person, möjlig att dela ut till de dåvarande ägarna.

(6) De aktier i DB och fordringsreverser på DB som Balder och M2 hade apporterades sedan in i BB (7) mot vederlag i form av i BB nyemitterade aktier.

En ägarförändring har genom apportioneringen skett i BB, eftersom de nya ägarna fick ett bestämmande inflytande över BB. Men med anledning av att emissionen bör vara så pass stor i förhållande till BB:s tidigare upparbetade förluster, bör den s.k. beloppsspärren i 40 kap. 15 § inkomstskattelagen inte vara något hinder. Emellertid synes den s.k. koncernbidragsspärren i 40 kap. 18 § inkomstskattelagen vara tillämplig mellan BB och FB-koncernen.

Detta leder till att det kan vara svårt att utnyttja de s.k. gamla underskottsavdragen i BB mot upparbetade vinstmedel i FB-koncernen. Inom FB-koncernen bör i princip full koncernbidragsrätt föreligga från och med nästa räkenskapsår. FB-koncernen kommer sannolikt att ha skattepliktiga vinster från den fastighetsdrivande verksamheten och skattemässigt avdragsgilla räntekostnader på reverser som nu ägs av BB. Den inom hela koncernen effektiva skattebelastningen torde kunna reduceras genom att FB har att betala räntor till BB för reverserna. BB:s ränteintäkt bör kunna kvittas mot tidigare ej utnyttjade underskott. Konsekvenserna av den s.k. koncernbidragsspärren reduceras härmed.



Figur 5.1 Förslag på utnyttjande av förlustavdrag

### 5.4.2 Risker med utnyttjandet av förlustavdragen

Som vi både i inledningen beskrivit, men som även framgått av våra intervjuer, är fastighetsföretag till stor del finansierade med lånat kapital och ger en avkastning på mellan fyra och fem procent. Om Riksbanken höjer styrräntan och därav även bankerna höjer sina räntor, torde till stor del fastighetsbolagens vinster minska och i värsta fall är det lånade kapitalet så pass stort att vinsterna vid en räntehöjning omvandlas till förluster. Enligt oss finns en risk för att Corem vid en konjunktur nedgång kan komma att generera förluster vilka läggs till de redan befintliga förlusterna (de som Corem köpt av Biolight). Med anledning av den av oss diskuterade koncernbidragsspärren har vi förstått att avdragsrätten av nya förluster har företräde framför gamla förluster. Då Corem kan komma att bära ytterligare förluster

finns risk för att bankerna väljer att nedvärdera bolaget. En nedvärderingen torde ge bankerna incitament för att minska utlåningen till Corem, vilket innebär att de kan få problem att växa och nyinvestera. Vilket leder till att företaget hamnar i en ond cirkel, som då kan vara svår att bryta.

Ponera att regelverket ändras, d.v.s. att lagstiftarens syn på denna typ av affärer i framtiden förefaller tämligen negativ eller att reglerna som generellt avser utnyttjande av förlustavdrag får en helt annan innebörd. Detta skulle kunna innebära att sanktioner gentemot företag som genomfört en RTO aktualiseras och att dessa företag helt plötsligt stöter på problem som tidigare inte existerade och som då blir svåra att övervinna. Enligt oss skulle då frekvensen avseende denna typ av affärer minska eller kanske försvinna helt.

Sammanfattningsvis vill vi beskriva att vikten av lagstiftarens syn på utnyttjande av förlustavdrag och en upp- respektive konjunkturedgång enligt vår mening får en avgörande roll för såväl tänkbara RTOs som genomförda sådana. De i vår uppsats nämnda RTOs som genomförts, har gjorts under en mycket stark svensk högkonjunktur och vi har ännu inte sett framtida konsekvenser av ett förändrat konjunkturläge.

## KAPITEL 6

# SLUTSATS, DISKUSSION OCH FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING

*I detta avslutande kapitel summerar vi de slutsatser som vi har kommit fram till i analysen. Vi kommer därefter att föra en allmän diskussion kring genomförandet av en RTO och med grund i detta ge förslag på vidare forskning inom området.*

### 6.1 Slutsats

Vi har i vår analys kommit fram till att skal- och targetbolagen som är inblandade i en RTO bör uppfylla vissa krav på karaktäristika för att processen ska vara lönsam. Bolagen har också enskilda motiv till att genomföra processen, allt kan summeras kortfattat enligt nedanstående;

Skalbolagets kriterier	Skalbolagets motiv	Targetbolagets kriterier	Targetbolagets motiv
Börnoterat	Kapitalbehov	Möjlighet att förse skalbolaget med kapital	Att använda skalbolagets börsplats för att göra bolaget publikt
Ha en längre tid av upprepade förluster bakom sig	Bli av med outnyttjade förlustavdrag	Möjlighet att utnyttja förlustavdragen	Att ovanstående sker på kort tid
Vara i behov av kapital	Synliggöra aktieägarvärde		Att utnyttja skalbolagets förlustavdrag Att få möjlighet till ägarspridning

**Tabell 6.1 Bolagens motiv och kriterier för genomförandet av en RTO**

I allmänhet bör ett bolag som väljer att genomföra en ägarspridning noga utvärdera innebörden av fler ägare då detta kan medföra både för- och nackdelar. I Corems fall anser vi att vinsterna med en spridning av ägandet är större än förlusterna. M2 gruppen och Fastighets AB Balder tappar visserligen sitt ensamma ägande men detta kan motiveras av den ytterligare kompetens och det fastighetsbestånd som tillförs bolagen i och med ägarspridningen. Med fler ägare borde företaget ha större möjligheter att få tillgång till det kapital som i framtiden kan komma att bli nödvändigt för att kunna följa den expansiva tillväxtstrategi Corem Property Group har.

Noteringskostanderna vid en RTO är minst lika höga eller högre än de motsvarande kostnaderna vid en IPO. Dock motiveras genomförandet av en RTO genom att de uppnår en ekonomisk fördel genom åtnjutande av den skattereduktion som förlustavdragen medför.



Bolag måste genomgå samma noteringsprocess med färre undantag och tidsåtgången är minst lika stor vid en RTO som vid en IPO.

Det finns möjligheter att göra riskfria vinster i samband med en RTO. Detta innebär dock inte arbitragemöjligheter för samtliga investerare då personer med den information som krävs oftast utgörs av bolagets ledning. För vissa investerare ges möjlighet i samband med att denne på annat håll är väl insatt i hur en RTO fungerar och vilka typer av företag som detta tenderar att genomföras mellan. Genom djupare kunskap än övriga marknaden kan personen utnyttja den tid det tar för den gemene investeraren att uppfatta vad som hänt och därav lyckas köpa billigt och sälja dyrt.

Utnyttjandet av förlustavdragen har enligt vår mening varit en av de primära anledningarna till varför företag, och framför allt fastighetsföretag, väljer att genomföra en RTO. I samband med utnyttjandet av dessa har vi sett att framför allt skattereglerna aktualiseras. Då det svenska regelverket inom skatterätten i skrivande stund ger företag en god möjlighet att kvitta gamla förluster mot nya upparbetade vinster ser vi inget som rent juridisk kan sätta stopp för genomförandet av en RTO av aktuellt beskrivet slag. Däremot kan vi dra den slutsats att det skattemässiga tillvägagångssättet ter sig tämligen komplicerat och kräver ett djupgående juridisk arbete för att på bästa sätt utmana det de svenska skattereglerna.

## **6.2 Diskussion och förslag på vidare forskning**

Om vi ser till de bolag vi valt att titta närmare på och framför allt till Corem har vi sett att just utnyttjande av förluster varit en av de primära anledningarna till genomförandet av en RTO. Det av oss beskrivna förfarandet vid utnyttjandet av förlustavdragen är ett tillvägagångssätt som för oss känns både smidigt och regelrätt. Vi har som tidigare nämnt utgått ifrån det konjunkturläge som råder idag och där fastighetsbranschen och den allmänna konjunkturen under en lägre tid gått starkt positivt framåt. Om konjunkturen svänger kommer fastighetsbolagens vinster enligt vår mening inte att vara lika stora. Troligtvis kommer då inte behovet av förluster att vara lika påtagligt. Med anledning därav anser vi att möjligheten för genomförandet av en RTO inte kommer att vara lika vanlig för fastighetsbolag. Om vi ser till förlustbolag vid en lågkonjunktur kommer dessa enligt vår mening i allt större utsträckning att öka. Det torde då inte finnas en marknadsjämvikt vad gäller RTOs inom fastighetsbranschen, då utbudet av förlustbolag bör vara större en efterfrågan av de samma. Ett förslag på vidare forskning skulle då kunna innebära en mer djupgående analys av hur den allmänna konjunkturen men även fastighetskonjunkturen generellt påverkar genomförandet av en RTO.

Vår uppsats har visat att det är just fastighetsbolag som tenderar att använda sig av en RTO för att nå en börsplats. Vi har även kunnat beskriva anledningarna härav, men kan det vara så att våra intervjurespondenter lett oss in på fel väg? Vi syftar här på möjligheten att deras expertkunskaper skapat en subjektiv bild över vilka företag som valt att genomföra en RTO och att det i verkligheten finns flertalet andra företag som använt sig av just denna process. Ett intressant område för den nyfikne hade då varit att grundläggande redogöra för samtliga av de företag som i Sverige valt att genomföra en RTO. Vidare hade forskaren kunnat titta

närmare på den internationella arenan, d.v.s. se till frekvensen av RTOs på andra marknader, hur dessa genomförs och de grundläggande motiven bakom.

Generellt om vår uppsats och om vidare forskning på området vill vi poängtera att då vår uppsats i praktiken endast omfattas av en fallstudie av en specifik affär så finns det risk för att vi har dragit slutsatser som bygger på subjektiv empiri och som är generella för just fallet Corem / Biolight. Vi föreslår därför att fortsatt forskning generellt bör fokusera på att göra mer kvantitativa studier på ämnet för att se om de slutsatser som vi har dragit, med ännu större säkerhet, kan ses som generellt godtagbara för den här typen av affärer.

## Källförteckning

### Publicerade källor

#### Vetenskapliga artiklar

Braun C James & Fawcett E Stanley, *Initial Public Offerings: An analysis of Theory and Practice*. The Journal of Finance, Februari 2006, s. 405-406.

Dalton R Dan, *The Impact of External Ownership on Strategic Outcomes in IPO Firms*. The Journal of Applied Management and Entrepreneurship, Vol 12 no.1 2007, s. 5.

Schaye Paul, *Benefits of bringing in Minority Investors*, Financial Executive, Jan/Feb 2007, s. 17.

Brenner C Vincent & Schroff K William, *Reverse Merger or IPO?*, Strategic Finance, May 2004, s. 46.

