



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

IPO-PROSPEKTET

UR ETT

INFORMATIONS- OCH KOMMUNIKATIONSPERSPEKTIV

FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN
KANDIDATUPPSATS I EXTERNREDOVISNING, 10 P
HT – 06

HANDLEDARE:
GUNNAR RIMMEL

PONTUS HEDE
FREDRIK HÖRNBERG

770804 4859
820824 8610

Förord

Först och främst vill vi rikta ett tack till vår handledare Gunnar Rimmel som varit vår guide under uppsatsen. Det har varit en spännande och ibland prövande resa att steg för steg förstå och bemästra de nya kunskaper som erövrats. De respondenter som delat med sig av sina erfarenheter och sin tid vill vi också tacka.

Göteborg, januari 2007

Pontus Hede

Fredrik Hörnberg

SAMMANFATTNING

Kandidatuppsats i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet,
Redovisning, Höstterminen 2006

Författare: Pontus Hede och Fredrik Hörnberg

Handledare: Gunnar Rimmel

Titel: IPO-prospektet ur ett informations- och kommunikationsperspektiv

Bakgrund: Informationen företagen ställer samman i sina prospekt då de genomgår sin process mot notering på Stockholmsbörsen är deras första riktiga kontakt med kapitalmarknaden. Företagen delger marknaden dels den information som enligt regler skall finnas med i prospektet och dels den information företagen finner vara intressant för marknaden att erhålla.

Frågeställning: Uppsatsens frågeställning är ”*Hur väl lyckas företag att i sitt IPO-prospekt kommunicera ut den information kapitalmarknaden efterfrågar?*”. Denna frågeställning har känts intressant att ställa då informationen i prospektet tjänar till att fungera som en indikation av bolagets ekonomiska ställning förmedlad genom en rapport för att användas av marknaden som underlag till analys.

Syfte: Uppsatsen skall visa på den information som företagen väljer att kommunicera till marknaden, och den information marknaden faktiskt efterfrågar för att kunna göra en bedömning av företaget.

Avgränsningar: Det är fyra företag som granskas i denna uppsats, samtliga noterade på den Nordiska börsens Mid Cap-lista. Studien är bedriven utifrån ett kvalitativt synsätt där jämförelser är möjliga att utföra mellan dessa fyra bolag.

Metod: Angreppssättet som valts är den ”hypotetiskt-deduktiva metoden” vilken har sin utgångspunkt i både empirin och teorin. Stora delar av uppsatsen kretsar kring primärdata som insamlats genom intervjuer med företag och analytiker. Resultatet bygger på dessa fyra undersökta företag och gör därmed inget anspråk på att kunna användas ur en generell synvinkel.

Slutsatser: De fyra bolag som granskats visar att informationen i deras prospekt förhållandevis väl stämmer överens med den information kapitalmarknaden söker. Dock har det framkommit skillnader inom ett par områden såsom att marknaden efterfrågar en mera detaljerad historisk ekonomisk rapportering, gärna kvartalsvis. En annan skillnad som framkommer är att bolagen är alltför ivriga att, ur kapitalmarknadens synvinkel, förklara hur deras affärsmodeller fungerar. Informationen i prospekten är inte heller tillräcklig för att det skall kunna göras en fullständig analys av bolaget, då andra faktorer måste tas hänsyn till.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

SAMMANFATTNING	3
DEFINITIONER	7
1. INLEDNING.....	8
1.1 Introduktion.....	8
1.1.1 Dagsläget	8
1.1.2 Historik	8
1.2 Problembakgrund	9
1.3 Problemformulering	10
1.5 Syfte.....	11
1.6 Intressenter.....	11
1.7 Avgränsningar	12
1.8 Disposition	13
2 METOD	14
2.1 Metodansats	14
2.2 Angreppssätt	14
2.3 Praktiskt tillvägagångssätt	15
2.3.1 Insamling av sekundärdata	15
2.3.2 Val av företag	15
2.3.3 Prospektgenomgång	16
2.3.4 Val av respondenter.....	16
2.3.5 Intervjuer, tillvägagångssätt.....	16
2.4 Studiens trovärdighet	17
3 TEORETISK REFERENSRAM	149
3.1 Hur en IPO går till.....	19
3.1.1 Vad är en IPO?	19
3.1.2 Stockholmsbörsens noteringsprocess.....	20
3.1.3 Noteringskrav	20
3.2 Informationsasymmetri.....	21
3.2.1 Asymmetrisk information	21
3.2.2 Adverse selection	22
3.2.3 Signalthypotesen.....	22
3.3 Företagets Informationsdelgivning	23
3.3.1 Lagstadgade informationskrav på prospekt	23

3.3.2	Frivillig informationsdelgivning	24
3.4	Analytikerns informationsbehov	25
3.4.1	Analytikerns uppgifter	25
3.4.2	Analytikerns informationsbehov	26
3.5	Kommunikation.....	28
3.5.1	Kommunikationsprocessen.....	28
3.5.2	Värdegapet.....	29
4	EMPIRI.....	32
4.1	Biovitrum.....	32
4.1.1	Sammanställning av intervju med IR-ansvarig	32
4.1.2	Sammanställning av intervju med analytiker	33
4.2	Gant.....	34
4.2.1	Sammanställning av intervju med CFO.....	34
4.2.2	Sammanställning av intervju med analytiker	35
4.3	KappAhl.....	36
4.3.1	Sammanställning av intervju med CFO.....	36
4.3.2	Sammanställning av intervjuer med analytiker	37
4.4	Orexo.....	38
4.4.1	Sammanfattning av intervjun med CFO.....	38
4.4.2	Sammanställning av intervjuer med analytiker	39
5	ANALYS.....	40
5.1	Biovitrum.....	40
5.2	Gant.....	42
5.3	KappAhl.....	43
5.4	Orexo.....	45
5.5	Diskussion.....	45
5.5.1	Risik kapitalbolag som säljer ut skapar negativa signaler	47
5.5.2	Företagens informationsdelgivning anses bli bättre med tiden.....	48
5.5.3	Informationen i prospektet förutsätts vara vinklad.....	48
5.5.4	Den frivilliga extrainformationen belyser inte vad analytikerna anser vara viktigast.....	49
6.	SLUTSATSER.....	50
6.1	Delfråga 1	50
6.2	Delfråga 2	50
6.3	Huvudfrågeställning	51
6.4	Slutsatsdiskussion.....	51
6.5	Förslag till framtida forskning.....	52
7.	KÄLLFÖRTECKNING.....	52

BILAGA 1: INTERVJUFRÅGOR.	57
BILAGA 2: SAMMANFATTNING INFORMATIONSKRAV.....	60

DEFINITIONER

CFO	”Chief Financial Officer”, finansdirektör eller ekonomichef.
Emissionsinstitut/ Finansiell intermediär/ Företagsmäklare/ Garant	En av bolaget anlitad mellanhand som nyttjas under noteringsprocessen.
IPO	” <i>Initial Public Offering</i> ”, motsvarar det svenska begreppet börsintroduktion och syftar på det moment då ett bolag för första gången bjuder ut sina ägarandelar till marknaden.
IR-ansvarig	Investor Relations, bolagets ekonomiska informatör.
Kapitalmarknad	Det kan vara på sin plats att redan här definiera den avgränsning av begreppet kapitalmarknaden som vi upprättat. Professionella analytiker är vad vi avser genom denna uppsats.
Prospekt	Information som beskriver bolaget, sammansatt för bolagets IPO.
Road show	Marknadsföringsmöten där man samlar analytiker, mäklare, institutionella investerare och andra intresserade, till ett informationsmöte om bolaget där möjligheten ges att ställa frågor till bl.a. ledningen.
Stockholmsbörsen	Med Stockholmsbörsen åsyftar vi genom hela uppsatsen den av OMX drivna marknadsplats som utgörs av de på den Nordiska börsens svenska avdelning listade bolag. Detta innebär att vi ej beaktar de inom Sverige men av andra aktörer drivna börslistor, såsom NGM Equity, Aktietorget eller First North.

1 INLEDNING

Detta kapitel tjänar till att ge läsaren en bakgrund och tidig förståelse till studien. Genom att ta del av inledningen förmedlar vi en bild av de tankar och den bakgrund som legat till grund för uppsatsen. Dessutom delger vi läsaren studiens syfte liksom de avgränsningar som varit nödvändiga att genomföra.

1.1 Introduktion

1.1.1 Dagsläget

Ett antal bolag noteras på Stockholmsbörsen varje år. Bolagen är, i de flesta fall, relativt okända för den kapitalmarknad inom vilken de söker finansiering. För att få noteras på börsen krävs att bolaget sätter samman ett prospekt innehållande information om dess verksamhet och ekonomiska situation. Den information som står att läsa i prospektet är skapad för att både sälja bolaget och lämna upplysningar om det till kapitalmarknaden.

Prospektet har alltså två syften att uppfylla. Dels skall det möjliggöra att bolaget får in det kapital man förväntar sig att noteringen skall inbringa och dels skall marknaden efter att ha läst prospektet kunna fatta ett beslut rörande en investering. Detta resulterar i att informationsinnehållet i prospektet spelar en betydande roll.

Det är av avgörande betydelse för de inblandade parterna att rätt information redovisas i prospektet på rätt plats och i rätt sammanhang. Ur marknadens synvinkel är det viktigt att det inte saknas relevant information och ur bolagets synvinkel att man inte delar med sig av uppgifter som kan vara känsliga ur konkurrenshänseende.

1.1.2 Historik

Antalet nyintroduktioner på Stockholmsbörsen har, efter en följd av i detta avseende svaga år, nu börjat öka och är i alla fall en bit på väg mot det stora antal nyintroduktioner som kännetecknade de goda börsåren under 1990-talets andra hälft. I dagsläget, början av november 2006, har under året fyra företag noterats på Stockholmsbörsen, och ett flertal är på god väg in.

Leif Vindevåg, utredningschef på Stockholmsbörsen, hävdar i en intervju att den skyhöga värderingen av många börsbolag, och i synnerhet IT- och teknikbaserade sådana, under slutet av 1990-talet lockade in många bolag, egentligen inte mogna för detta steg, till börsen, attraherade av det enorma utbudet av riskkapital. Kvalitén på flera av dessa bolag kan alltså sägas ha varit mindre bra, vilket i kombination med en i många fall för hög värdering gav en negativ kursutveckling och samtidigt skadade förtroendet för nya bolag på börsen. Detta, tillsammans med den svaga utvecklingen på Stockholmsbörsen åren efter millennieskiftet, gav en kraftig reduktion av antalet börsintroduktioner – riskkapitalet lyste nu med sin frånvaro. Bottennoteringen kom år 2003 då inte ett enda bolag noterades. Idag råder återigen goda börsår, med allt fler bolag som söker sig till börsen. Vindevåg menar också att kvalitén på dessa bolag idag är avsevärt högre. (Affärsvärlden, 060927)

De goda tiderna på börserna, och en av författarna upplevd hög avkastning på många av de senaste introduktionerna som genomförts på Stockholmsbörsen, har medfört ett stort intresse hos uppsatsskribenterna för den svenska aktiemarknaden, och i synnerhet den information som lämnas i IPO-prospekten. Det är informationen i prospektet som ger en signal till marknaden om bolaget är värt att investera i eller inte. Liappis (2003) hävdar att prospektet är den källa som är mest väsentlig för bolagets intressenter att få ta del av. Då prospektet sätts samman för att sälja bolaget och redovisa dess ekonomiska situation är det mycket viktigt att det förmedlar en så fullständig och riktig bild av företagets ekonomiska situation som möjligt.

1.2 Problembakgrund

När ett bolag börsopteras innebär detta att ägandet och kontrollen av bolaget separeras. Ledningen och ägarna är, med en bredare publik spridning, inte längre samma personer. Detta får till följd att företagsledningen besitter den främsta kunskapen om bolaget, medan ägare och potentiella investerare blir hänvisade till den information som bolaget offentliggör när man skall värdera företaget, och utvärdera dess prestationer. Denna situation, när en part i en överenskommelse besitter relevant information som motparten saknar kunskap om, kallas för asymmetrisk information (Jacobsen & Thorsvik, 2002), och förekommer för samtliga bolag som har ägandet åtskilt från kontrollen (Fama & Jensen, 1983).

Börsintroduktioner anses kunna uppvisa en högre grad av detta informationsproblem jämfört med bolag som varit på börserna en längre tid (Baron, 1982; Roch, 1986), i och med att bolaget ofta är okänt (Friedlan, 1994) och dessutom ej tidigare genomgått en värdering av kapitalmarknaden (Friedlan, 1994; Nielsen et al., 2006). Introduktionsprocessen, och det prospekt som där presenteras, utgör ofta den första kontakten mellan bolaget och kapitalmarknaden, och prospektet är det enda dokument som distribuerats innan noteringen fullgjorts (Friedlan, 1994), vilket ökar osäkerheten och risken med den skeva informationsfördelningen. Bolagets säljare, vilka besitter den främsta kunskapen om företaget, kan tänkas ha incitament att maximera den betalning man får vid introduktionen, genom att agera opportunistiskt och utnyttja sitt informationsövertag för att öka sin nytta på investerarnas bekostnad, (Darrough & Rangan, 2005). De potentiella investerarna blir hänvisade till den information bolaget delger i sitt prospekt och under sina kapitalmarknadsdagar (Darrough & Rangan, 2005).

En konsekvens av att kapitalmarknaden upplever en dålig kvalitet på IPO: s och den information som tillhandahålls inför en börsintroduktion blir, vilket följderna av det sena 1990-talet visat oss, att förtroendet för börsintroduktioner överlag skadas. Detta försvårar för företag i behov av riskkapital att få tag på sådant till en rimlig kostnad, då investerare under osäkerhet kräver en högre riskpremie. Dessutom innebär ett minskat intresse för IPO: s att de företag som är i introduktionssituation kan komma att erhålla ett jämförelsevis lägre pris för sina aktier, vilket i sin tur skulle kunna leda till att intresset från företagets sida att börsopteras minskar, och att förutsättningarna för en effektiv samhällsekonomisk resursallokering således försämras (Cooke, 1989).

Ett sätt att komma runt detta problem är att sända ut signaler (Spence, 1973), vilka åsyftar till att öka insynen och på så sätt visa att man är ett bolag som är värdigt riskkapital. De signaler ett bolag sänder ut är tänkta att ge ett ökat förtroende, och således ett ökat intresse, från kapitalmarknaden, (Fama & Jensen, 1983). Noteringskrav och legala regler påverkar mängden

och den typ av information man kommunicerar ut (Nielsen et al., 2006), och kan därför ses som en basal signal som måste uppfyllas för att en börsnotering skall vara möjlig. Utöver detta kan man även välja att sända extra information, vilken ytterligare är tänkt att öka investerarnyttan genom att skapa en ökad insyn i bolaget och därmed ett större förtroende (Adrem, 1999).

Även om det, vilket vi berört, finns både hinder och incitament mot att avsiktligt presentera missledande information i sitt prospekt, så kan det uppstå svårigheter även för den mest välvillige informationssammanställaren. En betydande anledning till detta, kan vara att kommunikationen med marknadsaktörerna kan antas att ej ännu hunnit bli rutiniserad på samma sätt som när det gäller etablerade börsbolag. Då bolaget, i och med att man blir publikt, tvingas öka transparensen enligt gällande börsregler och således gå från små krav på offentliggörande av information till börsens högre krav på detta, krävs att man utvecklat ett väl fungerande kommunikationssystem, både för den framtida löpande rapporteringen, men också när man introducerar och presenterar sitt bolag för potentiella investerare, alltså i prospektet. Ett av de krav som Stockholmsbörsen ställer på de företag som avser att noteras är att man skall ha utformat åtminstone en, men gärna fler, kvartalsrapporter (OMX noteringskrav, 2006). Dock ställer vi oss frågan om detta är tillräckligt för att påvisa att ett kommunikationssystem faktiskt är välfungerande. Även om bolaget avser, och tror sig, framställa och presentera korrekt information, kan man inte vara säker på att den information man kommunicerat ut också uppfattas på önskat sätt (Bedford & Baladouni, 1962). Störningar i kommunikationsprocessen kan ha inverkat, så att informationsgivaren kanske missuppfattat motpartens behov, formulerat sig på ett sätt som missuppfattas, eller presenterat budskapet på ett sätt att det ej når fram (Jacobsen & Thorsvik, 2002). Informationens mottagare kanske missuppfattat vad givaren egentligen vill säga, misstolkat dennes avsikter, eller ej lagt märke till viktig information då den presenterats på fel sätt (Jacobsen & Thorsvik, 2002). De bägge parternas undermedvetna tankegångar och förväntningar är här en viktig del, då detta påverkar kodning och avkodning av budskapet, liksom presentationen och tolkningen av det (Jacobsen & Thorsvik, 2002). Problemet med informationsdelgivningen i ett prospekt är alltså ej bara en intressekonflikt, utan även en kommunikationsfråga.

Det uppsatsskribenterna upplever, är att befintlig forskning och litteratur inte tillräckligt granskat hur informationsinnehållet i ett prospekt upplevs av informationens utgivare eller dess mottagare. Hur ser företagen på denna situation med asymmetrisk information, och hur hanterar investerare och analytiker den?

1.3 *Problemformulering*

Uppsatsförfattarna förväntar sig att kunna identifiera ett antal skillnader i delgiven och önskad information i prospektet; ett antagande vi baserar på de olika incitament som givare och mottagare kan tänkas ha, samt de brister i kommunikation som kan påverka den information som förmedlas. Eccles et al (2001) har identifierat vad man benämner ett värdegap, där företagsledningens värdering av sitt företag är högre än kapitalmarknadens. Detta gap uppstår när den information en analytiker eller investerare erhåller inte överensstämmer med den information denne anser sig behöva. Vid en börsintroduktion är, som vi visat, informationsasymmetrin extra stor (Reber et al., 2005), och därför även risken att värdegapet blir betydande (Eccles et al., 2001). Det ligger således i bägge parternas intresse att den information som lämnas i ett prospekt är användbar för att en väl underbyggd analys, som påvisar företagets riktiga värde, skall kunna genomföras.

Hur väl lyckas företag att i sitt IPO-prospekt kommunicera ut den information kapitalmarknaden efterfrågar?

För att besvara denna huvudfråga har den delats upp i två underfrågor, då vi anser att detta underlättar vägen till målet, både för läsaren och för uppsatsförfattarna själva;

- *Vilken information finner företaget viktig att lämna i sitt prospekt?*

Den information företaget lämnar i sitt IPO-prospekt har sin utgångspunkt i två faktorer. Till att börja med finns de minimikrav som lagar och regleringar sätter upp på det bolag som önskar notering. Uppfyllandet av dessa krav är grundförutsättningen för att ett bolag skall få genomföra en IPO. Den andra faktorn som påverkar prospektets informationsinnehåll är företagets val om hur mycket extra, frivillig information som skall lämnas.

- *Hur upplever kapitalmarknaden beslutsanvändbarheten i IPO-prospektet?*

Kapitalmarknadens åsikter om vilken information som är relevant för ett investeringsbeslut – beslutsanvändbar information – behöver ej nödvändigtvis överensstämma med den information man faktiskt erhåller. Studien avser att undersöka vilken information som efterfrågas, till vilken grad man anser sig erhålla denna, samt hur man uppfattar och tolkar den information man faktiskt får.

1.5 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka hur överensstämmelsen mellan den information ett företag ställer samman i sitt IPO-prospekt och den information kapitalmarknaden efterfrågar ser ut, liksom hur den information man faktiskt erhåller uppfattas. Inom detta syfte ryms också att försöka finna de karakteristika som utmärker överensstämmelsen, eller bristen på den, främst ur kommunikationssynpunkt, och att betona problemområden där konsekvenserna av potentiella störningar i kommunikationen riskerar att vara särskilt allvarliga.

1.6 Intressenter

Denna studie har ett antal potentiella intressenter. För det första ser vi alla användarna av prospekt, som kan tänkas ha nytta av att veta hur företag tänker i sitt informationslämnande. För det andra kan företag som ämnar att i framtiden noteras på börsen se en nytta med vår studie, då dessa torde kunna dra fördelar av att veta dels hur andra företag tänkt, och dels vad kapitalmarknaden efterfrågar i informationsväg, för att på så vis kunna utveckla en förbättrad informationshantering vid sina framtida IPO-processer.

Reglerare och normsättare verksamma med börsintroduktioner och tillhörande krav på informationsutgivning kan ha ett intresse av att veta hur informationens givare och mottagare ser på informationsutbytet. En fördjupad kunskap om hur parterna tänker skulle kunna ge perspektiv på de regler man sätter upp för företag, och således förhoppningsvis förbättra kvaliteten på den information företag delger i sina prospekt.

Alla andra – studenter, forskare och allmänhet - med ett intresse för aktiemarknaden är förstås också en intressegrupp för denna uppsats.

1.7 ***Avgränsningar***

För att ha möjlighet att slutföra uppsatsen inom angiven tidsram, 10 veckor, har avgränsningar varit nödvändiga. Till att börja med har uppsatsen begränsats vad gäller antalet nyintroduktioner som skall studeras. Författarna har valt att avgränsa sig till de, vid tidpunkten för skrivandestarten, allra senaste introduktionerna. Detta med argumentet att med tiden ökar risken att personer innehavande nyckelroller under processen kan ha slutat, eller ej längre ha genomförandet färskt i minnet. Det uppsatsen riktar sin fokus mot, är olika marknadsaktörers syn på den information och kommunikation som delges under IPO-processen. Alltså avser uppsatsen ej att bedöma prissättning, kursutveckling och liknande aspekter av nyintroduktionen.

Vidare är studien avgränsad till att endast beakta den information som presenteras i prospektet, vilket innebär att så kallade "road shows" ej uppmärksammas. Motivet härtill är att prospektet skulle fungera som en skriftlig referenspunkt för respondenterna, vilken även författarna kan utgå ifrån, samt de undersökningar som visar att prospektet är den viktigaste informationskällan vid ett investeringsbeslut i en IPO (Liappis, 2003).

