

UPPSALA PAPERS IN FINANCIAL HISTORY

Karin Ky Hanson

Den svenska OTC-marknaden
Framväxt och funktionssätt

Report No 9
1996/97

Department of Economic History

ISSN 1104-0726

ISRN UU-EKHI-R--9--SE

© UPFH och författaren
ISSN 1104-0726
ISRN UU-EKHI-R--9--SE
Reprocentralen, HSC, Uppsala

1. INLEDNING	5
1.1. <i>Bakgrund - förspelet till OTC-marknaden</i>	5
1.2. <i>Uppsatsens syfte och avgränsning.....</i>	7
1.3. <i>Metod och material</i>	7
2. “TILLVÄXTKAPITAL” - UTREDNINGEN SOM FÖREGICK BESLUTET OM OTC	10
2.1. <i>Utredningens direktiv.....</i>	10
2.2. <i>Företagens finansiella situation och kapitalförsörjning.....</i>	10
2.3. <i>Utredningens överväganden och förslag.....</i>	12
2.4. <i>Värdepappershandel i mindre och medelstora företag.....</i>	13
2.5. <i>Förslag om värdepappershandel utanför fondbörsen.....</i>	15
3. OTC - VAD ÄR DET“.....	17
3.1. <i>OTC - begreppet.....</i>	17
3.2. <i>Olika motiv för en introduktion</i>	17
3.3. <i>Noterings- och skattekrav för OTC-listan - en jämförelse med A- listan</i>	18
3.4. <i>För- och nackdelar med en introduktion</i>	19
4. OTC-MARKNADENS UTVECKLING	21
1.1. <i>De första arens erfarenheter.....</i>	21
4. 2. <i>Prissättningsproblematiken</i>	22
4.3. <i>Utvecklingen de senaste aren.....</i>	23
5. VÄRDET AV OTC-NOTERING - EN FALLSTUDIE..	26
5.1. <i>Huvudsynpunkter</i>	26
5.2. <i>OTC-noteringens resultat.....</i>	27
6. OTC UNDER FÖRÄNDRING“.....	32
7. SAMMANFATTANDE DISKUSSION.....*	34
KALL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	36
<i>Bilaga 1: OTC-företag, noterade 8 april 1997..</i>	39
<i>Bilaga 2: Enkätfrågor till OTC-företag.....</i>	41



1. Inledning'

1.1. Bakgrund - förspelet till OTC-marknaden

Under senare delen av 1960-talet och ännu mer på 1970-talet försämrades den ekonomiska situationen för de svenska företagen. Lönsamheten i industrin sjönk och företagens förmåga till självfinansiering minskade. Samtidigt drevs räntan upp av den stigande inflationen och gjorde det dyrare att låna kapital.'

Hårdast drabbades de små och medelstora företagen, dvs företag med mindre än 200 anställda. Dessa företag bidrog i stor utsträckning till att skapa såväl nya arbetstillfällen som främja innovationer och hade därmed stor samhällsekonomisk betydelse. I och med den försämrade finansiella situationen under 1970-talet tvingades dock företag avstå från investeringar som inte gav omedelbar avkastning. När företagens expansiva satsningar avstannade eller minskade blev de också mindre attraktiva för eventuella kapitalplaceringar. Särskilt som risken anses vara högre vid investeringar i mindre företag.'

Att enbart förbättra företagens kreditmöjligheter skulle inte räcka för att lösa finansieringsproblemen. Lånat kapital blev dyrt i och med att inflationen drev räntan uppåt; och det kunde allvarligt öka de mindre och medelstora företagens skuldsättning. Den ekonomisk-politiska debatten kom därför i stor utsträckning att gälla de mindre företagens behov och möjlighet att skaffa eget riskkapital. I och med att detta belystes kom skattefrågorna upp till debatt. Hushållens vilja till att spara i aktier hämmades genom de olika, höga skatterna; t ex marginalskatten, dubbelbeskattningen på aktier och förmögenhetsbeskattningen. Företrädare för näringslivet efterlyste därför politiska initiativ för att förbättra industrins riskkapitalförsörjning samt öka sparkvoten. Vid 1970-talets mitt infördes sk aktiefonder för att öka allmänhetens intresse för aktier. Dessa aktiefonder gav skattemässigt förmån-