Wickenberg Johanna, *Apport av rörelse enligt aktiebolagslagen*, SkatteNytt, Nr 1-2 2007

Ritter Jay & Welch Ivo, *A Review of IPO Activity, pricing, and allocations*, Feb 2002, s. 10

#### Litteratur

Arnold Glen, *Corporate Financial Management Third Edition*, Pearson Education Limited, Harlow 2005

Bryman A & Bell E, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber AB, 2005

Bodie Zvi & Merton C Robert, *Finance*, Prentice Hall, New Jersey 2000

Grundvall Björn, Melin Annika & Thorell Per, *Vägvisaren till Börsen*, Liber AB, Kristianstad 2004

Halvorsen Knut, *Samhällsvetenskaplig metod*. Studentlitteratur AB, Lund 1992

Lind Hans & Persson Erik, *Fastighetsekonomisk analys och fastighetsrätt Fastighetsnomenklatur*. Fastighetsnytt Förlags AB, Södertälje 2005

Lundahl Ulf & Skärvad Per-Hugo, *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Studentlitteratur AB, Lund 1999

Lundén Björn, *Värdering Av Företag praktisk handbok*, Björn Lundén Information, Näsviken 2007

Patel Runa & Davidsson Bo, *Forskningsmetodikens grunder*, Studentlitteratur AB, Lund 2003

Wallén Göran, *Vetenskapsteori och forskningsmetodik*, Studentlitteratur AB, Lund 1996

## **Offentligt Tryck**

Lag (2005:551) Aktiebolagslagen

Lag (1999:1229) Inkomstskattelagen

## **Propositioner**

Proposition 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

## **Företagsinterna källor**

Aktienämndens uttalande 2007:37

Biolight, Årsredovisning år 2006

Biolight, Information till aktieägarna i Biolight International AB

Corem Property Groups bolagsstruktur, 2007

Klövern, Noteringsprospekt 2003

Klövern, Information i samband med extra bolagsstämma år 2004

Tripep, Prospekt 2006

## **Muntliga Källor**

Arnhult, Rutger, VD Corem Property Group, Stockholm 2007-12-20

Essehorn, Patrik, Skattejurist MAQS Lawfirm, Stockholm 2007-12-14

Holmberg, Cleas, VD Biolight International AB, Göteborg 2007-12-20

Wallin, Björn, Noteringsansvarig NGM, Stockholm 2007-12-19

Wendelin, Ken, Catella Corporate Finance, Stockholm 2007-12-14

Örtengren, Torsten, Noterings- och övervakningschef OMX, Stockholm 2007-12-21

## Elektroniska Källor

### **Biolight International AB 2007-12-04**

<http://www.biolight.se>

<http://www.biolight.se/Uploads/Biolight%20pCE%205%20min%20sv.pdf>

### **M2 Gruppen, 2007-12-04**

<http://www.m2gruppen.se/nyheter.asp?id=27>

### **Corem Property Group, 2007-12-04**

<http://www.corem.se>

[http://www.corem.se/files/sammanfattning\\_23nov1600.pdf](http://www.corem.se/files/sammanfattning_23nov1600.pdf)

### **Avanza, 2007-12-12**

<http://www.avanza.se/aza/aktieroptioner/kurslistor/aktie.jsp?orderbookId=103487>

### **Dagens Industri 2007-12-20**

<http://www.di.se>

### **Rådet för finansiell rapportering 2007-12-23**

<http://www.radetforfinansiellrapportering.se/files/ura-pdf/URA07.pdf>

### **Klövern 2007-12-18**

[http://www2.klovern.se/BilagorBilder/KlovernAB/Bilagor/Klovern\\_Prospekt.pdf](http://www2.klovern.se/BilagorBilder/KlovernAB/Bilagor/Klovern_Prospekt.pdf)

### **Effnet Holding AB 2007-12-20**

[www.effnetholding.se/sites/effnetholding/pdf/se/Effnet,%20infomemo.pdf](http://www.effnetholding.se/sites/effnetholding/pdf/se/Effnet,%20infomemo.pdf)

### **Tripep AB 2007-12-22**

[http://tripep.se/assets/files/Prospekt\\_2006.pdf](http://tripep.se/assets/files/Prospekt_2006.pdf)

<http://tripep.se/sv/aktien/81/>

### **Financial Dictionary 2007-12-04**

<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Reverse+Takeover+-+RTO>

### **Karnov 2007-11-27**

<http://www.lub.lu.se/cgi-bin/ipchk/http://elin.lub.lu.se/link2elin?genre=resource&resid=2110&lang=en>

### **OMX 2007-12-20**

[http://www.omxgroup.com/nordicexchange/forbolagochemittenter/Noteringovervakning\\_old/](http://www.omxgroup.com/nordicexchange/forbolagochemittenter/Noteringovervakning_old/)

### **Statistiska Centralbyrån 2008-01-02**

[http://www.scb.se/templates/tableOrChart\\_\\_\\_\\_74164.asp](http://www.scb.se/templates/tableOrChart____74164.asp)

### **Riksbanken 2008-01-02**

<http://www.riksbank.se/templates/Page.aspx?id=8912>

---

## INTERVJUER

---

*Med förbehåll för språkliga korrigeringar och förtydliganden av svaren på intervjufrågorna, dock utan att någon åsikt som uttryckts har gått förlorad. Alla svar är angivna i kursiv text.*

---

### Ken Wendelin, Catella Corporate Finance Stockholm 2007-12-14

#### Del I

1. **Vilka var de bakomliggande motiven till genomförandet av Coremaffären? Varför valde ni inte att gå den vanliga vägen in på börsen?**

*Rent generellt om man inte ska titta på de bakomliggande motiven så hade vi analyserat fastighetsmarknaden som de såg ut på börsen och snabbt efter analysen insåg vi att en nisch på marknaden var underrepresenterad och som många aktörer inte hade fokuserat på. Många aktörer hade fastigheter inom denna sektor men hade det inte som primärt fokus och det var just lager, logistik och industri. Här fanns det en möjlighet att skapa mervärde genom ett bolag som endast fokuserade på dessa tre faktorer, d.v.s. lager, logistik och industri och det var alltså själva grundidén till affären. Anledningen till det är tidsaspekten i det hela. För om man tar den långa vägen in på börsen eller som det i engelsk litteratur heter IPO så tar det nästan ett år. När vi väl hade beståndet så tog det i stort sätt 3 månader för oss att hamna på börsen.*

2. **Vilket var ert huvudsakliga motiv till notering som sådan? Vad ser du för för- respektive nackdelar ur bolagets perspektiv med en notering jämfört med en privat ägandeform?**

*Fördelen med notering är att du kan växa genom nyemissioner och slipper då låna upp pengar och sen själv ha ett kassaflöde som genererar förutsättningar för att köpa någonting. Istället kan man nu låna upp 70 procent och sen trycker man aktier som motsvarar den egna kapitalbiten. Framför allt när det går bra. Enkelt sätt att växa relativt snabbt. Man kan själv välja hur man vill äga, man går från direkt ägande till direkt ägande och kan justera sin exponering gentemot i det här fallet Corem. Nackdelen är att man går från en onoterad till en noterad position vilken sätter en enorm kraft på den administrativa apparaten man ska underställa sig den börs som man noteras på och deras regelverk. Allt från börsaffärer som ner till redovisningar, man ska fram med kvartalsredovisningar och årsredovisningar. Man måste även klara av att kunna svara på alla frågor som sina aktieägare har. Det blir alltså en helt annan administrativ apparat.*

3. **Vilket bolag tog initiativet till uppköpet, M2/Balder eller Biolight? Hur kom det sig att det initiativtagande bolaget valde just den andra parten? Fick det initiativtagande bolaget hjälp med valet, eller väcktes intresset hos detta bolag självt?**

*Det var vi på Catella som tog initiativet eftersom det var vår idé att göra en Reverse Takeover. Vi började då med att hitta en lämplig uppköpskandidat. Man har ofta flera spår, men efter ett tag hittar man en kandidat som man känner sig konfident med. Bakgrunden till att man känner sig konfident med den aktören är att man tycker att det är en lagom risknivå i alla transaktioner. Man vill inte räkna ut för ett bolag som sedan visar sig ha fodringar på sig. Man tittar alltså på den legala strukturen. Hur ser rådgivarsidan ut på den andra sidan? Finns det kompetens som klarar detta under utsatt tid?*

4. **Vilka var de viktigaste faktorerna för att få affären att gå i lås? Var båda parter lika intresserade av att göra affären, eller vem har varit den drivande parten?**

*Fördelen med den här affären var att just båda parterna var väldigt angelägna om att få affären att gå i lås. Oftast när man hittar parterna så brukar båda två vara lika angelägna. När det gäller Corem som vi har representerat så har vårt mål framför allt varit att hamna på börsen så fort det går och även se till att man har en skattemässig fördelaktig miljö så att säga. För motparten, i det här fallet Biolight så vet de att de har ett kassaflöde som sinar och att de har en viss tid kvar att leva innan de är konkursmässiga. De vill ju säkerställa sin verksamhet över i alla fall ett eller två år till genom att sälja sina förlustavdrag som för dem är helt värdelösa genom att de inte genererar någon vinst till ngn som har ett värde av dem och får på så sätt in lite pengar och kan fortsätta sin verksamhet ett par år till innan de kanske igen gör en nyemission. En aspekt som är att titta på när man väljer bolag som kan tänkas genomgå en RTO är just hur ofta de har gjort nyemissioner, ju oftare i intervallen dessa nyemissioner kommer desto mer blöder dem och det är ett tecken på att verksamheten går dåligt.*

5. **Hur stort är Corems intresse i nya Biolights verksamhet med tanke på de åtskilda branscherna?**

*Noll, helt och hållet noll, Corems fokus var ett, att få en börsplats och två, att få förlustavdragen. Det var därför man valde att lägga Biolights verksamhet i ett dotterbolag och sedan knoppa av det.*

6. **Hur har kontakten med NGM fungerat? Hur anser ni deras syn på affären varit? Kommer ni att vilja fortsätta vara noterade på NGM, eller vill ni i framtiden vara noterade på någon annan marknad? Varför?**

*Den har fungerat bra, vi har haft en bra dialog med han som är noteringsansvarig på NGM och jag tror att den typen av transaktion vi gör är relativt vanlig för oss, vi har gjort fem sådana här nu. Det är lite upp till Corems styrelse att besluta om*

man vill vara kvar eller gå in på en annan marknad. Det finns en fördel att komma upp till OMX. OMX har olika listningsalternativ, men det är samtidigt lite dyrare att komma dit till de finare listorna. Dels i kostnadsaspekten, man får bl.a. betala en avgift varje år och dels är kraven lite hårdare. Fördelen är dock att man kan få låna mycket billigare genom att det är en större säkerhet för bankerna att veta att de lånar ut till ett bolag som är noterat på OMX i förhållande NGM. Om jag skulle gissa så tror jag att Corem kommer att söka sig till OMX just med tanke på att fastighetsbolag lånar väldigt mycket pengar och man vill gärna få ner räntan lite grann.

**7. Hur tror du att allmänhetens uppfattning om bolaget kommer att vara efter noteringen? Anser ni er varit generösa med att ge allmänheten information om affären?**

Det är en bra fråga, än så länge så tror jag att det inte är så många som vet om vad som har hänt. Anledningen till det är just att de stora aktieägarna är Rutger med M2 gruppen och Balder som sitter på nästan sjuttio procent tillsammans. Det har vidare inte varit speciellt mycket mediabevakning kring Corem. Vi har precis haft ett möte med dagens industri, så det kommer alltså att bli mer av det. Swedbank har en analys om bolaget som kommer att komma ut snart, vilket kommer att sätta fart på mediaplödet och jag tror att det kommer att förändras mycket nu de närmsta månaderna fram över. Framför allt att Corem i fastighetssektorn är en högavkastad aktie till skillnad från många andra som finns där ute. God spred mellan finansiering och direktavkastning, vilket gör att Corem blir väldigt attraktiv för investerare att ha i sin portfölj när vi pratar fastighetsaktier. Idag är medvetenheten nästan noll! Det kommer nog att vara en rätt brant kurva uppåt om vi ser till medvetandet. Det beror på vad vi definierar som allmänheten, om vi ser till alla aktieägare som har varit inblandade i Biolight, med tanke på att det är dem som vi har använt oss av då har vi varit väldigt generösa. Vi har gått ut med våra pressreleaser under hela vägen i olika skeenden. Vi har även sammanställt en informationsbroschyr där vi väldigt klart och tydligt informerar varje enskild aktieägare vad som kommer att hända samt tillvägagångssättet på ett förenklat sätt. Pratar vi om allmänheten utanför Biolight så är det i så fall om man har ett genuint intresse av aktier och följer och ser pressreleaser.