Huvudfrågan för vår uppsats betonar helt nya bolag på börsen, vilket utesluter avknoppningar från redan noterade företag, likväl bolag som bytt lista. Tanken bakom detta är att sortera bort de företag som kan förmodas att redan ha utvecklat en kommunikationsrelation med aktiemarknaden och dess aktörer. Studien är vidare begränsad till företag representerade på av OMX drivna börslistor. Detta innebär att bolag som introducerats på andra listor, som NGM Equity eller Aktietorget, eller i andra länder, ej beaktas. Slutligen är uppsatsen avgränsad till att studera bolag som noterats på Mid Cap-listan, av den anledningen att dessa kan tänkas vara tillräckligt stora omsättningsmässigt för att vara allmänt intressanta för analytikerna att noggrant bevaka. Avgränsningsprocessen resulterade i fyra bolag att undersöka, varav tre stycken noterades under år 2006, samt ett under år 2005.

Vad gäller kapitalmarknadens representanter, så finns ett behov att definiera, och på så vis avgränsa, begreppet kapitalmarknaden. Lee & Tweedie (1990) har visat att den institutionella investeraren vanligtvis anlitar kvalificerade experter, analytiker, för att erhålla, analysera och använda den data som finns tillgänglig, medan den investerande privatpersonen ofta saknar den kunskap och erfarenhet som behövs för att fatta ett väl underbyggt investeringsbeslut. Utifrån detta har uppsatsförfattarna utgått ifrån antagandet att den institutionella investeraren och analytikern agerar mera rationellt och välgrundat i sina analyser och beslut, och därför valt att använda institutionella investeraren som representant för kapitalmarknaden, med analytikern som respondentgrupp. Vi har även fått begränsa oss i antal. Den primära tanken var att vi skulle intervjua två analytiker per bolag, totalt åtta personer, vilket visade sig vara en målsättning vi tyvärr var tvungna att revidera, då vi endast lyckades arrangera ett samtal med sex analytiker.

1.8 *Disposition*

- Kapitel 1 Inledning

Detta kapitel skall tjäna till att ge läsaren en bakgrund och tidig förståelse till studien. Genom att ta del av inledningen ges en bild av de tankar och den bakgrund som legat till grund för uppsatsen. Läsaren får även reda på studiens syfte samt vilka avgränsningar som varit nödvändiga att genomföra.

- Kapitel 2 Metod

Kapitlet ämnar till att beskriva hur vi gått tillväga med det arbete som resulterat i denna uppsats. Först motiverar vi vårt val av metod, vidare förklaras arbetsgången med datainsamling och intervjuprocessen. Metodkapitlet avslutas med ett ifrågasättande av studiens reliabilitet, validitet, samt de källor vi använt.

- Kapitel 3 Teoretisk referensram

De teorier och hypoteser som presenteras i detta avsnitt skall ses som ett stöd för att erhålla en förståelse till problemet, snarare än som något vi strikt kommer att testa våra resultat mot. Dock kommer att refereras till, och jämföras med, några av dessa teorier i de fall där vi anser oss ha funnit något i vårt material som finner stöd eller direkt motsägs.

- Kapitel 4 Empiri

Vårt empiriska material i form av de primärdata som intervjumaterialet utgör kommer att fungera som huvudsaklig utgångspunkt i den senare analysen. Detta avsnitt innehåller en sammanställning av den information som framkommit under de intervjuer som genomförts. Avsnittet är indelat efter de fyra företag som undersökts och har givits följande struktur: inledningsvis ges en presentation av företaget och personen som representerar detsamma, därpå följer en sammanställning av den genomförda intervjun med företagsrepresentanten. Läsaren blir efter detta presenterad kapitalmarknadens syn på prospektet, utifrån de intervjuer som genomförts med de utvalda representanterna för kapitalmarknaden.

- Kapitel 5 Analys

Vår analys är upplagd enligt följande. Först kommer vi att göra en jämförelse, företag för företag, mellan vad bolagets representant anser om den information man lämnat och den uppfattning respektive analytiker har om informationens beslutsanvändbarhet. Sedan avser vi att föra en diskussion ur ett kommunikationsperspektiv, om de genomgående likheter och skillnader i olika respondenters syn på informationen som vi kunnat identifiera, samt specifika fenomen värda att beaktas även om de inte är genomgående.

- Kapitel 6 Slutsats

I slutsatsen ämnar vi att besvara uppsatsens frågeställning. Vi ger även förslag till intressanta framtida forskningsfrågor inom problemområdet.

2 METOD

Detta kapitel ämnar till att beskriva hur vi gått tillväga med det arbete som resulterat i denna studie. Först motiverar vi vårt val av metod, vidare förklaras arbetsgången med datainsamling och intervjuprocessen. Metodkapitlet avslutas med ett ifrågasättande av studiens reliabilitet, validitet, samt de källor vi använt.

2.1 Metodansats

Metoden är vald med tanke på uppsatsens syfte. Då vi har valt ett förklarande syfte i form av fyra stycken fallstudier har vi funnit att det är en kvalitativ metodansats som är den bäst lämpade utgångspunkten i detta sammanhang. Vi har alltså lagt fokus på att fördjupa oss i hur ett fenomen avspeglar sig i fyra olika bolag, snarare än att göra en studie vars primära mål är att skapa generaliserbar kunskap om företeelsen. Den studie vi genomfört har varit direkt kopplad till de företag och de prospekt man publicerat, liksom de analytiker vi behandlat i uppsatsen. Det vore därmed inte rimligt att utifrån denna undersökning lägga fram ett resultat som åter skulle kunna uppnås om undersökningssättet var detsamma men respondenterna utbytta, vilket skulle ha varit en förutsättning vid en kvantitativ undersökning. En kvantitativ undersökning skulle även ha ett större och statistiskt sett bättre urval (Lindblad, 1998). Bristen med att göra vårt vägval är således att metoden inte blir generaliserbar på samtliga möjliga observationer (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001). Detta stämmer emellertid överens med syftet med vår studie, som ju endast behandlar ett litet urval av prospekt och analytiker och av denna anledning ej gör anspråk på att vara generell.

Studien skall således läsas som en undersökning med just dessa berörda parter inblandade. Förhoppningen är att läsaren, efter att ha tagit del av studien, skall få ny kunskap, ökad förståelse och fördjupad insikt i ämnet efter att ha tagit del av studien. Läsaren skall kunna följa resonemanget i de tolkningar som gjorts och ta ställning till det resultat som uppsatsen leder fram till (Lindblad, 1998).

2.2 Angreppssätt

En slutsats når man genom antingen induktion, deduktion eller en kombination av de båda, den "hypotetiskt-deduktiva metoden". Resonemanget för dessa vägar skiljer sig på så sätt att den induktiva metoden drar sina slutsatser ur empirisk data. Väljer man istället att bygga slutsatsen på logiska orsakssamband så har den deduktiva vägen valts. Den tredje metoden kombinerar empiri och logik vilket gör att slutsatsen blir en kombination av dessa två. (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001)

Angreppssättet som denna uppsats bygger på är den "hypotetiskt-deduktiva metoden". En betydande del av materialet har hämtats genom intervjuer och följaktligen blir det naturligt att en stor del slutsatserna baseras på dessa data. I vår analys har vi jämfört den empiri vi inhämtat med de delarna av teorin vi funnit relevanta. Tanken med detta är att stämna av empirin med de teorier som behandlar området och ur det klargöra problematiken kring uppsatsens frågeställning.

2.3 Praktiskt tillvägagångssätt

2.3.1 Insamling av sekundärdata

Insamlingen av data skall leda till skapandet av en grund för studien med relevant information och fungera som en teoretisk referensram. Det är uppsatsens syfte som styr insamlingsmetoden (Lindblad, 1998). För att finna den typ av information som efterfrågades sammanställdes en lista med sökord och –begrepp, såväl engelska som svenska, knutna till vår frågeställning. Denna lista utökades allteftersom kunskapen om ämnet växte. En annan källa till att finna material var att läsa andras uppsatser och därefter söka vidare i deras referenser.

De databaser som är knutna till Handelshögskolans bibliotek gav ett urval av artiklar. Viktigt var också att söka de regler och direktiv som styr innehållet och uppbyggnaden av ett prospekt, för att vi skulle kunna bilda oss en uppfattning om vilka regler och krav som styr prospektets informationsinnehåll. Dessa regler återfinns exempelvis på Finansinspektionens hemsida, www.fi.se, och på den nordiska börsens hemsida, www.omx.se. En sammanställning av de informationskrav som finns uppställda bifogas i bilaga 2.

Inom vårt specifika område har vi ej kunnat finna särskilt mycket litteratur och forskning; den övervägande delen av det som skrivits om IPO: s är kvantitativa studier som behandlar underprissättning, liksom de effekter på priset som uppstår genom de olika signaler ett bolag kan välja att sända ut. Den mera informations- och kommunikationsinriktade ekonomiska litteratur vi kunnat finna, har ej berört nyintroduktioner utan endast den löpande ekonomiska rapporteringen för redan etablerade börsbolag. Ett antal av dessa texter upplevde vi dock vara relevanta för vår frågeställning, och vi valde således, då vi ej såg någon större motsägelse att ha dessa som grund för vårt arbete, att nyttja dessa i studien. Den teori vi funnit, liksom ett antal egna tankar och idéer som vi antog skulle kunna vara användbara, använde vi sedan som grund för framtagandet av intressanta frågeformuleringar som senare nyttjades i intervjuerna.

2.3.2 Val av företag

Den ursprungliga tanken var att välja fyra bolag som relativt nyligen genomfört sina börsintroduktioner, samt två analytiker per företag, som följt respektive bolag sedan det ursprungliga erbjudandet och prospektet presenterades. Totalt sett skulle alltså 12 intervjuer genomföras, vilket vi på förhand uppfattade som rimligt med tanke på begränsningen i tid.

De företag vi var intresserade att hämta information ifrån, var de som genomgått sin IPO-process med resultatet att de uppnått en notering på den Svenska avdelningen av den Nordiska börsen. Vi har valt två detaljhandelsbolag, Gant och KappAhl, och två medicin/bioteknikbolag, Biovitrum och Orexo. Önskvärt hade varit att arbeta med bolag i fyra olika branscher, men då vi först och främst ville ha företag som noterats så nyligt som möjligt, och dessutom ett problem med tillgänglighet uppstod, blev vi tvungna att revidera denna tanke en aning. Dessutom visade sig analytikerna vara ganska svåra att få tag på, vilket reducerade vår studie till att endast omfatta totalt sex stycken analytikerutlåtanden; två bolag fick alltså endast ett analytikerutlåtande vardera.

2.3.3 Prospektgenomgång

De prospekt som givits ut av de undersökta bolagen har tjänat som en naturlig informationskälla. För att skapa oss en djupare förståelse av de bolag vi skulle analysera, gjorde vi en genomgång av respektive prospekt. Vi fäste särskild vikt vid att studera inom vilka områden man lämnat mycket information, och hur mycket frivillig extrainformation, utöver regelverkets krav, respektive bolag lämnat.

2.3.4 Val av respondenter

För att respondenterna skulle ha IPO-prospektet i gott minne fokuserade vi på företag som introducerats under år 2006, undantaget ett företag som introducerades 2005. Här valde vi att, för varje bolag, tala med en av de personer som varit direkt inbegripen med prospektets upprättande. Tre av dessa är CFO: s, och en är IR-ansvarig. Dessa representanter utgör den ena delen av intervjugruppen. Den andra delen, som avser att föra fram kapitalmarknadens synsätt på prospektet, skapade vi genom ett urval av analytiker, varav emellertid en snarare arbetar som ekonomisk skribent, vilka samtliga är direkt insatta i de olika prospekten och ansvariga för analyser gjorda på de aktuella företagen. Information om vilka dessa personer skulle kunna vara, lyckades vi komma i besittning av med hjälp av bolagens hemsidor eller genom att helt enkelt fråga insatta personer på de bolag vi valt om vilka analytiker som följer bolaget. Givetvis kontrollerade vi innan intervjun med respektive respondent att de verkligen har följt bolaget och således var rätt person att tala med.

2.3.5 Intervjuer, tillvägagångssätt

Idén med att använda sig av intervjuer är att man samlar in information som inte finns dokumenterad. Man måste vända sig till människor för att få besked (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001).

Vid sammanställandet av frågeformuläret har följande råd beaktats; sammanställ de frågeaspekter som önskas få svar på, var realistiska i fråga om respondentens möjlighet att tidsmässigt ställa upp på att svara, samt utvärdera om vi får svar på det som är väsentligt (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001).

Samtliga intervjuer har genomförts via högtalartelefon och noggrant nedtecknats under intervjuens gång, av båda författarna samtidigt och oberoende av varandra. Efter detta har vi snarast och gemensamt sammanställt intervjumaterialet för att få en hög reliabilitet. Intervjutiden har varierat från 15 till 30 minuter. Varför vi valt att använda oss av telefon i intervjuerna har följande orsaker. Först skall nämnas den tidsåtgång som fordras vid en ”face to face-intervju”, samt det fysiska avståndet till respondenterna. En annan viktig orsak är att vi strävat efter att ge våra respondenter samma förutsättningar då de svarar på frågorna. De har alla befunnit sig i bekant miljö och intervjun har ägt rum den tid som varit mest lämplig för dem.

Med förhoppningen att vi skulle få mera genomtänkta svar, fick samtliga respondenter möjligheten att få tillgång till frågorna via e-post innan intervjun ägde rum. Detta ger tillfälle för den intervjuade att strukturera tankarna kring frågeställningarna (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001). Detta alternativ valdes av de respondenter som representerar

bolagen, alltså de som svarat för prospekten. De respondenter som representerar kapitalmarknaden valde, med undantag för en och med hänvisning till tidsbrist, bort möjligheten att få tillgång till frågorna innan intervjutillfället, varpå intervjufrågorna ställdes utan förberedelse från deras sida. Dessa intervjuer ställde högre krav på oss som frågeställare eftersom krav på särskild tydlighet och en genomgående likhet i frågeformuleringarna ställdes när frågan formulerades till respondenten för första gången. Samtliga frågor ställdes till varje respondent i samma ordningsföljd. Detta för att minimera den förekomst av olika tolkningar som kunnat uppstå om frågorna ställts i annan ordning.

Bolag och analytiker har fått liknande frågor att besvara, i bemärkelsen att de berör samma område men ur olika vinklar. I bilaga 1 redovisas de intervjumallar som ledsagat oss genom intervjuerna.

2.4 *Studiens trovärdighet*

Alla källor skall granskas kritiskt. Det material som samlas in skall bedömas och material som inte är bra skall sällas bort. Källornas äkthet skall klargöras. Det skall prövas om samtidskravet uppfylls, vilket betyder att informationen skall vara färsk i minnet på den som intervjuas. Tendenskritik tar upp vilket intresse uppgiftslämnaren har i att vinkla informationen. Vidare skall det kontrolleras om källorna som används är beroende av varandra, beroendekritik. (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001)

Samtidskritik har vi gjort så gott vi kunnat för att uppfylla, i och med ambitionen att studera bolag som nyligen genomfört sin IPO-process. Vad gäller tendenskritiken, så kan det antas att informationen i företagets prospekt kan vara vinklad, samt att de två grupperna av respondenterna, i mer eller mindre utsträckning, kan antas vinkla sina svar. Ett av syftena med uppsatsen är emellertid att respektive part skall ange sin syn på informationen. Respondentgrupperna förklarar, genom intervjufrågorna, sin syn på uppsatsens frågeställning ur respektive synvinkel vilket ger uppsatsen den information som behövs för att skapa en analys och vidare ett resultat. Vad gäller beroendekritiken, så har vi inte kunnat upptäcka något beroende samband mellan de källor vi använt oss av.

Ytterligare tre frågor är viktigt att ställa: är källan valid, är den reliabel samt är den relevant i sammanhanget? (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001)

Med *validitet*, giltighet, åsyftas att uppsatsen mäter det den avser att mäta. Det finns två typer av validitet: inre respektive yttre. Med inre validitet avses att mätinstrumentet överensstämmer med det sökta begreppet. Yttre validitet berör överensstämmelsen mellan mätinstrumentet och resultatet av mätningen. (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001)

För att öka uppsatsens validitet gav vi respondenterna tillgång till frågorna i förväg, så att mera genomtänkta svar skulle kunna ges. Risken med detta är dock att intervjuobjekten tänker ut svar på frågorna, som de anser lämpliga. Vi anser emellertid att nyttan går före kostnaden i detta fall, och ser det inte som ett avgörande validitetsproblem, i synnerhet med tanke på att de svar vi fick kändes ganska spontana men ändå någorlunda genomtänkta.

Ett annat möjligt validitetsproblem vi har identifierat är möjligheten att respondenterna ej är villiga att säga hur de egentligen upplever vissa aspekter av frågan, på grund av risken att framställa sig själva eller sitt företag i dålig dager, eller på något annat sätt skada någon

tänkbar förtroenderelation med en annan part. Detta problem är förstås mycket svårt att komma åt, och skulle, ifall det förekommer i alltför hög grad, kunna snedvrida syftet med hela vår uppsats. Vi har emellertid gjort vad vi kunnat för att få respondenterna att ge ordentliga svar på våra frågor, men vilka bakomliggande incitament de har är svårt att bedöma. Förmodligen hade denna risk kunnat reduceras ifall vi mött respondenterna personligen, då detta hade underlättat våra tolkningar av kroppsspråk, ansiktsuttryck och liknande faktorer. Dessutom finns det en risk för att vi som intervjuare missuppfattar vad respondenterna egentligen menar, vilket i så fall skulle bidra till att göra vårt empiriska material missvisande.

Vi har använt ett antal sekundärkällor för delar av vårt litterära material, vilket förstås är negativt då risken är att vi misstolkar den egentliga innebörden i originalartikeln. Vi anser emellertid att detta problem ej är så stort att det riskerar att allvarligt inverka på uppsatsens validitet.

Reliabilitetskravet, tillförlitlighet, berör huruvida resultaten är oberoende av urvalet, undersökningstillfället, och liknande faktorer. Detta förutsätter att en undersökning är gjord, där resultatet är generaliserbart. Då vi ej har haft detta syfte med vår uppsats, utan medvetet valt att studera den uppfattning de analytiker vi valt har haft om informationen i de prospekt som givits ut av de företag vi valt, så är det naturligt att anta att undersökningresultatet blivit annorlunda om andra analytiker intervjuats, eller prospekt från andra företag valts.

Kravet på *relevans*: Vi anser att vi använt oss av för sammanhanget relevanta källor. Vad gäller den sekundära datan, så kan sägas att prospekt och regelsamlingar är i allra högsta grad relevanta. Den litteratur vi valt att arbeta med upplever vi som tillräckligt relevant för att utgöra ett stöd och en referenspunkt för vår kommande analys. De personer vi intervjuat har samtliga varit väl insatta i prospektet, vilket gör dem till relevanta intervjuobjekt med goda förutsättningar att ge oss de svar vi behöver.

3 TEORETISK REFERENS RAM

De teorier och hypoteser som presenteras i detta avsnitt skall ses som ett stöd för att erhålla en förståelse till problemet, snarare än som något vi strikt kommer att testa våra resultat mot. Dock kommer att refereras till, och jämföras med, några av dessa teorier i de fall där vi anser oss ha funnit något i vårt material som finner stöd eller direkt motsägs. Vårt empiriska material i form av de primärdata som intervjumaterialet utgör kommer att utgöra vår huvudsakliga utgångspunkt i den senare analysen.

Inledningsvis kommer vi att ge en kort översikt om hur en IPO går till, hur noteringsprocessen vid Stockholmsbörsen ser ut, samt de krav som ställs på bolaget som önskar notering, främst med betoning på information. Den bakomliggande problematiken med asymmetrisk information behandlas. Därefter går vi igenom ett antal texter som behandlar börsbolags, nuvarande och potentiella sådana, delgivande av information. Nästa steg är att redogöra för vad som skrivits om det informationsbehov analytiker har. Slutligen kommer vi att redogöra för mera kommunikationsinriktad litteratur, som diskuterar hur störningar i en kommunikationsprocess kan uppstå, och koppla detta till en teori som försöker förklara hur en bristande kommunikation mellan företag och analytiker kan leda till att företaget värderas för lågt.

3.1 Hur en IPO går till

3.1.1 Vad är en IPO?

IPO är förkortningen av det engelska begreppet "initial public offering". Översatt till svenska betyder det "börsintroduktion". En börsintroduktion gör ett bolag när det för första gången inregistreras på börsen och vänder sig mot marknaden för att skaffa kapital genom att bjuda ut sina ägarandelar, sälja sina aktier (www.aktiespararna.se). Syftet för ett bolag att börsnoteras är först och främst att erhålla kapital för tillväxt. Westerholm hävdar att när aktien handlas på en marknad innebär den ökade likviditeten att företaget kan få in nya pengar till bättre villkor än vad annars hade varit fallet. Kostnader med börsnoteringen är bland annat den som uppstår med kravet på att delge investerare med information (Westerholm, 2000).

För att marknaden skall få information om företaget sätts ett prospekt samman. Denna handling är det enda dokument med information som distribueras till marknaden innan noteringen fullgjorts (Friedlan, 1994), och innehåller information som skall ge en tillräckligt god bild av bolaget för att kapitalmarknaden skall kunna skapa sig en uppfattning om dess ekonomiska situation. Av denna anledning blir det mycket viktigt att prospektet innehåller den information som efterfrågas för att en riktig analys av bolaget skall kunna göras, alltså information som är beslutsanvändbar.