¹ Fondbörsens OTC-lista tillkom för att underlätta de små och medelstora företagens behov av kapital, men den har visats sig värdefull inte endast som kapitalkälla utan också som plattform för företagens marknadsföring. Med enkätsvar från OTC-företagen som grund har jag i denna uppsats kunnat belysa vilken nytta företagen anser sig ha av att vara börsnoterade och vilka motiv som legat bakom introduktionen. Utan företagens villighet att snabbt besvara mina frågor skulle det inte ha varit möjligt att få en bild av läget och jag vill tacka dem för vänligt tillmötesgående. Jag riktar också ett tack till Git Möller, marknadschef vid Stockholms Fondbörs, för värdefull information och vice börsschefen Lars Bredin som gav mig tid för en intervju samt till min handledare Lars Fäling för råd och uppmuntran under uppsatsskrivandet.

² OTC-marknaden (1985), s. 1.

³ OTC-marknaden (1985), Ibid. *SOU 1981:95* (1981), s. 13.

liga möjligheter till andelssparande i aktier och reducerade de enskildas risker.’

De små och medelstora företagen gymlades däremot inte av aktiesparfonderna. Det var nämligen inte tillåtet att göra investeringar i icke börsnoterade företag. Det fanns inte heller möjlighet för mindre och medelstora företag utanför börserna att med hjälp av skattefondssparandet utöka aktieägandet till personalen.⁴

De små och medelstora företagens finansieringsproblem har länge uppmärksamats. De undersökningar som hade gjorts under 1960- och 70-talen inriktades dock huvudsakligen på tillgången till utomstående kapital. År 1980 aktualiserades de små och medelstora företagens kapitalförsörjningsproblem ännu en gång, men nu med betoning på att finna andra finansieringsvägar än via främmande kapital.⁵

1 oktober 1980 fick ambassadör Johan Nordenfalk i uppdrag av regeringen att undersöka de små och medelstora företagens finansiella situation. Frågan om riskvilligt kapital till dessa företag betonades i ekonomidepartementets direktiv till den nordenfalkska utredningen. Med riskvilligt kapital menades dels eget kapital, dels kapital i andra former som var mer riskbärande än lånekapital. På hösten 1981 utkom utredningen med ett delbetänkande där problemet diskuterades. Utredningen kom att leda till att riksdagen beslutade om åtgärder för att underlätta riskkapitalförsörjningen för de små och medelstora företagen.⁶

Ett av besluten var inrättandet av en mindre formell aktiemarknad, den så kallade OTC-marknaden (Over The Counter)⁷ för Sveriges mindre företag. Utifrån ett historiskt perspektiv rörande synen på småföretagandet kan den nordenfalkska utredningen sägas vara en frukt av sin tid. På 1980-talet fanns en allmän uppfattning att småföretagen var en mycket viktig beståndsdel i samhällets utveckling.

Enligt en rapport från NUTEK 1993 var de mindre företagen i första hand hänvisade till bankerna för större finansieringsprojekt, t ex vid internationell expansion. Företagen var för små för att på egen hand kunna generera värdepapper eller obligationslån. NUTEK hävdade också att OTC-marknaden inte utgjorde någon större kapitalkälla eftersom aktiemas omsättning var relativt liten, endast någon procent av hela börserns omsättning. 50 procent

⁴ *OTC-marknaden* (1985), s. 1 f.

⁵ *OTC-marknaden* (1985), s. 2 f.

⁶ *OTC-marknaden* (1985), s. 1.

⁷ *SOU 1981:95* (1981), s. 5, 181.

⁸ OTC - är ett engelskt uttryck och står för "over the counter", en från början icke organiserad värdepappershandel. Uttrycket lär ha tillämpats första gången på 1800-talet när aktier såldes till kunder från ekonomiavdelningens fönster. *OTC-marknaden* (1985), s. 3.

av bankernas totala utlåning gick enligt NUTEK till mindre och medelstora företag.⁹

I denna undersökning visas att OTC-marknaden emellertid har haft ett värde för små och medelstora företag utöver vad bankerna kunnat erbjuda. OTC-marknaden har inte endast försett företagen med kapital utan har också hjälpt dem till höjd status genom marknadsexponering. OTC har även hjälpt till att underlätta generationsskiften i företag och varit lösningen på skatteproblem.