**8. Hur ser du på den ägarförändring som skett i samband med uppköpet, d.v.s. är den procent som förlorats i aktieinnehav till Biolights ägare av betydande vikt?**

Fördelen för Biolight och deras aktieägare är att innan Corem kom in så satt deras aktieägare med aktier i enbart i Biolight, d.v.s. ett medicinsk-tekniskt företag. Nu efteråt så sitter de fortfarande med sina aktier i precis samma medicinsk-tekniska industri och det enda som har hänt är att de bytt namn från Biolight International till Biolight, sen har de fått betalt för sina förlustavdrag vilket gör att verksamheten kommer att kunna leva två år till innan man gör en nyemission och utöver det så har de även fått aktier i Corem. Jag skulle säga att Biolights aktieägare som varit med hela resan har tjänat på det.

**9. Hur anser du RTO-processen fortlöpt? Har det funnits några hinder på vägen? Har ni i så fall lyckats övervinna dessa och hur har ni i så fall gjort?**

Den har varit väldigt smidig jämfört med tidigare erfarenheter, mycket beror nog på att de har haft väldigt professionella aktörer på andra sidan. En annan anledning är också att Biolight försökt göra en sådan här resa tidigare. De har varit i förhandlingar med ett annat bolag som ville göra samma sak, men inom en annan sektor. Mycket av materialet var redan framtaget och det är ju en stor fördel när man är under tidspress. Detta gjorde att man direkt kunde göra en legal och finansiell analys och annars behöver man vänta ett par veckor innan man kan finna materialet. Aktörerna var redan uppvärmda sedan tidigare. Rutger genom processen av Din Bostad och Biolight som precis nämnts och detta då tillsammans med extremt duktiga aktörer på andra sidan.

**10. Önskar du att ni hade gjort på något annat sätt i processen, i så fall vad?**

Nej, faktiskt inte som det blev till sist. Detta är en av de riktigt bra RTO processerna. Allting fungerar riktigt bra, mycket med tanke på båda parter tidigare erfarenheter av denna typ av transaktioner.

## Del II, RTO Generellt

**11. Vad bör bolag i den här typen av affärer särskilt tänka på?**

I mångt och mycket kan man tänka så här att ska man gå in i en RTO så ska man hitta en rådgivare som varit med tidigare med tanke på att det kostar mycket pengar att ha en rådgivare inblandad och klarar man inte av att göra processen så har det kostat väldigt mycket, inte minst för det bolaget som är på väg att gå i konkurs och måste bli av med sina förlustavdrag för att kunna leva vidare. Nästa faktor är att man ska vara väldigt säker på vilka risker man är villig att ta på sig och leva med när man hittar ett förlustbolag. Kan man leva med vissa miljörisker eller avtalsrisker. Man får då kategorisera vilken grad av risk man är villig att ta på sig. Tredje biten är också hur mycket förlustavdrag man behöver och därav göra processen enklare. Ju större storlek på förlustavdragen desto mer material måste man tugga igenom för att säkerställa risknivåerna. Den sista biten är väl också att man hittar ett bolag som har en seriös rådgivare på andra sidan så att inte bolaget självt är motpart helt och hållet.

**Följdfråga: Kan du nämna några andra bolag som har gjort samma typ av affär?**

Ja visst, några som catella har varit inblandade i är Adcore och Klöver, Effnet och Sagax, Tripep och Din Bostad, Wise Group och Dagon.

**12. Om du jämför en RTO med en vanlig notering, vilka fördelar respektive nackdelar ser du?**

Fördelen med RTO:n är ju tidsaspekten helt klart. En RTO kan man göra på tre månader, men då är det tufft och oftast mer behagligt att göra den på lite längre tid. En vanlig börsnotering tar allt från 9 månader till över ett år. Fördelen med RTO är ju att du just får ett trevligt underskottsavdrag, vilket gör att man slipper att betala skatt. Med vanlig IPO måste man via en



skattestruktur konstruera det här förlustavdraget på ett eller annat sätt, vilket i sin tur kan innebära mer risk då man tvingas utmana skattemyndigheten med kreativa lösningar. Det är alltså framför allt tidsaspekten och den skattemässiga biten som är till fördel för RTO. Annars är de ganska snarlika faktiskt. I båda processerna måste man ta fram ett prospekt och bl.a. advokatbyråer. En RTO hamnar oftast på en mindre börs med tanke på att det är mindre bolag som det har gått dåligt för. Vill man komma vidare måste man göra ett listbyte som då kostar lite mer medan man vid en vanlig notering kan sikta på den slutliga börsen på en gång, vilket gör att ens slutmål då oftast går snabbare, medan noteringen tar lite längre tid.

**13. Anser du att denna typ av affärer passar vissa bolag bättre än andra och i så fall vilka typer av bolag?**

Den här typen av affärer passar fastighetsbolag riktigt bra, dels med tanke på att det är en enkel verksamhet som går att beskriva och att man då direkt har tillgångar som genererar ett positivt kassaflöde, vi har hyresgäster som är bundna genom hyreskontrakt vilket gör att vi så kan se mervärdet av att gå bakvägen genom en RTO till börsen och då få de förlustavdrag som går att använda. Andra verksamheter har en vision om att tjäna pengar, men detta är bara en vision. Om vi tittar på exempelvis spelbolag eller IT-bolag så ser vi att deras tanke var att tjäna pengar, mer för IT-bolagen gjorde de inte det och då har de betalt för förlustavdragen, d.v.s. något som de inte haft användning av. Sen får man då åter se till tidsaspekten alltså hur mycket man värdesätter att komma till börsen snabbt. Om man ser till bolag som lever i ngn typ av "hype" där verksamheten för stunden är jätte populär. Ex pokerbolagen som då skulle ha till fördel att hamna på börsen och då är det kanske för lång tid att vänta ett år och notera sig. Då kan man snabbt tjäna pengar och utnyttja de nämnda förlustavdragen för oftast så tjänar dessa typer av bolag jätte mycket pengar i början och går sedan mot en normal avkastning.

**14. Hur många RTOs har du varit med och genomfört? Vilka motiv anser du legit till grund för dessa RTOs?**

Fyra stycken, det är Balder, Din Bostad, Dagon och Corem. Tidsaspekten, d.v.s. att man så snabbt som möjligt velat utnyttja situationen, det har varit en enorm högkonjunktur och fastighetsaktier har gått riktigt bra och man vill då komma ut i det noterade klimatet och snabbt profilera sig och generera värden. Nästa aspekt har varit att man tjänat riktigt bra med pengar och då finns ett incitament att inte dela med sig till staten. Man ska ju betala 28 procent i bolagsskatt på vinsten, men genom att exempelvis köpa förlustavdragen för 10 procent så har man tjänat 18 procent och detta hamnar direkt hos aktieägaren till slut.

**15. Vilka finansiella egenskaper hos de båda bolagen anser du vara av störst vikt för en lyckad RTO? T. ex vilket är det första ni tittar på hos ett företag för att göra ett första urval av uppköpskandidat?**

Det första är storleken på förlustavdragen. Det måste då vara värt att gå in i det bolaget då processen kostar pengar. Vi kostar pengar, vi måste blanda in advokater som kostar pengar och revisorer som kostar pengar. Någonstans handlar det om att göra en shortlist där man listar de aktörer man tror på. Där hittar man kanske två som man sedan går vidare med och ganska snabbt så visar det sig vilket av de två som är det bästa. Det kan då vara att ett har mindre risk eller att det andra har en sämre verksamhet som är svårt att greppa. Kan även vara den aspekten av vilken rådgivare de har på andra sidan. Vet man att de har en seriös rådgivare så vet man att det kommer att bli en enkel affär. Vid våra affärer så har tidsaspekten varit väldigt viktig och därav val av rådgivare. När det gäller de finansiella egenskaperna så tittar vi på vilken typ av bransch de är inne i och där du har en nivå av förluster där det är meningsfullt att gå in och titta på det. Det är viktigt att man kommer över en kritisk massa så att inte den vinst man gör äts upp av bl.a. advokatkostnader. Det är vidare viktigt att bolaget som ska in på börsen visar upp ett positivt kassaflöde. Desto större kassaflöde man har desto större värde har ju förlustavdragen. Om vi ser till de fastighetsbolag vi jobbar med så har de ett riktigt bra kassaflöde om vi ser till Corem så har de en direktavkastning på ca 8 procent, vilket gör att de har ett stort behov av ett förlustavdrag. Vidare tittar vi alltså framför allt på direkt avkastningen och inte så mycket på P/e tal och så. Vidare kollar vi internt på nischer och man måste tro på nischen. Vi tror mer på affärsidén än att de har p/e tal som motsvarar det ena eller det andra.

**16. Är RTO någonting som pågått under en längre tid eller är det ett nytt börsfenomen?**

Det har pågått under en längre tid. Nu kommer jag inte ihåg när klövern noterades, men det var en av de första RTOs som gjordes. Det kan ha varit en annan RTO som gjorts innan, men detta var den första fastighetsrelaterade RTO:n och Klövern har funnits i snart tio år. Sen var det ett stort gap där emellan tills Sagax för ca sex år sedan och sedan gjorde vi Balder och då såg vi att nu fanns klimatet för att göra fler sådana här RTO. Fastighetsbranschen hade då tagit fart och tidigare var branschen väldigt lokal med lokala byggherrar som gjorde upp allting i någon typ av herrklubb. För sex år sedan hände något radikalt då man blev mer finansiellt orienterad och vi började då satsa på denna typ av verksamhet hos Catella. Första dagen vi noterade Balder så steg aktien med 100 procent, vilket triggade många andra till att göra detta då man synliggör dolda värden. Många byggherrar som hade problem med generationsskifte kunde då behålla beståndet men istället äga detta genom aktier och sedan lämna över ägandet till sin son eller dotter och låta dem själv bestämma hur man vill göra utan att behöva gå in i verksamheten och rota.

**17. Finns det några motiv bakom val av marknad(börslista)?**

Rent generellt så har vi behandlat detta lite slumpmässigt. Det är först och främst viktigt att hitta en lämplig kandidat där risken är så pass stor eller liten att vi kan leva med den och där förlusterna är tillräckligt stora och att motparten klara av att genomföra affären. Sen vilken lista man hamnar på, det kan man alltid korrigera vid flera tillfällen. Valet av lista är mer sekundärt i förhållande till val av bolag.

**18. Finns det andra typer av bolag som har liknande strukturer som fastighetsbolag och skulle kunna uppnå liknande mål med hjälp av en RTO?**

Bra fråga, fastighetsbolag kan man likna med en option där man har fastighetskontrakt där betalningen kommer varje månad som en kupong. Det är väl just det som är bra med fastighetsbolag att de går att använda för finansiella instrument och att de har ett genuint värde i grund och botten. Svårt att på rak arm hitta någon annan inriktning.