Bolaget tar under sin IPO hjälp av en eller flera garantier, exempelvis en investmentbank, som står bakom informationen i prospektet. Garantens funktion är att ledsaga bolaget genom IPO-processen (Liappis, 2003). Enligt Westerholm sköter denna aktör också den process där priset på bolagets aktie bestäms. Garanten har det största ansvaret för prissättningen, i och med att denne anses ha den bästa kunskapen om hur efterfrågan på aktien kommer att se ut. Vanligtvis brukar ett intervall sättas, inom vilket teckningskursen kommer att hamna, men ett fast

bestämt pris kan också förekomma. Oftast brukar garanten försäkra ett lägsta pris (Westerholm, 2000). Några av garantens andra uppgifter är att marknadsföra bolaget mot potentiella investerare (Liappis, 2003), samt att ansvara för informationen i IPO-prospektet tillsammans med företaget (Westerholm, 2000) Ett företag som skall börsnoteras måste dessutom välja en revisor som granskar räkenskaperna (Wang & Iqbal, 2006).

Förutom att delge investerarna informationen som står att läsa i prospektet kan garanten sätta samman en så kallad road show, som i princip är en serie marknadsföringsmöten som äger rum på olika platser där man samlar analytiker, mäklare, institutionella investerare och andra intresserade, som först får en muntlig presentation av företaget och sedan ges möjligheten att direkt ställa frågor till ledningen. (Lipman, 2000)

3.1.2 Stockholmsbörsens noteringsprocess¹

OMX, det företag som driver Stockholmsbörsen, ställer ett antal grundläggande krav på de bolag som ansöker om bli noterade på Stockholmsbörsen och de andra nordiska börser man driver. Syftet med detta är, med företagets egna ord,

”att skapa förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel, säkerställa att bolagen har de resurser som krävs för att kunna förse aktiemarknaden med högkvalitativ information samt att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden”. (Noteringsavtal för aktier på den nordiska börsern, från den 2 oktober 2006)

Vad man strävar efter, är alltså att börsern ska fungera på det sätt den är avsedd, genom att de bolag som önskar registrera sig på marknadsplatsen lever upp till en viss mognadsgrad. Till att börja med, så måste företaget följa de regler som finns uppsatta för genomförandet av noteringsprocessen.

Det första steget att ta för det bolag som önskar bli noterat på Stockholmsbörsen är att begära att en noteringsprocess initieras. Här håller man ett möte med företrädare för börsern, där, efter att bolaget presenterats, en noteringsprocess börjar diskuteras. Efter detta utser börsern en börsrevisor, vars uppgift är att granska lämpligheten i en notering av bolaget. Denne studerar bland annat hur kvalificerat bolaget är vad gäller informationsdelgivningens funktionalitet, samt den information man presenterat i det prospekt som skall ha formulerats och gjorts offentligt. En legal granskning av bolaget skall genomföras av en oberoende advokat, vilken beaktar faktorer som ingångna avtal och skattesituation. Den information som här framkommer skall vidarebefordras till börserns bolagskommitté, vilket är den inrättning som fattar det slutliga noteringsbeslutet. Om notering fastställs, skall till sist ett noteringsavtal undertecknas.

3.1.3 Noteringskrav²

Ett krav på det bolag som söker börsnotering vid Stockholmsbörsen, är att dess affärsidé och verksamhet skall ha en tillräcklig historik. Tre år är enligt denna regel en nedre gräns, för

¹ Hela detta avsnitt baseras, där ej annat anges, på ett dokument från OMX; (“Noteringskrav för aktier på den nordiska börsern, från den 2 oktober 2006”)

² Detta avsnitt baseras, där ej annat anges, på ett dokument från OMX; (“Noteringsavtal med handledningstext, gällande från den 1 juli 2006”)

vilken också redovisningshandlingar måste ha upprättats. Syftet bakom detta är att ge börsen och investerare tillräcklig information för att en välgrundad bedömning av bolaget ifråga skall vara möjlig. Detta skäl ligger också till grund för nästa krav på bolaget. Man måste kunna uppvisa en ”dokumenterad vinstintjäningsförmåga”, alltså helt enkelt visa att man är lönsam, och, ifall man ej kan visa detta – exempelvis om bolagets finansiella historik är otillräcklig - hur man avser att finansiera sin verksamhet under det kommande året. Dessutom måste utbud och efterfrågan på bolagets aktier anses vara tillräckligt stor för att en ändamålsenlig handel skall kunna bedrivas. Andra krav gäller styrelsens kompetens och erfarenhet. En viktig faktor här är nyckelpersonernas kunskap om bolagets finansiella rapportering, offentliggörande av denna samt företagets relationer med aktiemarknaden.

Ett viktigt krav på det bolag som söker notering vid Stockholmsbörsen gäller dess kapacitet för delgivning av information till marknadens aktörer. Innan noteringen måste man ha utvecklat ett system för informationsdelgivning och finansiell rapportering som kan garantera att den information man tillhandahåller marknaden är relevant, tillförlitlig, korrekt och aktuell.

Ett basalt informationskrav är att all ny kurspåverkande information snarast möjligt, och med erforderlig spridning, måste offentliggöras till marknaden. En hemsida måste finnas, där minst tre års historik vad gäller all offentliggjord information skall finnas tillgänglig; detta för att försäkra att spridningen av informationen är tillräcklig. Viktigt är att all information bolaget lämnar ger en rättvisande bild av företagets tillstånd. Det är därför viktigt att de regler och rekommendationer som finns på området ej endast följs ordagrant, utan på det sätt som verkligen uppfyller deras avsikter.

3.2 Informationsasymmetri

3.2.1 Asymmetrisk information

Fitzroy et al (1998) definierar informationsasymmetrier som när den mängd och kvalitet på den information som respektive part innehar skiljer sig åt. Denna information är alltså tillgänglig, men ojämnt fördelad (Jacobsen & Thorsvik, 2002). Informationen är således imperfekt, vilket brukar leda till en risk och rädsla för opportunistiskt beteende, alltså att en part försöker att dra fördelar på sitt informationsövertag (Fitzroy et al., 1998). Opportunistiskt beteende sker när en part är bättre informerad än andra parter om en händelse, en situation eller ett förhållande av relevans för vad som ska ske eller göras (Douma & Schreuder, 1998), och medvetet väljer att hålla inne med, eller medvetet färga, information som är av relevans för motparten, i syfte att utnyttja en situation till sin egen fördel (Jacobsen & Thorsvik, 2002). Detta slags beteende kan uppstå både före, ex ante, och efter, ex post, undertecknandetidpunkten (Fitzroy et al., 1998). Den förstnämnda typen av opportunistiskt beteende är det som förekommer vid en IPO, då ju ledningen innan avtalet med respektive investerare ingåtts, besitter mycket icke publik information angående bolagets möjligheter, risker och värde, samtidigt som kapitalmarknaden är hänvisad till den information som lämnas i prospektet.

Informationsasymmetrier är en av de mest grundläggande problemspekterna vid en IPO (Reber et al., 2005). Anledningen är att bolagets säljare besitter en mycket god kunskap om bolagets faktiska tillgångar, konkurrenskraft, potentiella framtidsutsikter och liknande faktorer, alltså den information de potentiella investerarna – köparna - efterfrågar som underlag för en rimlig analys, samtidigt som denna sistnämnda grupp svårligen kan erhålla all den information som finns om bolaget (Reber et al., 2005), utan istället hänvisas till den

information som presenteras i prospektet. Med andra ord, så vet ledningen mer om företaget än dess potentiella investerare, och, under antagandet att respektive part agerar nyttomaximerande, kan företagsledningen ha incitament att under sin IPO-process ej delge den information till kapitalmarknaden som faktiskt efterfrågas. En anledning till detta kan vara att företagens ägare när en IPO genomförs erhåller ett betydande kapitaltillskott från sin försäljning av nya aktier till investerare, vill få ett så högt försäljningspris som möjligt för dessa aktier, då man på detta vis kan uppbära så mycket pengar som möjligt, och således nyttomaximera (Darrough & Rangan, 2005). Dessa personer kan då tänkas vilja delge endast den information som gör att man får den högsta möjliga värderingen av sitt bolag (Darrough & Rangan, 2005). Detta incitament lindras dock av garantens roll på kapitalmarknaden, då denne ej vill riskera sitt rykte genom att ta ett företag där det uppenbart fuskats med informationen till börsen (Westerholm, 2000). Nya investerare vill det rakt motsatta; att betala så lite som möjligt för aktierna och således öka förutsättningarna för en god framtida avkastning på sitt kapital. Således uppstår en intressekonflikt mellan de gamla ägarna och de nya investerarna (Darrough & Rangan, 2005)

3.2.2 Adverse selection

IPO:s innebär ofta att företag med en snäv ägarstruktur, ett icke-spritt ägande, säljs till ett stort antal nya ägare (Reber et al., 2005), och således är det vanligt att problem med asymmetrisk information uppstår, i och med att de gamla ägarna kan tänkas inneha sådan privat information om bolaget som ej offentliggjorts (Fitzroy et al., 1998), och alltså har en bättre kunskap om företagens framtidsutsikter och den förväntade avkastning som här medföljer. Detta kan i sin tur leda till uppkomsten av ett adverse selection-problem (Akerlof, 1970), när de potentiella investerarna blir osäkra på kvaliteten på varan, alltså på IPO:s, överhuvudtaget (Fitzroy et al, 1998). Dessa trovärdighetsproblem drabbar alltså även värderingen av många av de företag som sköter sig och faktiskt lämnar relevant och tillräcklig information, marknaden riskerar ändå att tolka den information de lämnar som mindre relevant eller otillräcklig; man vågar eller klarar inte att skilja agnarna från vetet. Risken blir då att detta inverkar på intresset för nyintroduktioner överhuvudtaget, till att börja med ur investerarsynvinkel (efterfrågan på IPO:s) och sedan ur bolagssynvinkel (utbud av IPO:s).

3.2.3 Signalhypotesen

Trovärdighet och ett gott rykte kan hjälpa att lösa några av de ineffektiviteter som uppstår på grund av informationsasymmetrier (Fitzroy et al, 1998). Även lagar och regleringar reducerar dessa problem, genom specificerandet av minimikrav vad gäller den mängd information företag som önskar börsnotering måste delge, vilket indikerar att dessa företag är tillräckligt mogna och seriösa för att ej underminera förtroendet för kapitalmarknaden, så att denna således bättre fyller sitt syfte. Här har vi en av noteringsavtalets viktigaste roller: lever företaget upp till dessa minimikrav antas informationen vara tillräcklig för att hålla investerarintresset uppe (OMX noteringsavtal gällande från den 1 juli 2006).

Signaler och screening är ett sätt att, under asymmetriskt fördelad information, öka informationsflödet till den mindre informerade parten, och på så vis öka förtroendet (Fitzroy et al, 1998; Wang & Iqbal, 2006). Fitzroy et al baserar sitt resonemang runt detta på en distinktion mellan önskade och synliga egenskaper, där alla önskade egenskaper ej är synliga för den underinformerade parten. Signaler innebär att den bättre informerade parten synliggör vissa verifierbara fakta, vilka kan indikera förekomsten av andra ej synliga, men önskvärda

egenskaper. En effektiv signalering kräver att mottagaren uppfattar signalen som trovärdig. Screening, å sin sida, är när en part kräver att vissa element skall vara synliga, och speciellt då de element som visar ett samband med icke-synliga, men önskade element (Fitzroy et al, 1998). Bolag på väg till börserna kan alltså, genom att agera på ett visst sätt eller delge en viss typ av information, sända ut signaler som visar att man är redo att handla i de nya ägarnas intresse (Fama & Jensen, 1983; Spence, 1973). Dessa signaler kan bestå av såväl finansiell som icke-finansiell information (Reber et al, 2005). Reber et al hävdar att ägarstruktur, rådgivaryrkte och ledningens erfarenhet är tre exempel på signaler, som kan kommunicera ut värdet på de tillgångar som för första gången tas till marknaden. Starkast bevis hittar man för att den andel som behålls av de ursprungliga ägarna efter noteringen, alltså ett högt bibehållet ägande, ger en högre teckningskurs för aktierna (Reber et al, 2005). Detta stöds även av Wang & Iqbal (2006). Ägare som "put the money where their mouths are" skickar alltså en övertygande signal till marknaden (Reber et al, 2005). Den mängd pengar man tar in är också en viktig signal, då detta indikerar de ursprungliga ägarnas synvinkel på hur pass god man upplever bolagets framtidspotential. Viktigt är också ledningen och dess erfarenheter, samt en öppen redovisning av resultat. (Reber et al, 2005; Wang & Iqbal, 2006) Hughes (1986) menar att signaler såsom vinster och prognoser är användbara vid värdering av bolaget, då det finns bestraffningar för att delge marknaden oriktig information.

Reglerna sätter alltså en grundnivå, men bolag kan välja att sända ytterligare signaler dels på det kanske lite mindre tydliga vis vilket ovanstående resonemang diskuterar, och dels på ett mera direkt sätt, genom att frivilligt lämna ut information utöver vad som är obligatoriskt. Genom att offra en del av de fördelar, den nytta företaget kan tänkas ha av att hålla inne med informationen, visar bolaget sina goda incitament, och att man är villig handla i de nya ägarnas intresse.

3.3 Företagets informationsdelgivning

Choi (1973) definierar informationsdelgivning som publiceringen av ekonomiska data, antingen kvantitativ eller kvalitativ, som relaterar till ett bolag och underlättar ett ekonomiskt beslutsfattande. För att detta skall vara möjligt skall informationen innehålla sådana fakta som minskar osäkerheten vad gäller de framtida ekonomiska händelserna. Således kan alltså ett ökat delgivande av information sägas öka både mängden av, och kvaliteten på, den ekonomiska datan (Adrem, 1999). Som grund bygger utbudet av information på de obligatoriska, lagstadgade, minimikraven.

3.3.1 Lagstadgade informationskrav på prospekt

Nielsen et al (2006) hävdar att avsikten med en finansiell rapport är att delge en komplett bild av ett företags historiska prestationer. Ett prospekt skiljer sig dock från detta i och med att fokus här ligger på framtiden; bolagets syn på denna, sina möjligheter och sin förväntade ekonomiska utveckling. Även om det existerar regler som sätter en grundnivå för innehållet i prospektet, så är innehållskraven mycket liberalare än vad som gäller för en finansiell rapport. Ett IPO-prospekt innehåller vanligtvis mycket information om kvalitet, risk och förväntningar om framtiden. Dessa faktorer ansågs av Jenkinsskommittén (AICPA, 1994), vars slutrapport publicerades 1994, vara viktiga inslag i en förbättrad ekonomiskrapportering. Dessutom menade man att större fokus måste ligga på de faktorer som skapar värde på lång sikt. Detta är något som funnits med i samtliga prospekt uppsatsförfattarna gått igenom. Jämfört med en årsredovisning, så är prospektet riktat mot en annan grupp primära läsare; potentiella investerare och analytiker, till skillnad mot anställda, samarbetspartners och kunder som är

fallet med årsredovisningar. Även om dessa prospekt är till viss grad reglerade, så finns det också en ganska stor frihetsgrad som tillåts för varje enskilt bolag att själva bedöma hur relevant ett visst informationselement är. Dock bör läsaren beakta att denna bedömning alltid sker mot hur företaget upplever kapitalmarknadens intresse för informationen ifråga. (Nielsen et al, 2006)

Liappis (2003) har i delar av sin studie granskat och värderat den information som skall finnas med i IPO prospektet, och syftet med upprättandet av detsamma. Han har kommit fram till att prospektet är den källa som är mest väsentlig för bolagets intressenter att få ta del av. Då prospektet sätts samman för att sälja bolaget och redovisa dess ekonomiska situation är det mycket viktigt att det förmedlar en så fullständig och riktig bild av företagens ekonomiska situation som möjligt.

Prospekten skall innehålla samma slags information oavsett inom vilken bransch företaget är verksamt. Det är inte bara viktigt att skriva ner riktig information utan bolaget skall även ta hänsyn till det sammanhang i vilket läsaren tar del av den. Informationen kan tolkas olika utifrån den kontext den presenteras i. Det Finansinspektionen gör när de kontrollerar prospektet är att se huruvida de täcker in alla punkter det är ålagda att ta med i prospektet. Det sammanhang i vilket den obligatoriska informationen presenteras, eller den frivilliga extrainformationen kontrolleras inte. (Liappis, 2003)

Prospektförordningen (EG-kommissionens förordning 809/2004 med bilagor) innehåller de regler som ställs på informationsinnehållet i ett prospekt. En sammanfattning av dessa regler finns i uppsatsens bilaga 2.

3.3.2 Frivillig informationsdelgivning

Spero (1979) definierade frivillig delgivning som ”alla finansiella objekt som presenteras i årsredovisningen, och ej krävs av regleringen”. Liappis menar att extra information är sådan information som det för bolaget inte är obligatoriskt att ge ut. Informationen tar bolaget med då de av olika anledningar anser den vara väsentlig. Det finns inga speciella regler som styr hur mycket sådan information som skall lämnas. Dock skall denna information bidra till att ge mottagaren en riktig bild av bolaget (Liappis, 2003). Att delge information utöver kraven är en möjlighet för företagsledare att förse investerare, analytiker och andra användare med sådan information som man upplever att dessa ser som relevant (Adrem, 1999).

Cooke (1989) har kommit fram till att noterade företag genomgående delger mera information i sina årsredovisningar än onoterade dito. Detta indikerar att en börsnotering något som ökar kraven på informationssystemet för ett bolag. Firth (1979) jämförde graden av informationsdelgivning med företagens storlek, notering och revisionsbyrå, och kom fram till att listade bolag, liksom större sådana, avslöjade mera information än olistade bolag respektive mindre sådana.

Adrem drar i sin doktorsavhandling liknande slutsatser; sannolikheten att ett företag självt anser sig ha en förebyggande informationsstrategi ökar med storlek, ägarspridning och börsnotering. Detta eftersom denna typ av bolag har en större informationsasymmetri, och därför strävar efter att minska de agentkostnader som uppstår på grund av detta förhållande. (Adrem, 1999)

För det nyttomaximerande bolaget är det rationellt att delge frivillig extra information så länge nyttan är större än kostnaden för att göra detta. Nyttan med extra information bygger mycket på att intresset för företagets aktier ökar, då företag med en mera aktiv och riklig informationsstrategi följs av fler analytiker (Adrem, 1999). Ju större intresse, desto högre tenderar aktiepriset och aktielikviditeten att bli (Baiman & Verrecchia, 1996). Dessutom får de analyser som görs av bolaget en bättre träffsäkerhet (Adrem, 1999), vilket minskar risken för investerarna, som således kräver en lägre riskpremie vid kapitalplacering i bolaget (Diamond & Verrecchia, 1991). Detta medför positiva effekter för företaget, som i och med den lägre riskpremien kan uppbära en lägre kapitalkostnad och därmed en billigare finansiering. Att få marknadens förtroende är också en viktig nytta (Holland, 1997). Spero (1979) visade att företag frivilligt delger information med syftet att minska sin kapitalkostnad genom en reducerad osäkerhet i informationen, samt för att öka investerarnas intresse för bolagets aktier. Detta kallas för kapitalbehovshypotesen. Företag är vanligtvis konsekventa i sin informationsdelgivning; de som avslöjar viktig information avslöjar också mindre viktig information, och tvärtom. (Adrem, 1999)

Även Eccles et al (2001) är inne på samma spår, när man tar upp fem fördelar med bättre kommunikation med kapitalmarknaden, från en undersökning utförd av PriceWaterhouseCoopers: Ledningen får en ökad trovärdighet, företaget får fler långsiktiga investerare, analytikerintresset för bolaget ökar, tillgången till nytt kapital förbättras, och aktiepriset blir högre.

De kostnader som kan uppstå för företaget genom att lämna frivillig extra information, kan bero direkt av informationens sammanställande och kommunicerandet av den, eller indirekt, som följd av valet av delgivningsstrategi, såsom att man avslöjar företagshemligheter för konkurrenter och således riskerar gå miste om konkurrensfördelar (Smiley, 1988). Eccles et al har identifierat tio skäl, ur ledningens synvinkel, att inte delge mera information, av vilka några nämns här: (1) Man tror att marknaden endast bryr sig om resultat och omsättning. (2) Man anser sig redan rapportera väldigt mycket information. (3) Företagets konkurrenter kommer att erhålla information om konkurrensfördelar, vilken kan användas emot bolaget.

Nästan alla företags informationsstrategier innefattar idag frivillig information (Adrem, 1999). Holland (1997) ser en anledning till detta, då han argumenterar att, utöver de krav som börsens regelverk ställer på informationsdelgivning, måste ett noterat företag också möta marknadens förväntningar på frivillig information. Detta kan tolkas som att noterade bolag upplever nyttan med att lämna extra information som till en viss nivå överstiger kostnaden. Adrem (1999) resonerar vidare att bolag som, genom att vara noterade, möter högre tryck från kapitalmarknaden försöker att uppnå den nivå som kännetecknar ”god informationsgivning”.

3.4 Analytikerns informationsbehov

Läsaren bör notera att uppsatsförfattarna ej har kunnat finna studier som specifikt behandlar vilken information som efterfrågas i ett IPO-prospekt. De teorier vi presenterar här rör därför analytikern och dennes efterfrågan på information överhuvudtaget.

3.4.1 Analytikerns uppgifter

Grundantagandet om en nyttomaximerande investerare, är att denne vill göra en så ekonomiskt fördelaktig investering som möjligt, vilket innebär att optimera den avkastning man får på sitt satsade kapital (Darrough & Rangan, 2005). För att en investering skall ha

förutsättningar att vara så lyckad som möjligt bör den vara baserad på information som är relevant, tillförlitlig, begriplig och aktuell (OMX Noteringsavtal med handledningstext gällande från 1 juli, 2006). Dessa egenskaper kan sammanfattas med begreppet beslutsanvändbarhet. Flöstrand och Ström (2006) använder ordet värderingsrelevans, när de menar information som används av analytikerna i värderingsprocessen.