En granskning av OTC-marknaden idag, femton år efter dess tillkomst, visar ett väsentligt annat läge än den nordenfalkska utredningen kunde förutse. År 1997 präglas OTC av de förändrade kraven på A-listans beskattning, antagna av riksdagen i maj 1997 (se kap 3.3). Dessa har lett till en företagsflykt från fondbörsens A-lista till OTC-listan och O-listan där flera företag knappast motsvarar definitionen av små och medelstora företag. Flera av OTC-företagen har idag en omsättning över en miljard och betydligt fler än 200 anställda.

Hösten 1997 förelåg ett förslag att slå ihop A- O- och OTC-listan till en gemensam lista. En av anledningarna sägs vara att det skall bli lättare för folk att hitta bolagen. OTC-föreningen motsätter sig bestämt en listförändring, men børsledningen förefaller lika fast besluten att genomföra de tänkta planerna.¹⁰ Genomförs förslagen blir denna uppsats en summering av en del av den svenska finansiella historien.

1.2 Uppsatsens syfte och avgränsning

Syftet med denna uppsats är att med utgångspunkt från Johan Nordenfalks utredning "Tillväxtkapital" analysera och utvärdera effekterna av OTC:s tillkomst i förhållande till utredningen. Genom en fallstudie av introducerade företag avser uppsatsen att visa vilka motiven i allmänhet har varit för OTC-notering och om företagen har fått sina förväntningar på OTC infriade.

För att ge bakgrund till uppsatsens resonemang beskrivs OTC-marknadens funktionssätt, regler, och skattemässiga villkor samt marknadens utveckling.

Uppsatsen avgränsas till OTC i Sverige och till OTC-handelns betydelse för de introducerade företagen; OTC-handelns samhällsekonomiska betydelse berörs endast i generella termer. Den tidsperiod som har studerats är

⁹ *Riskbedömning* (1993), s. 9.

¹⁰ Hedberg (1997). Ehlin (1997).

1982-97, dvs från OTC-listans tillkomst, men tonvikten ligger dock på utvecklingen under andra hälften av 1980-talet och 1990-talets första hälft.”

1.3 Metod och material

Studien bygger på primär och sekundär litteratur, intervju av vice börschefen Lars Bredin, som var med vid OTC:s tillkomst, samt en enkätundersökning. Sekundärmaterialet har huvudsakligen bestått av tidigare gjorda undersökningar och utvärderingar av OTC-marknaden.

Eftersom tyngdpunkten legat på formerna för OTC-handeln och hur företagen dragit nytta av OTC-marknaden, har basmaterialet i första hand varit den enkät som skickats ut till samtliga företag registrerade den 8 april 1997. Med tanke på OTC-företagens variation både branschmässigt och storleksmässigt har samtliga företag studerats. Enkätformen valdes just för att studiens syfte har varit att - mer än man kan utläsa av företagens årsredovisningar - få fram ledningarnas personliga syn på värdet av OTC. Enkäten sändes till företagets VD och har besvarats av VD själv eller någon annan i ledningen. Av 46 tillfrågade företag inkom svar från 33 st, svarsfrekvensen var alltså över 70 procent; en enkät kom i retur därför att företaget hade blivit uppköpt. 21 av de svarande företagen hade introducerats på OTC-listan mellan 1983 och 1990.

Bland de företag som inte svarade på enkäten finns såväl tjänste- och producerade- som fastighets- och finansföretag. Storlek, omsättning och antal anställda är också varierande. Ingen grupp är överrepresenterad och blandningen motsvarar i stort sett den större gruppen, som besvarade enkäten. Enkätsvaren kan således ses som representativa för stämningarna bland OTC-företagen.