- 19. Före en börsintroduktion genomförs en värdering av bolaget. Sker värderingen utav bolag som genomgår en RTO på samma sätt som vid en vanlig notering? Finns det några särskilda krav på bolagen som skiljer sig från de krav som ställs vid en vanlig introduktion?**

*Riskbiten i bolaget, hur pass avskiljbar den är. Ju större risk i ett bolag ju större riskpremie vill man ha och finansiell teori säger då att man ska ha ett lägra pris. En annan sak är storleken på förlusterna. Ju större behov av förlusterna desto större värde har de för en själv. Vad ska man betala för börsplatsen och vad ska man betala för förlusterna. Börsplatsen har då ett högre värde om man är på en finare lista än NGM och då kan man beta lite mer. Mellan fyra till tio procent av förlustavdragen brukar vara ett rimligt pris på förlusterna. Det är samma krav när man väl har fått till stånd bolaget och gjort avtalen mellan förlustbolaget och det nya börsbolaget. Kraven är därefter samma och sätts av bl.a. finansinspektionen och aktuell börs. OMX har de tuffaste kraven och det blir då betydligt mer arbete, men genom att man hamnar där slipper man en åternoteringskostnad. Prospekt ska göras vid båda typerna och dessa ska sedan lämnas in till Finansinspektionen. En stor skillnad är att man vid RTO har en börsplats, man tar förlustbolagets börsplats och man slipper då göra en revisorns granskning till att börja med och kan vänta med denna upp till ett halvår efter noteringen. Vid en vanlig väg blir man tvungen att göra det på en gång och hamnar då på observationslistan. Rent generellt är det ingen skillnad annars.*

- 20. Hur lönsam är denna typ av affär för Er jämfört med en vanlig börsintroduktion?**

*Det beror lite grann på. Man hittar exempelvis inte en RTO-kandidat på en eller två veckor utan först ska man hitta ett antal kandidater och sedan stämma av om de ens är intresserade. Så det är hugget som stucket, dock kan skillnad ligga i storleken på bolagen då vi tar en viss procent av fastighetsvärdet.*

- 21. Om vi ser till kursutvecklingen hos bolag som genomgått en RTO ser vi vissa likheter, d.v.s. att aktiepriset efter ett tag stiger? Är det så att det finns möjligheter till arbitragemöjligheter? Vad kan detta i sådana fall antas bero på?**

*Det har funnits det? Först och främst så finns det arbitragemöjligheter i början. Det är väl lite insidemöjligheter. Får du reda på att ett bolag kommer att köpas upp så får ju helt plötsligt förlustbolagen ett värde. Market Cap är ganska litet och när de får in pengarna för förlustavdragen och slår man ut det på Market Cap så blir det ett par kronor per aktie. Många av dessa bolags aktier handlas till frimärkspriser och om förlustavdragen gör ett par kronor per aktie så kan kursen sticka ett par hundra procent vilket vi har sett i många av transaktionerna. Det finns en annan arbitragemöjlighet, men den har vi sett försvinna allt mer. Det var så i början att folk hade svårt att förstå vad vi hade gjort även om vi släppte pressreleaser och informationsbroschyrer så tog det ett bra tag för marknaden att inse vad vi hade gjort och de gjorde då att många kunde köpa aktier väldigt billigt, med tanke på att de var felprissatta. Det rörde sig om tio till tjugo procent och ända upp till femtio till sextio procent, vilket gjorde att de aktörer som i början köpte alternativt sålde, för det kan vara så att de var felprissatta åt båda hållen. En nackdel kan vara att det inte finns allt för mycket free float till en början med tanke på att de som äger fastigheterna kommer att sitta på sina aktier. Den free float som finns i början är aktieägarna i förlustbolaget som då har fått en aktie i fastighetsbolaget, i Biolights fall rör det sig om mindre än en procent. Arbitragemöjligheterna finns men är begränsade i den mån att det inte går att dammsuga upp marknaden och om man gör det så blir det ändå inte så mycket pengar. Vi har gjort tre stycken under arton månader och vad gäller Corem så är det rätt intressant för då prissattes aktien rätt samma dag som den noterades och av finansiell teori förstås då att marknaden lär sig. En annan nackdel är att då du är så illikvitt i början så kan man driva kursen. I Corems fall finns 9,6 miljoner aktier som går att handla på något sätt, säljer du tio aktier eller en aktie till värdet av en krona så är kursen en krona, vilket gör att man kan påverka priset väldigt mycket i början. Man kan inte titta på kursen som sådan utan måste ha en förståelse för redovisningsbiten och ska förstå vad bolaget är värt i början och den förståelsen har marknaden fått allt mer. Det har alltså funnits arbitragemöjligheter men dessa har minskat.*

- 22. Har det skett någon förändring av arbitragemöjligheterna allt eftersom fler affärer av denna typ sker?**

*Se svar fråga 21.*

- 23. Hur anser du marknadsmedvetenheten om denna typ av affärer vara?**

*Återigen samma, vi har analytiker som följer transaktionerna och har de då varit med och sett de sista fyra börsnoteringarna via en RTO så känner de igen en femte och lär sig väldigt snabbt och får en uppfattning om vad det innebär. Kännedomen är bra idag, det är den verkliga. Tidigare var det just att man kunde få en premie på fastigheter och då beror det lite grann på marknaden rent generellt att en fastighetsaktie som var noterad var mer värd än en som inte var det. Då var det just med den bakgrunden att man kunde använda förlustavdrag så att man slapp betala skatt och att man själv kunde bestämma hur man skulle allokerar vilken risk man har, d.v.s. köpa eller sälja när man själv ville och annars kanske man satt med hundra procent i ett bolag och då var det svårare att sälja. Den premien finns inte idag.*

---

**Intervju, Patrik Essehorn, MAQS Law Firm  
Stockholm 2007-12-14**

**1. Var de bakomliggande motiven till genomförandet av Corem affären? Skiljer sig dessa från motiven vid en vanlig RPO?**

*Skillnaden mot en vanlig IPO är att vid den här typen av RTO så är det flera fastighetsägare som går ihop och bildar ett gemensamt fastighetsbolag som sedan börsnoteras. Vid en vanlig IPO finns oftast ett bolag som kanske köpt på sig nya bolag och sedan noteras. Här är det flera fastighetsbolag som slår ihop sina bestånd och går till börsen. Man skapar helt enkelt ett bolag från noll som sedan börsnoteras. Dels för att komma åt de skattemässiga förlustavdragen och dels för att åstadkomma en ägarspridning. Andra anledningar är att dels möjliggöra en exit och dels för att kunna köpa nya bolag genom att ge ut nya aktier. Vissa av dessa fastighetsägare kanske inte vill ge ut nya aktier och då får man genom noteringen börsnoterade aktier som någon annan i sin tur köper. Det är en väsentlig skillnad från en vanligt IPO, då det finns ett gammalt bolag som har en viss historik. Varken Corem eller Din Bostad hade detta. Dagon hade dock en viss historik, likaså Sagax.*

**2. Hur många RTO har du varit med och genomfört? Vilka har varit de bakomliggande motiven vid dessa processer?**

*Jag har varit med vid genomförandet av Tripep som blev din Bostad och nu Biolight som blev Corem Property Group. Det har varit samma motiv, med den skillnaden att det vid bildandet av Din Bostad skapades ett Bostadsbolag och vid Corem skapades ett Industri-, Lager- och Logistisk företag.*

**3. Vilken är juristens viktigaste uppgift vid denna typ av affär?**

*Vi har gjort enormt många saker, så det är svårt att säga vad som är viktigast. Bl.a. har vi upprättat alla avtal, vi har gjort skattemässiga genomgångar i form av en Due Dilligence av fastighetsbeståndet, vi har förhandlat fram en finansieringsform, vi har förhandlat fram alla avtal och det är en enorm mängd av avtal som har skrivits, vi har skött själva prospektet för noteringen, vi har även skött en del styrelsefrågor. D.v.s. allt förutom vanlig fastighetsförvaltning. Summerat så är förhandlingarna av mycket stor vikt. Vi har samtidigt med vårt eget arbete haft specialister på särskilda områden. Min roll i det hela har varit att till viss del fungera som projektledare.*

**4. Vilka områden inom juridiken aktualiseras i samband med en RTO?**

*Avtalsrätt, skatterätt och bolagsrätt är de primära. Sen har vi även varit inblandade i varumärkesrätt, konkurrensrätt men även börsrätt har varit en stor fråga i den här affären.*

**5. Vi har förstått att Biolights förluster har varit av stor vikt vid genomförandet av Corem affären. Hur använder ni er av dessa förluster?**

*Det finns många olika sätt, men det primära är användandet av gamla förlustavdrag. Detta utnyttjas genom att man gör apportemissioner. Vi bildade ett fastighetsbolag där alla tidigare ägare sålde in sina aktier i ett gemensamt bolag, i ett gemensamt holdingbolag.*

**6. Är gällande rätt till fördel för en RTO? Hur är lagstiftarens syn på dessa typer av affärer? Tror du att dessa typer av affärer kommer att kunna göras i framtiden?**

*Gällande rätt är att många börsbolag har gjort det, men gillar skatteverket det? Nej det tror jag inte, men de har inte angripet det än. Detta med anledning av att de har mer eller mindre gjort på samma sätt själva i olika frågeställningar. Vad man ska tänka på är att då en börsaffär av aktuellt slag görs så är det mer än en bara skattemässiga skäl som ligger till grund, vilket gör det svårt för Skatteverket att argumentera för att processen strider mot lagen. Börsnoteringar görs inte bara för att kunna göra skatteavdrag. Anledningen till detta är att det är väldigt stora kostnader förknippad med att ha en börspost. Det finns kostnader med att ha den här typen av ägarstruktur. Sammantaget kan sägas att det är mest kommersiella skäl som ligger till grund med att ha en börsplats och inte skattemässiga skäl. Det är bara det att man börsnoterar sig på ett skattemässigt effektivt sätt. Det är otroligt mycket logistik för att få igenom affären. Det krävs många värderingar, ekonomiska rådgivare, juridiska rådgivare och det krävs en bransch som är intressant. Det kommer att ske fler några affärer till av denna typ. De pådrivande har varit Catella. Processen i sig är så stor, så att man gör det inte bara för att komma åt förlusterna utan dessa är mer som en god bonus och underlättar beräkningar och kalkylen. Det är så gigantiskt mycket runtomkring, så är det bara förlustavdrag som företaget är ute efter så kan dessa köpas "off the market". Självklart är det skattemässiga avdraget en bonus, absolut.*

**7. Hur skulle regelverket se ut för att maximera en RTO?**

*Så som det var stadgat fram tills förra året, då kunde företag även göra verksamhetsavyttringar och komma åt de gamla förlusterna. Då skickade man in fastigheterna direkt in i förlustbolaget, vilket var mycket bra. Detta är spörrat nu.*

**8. Vilka var de huvudsakliga motiven till en notering som sådan? Vad ser du för för- respektive nackdelar ur bolagets perspektiv med en notering jämfört med en privat ägandeform?**

*Fördelarna är av rena kommersiella skäl, företaget vill komma åt aktieäggande, möjlighet att få in kapital, d.v.s. finansieringskapital(bankkapital), man vill kunna trycka nya aktier, dels för att få in kontanter och dels för att kunna köpa nya fastighetsbolag. Dessutom är det en fördel med att bolaget blir mer känt. Självklart är det rent legalt sätt dyrare än ett privat ägande, detta är en stor skillnad. Av legala skäl vill företaget inte vara noreta. Detta med anledning av en högre kostnad för revision och de legala delarna. Börsrätten är väldigt formalistisk. Så måste det vara när man har så många aktieägare, man måste beakta allas rätt. Som onoterad är oftast ägandet inte speciellt spritt och då kan ju aktieägarna själva avgöra vissa beslut, vilket då innebär att alla aktieägares intresse är tillgodosedda.*