Vilken är egentligen finansanalytikerns uppgift? Finansanalytikerna förmedlar sina uppfattningar om bolagens ekonomiska situation och ger via detta marknaden en köp- eller säljrekommendation vad gäller den aktuella aktien. Analytikerna spelar därmed en viktig roll på aktiemarknaden. Enligt Olberts (1992) undersökning har analytikerna en mycket viktig uppgift som informationsförmedlare. Institutionella investerare anlitar vanligen kvalificerade experter, analytiker, för att samla in, analysera och använda den information om företaget som finns tillgänglig (Lee & Tweedie, 1990). En uppgift för analytiker är att skilja den information som är användbar från den som är oanvändbar, sammanfatta denna, och delge en sammanfattning till sina klienter: investerarna. (Flöstrand & Ström, 2006)

3.4.2 Analytikerns informationsbehov

Day (1986) har undersökt hur finansanalytiker använder sig av årsredovisningen då de skall sätta ett värde på företaget, och således fått reda på vilken information som denna grupp finner väsentlig. Det analytikerna först och främst använder sig av är resultaträkningen. Det är med grund i denna de bygger prognoser, tar fram p/e tal, och får information om företagens skuldsättningsgrad och kassaflöde.

Ur resultaträkningens siffror skapar analytikerna antaganden. För att ytterligare nyansera och justera dessa väger de även in andra faktorer. Genom att läsa VD:s kommentarer och tolka dessa kan de få ytterligare en syn på företagens ekonomiska läge och framtida utsikter. I de fall bolaget innefattar olika affärsområden granskas även områdenas resultat och innefattas i analytikerns helhetsbedömning. (Day, 1986)

Arnold och Moizer (1984), som i en formulärundersökning studerat vad finansanalytiker anser vara väsentligt i olika informationskällor, ansluter till Day's resonemang. Deras undersökning visar också på den väsentliga roll resultaträkningen spelar, samt att avsnittet med VD:s kommentarer har stor inverkan vid en värdering. För att skapa en riktig bild av företaget vill de även lägga till tre andra faktorer; bolagets balansräkning, delårsrapporter, samt diskussioner med företagens personal.

Firth's (1978) studie, genomförd i form av ett frågeformulär ställt till analytiker, lyfte fram delvis nya områden som ansågs vara intressanta att få ta del av. Undersökningen visade att finansanalytikernas främsta intresse var att i årsredovisningen få en detaljerad presentation av bolaget där siffrorna inom försäljning och vinst skulle vara utlagda på respektive kundkategori, produktlinje och geografiskt område.

Olbert (1992) instämmer i sin studie och drar slutsatser i linje med de andra teorierna att resultat- och balansräkningen är det analytikerna först ser över. Han antar vidare att det är just det faktum att resultat- och balansräkningen är särskilt granskade i årsredovisningen som gör dem så intressanta. Vidare lyfter han fram i sin studie att bokslutskommentarer och noter är viktiga komplement till siffrorna. Det är i dessa kommentarer analytikernas tolkningsförmåga och kompetens inom extern- och koncernredovisning skiljs åt och ger skillnader i den färdiga analysen. VD:s kommentarer och framtidsvision ger på liknande sätt som noterna och

bokslutskommentarerna bra information. Majoriteten av analytikerna finner det mycket viktigt att få samtala med representanter för att samla information till analysen. (Olbert, 1992)

Hellman (2002) menar att, i skapandet av en bild av ett bolag, så finns det för investeraren två vägar att gå. Antingen förlitar sig investeraren till en hög grad på analytikers utsagor, och nöjer sig således med en egen bedömning om de redan gjorda analyserna, ”marknadskonsensus”, eller så gör investeraren istället egna analyser och prognoser och använder sig av redan framtagna analyser mera som en referenspunkt. Denna sistnämnda grupp, som kanske är mera intressant i vårt fall då dennes arbetsuppgifter i stor grad liknar den professionella analytikerns, och för vilken uppsatsförfattarna därför tar sig friheten att göra analogier mellan analytikerns roll och denna typ av investerare, föredrar för skapandet av prognoser kvantitativ information av det slag som återfinns i exempelvis balans- och resultaträkningar, branschdata, och liknande. Hellman menar vidare att, vad gäller mera kvalitativ information, så upplevs följande faktorer som extra viktiga när det gäller genomslagskraft på förväntningarna; ledningens prognoser, dess kompetens, företagets finansiella mål, samt ledningens kvalitativa förväntningar – vad ledningen säger i samband med rapporterna. Även makro- och branschspecifik information, om exempelvis kunder, konkurrenter och leverantörer, ser man som intressant när man bildar sig en uppfattning om ett företag. (Hellman, 2002)

Mavrinac och Boyle (1996) hävdar att analytiker värderar icke-finansiell information högt, speciellt inom kunskapsintensiva branscher. Beattie (1995) håller med om detta, men menar att denna typ av information ändå är av mindre betydelse än den mera traditionella finansiella informationen. Han betonar speciellt information om kritiska framgångsfaktorer, som ledningens kunnande och erfarenhet, liksom riskfaktorer.

Flöstrand & Ström (2006) menar att information har värderingsrelevans när den används av analytiker i värderingsprocessen, vilket man hävdar indikerar hur pass användbar information i en finansiell rapport anses vara för dess användare, i synnerhet analytiker. Författarna har studerat förekomsten av 70 icke-finansiella mätetal i ett antal rapporter skrivna av analytiker, och visar att denna typ av mått är vanligt förekommande. Ett antal icke-finansiella mätetal är särskilt användbara för analytiker, menar man, som prognoser och väsentliga risker och möjligheter. (Flöstrand och Ström, 2006)

För att ge finansanalytikern en god helhetsuppfattning av bolaget och skapa sig en grundläggande förståelse är det viktigt att få ta del av en detaljerad beskrivning av bolagets verksamhetsområden. Det är genom att studera dessa områden inom bolaget som analytikerna bedömer företagets kommande förmåga att bedriva en ekonomiskt lyckad verksamhet. (Olbert 1992)

PriceWaterhouseCoopers har identifierat vilken information, finansiell liksom icke-finansiell, som investerare och analytiker efterfrågar. Störst konsensus runt dess betydelse finns vad gäller måtten omsättning, kassaflöde, kostnader, materiella investeringar, investeringar i FoU, hur olika segment går, strategiska mål, utveckling av nya produkter, samt marknadsandel. Som synes, så är dessa mått finansiella likväl som icke-finansiella. Endast när det kommer till de finansiella måtten, anser man att den information som erhålls från företagen är tillräcklig. (Eccles et al, 2001)

3.5 Kommunikation

Lee & Tweedie (1990) undersökte hur privata, icke-institutionella, aktieägare använder och förstår den finansiella information som de börsnoterade företagen presenterar. Man utgår ifrån ett behov att försäkra att de potentiella användarna av finansiella rapporter inte bara använder den information man erhåller, utan att man också förstår den. Således blir ekonomisk rapportering inget annat än en kommunikationsfråga. Att förbättra den finansiella rapporteringen, frivilligt eller genom lagstiftning, har vanligtvis innefattat förändringar i metoderna för mätning av data eller helt enkelt genom ett delgivande av en ökad mängd information. (Lee & Tweedie, 1990)

Lee & Tweedie (1990) var i sitt arbete tidigt ute med att se på ekonomisk rapportering ur ett användarperspektiv; att utifrån användarnas behov se hur denna rapportering kan förbättras. Även om användarna i fokus här var privata placerare, så visade man att investerare inte är en homogen grupp, och att en större uppmärksamhet kring informationsbehov och –användning behövdes. Detta är något som utvecklades av Jenkinskommittén under 1990-talets första hälft, nu med professionella placerare i fokus. Denna organisation hade syftet att utreda finansiella rapporter, och informationsdelgivningens, relevans och tillförlitlighet. I sin slutrapport, 1994, kom man till slutsatsen att rådande rapportpraxis var otillräcklig, och förespråkade mera framtidsinriktad information (risker, möjligheter och planer), större fokus på de långsiktiga värdeskaparna, samt högre samstämmighet mellan den information bolagen själva använder för att fatta beslut och den information man avslöjar för marknaden (AICPA, 1994). Även om mottagandet från företagen dock blev ljumt; man ville inte avslöja för mycket känslig information utan att, som man upplevde det, vinna tillräckligt stora fördelar för att uppväga den kostnad som uppstår, så har deras rapport varit inflytelserik. Kommunikationsfrågan, hur företag kommunicerar med kapitalmarknaden, har också blivit föremål för ett generellt sett ökat intresse (Eccles et al, 2001).

3.5.1 Kommunikationsprocessen

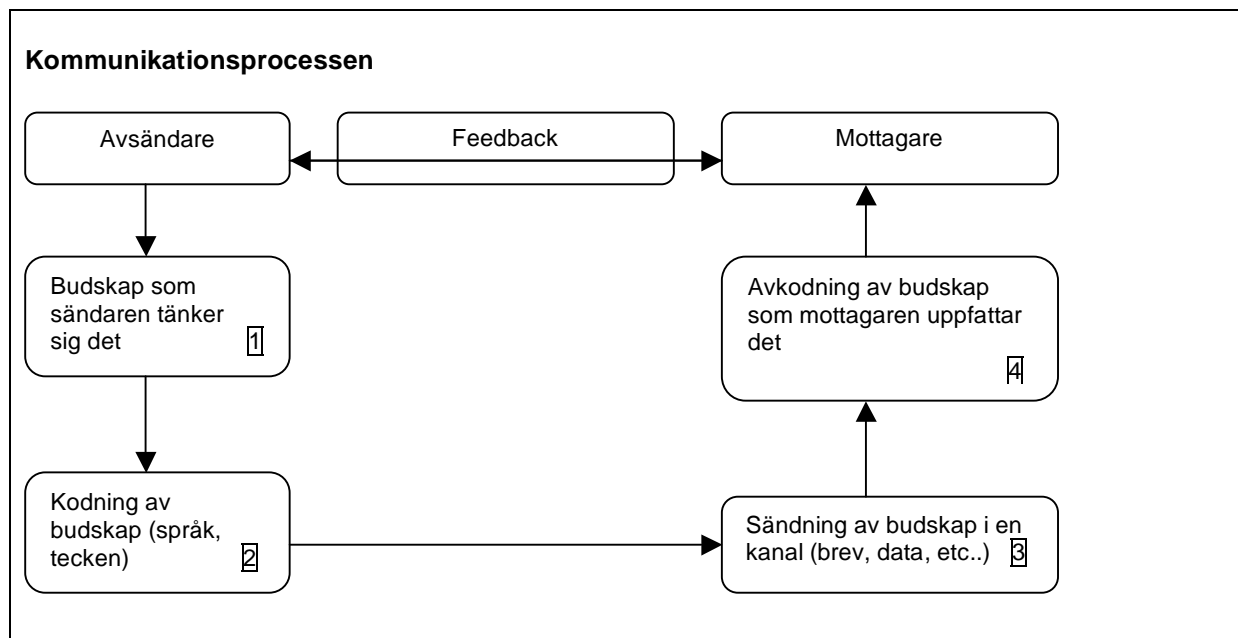
Kommunikation kan definieras som ”överföring av information, idéer, synpunkter eller känslor från en person eller grupp till en annan” (Hall, 1972). Kommunikationen blir här den process där personer eller grupper skickar meddelandet till varandra. Innehållet i meddelandet är information, och processen där informationen förmedlas är således kommunikation. (Jacobsen & Thorsvik, 2002)

Bedford & Baladouni (1962) menar att det enda som kan rättfärdiga att kommunikation uppstår är respekten för användaren och dennes behov. Lagstiftningen brukar ange ägarna som den viktigaste intressentgruppen (Lee & Tweedie, 1990). I fallet med IPO:s, som ju mera är utformat i säljsyfte (Nielsen et al, 2006) får detta begrepp modifieras till att främst omfatta potentiella ägare. Således blir syftet med ett IPO-prospekt, enligt denna definition, att möta de potentiella ägarnas investeringsbehov.

När användarens behov bedömts skall meddelanden produceras, som innehåller en hög grad av överensstämmelse och signifikans (Bedford & Baladouni, 1962). Överensstämmelse åsyftar likheten mellan vad mottagaren uppfattar, jämfört med vad meddelandet är eller hur dess ursprungliga avsikt såg ut, som uttryckt av sändaren. Med signifikans menas den grad av relevans och pricksäkerhet som slutprodukten har i relation till sin omgivning. Perfekt kommunikation uppstår när meddelandet både produceras och tolkas med hundra procentig överensstämmelse. (Bedford & Baladouni, 1962) Effektiv kommunikation uppstår när

mottagaren tolkar meddelandets innebörd på ett sätt som väl överensstämmer med sändarens intentioner. (Jacobsen & Thorsvik, 2002)

För att informationens användare skall kunna fatta goda beslut, är det viktigt att man har en så god informationsgrund som möjligt. Hur god denna informationsgrund är, beror starkt på i vilken grad information har försvunnit eller färgats i kommunikationsprocessen (Jacobsen & Thorsvik, 2002). Det finns tre kritiska faser i varje kommunikationsprocess, där problem, ”störningar”, kan uppstå: problem vid kodning, problem vid förmedling och problem vid avkodning, såsom selektiv uppmärksamhet, uppfattning och inställning, både hos avsändare och hos mottagare (Jacobsen & Thorsvik, 2002). Bedford och Baladouni (1962) menar att faktorer i personens omgivning, såsom användarens förväntningar, förkunskaper, personlighet och behov, kan skapa problem när ett meddelande skall kommuniceras. Mottagaren kanske inte förstår vad som sägs och kommuniceras, informationen når kanske av olika orsaker inte fram, eller kanske missuppfattas och feltolkas den. (Jacobsen & Thorsvik, 2002) Detta kan visas genom en enkel kommunikationsmodell.



Figur 1: Kommunikationsprocessen (Jacobsen & Thorsvik, 2002)

Här ser vi alltså att även mellan parter som vill ha en god och öppen kommunikation kan problem uppstå. Även om bägge parter, självmant och på basis av regelverket, strävar mot en informationsnivå som de båda tycker är tillfredsställande, så kan faktorer inverka som gör att det tänkta budskapet ändå inte når fram på det sätt som ursprungligen avsetts. Således är opportunistiskt beteende och intressekonflikter inte den enda orsaken till att kapitalmarknaden inte erhåller den information man efterfrågar. (Jacobsen & Thorsvik, 2002)

3.5.2 Värdegapet

Eccles et al (2001) menar att den information som företag släpper ut på marknaden av olika skäl inte är den information som investerare och analytiker faktiskt vill ha. För lite av den information som verkligen spelar roll, kommer ut till marknaden. Författarna menar att det är ledningens ansvar att rannsaka sig själva och ändra sin syn på den information man faktiskt sänder ut, så att den möjliggör för analytiker och investerare att på ett bättre sätt kunna underbygga sina prognoser, rekommendationer och beslut. Företagsledningarna behöver

kanske tänka över om inte nyttan med en ökad informationsdelgivning överstiger kostnaderna. Författarna hänvisar till ett antal tidigare gjorda undersökningar, som visar att ingen form av normjustering eller harmonisering kommer att stänga dessa gap. (Eccles et al, 2001)

Eccles et al hävdar att nästan alla de företagsledare man intervjuat anser att marknaden mer eller mindre undervärderar deras bolag, något man kallar för ett värdegap. Marknaden håller alltså inte med om den värdering som företagsledningen själva gör över sitt företag, på grund av brist på den information som behövs för att en tillräcklig värdering skall kunna ske, vilket implicerar att en förbättrad kommunikation mellan företag och marknad skulle leda till att marknaden, givet att företagsledningen har en någorlunda korrekt värdering av sitt företags möjligheter, uppvärderar bolaget. Detta förutsätter dock att man kan få tillgång till den privata information om företaget som ledningen besitter och grundar sin värdering på. En ökad inblick i företrädesvis de värdeskapande processerna, skulle därmed minska värdegapet. Som grund för detta värdegap har författarna identifierat fem kommunikationsgap, alltså fem problemområden där kommunikationen behöver förbättras. (Eccles et al, 2001)

Sources of the Value Gap		
Management		Market
Management's View of Company's Value	Understanding Gap	Value Gap
		Market's View of a Company's Value
Quality of Information		
Quality Gap		
Importance of a Measure		Importance of a Measure
Reporting Gap		Information Gap
How Actively a Measure Is Communicated	Perception Gap	How Adequately a Measure is Communicated

Figur 2: Källor till värdegapet (Eccles et al, 2001)

Informationsgapet består av skillnaden mellan hur viktigt analytiker och investerare tycker att ett mått är, och hur mycket de anser att detta informationsbehov möts av företaget. Detta gap uppstår alltså när marknaden saknar information som man anser viktig. Därför, menar författarna, blir analytiker och investerare mera vaksamma, och värderar därmed aktien lägre än vad ledningen gör, eftersom ledningen har bättre insyn i detta, liksom de framtida strategierna. Omkring 70 % av de mått som analytikerna anser viktigast uppvisar ett betydande informationsgap, som ibland är mycket stort. Man är endast nöjda med den information man erhåller för 3 av 11 av de mått man anser viktigast. Endast de finansiella måtten lider inte av ett informationsgap. (Eccles et al, 2001)

Rapportgapet utgörs av skillnaden mellan hur viktigt ledningen anser att ett mått är, och hur aktivt de jobbar med att rapportera det. (Eccles et al, 2001)

Kvalitetsgapet innebär skillnaden mellan den betydelse som ledningen sätter på ett mått, och hur pålitligt de anser att sitt företags interna system är vad gäller att leverera denna information. Detta gap har sin grund i att viss slags information ofta har sådan karaktär att den saknar tillräcklig tillförlitlighet och/eller validitet att kommuniceras ut till marknaden. Att släppa denna typ av information till marknaden blir för riskabelt för bolaget, då det kan resultera i att analytiker och investerare fattar felaktiga beslut som, utom dess vetenskap, egentligen inte är tillräckligt underbyggda. (Eccles et al, 2001)

Perceptionsgapet innebär skillnaden mellan hur aktivt ledningen anser sig jobba för att rapportera ett mått, och hur analytiker och investerare upplever tillräckligheten på den information de erhåller. (Eccles et al, 2001)

Förståelsegapet består av skillnaden mellan den betydelse ledningen sätter till ett mått, och hur viktigt analytiker och investerare anser att måttet är. Vad gäller detta gap, så anser Eccles et al att de ej vågar dra några slutsatser om vad respektive part tror att motparten uppfattar som viktig information. Dock hävdar man att det inte finns något som tyder på att det är olika slags information som ligger till grund för en värdering – både företagsledning och analytiker/investerare har en ganska likartad uppfattning om vad det är som skapar värde i ett företag. Den olika syn på företags värde som respektive grupp har, baseras i så fall snarare på informationsgapet, och de andra gapen som ligger till grund för detta, och det är detta som måste överbryggas för att både företagen och kapitalmarknaden skall gynnas. (Eccles et al, 2001)

Vår studie kommer alltså, inom detta område, mestadels att röra sig kring Informations- och Förståelsegapet.

4 EMPIRI

Detta avsnitt innehåller en sammanställning av den information som framkommit under de intervjuer som genomförts. Avsnittet är indelat efter de fyra företag som undersökts och har givits följande struktur: inledningsvis ges en presentation av företaget och personen som representerar detsamma, därpå följer en sammanställning av den genomförda intervjun med företagsrepresentanten. Läsaren blir efter detta presenterad kapitalmarknadens syn på prospektet, utifrån de intervjuer som genomförts med de utvalda representanterna för kapitalmarknaden.

4.1 Biovitrum

Biovitrum är ett företag verksamt inom läkemedelssektorn. Bolaget har verksamhet i Sverige och Storbritannien. De läkemedel man forskar fram och utvecklar är riktade både mot folksjukdomar och mot sjukdomar som endast drabbar mindre grupper. Målet är att bli ett av Europas ledande biopharmabolag. (www.biovitrum.se)

Rörelseresultatet för 2005 var 130 Mkr och bolagets nettoomsättning uppgick till 940 Mkr. Biovitrums emissionsinstitut var Carnegie och ABG Sundal Collier. Bolagets introducerades på Stockholmsbörsens O-lista den 14 september 2006. (www.biovitrum.se)

4.1.1 Sammanställning av intervju med IR-ansvarig

Intervjufrågorna har ställts till Biovitrums IR-ansvariga, Anders Martin-Löf.

Det var tre skäl som gjorde att Biovitrum valde att göra en IPO. Till att börja med, så ägdes man av ett riskkapitalbolag som tyckte att det var dags att sälja. En annan anledning var att bolagets kompetens och verksamhet skulle synliggöras på ett bättre sätt om det vore noterat. Slutligen ansågs noterade aktier vara mera lämpliga att använda som valuta vid framtida affärer.

Biovitrum anser sin notering vara lyckad. Aktien blev övertecknad tio gånger och kursen höll sig väl uppe efter introduktionen. Första handelsdagen steg kursen 10%.

Prospektet sattes samman med tanke på potentiella investerare. Informationen förklarades dock med målet att även en lekman skulle kunna förstå den. Det var aldrig aktuellt att ta hjälp av en marknadsföringsbyrå under arbetets gång. Prospektet sattes samman av Biovitrum och dess garantier efter de regler som finns.

Det var viktigt att kommunicera ut en riktig ekonomisk bild av företaget, siffermaterialet utgjorde en väsentlig del av informationen. Analytikerna skulle själva få göra sina prognoser av materialet. I prospektet ville man även förmedla vad bolaget hade för ”triggers”, det som får bolaget att generera intäkter och driver det framåt. Informationen bolaget lämnade anser Martin-Löf ha förmedlat en rättvisande bild.

Martin-Löf tror att den information kapitalmarknaden var mest intresserad att få ta del av var de läkemedel bolaget hade i sin forskningsportfölj. Bolagets värde, menar han, bygger på dess forskning och framtida förhoppningar.