Det var i flertalet fall VD i de kontaktade företagen som besvarade enkätens frågor (24 av 33), i annat fall var det ekonomichefen (6) eller styrelseordförande (2), samt en med okänd befattning. På grund av utlovad diskretion till de tillfrågade företagen kommer inga företag enskilt att nämnas. Enkätfrågorna är utformade för att fånga upp företagsledningens åsikter och erfarenheter rörande OTC-marknaden. Frågorna gällde bl a motiven för en OTC-introduktion, den fönnånliga beskattningens roll och vad som har varit största nyttan med introduktionen.

Underlaget för omsättning samt anställda i medeltal under 1996 har varit företagets årsredovisningar för 1996. I de fall företaget har ingått i en kon-

” Före 1985 handlades OTC-aktierna utanför fondbörsens system och en liknande enhetlig sammanställning är därför mycket svår att få tag i. Det var den första oktober 1985 som OTC-bolag började att handlas i fondbörsens system. Fax 30/9 1997 från Git Möller, marknadschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

cern har omsättningen angetts för hela koncernen. Även antalet anställda har återgetts för hela koncernen.

Författaren har varit väl medveten om att även andra tillvägagångssätt än enkätformen har funnits för att studera effekterna av OTC. Meningen var att få fram företagsledningarnas personliga reaktioner och med den ringa tid som fanns till förfogande valdes ett utskick av enkäter framför intervjuer. Att enbart studera årsredovisningarna hade inte gett den personliga synvinkeln som eftersträvats. En studie av företagens siffermässiga utveckling sedan deras inträde på OTC-listan har av samma anledning inte varit aktuell i den här uppsatsen.

Uppsatsens avhandling inleds med en sammanfattning av den nordenfalkska utredningen i kapitel 2, därefter följer i kapitel 3 en redogörelse för vad OTC-marknaden är; vilka krav, regler och skattebestämmelser som gäller samt vilka olika motiv som gör att ett företag just väljer OTC. I uppsatsens kapitel 4 behandlas OTC-marknadens utveckling och utifrån resultaten av en enkät - OTC-företagens erfarenheter av OTC-marknaden, samt eventuella förändringar av OTC i kapitel 5 och 6. Avslutningsvis sammanfattas uppsatsens slutsatser i kapitel 7.

2. "Tillväxtkapital" - utredningen som föregick beslutet om OTC

2.1 Utredningens direktiv

Den 26:e juni 1980 beslöt regeringen på förslag av dåvarande chefen för ekonomidepartementet, statsrådet Gösta Bohman, att en utredning rörande de små och medelstora företagens finansiella situation skulle göras. Den 21 oktober 1980 tillsattes ambassadören Johan Nordenfalk som särskild utredare." I utredningens direktiv, sades bl a att utredningen skulle:

1. Undersöka de olika kreditinstitutens roll för de mindre och medelstora företagen.
2. Analysera eventuella skillnader i små och stora företags möjligheter att få kreditstöd, och då med hänsyn till faktorer som soliditet, räntabilitet och framtidsutsikter.
3. Studera vilka åtgärder som måste vidtas för att säkerställa tillgången till riskvilligt kapital för de mindre företagen."

Utredningen skulle inte behandla frågor gällande ändringar i skattelagstiftningen. Dessa frågor handlades av 1980 års företagskommitté och kapitalvinstkommitté men samråd mellan dessa två kommittéer och den nordenfalkska utredningen ansågs dock lämplig."

2.2 Företagens finansiella situation och kapitalförsörjning

Den nordenfalkska utredningen konstaterade att mindre och medelstora företag som befinner sig i tillväxt ofta också har växande skulder. Det är inte ovanligt att vinsterna i dessa företag är för små för att hindra fortlöpande skuldsättning. Större företag har en möjlighet att skaffa riskkapital genom handel med aktier och andra värdepapper. Denna möjlighet fanns inte tidigare för de mindre företagen. Soliditeten (eget kapital i procent av totalt kapital) i små och medelstora företag visade sig i allmänhet vara mindre än i större företag. Den lägre soliditeten tillsammans med den höga skuldsättningen gjorde att denna grupp av småföretagare var mycket känslig för lönsamhetsförsämringar.

¹² *SOU 1981:95* (1981), s. 5.