**9. Vilka var de viktigaste faktorerna för att få affären att gå i lås?**

*Att ena fastighetsägarna angående vilka villkor som ska gälla. Det hade inte gått utan de finansiella rådgivarna. Catella har faktiskt drivit igenom detta projektet. Självklart har det varit väldigt mycket förhandlingar. Men när de väl kom överens så rullade det på.*

- 10. Har Corem något intresse i nya biolights verksamhet? Hur ser du på den ägarförändring som skett i samband med uppköpet, d.v.s. är den procent som förlorats i aktieinnehav till Biolights ägare av betydande vikt?**

*Inget alls, utan det har bara varit en kostnad för att köpa förlusterna och börsposten och har vidare inget intresse i nya Biolights verksamhet.*

- 11. Har ni haft någon kontakt med NGM? Hur anser ni att deras syn på affären varit? Finns det några legala skillnader med att vara noterade på olika börser? Är det optimalt för Corem att vara noterade på NGM eller anser du att en annan lista hade passat bättre?**

*Bara positivt, vi har haft mycket kontakt med dem*

*Absolut, i ärlighetens namn så tillämpar Corem det mesta av de regler som har med ett börsbolag att göra. Vad som inte finns är bl.a. valberedningar och arvodesberedningar. Vidare så har Corem en väldigt oberoende styrelse. Mycket informationsregler finns, som skiljer de olika börserna åt. Fonder får exempelvis inte handlas på NGM, vilket kan vara en anledning till att vara noterade på en annan lista.*

- 12. Anser du gällande regler för insiderhandel vara helt täta eller finns det vägar att gå som öppnar upp för arbitragemöjligheter i denna typ av affärer? Finns det andra regler än de för insiderhandel som går att kringgå eller sätter stopp för att göra arbitragevinster?**

*Vissa betalar för mycket. I Corems fall så var de aldrig uppe i börskurs. Det gäller bara att komma åt tillräckligt mycket info. Insiderlagen täcker detta väldigt väl. All info gick ut på marknaden. Efter pressreleasen om att man hade skrivit bindande avtal med Biolight så var prissättningen för hög om man räknar teoretiskt sätt. Men efter ett tag hamnade den på teoretiskt rätt nivå. I Corems fall har kursen aldrig varit uppe på börskurs, så här hade varit bra att inte köpa.*

*Det är upp till var och en att värdera, men när Balder noterade så var marknaden något hetare.*

*Det är väl i och för sig alltid en risk i denna typ av affärer att det är felprissatt. Det är väl den största risken när man ger sig in på en marknadsplats där det är lägre omsättning, det finns inte så stor orderlogg.*

- 13. När ni genomför en Due Dilligence av det bolag som ska in på börsen, vilka är då de centrala delarna. Vilka är de centrala delarna hos motparten?**

*De centrala delarna är utan tvekan de legala riskerna. Vad finns det för åtagande och skattemässiga avdrag. Finns det några legala risker kvar i bolaget efter det att man tagit över det. Kommer det en fordran imorgon? Om det kommer en stor räkning som inte säljarna kan stå för, kan det bli jobbigt för det uppköpande bolaget. Bara lönerna i Biolight gör att bolaget går back varje dag.*

*Allt vad det gäller fastighetsbeståndet, hyreskontrakt, väldigt köpvänliga avtal till väldigt hårda garantier. Alla fastighetsägarna har gått med på att sälja sina stora garantiåtaganden.*

- 14. Hur anser du att RTO-processen fortlöpt? Har det funnits några hinder på vägen? Har ni i så fall lyckats övervinna dessa och hur har ni i så fall gjort?**

*Det har varit mycket förhandlingar, fastighetsägare som kommer och går, det har varit förhandlingar om bl.a. ägarandelar.*

*Bl.a. de hårda kraven på garantiåtaganden, Miljögarantier, Radon, PCB, garantier för att hyreskontrakten stämmer, för att debiteringslistorna stämmer, riktigt hårda krav. Parterna överlag har funkat bra då den ena lämnat en garanti så lämnar den andra en annan.*

- 15. Önskar du att ni gjort på något annat sätt i processen?**

*I ärlighetens namn så är det i så fall bara kommersiella själ. Det är professionella personer som håller allting öppet innan de exakt vet vad de får. De är professionella fastighetsägare som köper och säljer. Väldigt lärorikt för många, inte annat för bolagen som mognar upp och får en annan bild.*

---

**Intervju, Rutger Arnhult, VD Corem property group  
Stockholm 2007-12-20**

**Del I**

- 1. Vilka var de bakomliggande motiven till genomförandet av Corem affären? Varför valde ni inte att gå den vanliga vägen in på börsen?**

*Vi inbillade oss att det skulle bli billigare, men det blev det inte tror jag, ett annat skäl var att få en ägarspridning och det går lite fortare än en vanlig väg. Ett tungt skäl i sammanhanget var att vi fick med underskottsavdraget, annars hade vi inte gjort det. En ägarspridning hade vi löst ändå kanske, Odd Molly satte vi på börsen på det vanliga sättet i maj, då rakt på börsen. Det gick utmärkt att göra en ägarspridning och detta är ett "hypat" bolag så det har gett sig själv.*

- 2. Vilket var ert huvudsakliga motiv till en notering som sådan? Vad ser du för respektive nackdelar ur bolagets perspektiv med en notering jämfört med en privat ägandeform?**

*Nackdelarna är att det är mycket mer formalia, högre krav, noteringskostnader, pressreleaser och inblandning från externer som är dyrt. Årsredovinsgar och högre kompetens är också dyrt. Fördelarna är att man kan ta in pengar. I det läge som var så handlade man fastighetsbolag med premie och idag handlas de med rabatt. Men man får tillgång till kapital och kan växa, detta i form av att trycka aktier, men ett tungt skäl är att vi kan ge ut obligationer vilket inte går i ett bolag som bara ägs av en person. I ett börsnoterat så går det dock bra.*

- 3. Vilket bolag tog initiativ till uppköpet, M2/Balder eller Biolight? Hur kom det sig att det initiativtagande bolaget valde just den andra parten? Fick det initiativtagande bolaget hjälp med valet, eller väcktes intresset hos detta bolaget själv?**

*Biolight hade gått till en konsult och bett dem se på möjligheterna att få betalt för sina underskott. Biolight hade alltså sökt hjälp, men troligtvis även blivit uppvaknade tidigare. De har 193 miljoner kronor i underskott, med årets förluster. Vi hade gått till Catella när idén var född och de kom tillbaka med Biolight som då var ett av de här bolagen. Det är lätt att göra en lista på vilka de tänkbara kandidaterna är, det är bara att titta på vem som har spenderat pengar och som gjort nyemissioner. Vi gav 16 miljoner för hela bolaget och då fick vi med oss aktieägare samt fick förluster för 190 milj. En börsplats kostar annars ca 5 miljoner att köpa.*

- 4. Vilka var de viktigaste faktorerna för att få affären att gå i lås? Var båda parter lika intresserade av att göra affären, eller vem har varit den drivande parten?**

*Ömsesidigt*

- 5. Hur stort är Coreas intresse i nya Biolights verksamhet med tanke på de åtskilda branscherna?**

*Noll, vi har ingen andel i det, vi har helt släppt. Det kan ibland vara så, i t.ex. Din Bostad-affären fick vi aktier i Tripep, så var det dock inte här.*

- 6. Hur har kontakten med NGM fungerat? Hur anser ni deras syn på affären varit? Kommer ni att vilja fortsätta vara noterade på NGM, eller vill ni i framtiden vara noterade på någon annan marknad och varför?**

*Positivt, det har gått bra, inte haft så mycket att göra, mest frågor angående pressreleaser. Deras jurister har fått titta på pressreleaser och säga vad de tycker. NGMs revisioner ska granska oss nu när vi ligger på deras observationslista.*

*Nej, vi vill till en annan lista, detta för att alla andra är där. Tanken är det, men vi får se, detta är finrummet, man tänker sig ju oftast OMX när man talar om notering.*

- 7. Hur tror du att allmänhetens uppfattning om bolaget kommer att vara efter noteringen? Anser ni er varit generösa med att ge allmänheten information om affären?**

*Nej, det anser vi inte, vi gör ingen nyemission och marknadsför oss inte. Anledningen är att vi inte vill ha in några pengar detta skapar bara en massa intervjuer och annat. Man vill vara omsatt, men man vill inte sätta förväntningarna för högt. Om vi ska göra en nyemission, då kommer vi att marknadsföra oss.*

- 8. Hur ser du på den ägarförändring som skett i samband med uppköpet, d.v.s. är den procent som förlorats i aktieinnehav till Biolights ägare av betydande vikt?**

*Nej, Biolights aktieägare fick 8 miljoner och Biolight 8 miljoner som de sedan säljer och det är dessa pengar som kommer ut på marknaden.*

- 9. Som ny och relativt okänd på börsen krävs som vi förstår det, en hel del arbete. Vad kommer att vara Corems viktigaste uppgift framöver? Vad har ni för mål med bolaget?**

*Att göra bra affärer, inga direkta mål, det får komma sen. Om två år vill vi vara dubbelt så stora, dubbelt resultat, dubbelt börsvärde, dubbla volymen.*

- 10. Hur kommer en räntehöjning att påverka att påverka Corems framtid? Vilka andra faktorer tror du kommer att påverka Corem under de närmaste åren?**



Industrikonjunkturen, så att inte den mattas, dock markant. Om däremot räntorna åker upp så är detta inget bra. Dock finns det en fördel angående detta också. Sticker räntorna så ökar avkastningen på fastigheterna. Då får vi köpa billigare men det är dyrare att finansiera, våra förluster blir mindre värda.

- 11. Hur anser du RTO-processen fortlöpt? Har det funnits några hinder på vägen? Har ni i så fall lyckats övervinna dessa och hur har ni i så fall gjort?**

Skattebitarna i underskottsavdragen har varit lite jobbig. Utvärderingen av utnyttjande av underskotten, detta har varit väldigt dyrt då vi anlitat skattejurister och advokater. Köpeskillingen av Biolight är inte sexton utan kanske 20 miljoner, konsulter har fått lösa det.

- 12. Önskar du att ni hade gjort på något annat sätt i processen, i så fall vad?**

Vi skulle handla upp mer själv istället för att låta Catella som är konsult handla upp. Underskottsavdragen hade vi kunnat planera billigare, det hade kanske varit klokt att hitta ett bolag på den stora listan direkt istället för att vandra dit. Dock hade detta varit mycket svårare då bolagen är mycket större. NGM är lite snällare. OMX känns som finansinspektionen.

## Del II, RTO generellt

- 13. Vad bör bolag i den här typen av affärer särskilt tänka på?**

Att välja rätt rådgivare, om man är säljare så sitter man i en viss situation och i Biolights fall har man fått ett bra pris. De bolagen man köper kan ha en massa avtal och annat skräp, t.ex. 1600 avtal som man måste göra Due Dilligence på, det kostar. Även hur omfattade deras business har varit, kan de åka på skadestånd senare? Allt som är byggt har du byggherraansvar för, likaså miljöfrågor. Det är viktigt att hålla koll på detta, olika garantier och brister som man kan bli stämnd för. Vad kan bolaget man köper drabbas av? Man behåller ju deras organisationsnummer så alla avtal måste skrivas över. Likaså kan gamla tvister aktualiseras.