Den extra information som givits i prospektet har lämnats utan vidare eftertanke, undantaget det som skrivits om bolagets forskningsportfölj. De regler som styr informationen i prospektet finner han relevanta. Dock anser han att det blir konstlat att man ska beskriva bolagets historik då den kanske varken finns dokumenterad eller att man kan se någon nytta att ta med den.

Det är viktigt att de banker man förlitar sig på under processen förstår sig på branschen och har ett gediget intresse av att stå till tjänst. Det är svårt för bankerna att sätta sig in i ett bolag på ett sådant grundligt sätt att informationen i prospektet blir riktigt nedtecknad.

4.1.2 Sammanställning av intervju med analytiker

Intervjufrågorna har ställts till Olof Sandström, ekonomisk skribent på Dagens Industri. Hans roll liknar analytikerns, och vi har därför i denna uppsats valt att behandla honom som en analytiker.

Ett skäl som gör det intressant att investera i ett företag som skall noteras är ifall bolaget behöver kapital till expansion, vilket var fallet för Biovitrum. För att introduktionen av bolaget skall vara positiv bör kursen vara relativt stabil den första tiden på börsen. Bolagets nya ägarstruktur skall förbättras och bolaget skall få ökad uppmärksamhet. I Biovitrums fall var uppmärksamheten marknaden gav allt för liten, enligt Sandström.

När man tar del av ett prospekt utgår man alltid ifrån att det skall vara säljande, därför spelar det ingen roll om det har varit någon marknadsföringsfirma inblandad. I detta fall kändes prospektet ej överdrivet säljande. Informationen i prospektet anser Sandström vara riktad till professionella investerare.

Den information som är viktig att få fram i sitt prospekt är vilka som säljer och varför. Bolaget skall också visa hur dess olika verksamhetsområden presterar. Utseendemässigt är det bra om det ger ett seriöst intryck.

Prospektet var, vad respondenten kan komma ihåg, fullständigt och det var ingen del som han saknade. Informationen företaget gav vid noteringen har känts riktig, det har inte kommit fram någon information i efterhand som har ändrat Sandströms bild av bolaget.

Det går inte att göra en riktig analys baserad på enbart det som prospektet innehåller. För att göra detta krävs att man pratar med folk i bolaget och skapar sig en klar bild av hur ledningen tänker.

Informationen bolagen släpper i anslutning sin introduktion håller i allmänhet en hög nivå. De regler som omgärdar prospektet hjälper till att skapa ett bra innehåll. Bolag som tenderar att stoppa in för mycket extra information ser respondenten på som negativt. Det är i extra informationen bolaget kan ta chansen att marknadsföra sig.

För framtida prospekt uttrycker Sandström önskemål om att få ta del av mer information rörande ledningen samt att bolagen minskar ned omfattningen på prospektet.

4.2 Gant

Gant är ett varumärke som är starkt influerat av den amerikanska östkustens livsstil. Genom varumärket säljs kläder, armbandsur, skor, dofter och heminredning. Företaget har två säljkanaler till marknaden; franchisebutiker och andra återförsäljare. Det finns idag drygt 240 Gantbutiker och produkterna finns på marknaden i 70 länder. (www.gant.se)

Under 2005 nådde Gant ett rörelseresultat på 200 Mkr och fick en nettoomsättning på knappa 1 010 Mkr. Bolaget introducerades på Stockholmsbörsens O-lista den 28 mars 2006. Som finansiella rådgivare, intermediärer, har bolaget använt SEB Enskilda och ABG Sundal Collier. (www.gant.se)

4.2.1 Sammanställning av intervju med CFO

Intervjun är genomförd med Henrik Fredin, finansdirektör. Fredin har varit anställd i bolaget sedan 1999 och sitter med i ledningen.

Bolaget valde att göra en börsintroduktion av två skäl. Huvudägaren som var ett riskkapitalbolag ville sälja samt att bolaget ville säkerställa en fortsatt verksamhet efter ett framtida generationsskifte.

För att bolaget skall kunna anse sin IPO lyckad krävs att man lever upp till det man förutsatt sig i prospektet. Det tar tid att bedöma huruvida IPO:n fallit väl ut, minst ett år anser Henrik Fredin. Med hänsyn till bolagets stora kursuppgång under sin första dag på börsen anser han Gants IPO vara lyckad så här långt.

Gant har i sammansättandet av prospektet använt sig av en kommunikationskonsult. Konsulten togs in främst för att strukturera upp informationen på ett tydligt sätt. Det var inte till någon specifik läsargrupp man vände sig till med informationen. Likaväl som man såg professionella investerare som läsare såg man även privata placerare. Bolaget fokuserade på att förklara sin affärsmodell, att visa hur man tjänar pengar.

Vid sammanställandet av prospektet arbetade bolagets ledning i en projektgrupp tillsammans med sina finansiella rådgivare. Självklart följde man det regelverk som finns för utformning och innehåll i prospektet. De regler som finns ger en bra nivå på vad som skall ingå, anser Fredin.

Varumärket är en viktig beståndsdel som man lagt mycket kraft på att förklara. Det är också denna typ av information Fredin antar att kapitalmarknaden efterfrågar. I övrigt har man inte bidragit med några egna prognoser utan istället lämnat information om verksamhetens siffror. Han anser att informationen de lämnat är tillräcklig och relevant men saknar vissa detaljer som kan vara intressanta men ej kunnat lämnas p.g.a. konkurrensmässiga skäl, bl.a. siffror på marknadsnivå. Informationen som samlades in för sammansättandet av prospektet har utnyttjats av företaget själva då de satt samman annat material såsom kvartalsrapporter och presentationer. Detta anser han tyda på prospektets goda överensstämmelse med verkligheten.

Medvetet har man inte lämnat så mycket extra information. Fokus har varit på att uppfylla de legala kraven. Fredin anser att det finns en risk med att lämna för mycket extra information, nämligen att läsaren kan uppleva det som att bolaget intar en försvarsposition.

Ju längre ett bolag finns noterat på börsen desto bättre information tror Fredin att man lämnar. Bolagen lär sig redovisningsrutiner och vad som är viktigt att nämna för marknaden i sina rapporter.

Fredin understryker att det är viktigt vid sammansättandet av prospektet att företaget inte låter emissionsinstitutet som tar bolagen till börsen får allt för mycket inflytande på vad som skrivs ned. Ofta vet man bäst själv hur det skall formuleras.

4.2.2 Sammanställning av intervju med analytiker

Intervjun är genomförd med Rolf Karp, analytiker på Öhman.

När ett riskkapitalbolag ligger bakom en notering blir den aningen mindre attraktiv, anser Karp. Bolaget har då ofta genomgått en aggressiv process för att förbättra resultatet. Detta visar sig emellertid i balansräkningen genom att bolaget får en sämre soliditet.

Bolaget skall inte få en för stark kursuppgång vid introduktionen, det tyder i så fall på att dess aktier blivit dåligt värderade av det institut som stått bakom introduktionen.

Baserat på vad som stod i prospektet kunde Karp inte argumentera vare sig för eller emot ett köp av Gants aktier. Dock visade prospektet på bolagets goda förmåga att kunna tjäna pengar.

Prospekten utformades för att läsas av ekonomiskt kunniga, en privatperson är i allmänhet inte tillräckligt insatt för att kunna ta till sig informationen på ett riktigt sätt. Skulle det vara så att bolaget använt sig av en marknadsföringsfirma i utformningen av prospektet ser Karp det som något positivt då denna firma antagligen vet hur informationen skall presenteras. Det är upp till läsaren att vara kritisk, bolagens svaga sidor hamnar alltid i skymundan.

Det mest väsentliga att få ta del av i prospektet är företagets resultat- och balansräkning. Detta gäller oavsett bolag. Det hade varit mycket bra om man även lämnat ut historisk kvartalsdata.

Bilden som Gant gav var riktig. De visade tydligt hur deras affärsmodell fungerade och gav information om deras ekonomiska ställning. Dock understryker respondenten att det krävs tillgång till historisk kvartalsdata för att kunna göra en riktig analys. Bolagen lämnar i allmänhet tillfredställande information och är uppmärksamma på vad analytikerna efterfrågar.

Ofta kan det vara allt för mycket extra information i prospektet, även om den i vissa fall bidrar till en bättre förståelse av bolaget. Under tiden bolagen finns noterade på börsen lär de sig vilken typ av information som efterfrågas och justerar sin information efter det.

4.3 KappAhl

KappAhl arbetar med att sälja mode till män, kvinnor och barn, med fokus på kvinnor. Kläderna säljs i egna butiker i länderna Sverige, Norge, Finland och Polen. Företaget distribuerar sina kläder till marknaden genom sina 270 butiker. I framtiden vill man bli Nordens mest lönsamma och ledande modekedja riktad mot kundgruppen 30-50 år. (www.kappahl.se)

Bolagets noteringsdatum på Stockholmsbörsens O-lista var den 23 februari 2006. Emissionsinstitutet var Carnegie och Goldman Sachs. Nettoomsättningen under räkenskapsåret (september-augusti) 2005/2006 uppgick till dryga 4 200 Mkr och rörelseresultatet blev 530 Mkr. (www.kappahl.se)

4.3.1 Sammanställning av intervju med CFO

Håkan Westin som är finansdirektör på KappAhl och ingår i ledningsgruppen har svarat på intervjufrågorna.

Det bolag som ägde KappAhl har som affärsidé att investera i företag, driva dem en tid och sedan sälja av dem på börsen, därför noterades KappAhl. Det viktigaste för att IPO:n skall vara lyckad är att hela emissionen placeras. Emissionsinstitutet - i rollen som företagsmäklare – har som tumregel på att en IPO skall generera en kursuppgång på mellan 5-10 % för att teckningskursen skall vara satt till en bra nivå. Westin anser att noteringen var lyckad då den uppfyllde tidigare nämnda kriterier.

Eftersom juristerna gör det mesta av arbetet med IPO prospektet har bolaget inte använt sig av någon marknadsföringsfirma. Arbetet bakom prospektet fokuserades på de legala krav som finns att följa. Westin ser här en stor skillnad jämfört med hur det var för tio år sedan då det var mer fokus på att sätta samman ett säljande prospekt. Vid sammanställandet av informationen anpassades den främst för att läsas av professionella investerare.

Westin menar att de var noggranna med att inte kommunicera ut egna prognoser i prospektet utan istället förse analytikerna med siffermaterial ur vilket de själva kunde skapa analyser. Det är även det material som anses vara mest efterfrågat av kapitalmarknaden. Det var också viktigt att ta med sådan information som beskriver vad det är som gör att bolaget drivs framåt.

Efter att ha läst och tagit del av de prognoser marknaden gjort på företaget anser Westin att informationen de lämnat varit riktig.

Det är inte meningen att den extra information som lämnas skall skönmåla bolaget. Han tillägger dock att visst lämnas en del extra information för att läsaren skall anse bolaget vara värt att investera i. De regler som finns rörande prospektets utformning manar till att ta fram relevant information.

Desto längre tid ett bolag varit noterat desto bättre information lämnar det. Kanske tror man att man har bra vetskap om bolagets siffermässiga bit men det förstår man under IPO-processen att man inte har! Det är viktigt att kunna verifiera all information som skall användas i prospektet och under framtagandet av prospektet ha god reda på var informationen finns.

4.3.2 Sammanställning av intervjuer med analytiker

Intervjuerna är genomförda med Niklas Ekman som är analytiker på Carnegie och anonym analytiker, anonymt företag, nedan benämnd Anonym.

Båda analytikerna hävdar att en IPO känns mindre attraktiv om skälet som ligger bakom den är att ett riskkapitalbolag vill få in pengar. För att IPO:n skall anses lyckad skall bolagets kurs stiga på lång sikt samt att det som stått i prospektet skall infrias, säger Ekman.

Ekman anser att det är svårt att lämna en rekommendation rörande en investering baserat enbart på vad som står i prospektet. Det är flera andra faktorer som också skall vägas in. Vid introduktionen av KappAhl var marknaden instabil vilket också påverkar rekommendationen.

Informationen i prospektet är riktad till professionella investerare, anser de båda analytikerna. Ekman tycker inte att det spelar någon roll om bolaget valt att ta hjälp ifrån en marknadsföringsfirma vid utformningen av informationen. Anonym är mer positiv till att bolaget använder sig utav en sådan.

På frågan rörande vad de tror är viktigast för bolagen att kommunicera ut skiljer sig analytikernas uppfattningar. Ekman har uppfattningen att bolagen främst vill visa resultat- och balansräkning samt dess ägarstruktur. Anonym däremot anser att de försöker visa hur bra de är genom sina texter. Vad som är viktigast för analytikern att ta del av anser de båda vara resultat och balansräkningen.

När man tar del av ett prospekt är man medveten om att möjligheterna är överdrivna och riskerna är underdrivna anser Ekman. Anonym är tveksam till om det går att göra en analys enbart på informationen som finns i prospektet, Ekman är mer positiv till att det går.

Prospekten är i allmänhet väl utformade och innehåller relevant information. Den extra information som finns i prospektet är nödvändig även om den kan bidra till att ge läsaren en alltför positiv bild av företaget, säger Ekman. Efter bolagen har varit noterade en tid blir informationen allt bättre. Både Anonym och Ekman anser att bolagen i framtiden bör komplettera sina prospekt med historisk kvartalsdata.

4.4 Orexo

Orexo utvecklar läkemedel mot de områden där det finns påtagliga medicinska behov. Idag har bolaget två läkemedel ute på marknaden. De har även ett antal produkter i olika utvecklingsfaser samt ett antal patent. Orexo strävar efter att bli en av läkemedelsindustrins främsta aktörer. (www.orexo.se)

Bolaget hade ett negativt rörelseresultat för 2005 på –44.5 Mkr. Nettoomsättningen uppgick till 63 Mkr. Intermediärer för Orexos notering var ABG Sundal Collier och Carnegie. Bolaget noterades på Stockholmsbörsens O-lista den 11 november 2005. (www.orexo.se)

4.4.1 Sammanfattning av intervjun med CFO

Intervjufrågorna har ställts till Orexos vice vd och finansdirektör Claes Wentzel. Han har varit verksam i bolaget sedan 2005 och sitter med i ledningsgruppen.

Det fanns tre skäl till att Orexo valde att börsnotera sig. Dels var bolaget i en situation då det behövde få in kapital och dels ville inte huvudägarna sälja till ett riskkapitalbolag. Dessutom ville man ge personalen möjligheten att omvandla sina aktier till likvida medel. Orexo hoppades på ett långsiktigt framtida ägande i form av institutionella investerare, vilket man också fick. Det var också viktigt att få emissionen placerad, dvs. att få in de pengar man förutsatt sig vid försäljningen av bolaget.

Bolaget använde sig inte av någon marknadsföringsfirma vid sammanställandet av prospektet utan sammanställde det ihop med sina emissionsinstitut. Som läsare av prospektet såg man främst institutionella investerare och ansåg att det var riktigt att fokusera på en läsargrupp då det inte skulle vara möjligt att formulera ett flertal olika prospekt. När prospektet sattes samman följdes de regler som fanns uppsatta. De lagliga krav som idag finns är mycket tydliga och fungerar som en bra utgångspunkt. Reglerna har utvecklats till det bättre.

Den viktigaste delen att kommunicera ut till läsarna var investerarnas möjlighet i förhållande till den risk de tar. Det var även viktigt att framhålla bolagets finansiella information såsom resultaträkningen. Denna information är densamma som Wentzel hävdar vara mest efterfrågad av investerarna. Informationen som lämnades av bolaget anser han vara både rättvisande och relevant. Den extra information som bolaget lämnade syftade till att ge nödvändig kunskap om branschen och skapa förståelse om affärsmodellens utseende.

I prospektet lämnar företaget, i jämförelse med årsredovisningen, en mer fullständig bild av den ekonomiska situationen och en tydlig riskbeskrivning.

Det är viktigt att man innan steget till notering har förberett bolaget väl. Minst ett år innan notering hävdar Wentzel att man skall ha levt i linje med de rutiner ett redan noterat bolag följer. Under denna tid har man då lärt sig att ställa samman årsredovisningar och kvartalsrapporter samt lärt sig att på ett tillfredsställande sätt kunna kommunicera med sina aktieägare.

4.4.2 Sammanställning av intervjuer med analytiker

Intervjufrågorna är ställda till analytiker Christian Wallberg, Remium och analytiker Hans Mähler, Handelsbanken.

För att investeringen i det nyligen noterade bolaget skall vara lyckad vill man se en stadig uppgång, säger Wallberg. Mähler vill även att det ledningen förutsatt sig i prospektet skall uppfyllas. De tycker båda att det inte ger någon positiv känsla av bolaget då man vet att det är ett riskkapitalbolag som vill sälja av det genom en notering på börsen.

För att kunna göra en riktig värdering av ett företag krävs det att analytikern har tillgång till ett par andra faktorer än själva prospektet, anser Mähler. Den information bolagen lämnar i prospekten är skriven för att läsas av en professionell investerare. Bolagen framhåller gärna i sina prospekt hur deras affärsplan ser ut, vad de har för strategier och mål.

Det är resultat och balansräkningen som är viktigast för analytikern att få ta del av i prospektet, tycker både Mähler och Wallberg. Mähler understryker att eftersom detta prospekt behandlar ett läkemedelsbolag är det även viktigt att få ta del av de läkemedel som ännu inte nått marknaden men som finns i forskningsportföljen.

Bilden företagen ger av sig själva i prospektet är de båda medvetna om att den är vinklad till företagets fördel. Bolag i allmänhet är duktiga på att lämna rättvisande information under sina introduktioner.

Wallberg är positiv till att bolagen lämnar extra information. De regler som omgärdar upprättandet av prospektet är nödvändiga.

Vid en jämförelse mellan informationen i en årsredovisning och i ett prospekt anser de båda att prospektet ger en mer heltäckande bild av bolaget. Wallberg tycker att kvalitén på den information bolagen lämnar ifrån sig förbättras i takt med deras tid på börsen.

Båda vill gärna ta del av mer detaljerade prospekt i framtiden vad gäller bolagens siffror.

5 ANALYS

Vår analys är upplagd enligt följande. Först kommer vi att göra en jämförelse, företag för företag, mellan vad bolagets representant anser om den information man lämnat och den uppfattning respektive analytiker har om informationens beslutsanvändbarhet. Sedan avser vi att föra en diskussion ur kommunikationsperspektiv, om de genomgående likheter och skillnader i olika respondenters syn på informationen som vi kunnat identifiera, samt specifika fenomen värda att beakta även om de inte är genomgående.

Enligt Bedforths & Baladounis (1962) syn på kommunikation, så är det endast respekten för användarens behov som motiverar att kommunikation uppstår. Detta innebär, att det enda syftet med ett IPO-prospekt är att det fyller det informationsbehov som dokumentets målgrupp har. Samtliga företag har, i sina prospekt, sett professionella investerare som sin primära målgrupp. De analytiker vi intervjuat håller med att så är fallet, och, med avseende på den definition av analytiker vi gjort som framställare av rekommendationer till investerare blir det alltså relevant att analysera informationen i prospektet utifrån analytikerns synvinkel. Därmed är det alltså korrekt att studera analytikerns syn på informationens beslutsanvändbarhet utifrån de empiriska data vi har.

Ur företagets synvinkel, torde denna syn på kommunikation innebära att syftet med prospektet är att fylla analytikerns och investerarens informationsbehov, vilket således torde innebära den information som företagen anser ha störst sannolikhet att uppfylla de kriterier som man ställer på en lyckad IPO. Det optimala man kan göra i detta läge, för att detta skall bli uppfyllt, är att man kommunicerar ut exakt den information kapitalmarknaden vill ha.

5.1 Biovitrum

Sandström, reporter på DI, ser positivt på Biovitrums introduktion, då skälet var att bolaget var i behov av att få in kapital för att expandera. Det huvudsakliga som bolagets IR-ansvarige Martin-Löf anger ligga till grund för introduktionen är att gamla ägaren, ett riskkapitalbolag, ville sälja samt att man bättre ville synliggöra bolagets kompetens och verksamhet genom en notering. Här undrar vi om det kan vara fallet att Biovitrum satt samman informationen i prospektet på ett sådant sätt att det framstår som mindre betydande att det är ett riskkapitalbolag som var den gamla ägaren och ville sälja? Adrem (1999) hävdar att bolaget skall delge intressenterna sådan extra information som anses vara relevant för att ge dem en riktig bild. I Biovitrums fall har bilden prospektet förmedlat till Sandström varit att skälet för noteringen är behovet av kapital till bolagets expansion.

Den information Martin-Löf anser att marknaden borde vara mest intresserad av att få ta del av är vad Biovitrum har i sin forskningsportfölj. Det är dessa läkemedel som utgör bolagets framtida värde. Siffermaterialet var också viktigt för bolaget att visa fram. Biovitrum var noga med att inte lämna ut några prognoser utan istället låta analytikerna ta hand om den biten. Sandströms intresse var främst att genom prospektet få reda på vilka som säljer och varför. Han var också angelägen om att kunna studera bolagets olika verksamhetsområden. Det Martin-Löf säger rörande forskningsportföljen stämmer väl överens med vad Jenkinsskommittén (AICPA, 1994) kommit fram till om informationsbehov, nämligen att informationen investerarna vill ta del av rör bolagets framtid.

Den extra information Biovitrum inkluderade i prospektet var rörande forskningsportföljen. Övrig extra information är lämnad utan djupare eftertanke. Den typ av information som Sandström gärna sett att företaget lämnade är sådan som mer i detalj rör ledningen. För att återknyta till Adrems (1999) teori som hävdar att bolaget skall inkludera sådan extra information som är nödvändig för att förmedla en riktig bild av bolaget kan man ställa frågan om det inte vore mera lämpligt att mera noggrant föra ett resonemang över vilken information som skall tas med. De nyttor Adrem (1999) visar på att lämnande av relevant extra information för med sig, i fråga om ökat aktieintresse och en ökning av aktiepriset, riskeras att till viss del gås miste om när ett bolag följer Biovitrums resonemang. Den bild som förmedlades genom prospektet anser dock både Sandström och Martin-Löf ha varit riktig. Sandström anser sig inte ha varit tvungen att i efterhand korrigera den bild av företaget han fått.