¹³ *SOU 1981:95* (1981), ss. 46-49.

¹⁴ *SOU 1981:95* (1981), s. 46.

Under 1970-talet sjönk lönsamheten och med den vinsterna och soliditeten i de svenska företagen, vilket ledde till att investeringar lånefinansierades. Den nordenfalkska utredningen noterade att investeringarna tenderade att avstanna till följd av företagens låga soliditet och de höga utlåningsräntor som gällde på 1970-talet. Särskilt besvärligt var det för de nyetablerade företagen som det första året måste få en tillräckligt god avkastning för att kunna betala lån och räntekostnader. Utredningen uttryckte oro för att den höga rantekostnaden kunde bidra till att avskräcka från nyetableringar.”

Den nordenfalkska utredningen redovisade, med hänvisning till industriverkets rapport SIND 1980:15, att de mindre och medelstora företagen inte hade problem att få krediter, trots en redan hög skuldsättning. Genom att företagen ådrog sig allt högre skulder, kunde det dock på längre sikt leda till svarigheter att skaffa ytterligare lånekapital. För att klara amorteringarna ställdes företagen inför höga krav på snabb avkastning.“”

Det första sättet för ett företag att få riskkapital brukar normalt vara genom värdepappershandeln mellan företag och nya ägare/andelsägare. Storföretagens tillgång till börshandeln har varit av väsentlig betydelse. Genom bl a notering på Stockholms Fondbörs har de svenska företagen fått publicitet i massmedia, och därmed ökat intresse som investeringsobjekt. Därtill kommer de skattemässiga aspekterna på aktiehandeln. Staten hade tidvis genom olika åtgärder, rätt till avdrag och dylikt, gjort det lönsamt för place-rare att satsa på aktier.”

Utredningen framhöll att de små och medelstora företagen, då de inte var börsnoterade, fick vända sig till banker, mellanhandsinstitut eller privata investerare. Något de mindre och medelstora företagen ogärna gjorde, p g a rädslan för att förlora kontrollen över företagen. De allra minsta samt de nyetablerade företagen, eller företag vilka inte var aktiebolag, saknade ofta helt förutsättningar för att få riskvilligt kapital från kreditbolag eller genom försäljning av aktier. På grund av den höga riskfaktor som en investering i de mindre och medelstora företagen innebär, var det svart att locka till sig kapitalplacerare. Småföretagen fick i stället lita till ägarnas resurser. Ledningarna uttryckte oro och osäkerhet inför framtiden och några kände sig rentav förföljda. Utredarna ansåg det angeläget att initiativ togs för att förbättra det allmänna företagarklimatet. Expansionslusten hos ledningarna för de mindre företagen kunde inte ökas enbart genom förbättrad ekonomi och bättre kreditvillkor. Även förändringar rörande t ex skatter, det byråkratiska systemet och den allmänna synen på små/medelstora företag efterlystes.“”

¹⁵ *SOU 1981:95* (1981), s. 75 f., s. 76 f., s. 89.

¹⁶ *SOU 1981:95* (1981), s. 88.

¹⁷ *SOU 1981:95* (1981), s. 92 f.

¹⁸ *SOU 1981:95* (1981), s. 93 f., s. 176 f.

En annan fråga som uppmärksammas i Johan Nordenfalks utredning var de problem i de små och medelstora företagen som lätt kunde uppstå vid generationsskiften. Arvs- och gåvobeskattningen kunde skapa problem, liksom utlösen av medarvingar. De finansiella tillgångarna låg i företaget och gav dessutom en låg avkastning. Samma problem kunde uppstå vid utlösen av delägare.” Det var bl a dessa problem som föreledde utredarna att inleda en diskussion om hur en aktiemarknad för de mindre företagen skulle kunna skapas.

2.3 Utredningens överväganden och förslag

En mängd förslag om förbättrad situation för småföretagen framfördes till utredningen. Främst rörde förslagen vad som kan göras mot företagets dåliga lönsamhet. Med bättre lönsamhet ökar självfinansieringsförmågan och vanligen också viljan att investera. Lönsamheten gör vidare att företagen lättare kan bära räntekostnaderna för främmande kapital som måste tillföras verksamheten.”