- 14. Om du jämför en RTO med en vanlig notering, vilka fördelar respektive nackdelar ser du? Har du någon personlig erfarenhet från andra börsnoteringar?**

IPO är till för att bjuda in nya ägare och marknadsföra bolaget, då placerar du bolaget på kartan. Vid RTO så går man lite försiktigt in bakvägen. Vid en IPO så träffar bankerna ofta institutioner och andra intressenter i sitt nätverk och får in pengar den vägen. Du får ett stort antal nya aktieägare vid en IPO.

- 15. Anser du att denna typ av affärer passar vissa bolag bättre än andra och i så fall vilka typer av bolag?**

Fördelen med bolag som har stora lån är att du kan utnyttja underskotten och dra fördelar av dem. En anledning är ju just underskotten, man väljer inte den här vägen om det inte finns förluster. Industribolagen borde kunna hantera detta också, i Sverige kan man kvitta mot vilka verksamheter som helst. Fastighetsbolag har oftast ett obeskattat övervärde som man räknar latent skatt på. Och tack vare att man får in underskotten så kan man avstå från att räkna skatt på dem, man får direkt nytta av underskotten, i andra bolag måste man tjäna in detta på kanske tio år.

- 16. Vilka risker ser du med att göra en RTO?**

Att det dyker upp problem i bolaget som kan vara svåra att hantera. Bolaget är ofta tunt och bräckligt och garantierna är oftast väldigt lite värda. Om vi skulle råka ut för något i Biolight och börja jaga dem med advokaterna så skulle de inte kunna betala, de skulle gå i konkurs då.

- 17. Finns insidermöjligheter vid en RTO?**

Ja, alla som känner till affären innan kan ju utnyttja detta. Står Biolight i fem kronor och 16 miljoner för bolaget motsvarar 7 kronor så finns det 2 kronor att tjäna. Även det motsatta, d.v.s. att bolaget är värt mindre än 5 kronor är möjligt.

## Del III, Fastighetsbranschen

- 18. Hur ser du generellt på fastighetsbranschens framtid, 3, 5 respektive 10 år?**

På 3 år svagt positivt, på 5 år svagt positivt och på 10 år svagt positivt. Marknaden kommer att vara fortsatt stark, det kommer att vara mer specialinriktat, fastighetsfonder, institutionellt ägande. Instituteten kommer att gå från direkt till indirekt ägande, man kommer alltså att äga via fonder istället för eget bestånd. Kommer även att ske en fortsatt globalisering och fler internationella spelare.

- 19. Ser du möjligheter till att göra fler fastighetsaffärer av denna typ under den tid som kommer, 3, 5 respektive 10 år?**

Ja, det finns liknande bolag. Just nu när bolagen värderas med rabatt så är det inte så kul. Nu är det svårt att göra nyemissioner och få in nytt kapital.

- 20. Varför ska man köpa aktier i fastighetsbolag, d.v.s. vad är det som gör det intressant med fastighetsbolag på börsen. Vad skiljer fastighetsbolagen åt på börsen?**

*Man får en viss riskspridning, de är långsiktigt stabila, det gäller ju att diversifiera sin portfölj. Genom att äga fastigheter genom bolag är bolagen genomlysta, de granskas och har trycket på sig. Det är jobbigt att äga fastigheter själv. Vidare är det svårt att konkurrera med de stora om man äger själv. Det är enklare att sälja in och ut. Det som skiljer de olika bolagen åt är bl.a. geografiskt fokus, skuldsättningsgrad, bra respektive dålig spridning, omsättning, utdelning respektive ingen utdelning.*

- 21. Förutom en generell värdeökning på fastigheten, vilka andra faktorer anser du ligga till grund för en värdeökning? D.v.s. hur ökar man värdet på fastigheten?**

*Förädling bl.a. annars handlar det om att köpa billigt och sälja dyrt, projektutveckling och driftsoptimering med energi.*

- 22. Vilka är de främsta faktorerna som påverkar fastighetsbranschen? T.ex. elpris, fastighetsskatter, m.m.**

*Räntor, bankernas villighet att låna ut pengar, elpriser till viss del och värme.*



---

## Intervju, Claes Holmberg, VD Biolight International AB Göteborg 2007-12-20

### 1. Kan du berätta vilka Biolights huvudsakliga motiv var till att agera skalbolag till M2 i Coremaffären?

Jag har ju hållit på i 22 år med att introducera nya medicinska metoder och marknaden, både de som investerar och de som tittar på sådana här marknader har en tendens att underskatta hur lång tid det tar. Det finns en allmän missuppfattning om att går det inte fort, så kommer det inte att gå, men det är fel. Man kan ha geniala produkter som man ändå aldrig lyckas bygga marknader för, men min erfarenhet är att om man är övertygad om att man faktiskt löser ett problem för sjukvården, då är det värt att ha tålamod. Jag är övertygad om att så är fallet med den här produkten och jag är övertygad om att det kommer ta tid. Om man tittar på hur lång tid det har tagit för svenska företag att nå ut i världen med sina innovationer så är det inte ovanligt att det har tagit upp till 15-20 år. Det är alltså en väldigt stor skillnad mellan verkligheten och de prospekt man gör när man drar in pengar till ett projekt. Om man i andra hand ser på hur mycket pengar som stoppades in i de här projekten innan de blev lönsamma så talar vi om 350-500 Miljoner kronor. Vi hade när den här transaktionen inleddes ackumulerade förluster på ungefär 200 Miljoner kronor, allting talar för att detta är en relativ normal utveckling, men måhända så har Biolights tidigare ledning och företrädare inte varit tillräckligt tydliga i sin kommunikation angående detta. Vi har alltså ytterligare kämpiga år framför oss, men jag ser ett ökat intresse för den här typen av produkter och teknologi och är övertygad om att inom några år så kommer ett genombrott. Om vi då tittar på våra 200 Miljoner i ackumulerade förluster, hur viktiga är dem och när kan vi utnyttja dem? Ett företag som Biolight har inte råd att vara allt för långsiktiga och titta på eventuella skattefordelar i framtiden, vi måste titta på hur vi kan snabba på vår utveckling och nå ett genombrott så snabbt som möjligt, då har de ackumulerade förlusterna ingen som helst betydelse för oss. Om vi däremot inom de två närmaste åren istället kan få in 16 Miljoner kronor, 8 till bolaget och 8 till våra aktieägare så att vi har gett dem lite av en återbäring för sin lojalitet och sin tålmodiga satsning och att vi förstärker vår kassa med lite över ett halvår i utvecklingstid. Det är något som vi har mycket större nytta av, så i avvägningen mellan framtiden och nutiden så är nutiden mycket viktigare.

### 2. Vilken är den, för er, största skillnaden i ägarstrukturen efter uppköpet och det faktum att ni nu är dotterbolag i en koncern?

Nya Biolight låg nästan aldrig som dotterbolag som avtalet gjordes upp och det är själva tekniken. Omedelbart efter att vi gjorde förvärvet så kallade vi till en extra bolagsstämma där det bestämdes att verksamheten skulle ändras till fastighetsförvaltning, samtidigt knoppades "dotterbolaget" av men delades sedan momentant och delades ut till de tidigare aktieägarna, däremot tog det några veckor innan handeln kunde börja i det. Det finns alltså ingen skillnad i ägarstrukturen av Biolight, "fastighetsfolket" har igen del i det här företaget.

Så den enda skillnaden är att ni nu äger ca 1 % av aktierna i Corem?

Ja, det var den lilla bonusen för aktieägarna.

### 3. Hur utnyttjas det förlustavdrag som Biolight tidigare inte kunde nyttja på egen hand nu i Corem?

Det är inte nödvändigtvis så att bara man har gjort en sådan här affär så kan förlustavdraget utnyttjas utan komplikationer. För det första så man se hur ägarförhållande har sett ut i gamla Biolight International, det är så att ägarförhållande får inte ha ändrats med mer än 5-10 % under den senaste tiden, eller under den tiden då större delen av förlusten har ackumulerats. Men om vi har varit ett normal noterat bolag och att vid de nyemissioner som gjorts så har de befintliga aktieägarna tagit den största delen så ska det inte vara några problem. Sen så har skatteverket ganska hårda regler för hur förlustavdragen ska kunna nyttjas framöver, men sköter man det rätt så ska de vara fullt utnyttjbara.

### 4. Vilket bolag tog initiativet till uppköpet, M2/Balder eller Biolight? Hur kom det sig att det initiativtagande bolaget valde just den andra parten? Fick det initiativtagande bolaget hjälp med valet, eller väcktes intresset hos detta bolaget själv?

För drygt ett år sedan så förberedde vi en liknande transaktion med ett utländskt fastighetsbolag som hade startat ett svenskt dotterbolag som var intresserade och vi gick ganska långt i förberedelserna. Den transaktionen föll dock på deras balansräkning som inte var tillräcklig för att klara en sådan här transaktion. Men i samband med det var vi i kontakt med Catella och sade till dem, att vi är intresserade om det dyker upp ett liknande bolag som är intresserade av en sådan här transaktion. Vi har alltså varit ute och fiskat efter en sådan här affär i drygt ett år och när M2 och Balder kom till Catella så var det lätt för dem att para ihop oss. Det här gick rekordfort och en sådan här transaktion har aldrig gått så här fort tidigare.

### 5. Vilka var de viktigaste faktorerna för att få affären att gå i lås? Var båda parter lika intresserade av att göra affären, eller vem har varit den drivande parten? Du sade att den första affären föll för att de inte hade tillräcklig balans, vad finns det mer för komplikationer?

Några saker som jag kommer på det är att forskningsbolaget, d.v.s. det bolaget som gör förvärvet måste ha en ren historik, det går inte att genomföra om bolaget har genomfört några stora ägarförändringar eller att det har gjorts mycket förvärv tidigare. Det ska vara en väldigt tydlig balansräkning år efter år där man kan se hur förlusterna har ackumulerats för att motparten ska kunna göra en due dilligense på vår balansräkning och på våra förluster, det är väldigt viktigt. Det får med andra ord inte finnas en massa svårtolkade tillgångar och måste vara enkelt att värdera. När det gäller motparten så är naturligtvis balansräkningen det avgörande, vi måste kunna presentera för vår bolagsstämma som ju fattar det slutgiltiga beslutet, ordentliga underlag för värderingen, och därför måste den vara ganska klar. Det är det som gör att fastighetsbolag passar så bra för där värderar man inte så mycket på förväntningar, utan fastigheter har ett ganska bestämt och trögörsligt värde. De har också en ganska bestämd lånesituation, det är med andra ord lätt att se hur balansräkningen ser ut. Eftersom det historisk sätt inte har skett så många sådan här affärer i Sverige tidigare, endast 7-8 stycken så finns det inga klara rutiner, därför får inte värderingen vara för komplicerad. Dessutom tror jag det är väldigt viktigt att det inte finns något korsat intresse bolaget emellan så att det inte uppstår några konfliktsituationer.