Någon kommunikationskonsult har inte använts av Biovitrum. Man har tillsammans med garanten satt ihop prospektet enligt de lagar och regler som finns. Sandström anser inte att prospektet i Biovitrums fall kändes överdrivet säljande. Vidare hävdar han att det finns en medvetenhet om att prospektet skall vara säljande och att det därför inte försvårar för läsaren att ta till sig, på ett ur läsarens perspektiv riktigt sätt, både positiv eller negativ information om bolaget trots att det kan ha formulerats på ett saluförande sätt av en kommunikationskonsult. Denna aspekt kommer vi att diskutera senare i analysavsnittet.

Martin-Löf anser att informationen bolaget satt samman inte explicit riktar sig till den professionella investeraren, utan att även en lekman skulle kunna tillgodogöra sig informationen. De teorier som ligger till grund för denna uppsats menar att det är analytikers roll att tolka företagets information och sedan föra den vidare (Flöstrand och Ström, 2006).

Sandström anser att det är svårt att göra en analys enbart efter att ha tagit till sig innehållet i prospektet. Ofta behövs det, menar han, inkluderas andra faktorer än de av företaget nedtecknade. För att skapa en riktig analys ur vilket ett investeringsbeslut kan fattas krävs det att man kommunicerar med folket i bolaget samt skapar sig en bild av hur ledningen tänker.

En av de svårigheter, som Biovitrum identifierat, med att sätta samman informationen i prospektet var garantens inflytande över det. Martin-Löf pekar på att det är viktigt att garanten är väl insatt i hur företaget fungerar då de fungerar som medskribenter.

Eccles et al (2001) hävdar att informationsgapet innebär att den information bolaget lämnar till marknaden inte alltid är den information marknaden efterfrågar. Konsekvensen av detta blir att bolaget värderas för lågt. Man anser vidare att det ligger på företagsledningens ansvar att se till så relevant information når marknaden. Detta resonemang kan hållas i åtanke då Sandström efterfrågar prospekt som är mindre omfattande, men med mera beslutsrelevant information. Informationsgapet tycks alltså vara närvarande, men dock inte påträngande. Förståelsegapet är i detta fall ganska litet, då den information Sandström anser vara viktigast för att genomföra en analys av bolaget också stämmer väl med den information bolaget upplever att analytikerna ser som viktigast. Värre är då att Sandström upplever att Biovitrum delger för mycket information, då detta antyder att bolaget sprider icke-relevant extrainformation, något som kan få till konsekvens att bolaget möter kostnaderna av att lämna frivillig extrainformation i en högre grad än fördelarna. Även denna fråga kommer att behandlas senare i diskussionen.

5.2 Gant

En av anledningarna till att Gant ville börsnoteras, var att det riskkapitalbolag som var huvudägare ville sälja. Karp, som analyserat Gant, säger att han uppfattar det som negativt i de fall då det är ett riskkapitalbolag som noterar ett bolag för att sälja av det. Risken, menar han, är att bolaget innan introduktionen har genomgått en aggressiv process för att förbättra siffrorna. Detta menar han emellertid visar sig i prospektet genom att man kan avläsa att bolaget har en låg soliditet. Här ser vi ett exempel på störningar i kommunikationsprocessen, som baseras på de förutfattade meningar som informationsmottagaren har (Jacobsen & Thorsvik, 2002). Den uppfattning Karp har, om riskkapitalbolag som en negativ faktor vid en börsintroduktion, riskerar att ha påverkat hans syn på samtlig information i prospektet. Vi tolkar detta även ur ett signalperspektiv, där företaget, genom att ha ett riskkapitalbolag som tidigare ägare, sänder en negativ signal, som indikerar en ökad risk för opportunistiskt beteende, till marknaden. Detta är en analytikersynpunkt vi kunnat identifiera även i fallen KappAhl och Orexo, och väljer därför att beakta detta i diskussionsavsnittet nedan.

Informationen i Gants prospekt är inte riktad till en bestämd målgrupp, utan skall kunna läsas och förstås även av privatpersonen i rollen som investerare, anser Fredin. Karp anser däremot att informationen i prospektet är riktad till den professionelle investeraren snarare än privatpersonen. Det som är skrivet i teorin om analytikerns roll är att dennes uppgift just är att förmedla information (Olbert, 1992). Flöstrand och Ström (2006) samtycker med Olbert och fortsätter resonemanget med att analytikern gallrar ut väsentlig information, sammanfattar den sedan för att slutligen presentera den för intressenten.

Gant använde sig av en kommunikationskonsult vid sammansättandet av sitt prospekt. Anledningen till detta var att bolaget på ett bättre sätt ville kommunicera ut sin mjukare sida och skapa bättre förståelse hos läsaren. Karp är positiv till användandet av en sådan konsult, eftersom denne förmodligen har bättre kunskap om hur informationen ska presenteras på bästa sätt. Han anser att det är upp till läsaren av prospektet att hålla sig kritisk till den information som han eller hon tar del av. Bedford & Baladouni (1962) menar att perfekt kommunikation kräver en mycket hög överensstämmelse. Jacobsen och Thorsvik (2002) anser att effektiv kommunikation är då mottagaren tolkar sändarens meddelande på det sätt sändaren avsett. Karp menar således att närvaron av en kommunikationskonsult bidrar till att överensstämmelsen mellan sändarens avsikt med meddelandet och mottagarens tolkning av det, alltså den korrekta tolkningen av informationen i prospektet, gynnas när en kommunikationskonsult hjälpt till att upprätta det.

Adrem (1999) pekar på nyttan för företaget att ta med extra information i prospektet då denna ökar intresset för aktierna och aktiepriset stiger. Ur analytikerns synvinkel är det, enligt Olbert (1992), viktigt att skapa sig en helhetsuppfattning av bolaget och genom denna bedöma företagets möjlighet på marknaden. Fredin säger att bolaget varit sparsamma med att lämna ut för mycket extra information av två skäl. Dels var man rädd att läsaren av prospektet skulle uppfatta det som att bolaget intog en defensiv position och dels för att inte lämna ut information som skulle kunna skada bolaget ur konkurrenssynpunkt. I teorierna som granskats har endast stöd funnits för att det kan vara en nackdel ur konkurrenssynpunkt att lämna ut för mycket information (Smiley, 1988). Den extra information Gant har med i sitt prospekt syftar främst till att förklara bolagets affärsmodell. Särskilt viktigt finner Gant det att ge en inblick i bolagets varumärke. Day (1986) berör analytikerns intresse av att ta del av VD:s kommentarer för att lägga dessa till sin bedömning av bolaget.

Karp ser resultat- och balansräkningen som den mest väsentliga informationen i prospektet. Detta överensstämmer med flertalet studier, bland andra så har Olbert (1992) och Day (1986) kommit fram till detta. Han tillägger att han gärna sett att bolaget även publicerade dessa siffror kvartalsvis. Gant's CFO Fredin tror att kapitalmarknaden först och främst efterfrågar information om exempelvis affärsmodellen. Under intervjun med analytikern, som följt Gant och var insatt i prospektet, framkom det att affärsmodellen framgått mycket tydligt. Han anser vidare att bilden bolaget förmedlade av sig självt var riktig. Den detalj Karp saknar i prospektet, för att informationen skall tjäna som beslutsrelevant, är en redovisning av bolagets kvartalsdata. Fredin är medveten om att marknaden gärna hade tagit del av en mer detaljerad bild av bolagets redovisning, men säger att Gant av konkurrensskäl valt att inte delge denna typ av information.

På frågan som behandlar företagssidans och analytikersidans uppfattning rörande hur nöjda de var med den bild av företaget som framträdde genom den redovisade informationen i prospektet anser de båda dock att informationen som lämnades var relevant och gav en riktig bild av bolaget. Karp menar att bolag i allmänhet lämnar ut relevant information och är lyhörda på vad analytikerna efterfrågar, men hävdar ändå att informationen i prospektet inte var tillräckligt beslutsrelevant. Prospektet fungerade bättre till att visa att Gant är duktiga på att tjäna pengar, säger han. Här ser vi att förståelsegapet och informationsgapet (Eccles et al, 2001) finns närvarande i fallet med Gant. Förståelsegapet är ganska litet, vilket ligger ganska väl i linje med vad Eccles et al säger, och gör sig främst påmint genom att Gant tycks ha övervärderat den betydelse analytikerna lägger vid en beskrivning av affärsmodellen. Informationsgapet innebär att analytikerna inte erhåller den information man efterfrågar, (Eccles et al, 2001) och gör sig mest påmint genom Karps efterfrågan på historisk kvartalsdata, något som företaget inte velat delge. Eccles et al menar här att denna typ av beteende är felaktigt – genom att inte lämna den information som kapitalmarknaden efterfrågar kommer värdegapet att vara stort, och analytikerna kommer alltså inte att värdera bolaget så högt som annars hade varit fallet.

Karp är av uppfattningen att prospektet ofta innehåller för mycket information och att denna bara i vissa fall ökar förståelsen för bolaget. Detta intryck tolkar vi, i fallet Gant, främst gälla informationen om affärsmodellen, som detta ökar intrycket av att bolaget är ute efter att visa hur duktiga man är på att tjäna pengar. Effekten av att lämna fel slags extrainformation kommer vi att diskutera senare i analysen, då detta är ett fenomen som förekommer i flera av de prospekt vi studerat. Då Karp säger att det är upp till läsaren själv att vara kritisk, lyser hans skepsis igenom. Kanske har han genomgående påverkats av de negativa signaler som uppstod av att huvudägaren var ett riskkapitalbolag? Rolf Karp tycks nästan förutsätta att informationen är vinklad. Även denna uppfattning om bolagens information är genomgående för samtliga analytiker, och kommer att diskuteras nedan.

5.3 KappAhl

Det företaget ansåg vara viktigast vid sin börsnotering, var att hela emissionen skulle placeras, samt att den initiala kursuppgången skulle ligga på 5-10%. Med andra ord, så skulle den initiala underprissättningen vara låg, och hela den summa pengar man avsåg att få in, skulle flöda in. Dessa incitament ligger väl i linje med de teorier som säger att företaget vill få in så mycket pengar som möjligt vid en nyintroduktion (Darrrough & Rangan, 2005).

De analytiker som följt KappAhl sedan introduktionen anser att två kriterier måste vara uppfyllda för att IPO: n skall vara lyckad, ur dennes egen synvinkel. Den första punkten

handlar om att kursen skall stiga på lång sikt, och överensstämmer väl med det grundläggande antagandet om den nyttoximerande investeraren, som vill maximera avkastningen på sitt satsade kapital, alltså helt enkelt göra en så bra investering som möjligt (Darrough & Rangan, 2005). Det andra kriteriet som skall vara uppfyllt, är att det som står i prospektet framgent ska visa sig stämma. Detta har, utifrån vår tolkning, mera att göra med förtroende än med siffror; ur analytikerns synvinkel ökar detta ledningens och bolagets trovärdighet. Trovärdigheten är något som enligt teorin anses vara en positiv effekt av en hög grad av frivillig delgivning av extrainformation (Holland, 1997).

KappAhl noterades eftersom det riskkapitalbolag som var ägare kände att det var dags att sälja bolaget. Bägge analytikerna anser att en IPO blir mindre attraktiv ifall den sker av den anledningen att ett riskkapitalbolag vill sälja ut. Det teoretiska stöd vi har funnit för detta, kan kopplas till opportunistiskt beteende och signaler, vilket vi kommer att diskutera ytterligare i diskussionsavsnittet nedan.

KappAhl försökte vara noga med att inte kommunicera ut egna prognoser. Detta är rationellt utifrån den forskning vi gått igenom, där det ej antyds att analytiker efterfrågar färdiga prognoser – snarare vill man göra dessa själva (Day, 1986), och ser att företagen förser dem med den information som behövs för att analyserna skall kunna genomföras. Dessutom ligger det nära till hands att anta att trovärdighet spelar in här; ifall företaget förser marknaden med prognoser som inte stämmer, lär detta skada kommunikationsrelationen och förtroendet för bolaget.

KappAhl har försökt tillfredsställa de informationsbehov man identifierat hos målgruppen, genom att kommunicera ut det siffermaterial som behövs för att göra egna analyser. Dessutom har företaget i prospektet lagt energi på att informera om de faktorer som ”driver bolaget framåt”. Bolagets CFO är i efterhand, efter att ha läst marknadsanalysen, nöjd med den information man har lämnat. Det analytikerna uppfattar att bolaget lagt vikt vid att kommunicera ut är, menar Ekman, resultaträkning och ägarstruktur. Det enda teoretiska stöd vi kunnat finna om ägarstrukturens betydelse kommer från Reber et al (2005) och Wang & Iqbal (2006), som menar att ägare med ett högt bibehållet ägande sänder ut starkt positiva signaler till marknaden, om att man har en god tro på företagets framtidsutsikter. Således finns det onekligen incitament för KappAhl att påvisa hur bolagets ägarstruktur kommer att se ut efter börsintroduktionen. Anonym menar istället att KappAhl genom texter vill försöka visa vilket bra bolag man är. Viktigast för dessa två analytiker att få ta del av är däremot resultat- och balansräkning. Detta stöds av flera av de teorier som behandlar analytikerns informationsbehov, såsom Olbert (1992) och Day (1986). Vi ser här en ganska god överensstämmelse mellan den information som analytikerna anser vara viktigast, och den information som företagen tror att analytikerna vill ha. Detta ligger i linje med Eccles et al (2001) resonemang runt förståelsegapet, att det är relativt litet, då bägge parter anser sig vara ganska väl medvetna om vilken information som krävs för att en analys skall kunna göras.

Ekman anser att informationen i prospektet är relevant och beslutsanvändbar, alltså att det går att upprätta en analys utifrån den information som finns med i prospektet. Anonym håller med om att informationen visserligen är relevant, men anser sig dock behöva väga in makrofaktorer och det rådande marknadsläget för att kunna upprätta en tillräcklig analys (i teorin har vi kunnat finna stöd för att makrofaktorer; Hellman, 2002). Alltså råder det delade meningar om beslutsanvändbarheten i KappAhls prospekt. Att analytikerna ändå upplever att informationen är relevant kan tolkas som att man anser att företaget ”gör vad man kan”. Dock ser vi antydning till närvaron av ett informationsgap i fallet KappAhl. Eccles et al (2001) har

definierat informationsgapet som när analytiker och investerare inte erhåller all information som man anser vara viktig för värderingen av företaget, vilket i sin tur leder till att man värderar bolaget lägre än vad företagsledningen gör. Både Ekman och Anonym anser att historisk kvartalsdata är viktig, och detta är något man saknar i prospektet. Denna information menar man skulle underlätta analyserna, samt öka trovärdigheten; att företagen spelar med ”öppna kort”. Ett informationsgap förekommer alltså i den information som presenteras i KappAhl's prospekt, och möjligheten finns att förekomsten av historisk kvartalsdata skulle ha gynnat värderingen av bolaget under börsintroduktionen.

Ett problem är, som Ekman säger, att han, när han tar del av prospektet, beaktar, och i princip förutsätter, att möjligheterna överdrivs och riskerna underdrivs. KappAhl's CFO anser sig däremot i efterhand vara nöjd med den information man haft med i sitt prospekt, och hur den uppfattades av aktiemarknaden. Detta, att information färgas i kommunikationsprocessen (Jacobsen & Thorsvik, 2002), är ett för samtliga respondenter genomgående problem, som vi kommer att diskutera i nästa avsnitt. Anonym anser att det är positivt att ha en marknadsföringsfirma till hjälp, då informationen förmodligen presenteras på ett bättre sätt. Han menar alltså att kommunikationsprocessen flyter på smidigare ifall en marknadsföringsfirma hjälper till.

Respondenten från KappAhl anser att kvaliteten på informationen ökar med tiden för notering. Innan dess tror man sig ha bra överblick över alla siffror, men man inser under IPO-processen, när man måste leva som ett börsbolag, att så ej är fallet. I fallet KappAhl tycks denna reglering alltså vara ett bra sätt att öka informationens kvalitet. Analytikerna, å sin sida, anser att informationen i allmänhet blir bättre efter att företaget varit börsnoterat en tid. En diskussion runt detta fenomen kommer vi att presentera i diskussionsavsnittet.

KappAhl's CFO anser att den frivilliga extrainformationen man tar med i prospektet inte skall användas för att skönmåla bolaget. Dock, säger han, lämnas sådan information till viss del för att uppmuntra prospektanvändaren att investera i bolaget. För 10 år sedan var det värre, menar han, då var det ett större fokus i prospektet på att ”sälja”. Detta låter till en del, i våra öron, som en dans på slak lina – hur vet man som bolagsföreträdare när man går över gränsen för vad som är att framhäva bolaget, och vad som är att skönmåla det? Liappis (2003) hävdar att den extrainformation man presenterar skall bidra till att ge mottagaren en riktig bild av bolaget. (Adrem, 1999) menar vidare att delgivandet av extrainformationen bygger på att man som företagsledare vill delge marknaden med information man upplever att dessa ser som relevant. Analytikerna är emellertid ganska skeptiska i sin uppfattning av den extrainformation som KappAhl lämnat; man menar att den är nödvändig, men kan bidra till att prospektanvändaren får en alltför positiv bild av företaget – något som inte stämmer överens med Bedford & Baladounis (1962) definition av kommunikationens syfte. Skepsisen mot företagets extrainformation gör sig återigen påmind; ett fenomen vi, som sagt, kommer att diskutera senare.

5.4 Orexo

Orexo anser att den IPO man genomfört var lyckad, med avseende på att man önskade, och också fick, institutionella ägare. Enligt Eccles et al (2001) bör detta stödjas av en informationsstrategi som bygger på en riklig delgivning av frivillig extrainformation. Dessutom var det viktigt att man fick hela emissionen placerad.

De analytiker som följt Orexo har inga särskilda synpunkter på syftena bakom bolagets börsintroduktion. Dock nämner man, precis som vad är fallet med de andra analytiker vi intervjuat, att det inte ger någon bra känsla om det är ett riskkapitalbolag som säljer ut. Vårt resonemang om varför det kan vara på detta vis, blir det samma som när det handlar om KappAhl, Gant och Biovitrum, och diskuteras därför mera allmänt i den senare diskussionen.

Respektive analytiker nämner var sitt huvudkriterium för när en IPO kan anses vara lyckad. Den ene analytikern, Wallberg, anser att en stadig kursuppgång är det främsta kriteriet, medan den andre analytikern, Mähler, är av den åsikten, att viktigast är att ledningen lyckas uppfylla det man åtagit sig i prospektet. Det Wallberg säger, är i linje med den intuitiva definitionen av en lyckad investering (Darrrough & Rangan, 2005). Mählers åsikter har istället mera att göra med ledningens trovärdighet, vilket är något som stöds av Holland (1997).

Den information kapitalmarknaden anser sig behöva för att en analys skall kunna genomföras; resultat- och balansräkning, samt information om bolagets forskningsportfölj (vilket även stämmer väl med tidigare utförda undersökningar om analytikerns informationsbehov, såsom Day, 1986 och Olbert, 1992), är i stort densamma som företaget uppfattar att kapitalmarknaden efterfrågar; finansiell information, såsom resultaträkning, samt de möjligheter som gavs i förhållande till risken, alltså mera textbaserad information om hur verksamheten är tänkt att skapa värde. Förståelsegapet i Orexos fall är därför, i linje med vad Eccles et al (2001) resonerar, ganska litet. Grundförutsättningen för en lyckad kommunikation är också uppfylld, då företaget i rollen som informationsavsändare ganska korrekt identifierat den information som analytikerna – informationsmottagarna – efterfrågar. Frågan här är till vilken grad man faktiskt lyckats kommunicera ut till denna information till prospektanvändarna. Analytikerna menar nämligen att bolaget främst lagt fokus på att framhålla detaljerad information om affärsplan, strategier och mål, alltså frivillig extrainformation. Till viss del kan denna slags information liknas vid den information om produktportföljen som den ene analytikern efterfrågade, men överlag tycks dock inte analytikerna uppleva att bolaget faktiskt anser samma aspekter vara viktigast att framhålla, som de aspekter man själva främst efterfrågar. Analytikerna antyder alltså att Orexo överskattar den vikt analytikerna lägger på ”mjukare” aspekter, som värdeskapandet. Teorin, såsom Olbert (1992) och Eccles et al (2001) säger emellertid att denna slags information är åtminstone ganska viktig vid en analys. Därför är vår tanke att analytikerna kanske föredrar att inhämta denna information på annat sätt, såsom vid direkt kontakt med ledningen under ”road shows”, vilket överensstämmer med Olberts (1992) undersökning.

Analytikerna anser sig alltså erhålla en hel del av den information man efterfrågar, även om man upplever den som, och nästan tar för givet att den är, vinklad och utgår ifrån detta i sina analyser. Här kan vi alltså identifiera störningar i kommunikationen (Jacobsen & Thorsvik, 2002). Både Wallberg och Mähler anser att informationen i allmänhet är rättvisande i prospekt. Dock är de medvetna om, när de läser ett prospekt, och utgår ifrån, att informationen är vinklad till bolagets fördel. Respondenten från Orexo anser dock, i efterhand, att informationen de lämnade var rättvisande och relevant. Detta indikerar förekomsten av ett kommunikationsproblem. Vi får här återigen referera till den diskussion vi för nedan.