**6. Hur kommer det sig att ni valde att notera Biolight (tidigare) på NGM och inte OMX?**

*Biolight var det första bolaget som noterades på den s.k. innovationsmarknaden när den fanns, vilket var Sveriges första försöka att ordna kapital till utvecklingsbolag genom någon form av notering. Så småningom så utvecklades det här och sen kom NGM och då blev det ett naturliga val, så det är av historiska skäl som vi är noterade där. Jag är dock klart tveksam till om det är ett riktigt val för ett så pass stort bolag att notera sig så pass tidigt som vi gjorde, jag tror att i allmänhet så ska man vänta så länge som möjligt med att notera den här typen av bolag. Man bör istället ha en engagerad ägargrupp och istället bjuda in enstaka nya investerare.*

**7. Önskar du att ni hade gjort på något annat sätt i processen, i så fall vad?**

*Sen kan man ju tillägga att motpartens struktur kanske inte har varit den enklaste i det här fallet eftersom det har varit ett bolag som precis har bildats. Man kan säga att om det hade varit ett sedan en längre tid sammanhållet bolag med viss historik så hade det underlättat. De följde den här principen tror jag att, de hade värderingar på de olika fastighetsbestånden och i proportion mot det så fick man aktier i det sammanslagna bolaget.*

**Följdfråga: Det verkar ju som att det ofta är olika typer av forskningsbolag som har ackumulerade förluster, samt fastighetsbolag med stora lättvärderade tillgångar som ingår den här typen av transaktioner.**

*Jag tror att i den mån som den här typen av transaktioner fortsätter och det som i framtiden kan hota dem är om skattemyndigheterna bestämmer sig för, vilket de har antytt, att de inte gillar den här typen av transaktioner.*

*Annars tror jag att det kommer vara just mellan forskningsföretag och fastighetsföretag som den här typen av transaktioner kommer att fortsätta.*

**8. Skulle du råda ett företag som är i samma situation som Biolight var innan sammanslagningen/uppköpet att göra samma sak och vad råder du dem att överväga innan ett eventuellt sådant beslut?**

*Ja, om man befinner sig i samma situation som vi så tycker jag att man ska ställa sig frågan; Hur långt bort ligger en vinst och hur kritiskt är det att ha uthållighet några år till? Om det kritiska för bolaget är att ha uthållighet nu, att klara de närmaste två åren och stärka motivationen för de nuvarande aktieägarna, alla har i vårt fall varit mycket positiva till den här transaktionen, och att förlustavdragen inte är väsentliga för att minska skatten då skulle jag alltid råda till att göra det. Men står man inför ett troligt genombrott så kanske man inte bör göra det. Det handlar inte alltid om att göra ren vinst men om att göra ett genombrott, att det vänder uppåt. Jag tror att det i Sverige finns minst femtio forskningsföretag som borde titta efter den här möjligheten, de flesta av dem går minst vartannat år och skaffar nytt kapital och då tänker jag framförallt på medicinska forskningsföretag. Det finns ju en fördel till, man får ju en renare balansräkning, om man t.ex. har 10-15 nyemissioner sedan tidigare som försvinner.*

**9. Tror du att just olika typer av läkemedelsföretag lämpar sig extra väl för den här typen av affärer eftersom det kan tänkas ta längre tid att sälja in produkten och få ett genombrott vilket gör att man får större ackumulerade förluster?**

*Det tar betydligt längre tid att sälja in en sjukvårdsprodukt av två andledningar, det ena är försiktigheten, det är klart att den lägger på några år av t.ex. klinisk dokumentation och det andra är bristen på kommersiellt tänkande inom sjukvården. Sjukvården saknar med andra ord allting för att du ska kunna få en snabb utveckling av en ny produkt. Det positiva är att när du väl lyckats bygga en marknad inom sjukvården så är den mer lojal än den kommersiella marknaden.*

**10. Hur länge tror du att det här tryggar er försörjning om genombrottet skulle dröja, alternativt utebli?**

*Innan hade vi en försörjning på drygt ett och ett halvt år och det har vi ökat med ca 8 månader och jag tror att det är väldigt väsentligt för de aktiviteter som vi nu jobbar med. Tidigare har vi t.ex. gjort en nyemission som delvis misslyckades och vi fick då göra en nyemission till efter bara 7 månader, under den här tiden är det extremt svårt att arbeta långsiktigt med den övriga verksamheten vilket gör att man blir kortsiktig och det i sin tur hämmar utvecklingen. Nu har vi istället ca två år, och vi vet att det inte behöver ge resultat det första halvåret, men efter ett, ett och ett halvt års sikt, vilket jag tror att det gör. Då är de 8 miljoner som vi får in avgörande och jag tror att det här är väldigt bra för oss.*

---

## Intervju, Torsten Örtengren, Noterings- och Övervakningschef OMX Nordic Exchange Stockholm

Stockholm 2007-12-21 Stockholm

### 1. Hur många bolag har noterats på OMX börslistor via en RTO? Har det blivit mer populärt under de senaste åren?

*De företagen jag vet rent spontant är Balder via Biolight, det var Din bostad via Tripep, Dagon via Wise och 24 poker via Daydream. Dessa har gjorts under de senaste två åren men det finns flera. Det är ett par bolag per år som noteras via en RTO men det fodras att det finns ett bolag som är lämpligt att ta över, som är tillräckligt attraktivt där det finns tillräckligt skattemässiga avdrag vilket inte alltid finns. Det var ju vanligt i samband med it-bubblan att det inte riktigt blev som många företag hade tänkt vilket ledde till många nyemissioner och dåliga resultat. Då var det ett bra alternativ att knoppa av den initiala verksamheten för att låta skalet som fanns kvar börja med andra verksamheter.*

### 2. Vad anser du vara den främsta anledningen till att företag väljer att genomföra en RTO?

*Jag tror bara att det är skattedrivet som är det huvudsakliga motivet.*

*I våra regler står det att om man genomför eller planerar att genomföra en väsentlig förändring i verksamheten då hamnar man på observationsavdelning och sen kan börsen anse att detta i grunden är ett nytt bolag och då ska det genomgå fullständig noteringsgranskning d.v.s. det går inte att smita in köksvägen på börsen. Man hamnar på Observationsavdelning och det leder snarare till ökad press på att snabbt få ordning på saker och ting, se till att bolaget är anpassat för börsens krav och är det inte så riskerar man att behöva ansöka om avnotering.*

*En fördel är att man får en likvid aktie direkt om än du hamnar under observation. Du får ett antal aktieägare, en aktieägarstock, du slipper anlita någon som gör en spridning men risken är att man inte hinner få saker på plats i tid och en annan risk är att man köper en balansräkning som inte riktigt innehåller vad man förväntar sig. Du köper trots allt alla skulder och ansvar som finns där. 24 poker är ett bra exempel på detta.*

### 3. En vanlig IPO medför vissa kostnader (Engångskostnader och återkommande kostnader). Undviker man dessa kostnader via en RTO?

*Det blir precis samma kostnad. De får betala alla avgifter och de måste till exempel göra en legal granskning, låta en oberoende advokat göra det som sedan ska lämnas till börsens revisorer. Betalning av så kallade engångskostnader sker direkt när man startar processen, det är ingen kostnad som på något sätt kan skjutas upp.*

### 4. Hur ser Stockholmsbörsen på den här typen av noteringar?

*Direkt när ett bolag annonserar en transaktion hamnar det på observations lista. Då börjar klockorna ticka för normalt sett ska man inte vara på den listan mer än 6 månader. Sen gäller det att få transaktionen på plats, bolagsstämmor ska kallas till och det ska röstas igenom mm. Sen ska vi genomföra en noteringsgranskning och då utses en börsrevisor som genomför en fullständig noteringsgranskning precis som vid vilken notering som helst. Sedan ska bolagskommittén godkänna att bolaget flyttas upp från observations lista. Det handlar snarare om ett godkännande av bolaget snarare än en nynotering då bolaget redan är noterat. Det blir inga speciella ceremonier kring dessa bolag då de redan har handlats. Kraven är dem samma, de ska vara utbildade, de får betala hela avgiften.*

*Det är väl bra att man tar till vara på värden, framför allt för aktieägarna.*

### 5. Hur ser marknaden och investerare på den här typen av noteringar enligt er erfarenhet?

*Ingen speciellt mot en vanlig notering.*

### 6. Med tanke på att en RTO går så fort som på några månader och inte är en lika utdragen process som en "vanlig" IPO, är den kortare tidsaspekten positiv eller negativ för företaget i fråga?

*Jag tror att det tar precis lika lång tid med en RTO som med en IPO. Bolaget måste fortfarande göra samma förberedelser etc. För vår del är det ingen större skillnad. Det finns alltid olika speciella omständigheter så det är ingen större skillnad egentligen. Det finns inte heller några moment i noteringsprocessen ett bolag kan slippa genom en RTO. Det finns en bra bok; Börsrätt, Liber förlag som just behandlar detta.*

### 7. Hur mycket kontroll har Stockholmsbörsen vid en RTO i förhållande till en mer traditionell IPO?

*Ingen skillnad alls, på tal om begränsad historik är grundregeln att bolag som ansöker om notering ska ha tre års historik men börsen kan göra undantag. Vi kan notera ett nystartat bolag och detta händer ibland. Vad som krävs är mer information, mer omfattande information och dokumentation. Formellt sett är det FI som godkänner och registrerar prospekt. Om bolaget inte har två års historik ställs högre krav på bolaget med bättre och djupare beskrivning. Det som inte finns i historiska siffror måste utvecklas så att man kan tala om hur man har för avsikt att driva den här businessen och hur man ska tjäna pengar m.m.*

### 8. Vilka krav ställer Stockholmsbörsen på ett företag som väljer att gå in på börsen via en RTO jämfört med en vanlig IPO?

*Vi ställer samma krav på en RTO som vid en vanlig IPO. I och med att det nya bolaget ibland har begränsad historik skulle man kunna säga att vi ställer högre krav på dessa men det beror som sagt just på den begränsade historiken.*

### 9. Vilken typ av bolag anser du passar bäst för denna typ av noteringar?

*Jag tror inte att det finns någon speciell typ av bolag egentligen utan igen är det skatteexperter som får titta på vilka möjligheter som finns för att kunna få vissa avdrag godkända. Jag anser att skatteaspekten till 99 procent är den drivande faktorn.*

**10. Vilka möjligheter ser ni till att göra arbitragevinst vid en RTO och vad kan detta i så fall bero på? Har det skett någon förändring allt eftersom fler affärer av den här typen har skett?**

*Jag vet inte riktigt vad det skulle vara på riktigt. Alla vill göra en god affär, även de som ska in i verksamheten och om affären inte blir av får ingen några pengar så det är klart att det finns någon liten möjlighet att göra en liten vinst. Det är trots allt så att man tar en risk när man ska flytta in ett nytt bolag i det gamla och det vill man gärna ha lite betalt för.*

**11. Kan alternativ börsintroduktion vara mer än bara en RTO?**

*Både ja och nej, man kan ju göra en list flytt, säg att man har ett bolag som handlas fast inte på börsen. Det kan vara en ekonomisk förening som görs om till aktiebolag och plötsligt har man 2000 aktieägare. Det kan handlas någon stans först och det kan inte handlas någonstans först men så kommer det upp på börsen utan någon egentligen försäljning av aktier. Eller om man t.ex. handlas på en annan lista t.ex. banklista för att sedan byta till borslistan. Vid en klassisk IPO, det är då allmänheten för första gången får köpa och sälj aktier i bolaget på börsen. Ett alternativt sätt kanske kan vara när spridningen av aktier sker först, innan noteringen och på detta sätt sparar man stora kostnader som en Investment bank hade krävt.*