I allmänhet brukar informationsinnehållet i prospekt vara bra, anser analytikerna. Mähler menar att, för att en riktig värdering av ett företag ska vara möjlig, krävs det tillgång till ett par andra faktorer än själva prospektet. Även om prospektet är mera heltäckande informationsmässigt än vad en årsredovisning är, så är det alltså inte beslutsanvändbart i sig,

menar han. Båda analytikerna efterfrågar mera frivillig extrainformation, i synnerhet vad gäller bolagets siffror, något vi tolkar som att man vill ha historiska delårsdata. Detta överensstämmer med den vanligaste teoretiska ståndpunkten; att analytiker främst efterfrågar kvantifierbar data. Orexos CFO ställer sig också positiv till den frivilliga informationen, som han främst använder för att ge kunskap om branschen och skapa förståelse för affärsmodellen. Det tycks dock som att han, i detta fall, till viss del missuppfattat vilken slags information som analytikerna efterfrågar. Här förekommer det således ett förståelsegap, liksom ett informationsgap, i och med att analytikerna inte erhåller den information de efterfrågar (Eccles et al, 2001). Detta sistnämnda påstående stöds också av förekomsten av det kommunikationsproblem vi diskuterat. Konsekvensen blir, utifrån Eccles teori, att skillnaden i det värde företagsledning respektive kapitalmarknaden sätter på Orexo inte blir densamma; kapitalmarknaden värderar företaget lägre än ledningen, då man ej får den information som man anser behövas för att se samma potential i bolaget som ledningen gör. I detta fall, med frivillig extrainformation, torde konsekvenserna av ett förståelsegap riskera att bli extra stora, vilket vi kommer att resonera kring i nästa avsnitt.

Respondenten från Orexo menar att det är viktigt att ha förberett bolaget väl, och ha levt som ett börsbolag minst ett år. Han menar att detta gör att företaget verkligen lär sig att sammanställa rapporter och kommunicera med aktieägarna. Han var också nöjd med den information företaget presenterat i prospektet. Analytikerna som följt Orexo menar dock att informationens kvalitet snarare förbättras i takt med tid på börsen. Precis som i fallet med KappAhl upplevs alltså störningarna i kommunikationen minska med tiden. Vad detta kan beror på diskuterar vi nedan.

5.5 Diskussion

I detta avsnitt kommer vi att diskutera sådana intressanta fenomen som förekommer i flera av bolagen, och som vi upplever kräver lite mera komplexa resonemang.

5.5.1 Riskkapitalbolag som säljer ut skapar negativa signaler.

Samtliga sex analytiker vi talat med anser att det skapar en dålig känsla när en börsintroduktion äger rum på grund av att ett riskkapitalbolag, i egenskap av huvudägare, vill sälja av. Detta är ett fenomen vi ej kunnat identifiera i den litteratur vi läst på området. Vår tanke, vilken även en av analytikerna, Rolf Karp, är inne på när han säger sig uppleva att risken ökar att bolaget innan notering genomgått en aggressiv process för att förbättra siffrorna när ett riskkapitalbolag är säljande storägare, är att detta har att göra med trovärdighet. Trovärdighet – att bolaget lyckas uppnå vad man uppger i prospektet - anger flera analytiker som ett av de viktigaste kriterierna för att en IPO, ur kapitalmarknadens synvinkel, skall vara lyckad, och förekomsten av ett riskkapitalbolag minskar sannolikheten för att detta skall ske, i och med att de siffror man presenterar saknar tillräcklig substans.

Vad vi menar är alltså att förekomsten av ett riskkapitalbolag som huvudägare under en börsintroduktion fungerar som en negativ signal, i bemärkelsen att denne aktör indikerar förekomsten av ej synliga, men oönskade, egenskaper (Fitzroy et al, 1998). Vad dessa egenskaper skulle kunna bestå av, kan vara en ökad risk för att säljarna aktivt arbetat för att justera viktiga nyckeltal, kanske dragit ned på investeringar, för att uppnå en högre värdering av bolaget och således få in mera pengar, alltså en form av opportunistiskt beteende. Detta behöver dock ej vara den enda förklaringen. Kanske kan analytikernas skepsis mot riskkapitalbolag som säljande huvudägare vid en börsnotering bottna endast i förutfattade

meningar, vilket, i enlighet med vad både Bedford & Baladouni (1962) och Jacobsen & Thorsvik (2002) hävdar, i så fall skulle utgöra en störning i kommunikationsprocessen, som bottnar i informationsanvändarens förväntningar och inställning. Detta är något som, vare sig det är befogat eller ej, skulle öka värdegapet, och alltså öka skillnaden mellan den värdering företagets ansvariga gör av sitt företag, och den värdering analytikerna gör.

5.5.2 Företagens informationsdelgivning anses bli bättre med tiden.

CFO på Gant, liksom de analytiker som följt KappAhl och Orexo anser alla att den information företagen delger till kapitalmarknaden utvecklas med den tid bolaget varit börsnoterat, alltså att störningarna i kommunikationsprocessen minskar med tiden. Intressant är att fråga sig vad detta beror på; är anledningen att företagen faktiskt blir skickligare på att kommunicera ut information allteftersom tiden går, eller är det snarare så att det är analytikernas uppfattning om den information man erhåller som förändras – att man fått ett ökat förtroende för bolaget efter att ha lärt känna det på marknaden under en tid. Det finns ingenting som motsäger att både dessa effekter skulle kunna ligga bakom. Dessutom torde det ligga i prospektets natur (Nielsen et al, 2006) – det är ju trots allt mera av en säljbroschyr med framtidsinriktad information, än den redogörelse över den senaste tidsperioden som kvartalsrapporter och årsredovisningar främst fungerar som.

5.5.3 Informationen i prospektet förutsätts vara vinklad.

Gemensamt för samtliga fyra bolag som vi undersökt i vår studie, är att analytikerna förutsätter, tar för givet, att den information som lämnas är vinklad till bolagets fördel; att möjligheterna överdrivs och riskerna underdrivs. Även om en viss grad av skepsis kan vara sund när man läser ett prospekt, det har ju trots allt karaktären av ett säljdokument, är detta ändå ett kommunikationsproblem. Att information färgats i kommunikationsprocessen menar Jacobsen & Thorsvik (2002) är ett problem. Detta motsvaras i Bedfords och Baladounis (1962) teori av vad man kallar för störningar i kommunikationsprocessen, som gör att överensstämmelsen minskar; att överensstämmelsen mellan hur mottagaren tänkte sig att meddelandet skulle uppfattas och hur det faktiskt uppfattades ej är hundraprocentig. Dessa problem kan uppstå både när avsändaren kodar meddelandet, och när mottagaren avkodar det. Störningar, färgningar, i kommunikationsprocessen kan i detta fall ha uppstått på bägge håll. Under kodningsprocessen kan selektiv uppmärksamhet från företagets sida, att man helt enkelt inte är medveten om att man är partisk i sina ställningstaganden, exempelvis genom att man verkligen anser att saker och ting är på ett visst sätt, inverka på den information som bolag kommunicerar ut. Dessutom kan förutfattade meningar om vilken syn prospektets användare har på informationen spela in, då företaget kanske (befogat) är medvetet om att vad man än skriver i prospektet, så kommer det att uppfattas som vinklat åt att gynna företaget, och således ”brer på lite extra” när man presenterar sin affärsmodell och liknande faktorer, för att på något vis neutralisera denna effekt. Här är vi inne på informationsmottagarens synvinkel och de faktorer som kan påverka avkodningsprocessen, där den mest påtagliga störningen förstås är den förutfattade mening analytikerna bevisligen har om informationen i prospektet som vinklad åt att ställa företaget i god dager. Ett annat störningsmoment kan vara att analytikerna anser att bolaget ställt samman informationen på ett felaktigt sätt. Sandström anser att företag i allmänhet kommunicerar ut för mycket information i sitt prospekt. Kanske kan en lösning som ökar trovärdigheten i informationen vara att minska den mängd frivillig extrainformation företaget delger, då denna information i flera av de fall vi studerat har visat sig överensstämma dåligt med den information analytiker anser vara beslutsrelevant; samtliga analytiker utom Sandström efterlyser mera av historisk kvartalsdata, och värdesätter inte den

information om affärsmodellen som företagen gärna kommunicerar ut särskilt högt. Snarare tycks denna information vara det som upplevs mest partiskt, vilket också analytikern Ekman, som följt KappAhl, hävdar. Detta problem kommer vi nu att diskutera.

5.5.4 Den frivilliga extrainformationen belyser inte vad analytikerna anser vara viktigast.

Det intryck vi fått av samtliga jämförelser mellan analytikernas informationsbehov och den information företagen delger till kapitalmarknaden är att, när det handlar om den frivilliga extrainformationen, så tycks företagen ”skjuta utanför målet”; man delger frivillig information, men inte den information analytikerna anser vara viktigast för att förbättra förutsättningarna för genomförandet av en analys. Vår känsla är, att de analytiker vi talat med, med tanke på att man ser extrainformationen som snedvridande i ett perspektiv där man tycker att möjligheterna överbetonas på bekostnad av riskerna, upplever att perspektivet är alltför säljande. Detta kan tolkas som att det är den extra information som företaget lämnar som leder till en sådan här situation, vilket skulle tala emot de teorier som menar att en ökad informationsdelgivning kommer att ge bolagen fördelar. Viktigt är dock att i detta läge inte glömma bort att analytikerna faktiskt ser extrainformationen som nödvändig. Detta placerar oss i en bekymmersam situation; genom att företagen signalerar öppenhet och ökar insynen i vad som skapar värde, vilket enligt teorin bör minska den adverse selection-problematik som uppstår på grund av bristande transparens och således ge de fördelar som teorin förutspår, i form av exempelvis en lägre kapitalkostnad (Diamond & Verrecchia, 1991), ökat förtroende från kapitalmarknaden (Holland, 1997), och ett minskat värdegap (Eccles et al, 2001), får vi en annan slags adverse selection-situation med tryck från kapitalmarknaden som mer eller mindre kräver extrainformation (Holland, 1997; Adrem, 1999), och anser att den är nödvändig, men samtidigt utgår ifrån att den är vinklad till företagets fördel. Vad händer om informationen faktiskt inte är vinklad? Jo, då har vi fortfarande ett betydande värdegap, och företagen kan fortfarande inte dra nytta av de fördelar som delgivning av extrainformation kan medföra, även om det nu delvis är av en annan anledning. Hur som helst drabbas företagen av de kostnader som uppstår till följd av delgivning av frivillig extrainformation, utan att kunna åtnjuta fördelarna. Kanske måste det till ytterligare lagstiftning, att det ställs faktiska krav på delar av den information som idag är frivillig – både vad gäller dess mängd och hur den får formuleras, för att minska värdegapet, öka företagets trovärdighet, och samtidigt förhoppningsvis förstärka informationens beslutsrelevans för kapitalmarknaden. I så fall har Eccles fel när han hävdar att det är företagsledningarna, och ingen annan, som kan överbrygga värdegapet (Eccles et al, 2001).

6 SLUTSATSER

I detta avsnitt presenterar vi de slutsatser vi anser oss kunna dra utifrån vår frågeställning. Avslutningsvis kommer vi också att presentera några förslag till vidare forskning inom ämnesområdet.

Vi inleder detta avsnitt med att återigen presentera uppsatsens syfte.

Syftet med denna uppsats är att undersöka hur överensstämmelsen mellan den information ett företag ställer samman i sitt IPO-prospekt och hur den information kapitalmarknaden efterfrågar ser ut, liksom hur den information man faktiskt erhåller uppfattas. Inom detta syfte ryms också att försöka finna den karakteristika som utmärker överensstämmelsen, eller bristen på den, främst ur kommunikationssynpunkt, och att betona problemområden där potentiella störningar i kommunikationen riskerar att vara särskilt allvarliga.

6.1 *Delfråga 1*

- *Vilken information finner företaget viktig att lämna i sitt prospekt?*

De företag vi undersökt tycks finna det viktigast att lämna information om finansiella data, resultat- och balansräkning, samt om sitt framtida värdeskapande, i form av affärsmodell, varumärke, forskningsportfölj och liknande. Samtliga företag anser också att det är denna typ av information är det kapitalmarknaden efterfrågar, en uppfattning som stämmer väl överens med vad vår teoretiska referensram säger om analytikerns informationsbehov. De representanter för företagen vi talat med är i efterhand överlag nöjda med den information man lämnat, och anser att den var riktig och relevant.

Den frivilliga extrainformation bolagen tagit upp i prospektet har man främst ägnat åt sina detaljerade beskrivningar av affärsmodellen, vad som driver bolagen framåt.

6.2 *Delfråga 2*

- *Hur upplever kapitalmarknaden beslutsanvändbarheten i IPO-prospektet?*

Med något undantag, så anser de representanter för kapitalmarknaden vi talat med under arbetet med denna uppsats att den information som presenteras i IPO-prospektet ej är tillräckligt beslutsanvändbar ur analyshänseende. Man menar att informationen är relevant, men alltså otillräcklig, och anser sig behöva komplettera informationen med ytterligare information om exempelvis makrofaktorer och marknadsutveckling. Dessutom utgår samtliga analytiker ifrån att informationen i prospektet är vinklad till företagets fördel, vilket innebär att man antar ett mera kritiskt synsätt. Den information kapitalmarknadens företrädare i denna uppsats anser vara viktigast i IPO-prospektet är resultat- och balansräkning. Mindre viktig upplever man den information om framtida värdeskapande, som man anser att företagen lägger stor vikt vid att kommunicera ut. Det är också denna information som uppfattas vara mest vinklad. Istället skulle man väldigt gärna se information om historiska delårssiffror.

6.3 Huvudfrågeställning

Hur väl lyckas företag att i sitt IPO-prospekt kommunicera ut den information kapitalmarknaden efterfrågar?

Den information som företagen lämnar i sitt IPO-prospekt tycks överlag överensstämma ganska väl med den information kapitalmarknaden efterfrågar. Vad gäller informationens beslutsanvändbarhet så är de flesta av de företrädarna för kapitalmarknaden vi talat med överens om att en väl underbyggd analys inte kan baseras endast på informationen i prospektet, utan behöver kompletteras med ytterligare information om exempelvis makrofaktorer och marknadsutveckling i allmänhet. Det förståelsegap som existerar bygger främst på att företagen överskattar den betydelse analytiker lägger till de faktorer som ligger till grund för det långsiktiga värdeskapandet.

Informationen i IPO-prospektet upplevs av kapitalmarknaden vanligtvis som riktig och relevant, även om samtliga av de analytiker vi intervjuat uppger att de utgår ifrån att informationen är vinklad till företagets fördel. Detta kommunikationsproblem skulle kunna minskas genom att företaget delger den information nästan alla analytiker säger sig sakna för en tillräcklig analys; historisk kvartalsdata. Således skulle det informationsgap som härvid föreligger minska, och kanske även den trovärdighet analytikerna lägger till prospektinformationen som helhet öka.

Den frivilliga extrainformation företagen delger gör intryck av att sakna en tillräcklig genomtanke om användarens behov. Ofta berör denna slags information affärsmodell och andra element som bidrar till bolagets framtida värdeskapande. Den frivilliga extrainformationen tycks således beröra sådana faktorer som kapitalmarknaden inte ser som avgörande för beslutsanvändbarheten, kvartalsdata, vilket skulle kunna tyda på att företagen inte gynnas av de positiva effekter som frivillig informationsdelgivning medför, utan istället mestadels får ta kostnaderna.

6.4 Slutsatsdiskussion

Analytikerna tycks inte alls vara så intresserade av att ta del av bolagens affärsplaner, strategier och liknande, som bolagen tror att de är. Vad som istället starkt efterfrågas av kapitalmarknaden är att bolagen skall lämna ut sina historiska kvartalsdata i prospektet. Bolagen har med all säkerhet denna information internt, frågan är varför man väljer att inte inkludera den i prospektet. Är det ett aktivt val att inte spela med öppna kort, vilket signalerar att man har något att dölja, eller är det en bristande förståelse för analytikernas behov som ligger till grund för avsaknaden av denna information?

Något som gör analytikerna skeptiska vid en IPO är om bolaget noteras för att det ägs av ett riskkapitalbolag som vill sälja av det. Då tycks man automatiskt slå igång varningslampan, och utgå ifrån en mera skeptisk position än vad som annars skulle ha varit fallet. Ifall denna skepsis är befogad eller ej är utanför räckvidden för denna uppsats att undersöka, men faktum är att samtliga analytiker vi talat med anser att närvaron av ett riskkapitalbolag har ett negativt inflytande över hur man ser på informationen i prospektet, i och med de förutfattade meningar man har. Detta riskerar att påverka den värdering av bolaget analytikern gör.

Företagens informationsdelgivning anses bli bättre med tiden, enligt flera av de respondenter vi talat med. Om detta beror på en faktiskt förbättrad kommunikation, eller om det är

kapitalmarknadens inställning till informationen som förbättras då företaget funnits på börsen och man lär känna det en tid, kan man fråga sig. Här, liksom i fallet med riskkapitalbolag, är i så fall förtroende en viktig aspekt; trovärdighet är viktigt, och det får man inte oförtjänt. Informationen i prospektet upplevs nämligen av samtliga analytiker som vinklad till bolagets fördel. Detta indikerar att information färgas i kommunikationsprocessen. Intressant att beakta, är att den frivilliga extrainformation som företagen lämnar i hög grad tycks bidra till analytikernas uppfattning av prospektet som vinklat; den allmänna upplevelsen i vårt högst begränsade urval tycks vara att det är de detaljerade beskrivningarna av affärsmodeller och värdeskapande som förstärker analytikerbilden av prospektet som ganska säljande. Ifall företagen istället kunde fokusera på att lämna för analytikerna mera relevant extrainformation, historiska delårssiffror, så skulle förutsättningarna för en mera neutral analytikeruppfattning av företaget kunna förbättras, vilket i sin tur skulle kunna ge en högre värdering av företaget.

För att slutligen runda av det hela, kan nämnas att de företag som varit föremål för vår studie, trots att de försöker, tycks misslyckas med att tillräckligt kommunicera ut de signaler som ger den transparens som åtminstone till en viss del kan tänkas råda bot på den undervärdering som förhållandet med för kapitalmarknaden otillräcklig information underblåser. Här kan normsättarna agera för att ytterligare justera informationsrelationen. Frågan är emellertid vad parterna anser om detta – både företagens och kapitalmarknadens representanter tycks vara ganska nöjda med reglerna som de ser ut idag. Ett steg på vägen, kanske ett bättre steg än lagstiftning, mot de positiva effekter för både företag och analytiker som en ökad transparens för med sig är dock att företagen självmant lägger korten på borden och ge kapitalmarknaden de historiska kvartalssiffror man efterfrågar.

6.5 Förslag till framtida forskning

Ett intressant studieämne som dykt upp under vårt arbete rör riskkapitalbolagen och de negativa signaler dessa tycks sända ut till kapitalmarknaden när de utgör en säljande huvudägare vid en IPO. Intressant vore att närmare studera den roll riskkapitalbolagen har för underprissättning, samt att på en djupare nivå undersöka huruvida, och till vilken grad, analytikeruppfattningen om att risken för manipulering av exempelvis viktiga nyckeltal i resultat- och balansräkning ökar, är befogad.

Det vi sett att vår uppsats indikerar, är att den frivilliga extrainformation företagen lämnar i sitt IPO-prospekt inte tycks överensstämma med den information utöver det lagstadgade som kapitalmarknaden helst skulle vilja se. Således skulle företaget få stå där med hela kostnaden för delgivning av denna slags information, utan att kunnat åtnjuta sig hela nyttan. En mera storskalig, kvantitativ genomgång av hur väl den delgivna extrainformationen överensstämmer med kapitalmarknadens behov efterfrågas därför.

Slutligen skulle det vara intressant att se forskning som mera ingående berör IPO-företags syn på delgivning av historiska kvartalssiffror. Varför lämnar man inte ut den i sina prospekt? Är det på grund av okunskap om kapitalmarknadens behov, eller anser man helt enkelt att kostnaden överstiger nyttan, och i så fall varför?

7 KÄLLFÖRTECKNING

Litteratur

- Adrem, Anders H. *Essays On Disclosure Practices In Sweden – Causes and Effects*, Lund University Press: 1999
- AICPA, *Improving business reporting – a costumer focus: Meeting the information needs of investors and creditors; and comprehensive report of the special committee on financial reporting*, American institute of certified public accountants, New York: 1994 **Sekundärreferens från Flöstrand & Ström, 2006**
- Beattie, V. *Business reporting: The inevitable change*; The institute of chartered accountants of Scotland, Edinburgh: 2001. **Sekundärreferens från Nielsen, C. et al. 2006**
- Lee, T.A och Tweedie, D.P. *Shareholder Use And Understanding Of Financial Information*, Garland: New York & London: 1990
- Cooke, T.E. *An Empirical Study Of Financial Disclosure By Swedish Companies*, Garland: New York & London, 1989
- Douma, S. & H. Schreuder. *Economic approaches to organizations*. New York: Prentice-Hall, 1998. **Sekundärreferens från Jacobsen & Thorsvik, 2002**
- Eccles, Robert G. et al, *The ValueReporting Revolution: Moving Beyond The Earnings Game*, Wiley: New York, 2001 (e-bok)
- Eriksson & Widersheim-Paul, *Att Utreda, Forska Och Rapportera*, Liber AB, 2001
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. *Seperation of ownership and control*, Journal of law and economics, Vol. 25, pp.321-325 **Sekundärreferens från Adrem (1999)**
- FitzRoy, F.R et al. *Management and Economics Of Organization*, Prentice Hall Europe: 1998
- Hall, R.H. *Organizations. Structure and Process*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1972. **Sekundärreferens från Jacobsen & Thorsvik, 2002**
- Holland, J. *Corporate communications with institutional shareholders: Private disclosure and financial reporting*. Edinburgh: The institute of chartered accounts of Scotland, 1997. **Sekundärreferens från Adrem 1999**
- Jacobsen, D. I. och Thorsvik, J. *Hur moderna organisationer fungerar*, Studentlitteratur AB: Lund, 2002
- Jenkinson, T och Ljungqvist, A. *Going Public – The Theory and Evidence on how Companies Raise Equity Finance*, Clarendon Press: Oxford, 1996
- Liappis, Dimitrios. *Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen uber die Börse*. Duncker & Humblot: Berlin, 2003
- Lipman, Frederick D. *The Complete Going Public Handbook*. Prima Venture: Roseville, California, USA, 2000
- Lindblad, Inga-Britt. *Uppsatsarbete – En Kreativ Process*. Studentlitteratur AB: Lund, 1998
- Mavrincac, S. & Boyle, T. *Sell-side analysis, non-financial performance evaluation, and the accuracy of short time earnings forecasts*, The Ernst & Young Center for business Innovation, Cambridge, MA : 1996. **Sekundärreferens från Nielsen, C. et al. 2006**
- Olbert, Lars. *Värdering Av Aktier. Finansanalytikens Värderingsfaktorer och Informationskällor*. Licentiatavhandling, Lunds Universitet, 1993
- Smith, Dag. *Redovisningens Språk*, Studentlitteratur AB: Lund, 2006
- Spero, L. *The extent and voluntary disclosure of financial information in three european capital markets: An exploratory study* (Unpublished doctoral dissertation, Harvard University), 1979. **Sekundärreferens från Cooke, T.E, 1989**

- Westerholm, J. *Essays On Initial Public Offerings, Empirical Findings From The Helsinki Stock Exchange*, Yliopistopaino: Helsingfors, 2000

Artiklar

- Akerlof, G. A. (1970) *The market for 'Lemons': quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 84(3), 1970, pp. 488–500.
Sekundärreferens från Reber et al., 2005
- Arnold, J. & Moizer, P. *A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares*, Accounting and business research, sommar, 1993, pp. 195-207. **Sekundärreferens från Olbert, 1993**
- Baiman, S. & Verecchia, R. *The relation among capital markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and insider trading*, Journal of accounting research, Vol. 22, 1996, No. 1. **Sekundärreferens från Adrem, 1999**
- Baron, D. *A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues*, The journal of finance, 37 (4), 1982, pp. 955-976
Sekundärreferens från Reber et al. 2005
- Bedford, Norton M. och Baladouni, Vahe. *A Communication Theory Approach To Accountancy*. The Accounting Review, Vol. 37, No. 4, 1962, pp. 650-659.
- Darrough, M och Rangan, S. *Do Insiders Manipulate Earnings When They Sell Their Shares in an Initial Public Offering?* Journal of Accounting Research, Vol. 43, No.1, 2005, pp. 1-33.
- Day, J. *The use of annual reports by UK investment analysts*, Accounting and business research, höst, 1986, pp.295-307. **Sekundärreferens från Olbert 1993**
- Diamond, D.W. & Verecchia R.E. *Disclosure, Liquidity and the cost of capital*. The journal of finance, Vol. 41, 1991, No. 4, pp. 1325-1359. **Sekundärreferens från Adrem, 1999**
- Dolphin, Richard R. *The Strategic Role of Investor Relations*. Corporate Communications: An International Journal, Vol. 9, No. 1, 2004, pp. 25-42.
- Eccles, R. & Mavrinac, S. *Improving the corporate disclosure process*, Sloan management review, Summer, 1995, pp. 11-25. **Sekundärreferens från Nielsen, C. et al. 2006**
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. *Separation of ownership and control*, Journal of law and economics, Vol. 25, 1983, pp.321-325. **Sekundärreferens från Adrem, 1999**
- Firth, M. *A study of the consensus of the perceived importance of disclosure of individual items in corporate annual reports*, International journal of accounting, fall, 1993, pp.57-70 **Sekundärreferens från Olbert 1993**
- Flöstrand, Per och Ström, Niklas. *The Valuation Relevance of Non-financial Information*. Management Research News, Vol. 29, No. 9, 2006, pp. 580-597.
- Friedlan, John M. *Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings*. Contemporary Accounting Research, Vol. 11 No. 1, 1994, pp. 1-31.
- Neill, J.D., Pourciau, S.G. och Schaefer, T.F. *Accounting Method Choice and IPO Valuation*. Accounting Horizons, Vol. 9, No. 3, 1995, pp. 68-80.
- Nielsen, C. et al. *Intellectual Capital Statements on Their Way to the Stock Exchange*. Journal Of Intellectual Capital, Vol. 7, No. 2, 2006, pp. 221-240.
- Reber, B., Berry, B och Toms, S. *Firm Resources and Quality Signalling: Evidence From UK Initial Public Offerings*. Applied Financial Economics, 2005, 15, 575-586.
- Roch, K. (1986) *Why new issues are underpriced*, Journal of Financial Economics, 15, 1986, pp., 1051–69. **Sekundärreferens från Reber et al., 2005**

- Smiley, R. *Empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure*. The accounting review, Vol. 46, 1988, June, pp.167-168. **Sekundärreferens från Adrem, 1999**
- Spence, A. *Job market signalling*, Quarterly Journal of Economics, 87, 1973, pp. 355–79. **Sekundärreferens från Reber et al., 2005**
- Wang, Kun och Iqbal, Zahid. *Auditor Choice, Retained Ownership, and Earnings Disclosure for IPO firms, Further Evidence*. International Journal of Managerial Finance, Vol. 2, No. 3, 2006, pp. 220-240.

Tidskrifter

- Affärsvärlden, 060927, *Special: Nyintroduktioner – Rekordfabriken*

Working Papers

- Hellman, Niclas. *Information Use In Institutional Investment Organizations*. SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration No 2002:19 (Stockholm School Of Economics)

Lagtexter och övriga dokument

- EG-kommissionens förordning 809/2004 med bilagor. ”Prospektförordningen”
- OMX. *Noteringskrav för aktier på den nordiska börsen, gällande fr o m den 2 oktober 2006*. Finns att tillgå på OMX hemsida.
- OMX. *Noteringsavtal med handledningstext gällande fr o m den 1 juli 2006, inklusive bilagor*. Finns att tillgå på OMX hemsida.
- Finansinspektionen. *Granskning av prospekt – en vägledning, 2006-09-13*. Finns att tillgå på Finansinspektionens hemsida.

Internet

- Aktiespararnas hemsida, www.aktiespararna.se (061220)
- Finansinspektionens hemsida, www.fi.se (061118)
- OMX hemsida, www.omx.se (061118)
- SEB: s hemsida, www.seb.se (061220)

Telefonintervjuer

- Anders Martin-Löf, Biovitrum AB, IR-ansvarig, december 2006.
- Anonym Analytiker, Anonymt företag, Analytiker, december 2006.
- Claes Wenthzel, Orexo AB, Finansdirektör, december 2006.
- Christian Wallberg, Remium, Analytiker, december 2006.
- Hans Mähler, Handelsbanken, Analytiker, december 2006.
- Henrik Fredin, Gant Company AB, Finansdirektör, december 2006.
- Håkan Westin, KappAhl Holding AB, Finansdirektör, december 2006.
- Niklas Ekman, Carnegie, Analytiker, december 2006.
- Olof Sandström, Dagens Industri, Ekonomisk skribent, december 2006.
- Rolf Karp, Öhman AB, Analytiker, december 2006

Prospekt

- Biovitrum AB, 2006
- Gant Company AB, 2006
- KappAhl Holding AB, 2006
- Orexo AB, 2005

BILAGA 1: INTERVJUFRÅGOR

Frågor till företagen

1. Varför har ni valt att genomföra en IPO?
2. Vilka kriterier anser ni bör uppfyllas för att resultatet av en IPO skall anses som lyckad?
3. Hur lyckad anser du att er IPO var, och varför?
4. Har ni använt er av en marknadsföringsfirma / konsult i sammanställandet av prospektet?
 - a. I så fall varför/varför inte?
 - b. Vad fick ni hjälp med och vad förbättrades?
5. När ni sammanställde informationen i prospektet, vilka såg ni då som era primära läsare?
6. Hur gick ni tillväga när ni sammanställde informationsinnehållet till prospektet? (Er utgångspunkt; exempelvis i lagregler/andra IPO :s/ investerares behov/ etc.?)
7. Vilka ansåg ni vara de viktigaste områdena att kommunicera ut i prospektet, och varför?
8. Vilken information tror ni är viktigast, mest efterfrågad, för kapitalmarknaden att få ta del av vid en nyintroduktion?
 - a. Hur anser ni att den information som lämnats i ert prospekt överensstämmer med denna information?
 - b. Ifall ni har upplevt några områden i ert prospekt där denna överensstämmelse är mindre bra – varför blev det så att ni utelämnade informationen?
9. Har ni i efterhand känt att informationen ni ställt samman var relevant och gav en rättvisande bild av företaget? Om inte, varför?
10. Lämnandet av frivillig extra information, utöver de krav som regelverket ställer, finns behandlat i ett antal studier.
 - a. I vilken utsträckning har ni lämnat sådan information, och varför?
 - b. Om ni inte lämnat någon extra information, varför?
 - c. Vilka motiv har ni haft, och vilka motiv tror ni andra företag kan ha, för att lämna sådan extra information?
11. Vad anser ni om de krav som börsens regelverk ställer på informationsinnehållet i ett prospekt? Är det något ni skulle vilja se en förändring på inom detta område, och varför?
12. Tror ni att företag som är på väg att etableras på börsen generellt lämnar bättre eller sämre information (i termer av fullständighet/relevans/neutralitet, etc.) i sina prospekt,

än vad liknande företag som varit börsnoterade en tid gör i sina årsredovisningar?
Varför tror ni att det är så?

13. Har ni några tips, rekommendationer eller lärdomar att lämna till de företag som i framtiden avser att genomföra en IPO?

Frågor till kapitalmarknaden (analytiker)

1. Bolag väljer att introduceras på börsen av olika skäl. Anser du att det finns några skäl som inverkar på att göra en IPO mer eller mindre attraktiv?
2. Vilka kriterier anser ni bör vara uppfyllda för att en investering i ett IPO företag skall anses som lyckad, och varför? Anser du att IPO:n ifråga uppfyllde dessa kriterier?
3. Baserat på vad som stod i det aktuella prospektet, skulle du ha argumenterat för eller emot ett köp av aktier i bolaget, och varför?
4. Ser du någon fördel/nackdel med att företaget använder sig av en marknadsföringsfirma/konsult i utformandet av IPO prospektet? Motivera!
5. Informationen i prospektet, anser du att den var riktad till någon speciell grupp av läsare, såsom allmänheten, professionella investerare etc.?
6. Vilken information tror du är viktigast för bolaget att visa fram vid en nyintroduktion? Varför tror du att det är så?
7. Vilka områden i prospektet var de viktigaste för dig att få ta del av? Varför? Har du samma kriterier för alla typer av bolag?
8. Fanns det information som du saknade när du tog del av prospektet, och varför tror du den inte fanns med i så fall?
9. Har du i efterhand känt att informationen i prospektet var relevant, neutral och tillförlitlig, och alltså gav en rättvisande bild av företaget? Om inte, varför?
10. Anser du att informationen i prospektet var tillräcklig för att en väl underbyggd analys kunde göras? Om inte, varför?
11. Anser du att bolag i allmänhet lämnar tillfredsställande information i sina prospekt, baserat på de kriterier som anges i fråga 9 och 10?
12. Lämnandet av frivillig extra information, utöver de krav som regelverket ställer, finns behandlat i ett antal studier.
 - a. Upplever du att företag, vid en nyintroduktion, lämnar mycket sådan information?
 - b. Bidrar denna information till en bättre/sämre bedömning av bolaget, och varför tycker du att det är så?
 - c. Vilka motiv tror du att bolag har för att lämna/inte lämna sådan extra information?

- d. I vilken utsträckning har det aktuella bolaget lämnat sådan information, och vilka skäl tror du kan ha funnits till det?
13. Vad anser du om de krav som börsens regelverk ställer på informationsinnehållet i ett prospekt? Är det något du skulle vilja se en förändring på inom detta område, och varför?
14. Tror du att företag som är på väg att etableras på börsen generellt lämnar bättre eller sämre information (i termer av fullständighet/relevans/neutralitet, etc.) i sina prospekt, än vad liknande företag som varit börsnoterade en tid gör i sina årsredovisningar? Varför tror du att det är så?
15. Har du några tips, rekommendationer eller lärdomar att lämna till de företag som i framtiden avser att genomföra en IPO?

BILAGA 2: SAMMANFATTNING AV INFORMATIONSKRAV

Denna bilaga sammanfattar de informationskrav på ett IPO-prospekt som EG-kommissionens förordning 809/2004 med bilagor, "Prospektförordningen", kräver.

Prospektförordningens BILAGA I

Minimikrav för information i registreringsdokument för aktier (mall)

1. ANSVARIGA PERSONER

Vilka personer som är ansvariga för informationen i prospektet samt dess riktighet och överensstämmelse med faktiska förhållanden.

2. REVISORER SOM UTFÖRDE DEN LAGSTADGADE REVISIONEN

Information om emittentens revisorer

3. UTVALD FINANSIELL INFORMATION

Historisk finansiell information med nyckeltal som beskriver emittentens finansiella situation.

4. RISKFAKTORER

Risikfaktorer specifika för emittenten eller branschen.

5. INFORMATION OM EMITTENTEN

Historik och utveckling samt information avseende emittentens firma och handelsbeteckning. Det skall också redovisas uppgifter om emittentens huvudsakliga-, framtida- och pågående investeringar.

6. SAMMANFATTANDE BESKRIVNING AV VERKSAMHETEN

Beskrivning av bolagets huvudsakliga produkt- och tjänsteutbud samt på vilka marknader de är verksamma. Denna information skall redovisas per räkenskapsår.

7. ORGANISATIONSSTRUKTUR

Tillhör bolaget en koncern skall detta anges. Det skall också redovisas om bolaget äger dotterbolag samt information om dessa.

8. MATERIELLA ANLÄGGNINGSTILLGÅNGAR

Information om företagets befintliga eller planerade anläggningstillgångar.

9. ÖVERSIKT ÖVER RÖRELSE OCH FINANSIELL SITUATION

Redovisning av bolagets finansiella situation samt dess rörelseresultat.

10. FINANSIELLA RESURSER

Information om kassaflödet, finansiella åtaganden samt lånebehov och finansieringsstruktur.

11. FORSKNING OCH UTVECKLING, PATENT OCH LICENSER

Är det av väsentlig betydelse skall det lämnas information om bolagets policy rörande forskning och utveckling.

12. INFORMATION OM TENDENSER

Uppgift om den senaste utvecklingen rörande produktion, försäljning, lager och kostnader mm. Det skall också uppges om bolaget bland annat har några potentiella fordringar om de kan ha en betydande påverkan.

13. RESULTATPROGNOSER ELLER FÖRVÄNTADE RESULTAT

Bolaget kan välja att ha med en resultatprognos i dokumentet. Inkluderar bolaget en sådan skall de redovisa de viktigaste antagandena och annat underlag som ligger till grund för denna.

14. MEDLEMMAR I FÖRVALTNINGS-, LEDNINGS- OCH KONTROLLORGAN SAMT ÖVRIGA PERSONER I LEDANDE BEFATTNING

Information om personer med ovanstående befattningar. Deras eventuella familjeband, intressekonflikter särskilda överenskommelser mm.

15. ERSÄTTNINGAR OCH FÖRMÅNER

Information rörande ersättningar och förmåner kopplade till personer i punkt 14 skall redovisas.

16. STYRELSENS ARBETSFORMER

Information om styrelsen. Uppgifter om de enskilda personerna såsom hur länge de har sina förordnanden och tidpunkt när de påbörjat dem.

Information om hur emittenten följer reglerna för företagsstyrning, om den inte gör det så skall orsak till detta anges.

17. ANSTÄLLDA

Uppgifter om bolagets anställda, bl.a. hur många de är och om en stor del av dem sitter på tidsbegränsade anställningar.

Information om det finns särskilda system för personalens förvärv av aktier samt en redovisning av aktie och optionsinnehav i bolaget för de personer som omfattas av punkt 14.

18. STÖRRE AKTIEÄGARE

Information om bolagets större aktieägare och om det finns några överenskommelser eller motsvarande som rör kontrollen över bolaget.

19. TRANSAKTIONER MED NÄRSTÅENDE

Karaktären och storleken av transaktioner som enskilt eller tillsammans är avgörande för emittenten.

20. UPPLYSNINGAR OM EMITTENTENS TILLGÅNGAR OCH SKULDER, FINANSIELLA STÄLLNING SAMT RESULTAT

Historisk finansiell information (samt åldern på den senaste finansiella informationen) rörande minst, balansräkning, resultaträkning, en redovisning av alla förändringar i det egna kapitalet, eller andra förändringar i det egna kapitalet än de som beror på kapitaltransaktioner med ägarna eller utdelning till ägarna, finansieringsanalys och beskrivning av redovisningsprinciperna samt andra tilläggsupplysningar. Denna information skall vara granskad av en oberoende revisor.

En redogörelse för bolagets utdelningspolitik. Eventuellt skall en proforma redovisning bifogas om det finns grund till detta.

21. YTTERLIGARE INFORMATION

Information som bl.a. omfattar bolagets aktie samt en redogörelse för hur aktiekapitalet utvecklats. Här skall även anges om det finns utställda optioner.

Emittentens bolagsordning och stiftelseurkund skall tas upp här.

22. VÄSENTLIGA AVTAL

En kortfattad redovisning av alla större avtal som emittenten, eller något företag inom koncernen, ingått, dock ej de som rör den löpande verksamheten.

23. INFORMATION FRÅN TREDJE MAN, EXPERTUTLÅTANDEN OCH UPPGIFT OM HURUVIDA TREDJE MAN I FRÅGA HAR NÅGRA INTRESSEN I EMITTENTEN

Här anges information rörande om rådgivare som haft kopplingar till emissionen samt i vilken utsträckning de varit inblandade. Bolaget skall under denna punkt också behandla tredje mans inblandning och informationslämnande med anknytning till emissionen.

24. HANDLINGAR SOM HÅLLS TILLGÄNGLIGA FÖR INSPEKTION

Det skall redovisas var handlingar som rör emittentens stiftelseurkund och bolagsordning samt annat material som anses vara finansiell information kan inspekteras.

25. INNEHAV AV AKTIER ELLER ANDELAR

Redovisning av de aktier och andelar bolaget har i andra bolag som kan vara av väsentlig betydelse.

Prospektförordningens BILAGA III

Minimikrav för information i en värdepappersnot för aktier (mall)

1. ANSVARIGA PERSONER

Den första punkten tar upp vilka personer som är ansvariga för informationen i prospektet samt dess riktighet och överensstämmelse med faktiska förhållanden.

2. RISKFAKTORER

Information rörande olika riskfaktorer för att kunna göra en bedömning av företagets marknadsrisk.

3. CENTRAL INFORMATION

Här redovisas information angående bolagets *rörelsekapital, eget kapital och skuldsättning*. Det skall visas hur företaget är finansierat och huruvida rörelsekapitalet är tillräckligt eller hur det skall ökas.

En redogörelse för de inblandades intressen i emissionen eller erbjudandet skall lämnas under denna punkt. Det skall tas upp vem som har speciellt intresse samt vad detta intresse grundar sig i.

Det redovisas i denna punkt vilka motiven är som ligger bakom detta erbjudandet samt vad det finns för plan för de medel introduktionen kommer att generera.

4. INFORMATION OM DE VÄRDEPAPPER SOM ERBJUDS ELLER TAS UPP TILL HANDEL

Värdepappret som tas upp till handel skall beskrivas, dess typ och sort. Det skall också redovisas i enlighet med vilken lag de har upprättats och i vilken valuta de är tecknade i.

De rättigheter man erhåller, och ev. begränsningar, vid tecknande av värdepappren skall anges här. Det kan röra sig om exempelvis röstvärde och utdelningens tidpunkt, eller begränsningar gällande att fritt överlåta värdepapperna.

5. VILLKOR FÖR ERBJUDANDET

Hur man anmäler sig för att ta del av erbjudandet och en förväntad tidsplan, statistiska data skall redovisas här. Information rörande antalet emitterade aktier och erbjudandets tidsram.

Det skall finnas en plan rörande fördelning och tilldelning av värdepapperna till olika kategorier av investerare vilka erbjuds att teckna sig

Värdepapprets pris skall anges. Är priset inte känt skall det anges vilken metod man kommer att använda sig av för att sätta priset.

Det skall också anges kontaktuppgifter till de som står för det övergripande erbjudandet, och även till de som går in som garanter för emissionen

6. UPPTAGANDE TILL HANDEL OCH SÄRSKILDA FÖRHÅLLANDEN KRING HANDELN

Här lämnas uppgifter om huruvida värdepapperna skall tas upp till handel och till vilka marknader de skall distribueras. Det datum som de tidigast kommer att tas upp till handels skall redovisas om det är känt.

Bolaget skall ange om stabiliseringsåtgärder kan komma att vidtas och under vilken tidsperiod.

7. SÄLJANDE VÄRDEPAPPERSINNEHAVARE

Uppgifter om den säljande parten av värdepapper, dess namn och kontorsadress skall anges. Det skall även redovisas om antal och slag av värdepapper som erbjuds av de säljande värdepappersinnehavarna. Information rörande "lock up agreements"³

8. KOSTNADEN FÖR EMISSIONEN/ERBJUDANDET

De totala nettointäkterna och kostnaderna för emissionen/erbjudandet uppges under denna punkt.

9. UTSPÄDNING

Erbjudandet/emissionen medför en utspädningseffekt. Den skall anges i både procentuella och absoluta siffror.

10. YTTERLIGARE INFORMATION

Här anges information rörande om rådgivare som haft kopplingar till emissionen samt i vilken utsträckning de varit inblandade. Bolaget skall under denna punkt också behandla tredje mans inblandning och informationslämnande med anknytning till emissionen.

³ Överenskommelser om att inte sälja värdepapper under en viss period