**12. Övrigt, finns det något mer du anser vara värt att utveckla?**

*Från börsens sida finns det ett riskmoment och det är att det inte är helt lyckat att det från dag ett börjar handlas i det nya bolaget. Det kan vara så att management inte har allt på plats mm. Det börjar handlas dag ett och samtidigt börjar vår granskning och det är självklart att det kommer fram en massa saker i den granskningen, saker som måste förbättras och utvecklas medan om man hade gjort detta utanför börsen hade man vid dag ett varit börs lämpad. Men det är också därför man hamnar på observationslista vilket är olyckligt för det betyder trots allt att det är varningsflagg på dessa bolag.*

*Det är viktigt att tydliggöra att det är skillnad mellan OMX, Nordiska börsen och sedan OMX Nordiska börsen i Stockholm före detta Stockholmsbörsen. OMX AB äger ett antal börser, det finns en division som gör börssystem och så finns det en division som säljer information. OMX AB är noterat på OMX Nordiska börsen i Stockholm, moder bolaget handlas på en utav de börser man äger. Dessa olika divisioner är helt olika Juridiska personer. Namnet Nordiska börsen används i marknadsföringssyfte men någon sådan finns egentligen inte utan det finns en OMX Nordiska börs i Köpenhamn, en i Stockholm osv.*

*En annan viktig sak att redan ut som ofta blir fel i media är att det idag bara finns två börslister på Stockholmsbörsen. Den ena är huvudlistan där de allra flesta bolagen finns noterade och den andra är den externa listan. För att det ska vara enklare att hitta är huvudlistan uppdelad i små segment som t.ex. smallcap och midcap men det är fortfarande samma lista. Sen finns det också uppdelningar i olika branscher men det är också samma lista. Detta misstolkas ofta i media och man kan få uppfattningen om att det är olika börslister.*

*Torsten Örtengren, Noterings och Övervaknings chef på Stockholmsbörsen. Civilekonom med en MBA från Handelshögskolan i Stockholm. Har tidigare jobbat som egenföretagare och på Investmentbank under 10 års tid. Under dessa år jobbade Torsten på Aragon och Danskebank med b.la. börsintroduktioner och kapitalanskaffning.*

---

## Intervju, Björn Wallin, Noteringsansvarig NGM Börsen Stockholm 2007-12-19

### 1. Hur många bolag har noterats på NGM via en RTO? Vilka?

Det är inte jätte vanligt, kommer bara på Tatura som idag jobbar med olja från att ha jobbat med kontorstillbehör och Corem Property Group just nu. För tillfället är det en trend bland fastighetsbolag att gå in på börsen via en RTO. Men det är viktigt att skilja på olika typer av alternativa börsintroduktioner. Det finns flera typer där en av dessa är som i Corems fall då Biolight köpte upp M2 Gruppen för att sedan knoppa av den initiala verksamheten i ett nytt bolag (Nya Biolight) och göra om Biolight till ett fastighetsbolag som idag heter Corem Property group. RTO:s har förekommit under en längre tid men det var inte för en några år sedan när jag själv var med och bedrev uppköp på liknande sätt var Goodwill en stor anledning. Då var det viktigt vem som köpte vem t.ex. kunde företag ärva goodwill avskrivningar från det förvärvade företaget. Detta var innan IFRS kom med nya krav. Dessutom förekommer många noteringsvarianter där bolaget noteras genom en blandning av en vanlig IPO och RTO.

### 2. Vad anser du vara den största anledningen till att företag väljer att genomföra en RTO?

Mitt direkta svar är att man vill uppnå ägarspridning och genom en RTO gör man det direkt. Skatteaspekten är en mycket stor del som varierar från varje enskilt fall. Ytterligare en aspekt är den legala som behandlar regler kring årsredovisningar, styrelsemöten informationshantering mm. Ofta vill man också skippa ett moment i den vanliga noteringsprocessen. För några år sedan när jag själv var med och bedrev uppköp på liknande sätt var Goodwill en stor anledning. Då var det viktigt vem som köpte vem t.ex. kunde företag ärva goodwill avskrivningar från det förvärvade företaget. Detta var innan IFRS kom med nya krav.

### 3. Hur ser NGM på den här typen av noteringar?

En RTO ses som vilken notering som helst. Vi ställer samma krav på notering via RTO som vid en mer traditionell IPO. Vi känner till bakgrunden till varför företag vill gå in på börsen via ett övertag och vi är noggranna med att granska företaget och se till att allt sköts rätt. För att säkerställa detta kommer företagen som noteras via en RTO att placeras på OBS listan. Bolag som finns på denna lista är under granskning och detta markerar då genom att företaget hamnar på OBS listan. Det är viktigt för oss att se vad som händer med bolaget. Vid vissa RTO:s behålls den initiala verksamheten tillsammans med den nya verksamheten och i vissa fall tas den initiala verksamheten bort helt och fokus läggs enbart på den nya. Dessutom är det vanligt att organisationen förändras och att nya människor tillkommer det nya bolaget vid ett förvärv av denna typ. Vi vill med OBS markeringen markera för den mindre investeraren att vi granskar företaget så att denne ska få chansen att veta vad som händer i bolaget och dra sig ur om så önskas. OBS listningen hävs sedan när bolaget gör en nynotering. När ett företag tar sig in på börsen via en RTO har det nya bolaget en begränsad historik d.v.s. bolaget som noterats kanske inte har den dokumentationen som börsen kräver sedan tidigare. Detta gör att företaget kan behöva granskas extra noggrant.

### 4. Hur ser marknaden och investerare på den här typen av noteringar enligt er erfarenhet?

Lite osäkerhet initialt men sen är det ingen skillnad mot en vanlig notering. Ofta märker inte den mindre investeraren hur vida ett företag noteras via en RTO eller en IPO. Vi som jobbar på börsen har som ansvar att kontrollera och informera investerarna om vad som pågår.

### 5. Med tanke på att en RTO går så fort som på några månader och inte är en lika utdragen process som en "vanlig" IPO, är den kortare tidsaspekten positiv eller negativ för NGM?

Egentligen delar jag inte uppfattningen att det går fortare eftersom det bara är till mindre delar som man kan behålla av skalet. Hela den nya rörelsen ska hanteras och kontrolleras. Möjligen är den legala kontrollen något mindre av styrelsemöten etc. Å andra sidan kan vi alltid inkräva kompletterande information.

I mina ögon är tidsaspekten inte en pådrivande faktor. Vid genomgång av en vanlig noteringsprocess enligt den i "vägvisare till börsen" måste bolaget vid en RTO fortfarande gå igenom samma moment. Valet av noteringsalternativ ligger snarare i ägarspridningen, skatt relaterade fördelar och vissa legala aspekter. Ett företag som noteras via en RTO kommer automatiskt som tidigare nämnts hamna på den så kallade OBS listan. Företaget kommer att vara kvar på den listan fram tills en nynotering sker. Företaget får ligga på OBS listan i högst 6 månader med vissa undantag ibland ett år. Om företaget inte jobbar mot en nynotering och genomför en sådan inom bestämd tid kan bolaget i värsta fall bli onoterat. Skulle NGM flagga för att ett företag hotas av att bli onoterat kan man räkna ut vad som kommer att ske med aktiekursen. Det viktiga för oss är att vi ser att företag som ligger på OBS listan jobbar hårt för att göra en nynotering. Att företaget efter en RTO måste göra en nynotering inom en viss tid är en annan orsak som talar emot att tidsaspekten skulle vara en avgörande faktor i valet av noteringsform. Att göra en nynotering tar tid, visserligen finns mycket av materialet till denna redan att hämta från det materialet som användes till RTO:n. Den största orsaken till tidsåtgången är i 9 av 10 fall på vilken ordning företaget har på prospekt materialet när revisorn ska börja jobba med företaget. Är det dåligt planerat kan det ta lång tid. En skillnad mot den vanliga noteringsprocessen kan möjligtvis vara att själva noteringsavtalet redan är påskrivet av det första bolaget. Där av behöver inte noteringsavtalet skrivas på men det är lämpligt att man ändrar så att det står rätt namn på noteringsavtalet. Vad gäller utbildning för företagets ledning ser vi det som nödvändigt. Det behöver dock inte alltid ske innan noteringen men gärna i samband med noteringen. Det är viktigt att veta att det finns många små detaljer som kan skapa stora problem i dessa sammanhang.

### 6. Hur mycket kontroll har NGM vid en RTO i förhållande till en mer traditionell IPO?

Det ska inte vara någon skillnad i detta avseende. Den lilla skillnaden kan vara som tidigare nämnt att den nya konstellationen kan ha begränsad historik vilket kan göra att vi behöver granska företaget närmare. Kontrollen sker via kontakt mellan börsen och företaget i fråga. Tillsammans bestämmer vi hur arbetet ska skötas med information med mera. I Corems fall satt vi tillsammans med ledningen och planerade hur vi skulle lägga upp arbetet.

### 7. Vilka krav ställer NGM på ett företag som väljer att gå in på börsen via en RTO jämfört med en vanlig IPO?

Jämfört med en vanlig IPO ställs inga speciella krav vid en RTO. Det ställs krav på att företaget efter noteringen jobbar aktivt mot en nynotering.

**8. Vilken typ av bolag anser du passar bäst för denna typ av noteringar?**

*Bolag som önskar en notering i syfte att använda aktien som egen valuta vid förvärv utan att göra en nyemission vid noteringstillfället. Då uppnår man spridningen via skalets alla aktieägare.*

*En RTO medför inte bara fördelar utan det finns en del risker också. Det finns många exempel på hur företag gör ett förvärv av ett börsnoterat bolag för att komma åt börsposten och att det sedan dyker upp åtaganden som det gamla företaget lovat ut och som det nya företaget inte kan undvika. Man kan säga att det nya bolaget ärver det gamla bolagets åtaganden. Oftast kontrolleras detta noggrant men det är lätt hänt att dokument försvinner och att sådana åtaganden på så sätt inte presenteras under uppköpet. Ett bra exempel på detta är 24 pokers uppköp av Daydream. Till en början verkade affären gå som på räls men allt efter som dök det upp gamla åtaganden som satte 24 poker i stora finansiella problem och som senare drev företaget i konkurs. Idag finns 24 poker åter på börsen som ett nytt bolag.*

*Ofta är det också rent redovisnings tekniska orsaker som t.ex. Goodwill eller andra frågor som rör Organisationen som t.ex. vem som ska bli VD, vem som ska ha ledande poster med mera som påverkar beslutet om en möjlig RTO och som skapar problem i en sådan process. Hur vida förvärvet är vertikalt eller horisontellt, köper man en konkurrent eller ett bolag på en helt annan bransch påverkar organisations frågor.*

**9. Vilka möjligheter ser ni till att göra arbitragevinster vid en RTO och vad kan detta i så fall bero på? Har det skett någon förändring allt eftersom fler affärer av den här typen har skett?**

*Beror på marknadens osäkerhet och den är som princip inte lyckad.*

**Hur har processen med Corem Property Group/Biolight fortlöpt? Har det hos er funnits några särskilda aspekter att beakta vid denna affär?**

*Nej, Corem har uppfyllt de regler som gäller vid en traditionell IPO och vi har god kontakt med företagets ledning. De har varit noterade sedan några månader tillbaka och de jobbar aktivt för att göra en nynotering och för att komma från OBS listan. Att skalet sedan passar ur skatteskul och spridningsskäl är för Corem Property Group givetvis ett stort plus. För att snabbt beskriva en RTO skulle jag säga att det innebär en möjlighet till direkt ägarspridning men att det medför vissa risker.*