Att lösa lönsamhetsfrågan var dock inte helt lätt då den bl a har att göra med hur inflationen kunde reduceras. Detta rörde politiska frågor vilka utredningen ansåg ligga utanför sitt område. Utredarna underströk dock att skattemässiga förbättringar för småföretagarna måste göras. Detta med hänsyn till lönsamheten för både företaget och investeraren/ägarna. De små företagets ekonomi hängde inte sällan samman med den enskilda ägarens ekonomi. Dennes bedömning av företagets och sin egen ekonomi påverkade således expansionsviljan.”

I den nordenfalkska utredningen diskuterades ingående värderingar som ansågs ligga till grund för en kapitalägares val av investeringsobjekt. Utredningen konstaterade att valet var långt mer komplicerat än det mellan direktavkastning och värdetillväxt på sikt. Finansiärens bedömning av förväntad inflation spelade stor roll liksom aviserade eller förmodade förändringar av skattereglerna.”

På grund av de komplicerade sambanden i bedömningarna avstod utredarna från att uppställa teoretiska modeller för hur riskkapital kunde inbringas. De satte sig i stället i förbindelse med erfarna aktörer på finansmarknaden. På basis av deras synpunkter lade man fram sina förslag till förbättrade möjligheter till handel med aktier i mindre och medelstora företag, även om man konstaterade att riskkapitalfrågan inte kunde lösas med

¹⁹ *SOU 1981:95* (1981), s. 94.

²⁰ *SOU 1981:95* (1981), s. 178.

²¹ *SOU 1981:95* (1981), s. 179.

²² *SOU 1981:95* (1981), ss. 178-188

en enda finansieringsform. Bland utredningens förslag kan nämnas följande:”

1. Det skall vara lätt att göra en placering och möjligt att vid varje givna tidpunkt kunna aweckla sitt engagemang och omvandla det till likvida medel.”
2. Förutsättningar måste skapas för handel över börsern med värdepapper i mindre och medelstora företag.
3. Både kapitalplacere och företag har behov av en fungerande marknad som kan vara en värdeätare på investeringarnas effektivitet.”

Samtliga synpunkter pekade fram mot en utvidgning av börshandeln samt också en informell handel utanför fondbörsern, en OTC-marknad.

2.4 Värdepappershandel i mindre och medelstora företag

En av fördelarna med handel med börsnoterade värdepapper var den uppmärksamhet, främst från massmediernas håll, som handeln och företagen erhö. Genom olika sparstimulanser har börshandeln gymrats. De företag som börsregistreras får dessutom en i allmänhetens syn seriösare framtoning och blir därmed ett intressantare investeringsobjekt. önskemål om att fler företag skulle kunna få tillgång till börshandeln framfördes till utredningen. Genom allmänhetens investeringar skulle dessa företag få ett ökat riskvilligt kapitaltillskott.“

Enligt utredningens beräkningar skulle ett hundratal företag kunna vara aktuella för en börsintroduktion inom den närmaste framtiden. Men med dåvarande regler ansåg utredningen att ca hälften av de medelstora företagen skulle ha svart att uppfylla fondbörserns regler. Det var främst de medelstora företagen som med en utvidgning av fondbörsern skulle komma att vara aktuella för börsintroduktion. I stället för att ändra de rådande villkoren för fondbörsinträde föreslogs att man borde hitta en form för dessa företag att noteras utanför fondbörsern. Denna handel utanför fondbörsern skulle på så vis kunna vara en värdeätare på företagen inför en eventuell note-

²³ *SOU 1981:95* (1981), s. 186, 189.

²⁴ Likvida medel/tillgångar - pengar eller tillgångar som lätt kan omvandlas till pengar. Företagens likvida tillgångar räknas i regel som omsättningstillgångarna (eller dessa minus lager). *Ekonomiskt ABC* (1973), s. 55.

²⁵ *SOU 1981:95* (1981), s. 189.

²⁶ *SOU 1981:95* (1981), s. 221 f.

ring på fondbörsen. Utveckling och expansionsmöjligheter skulle här vara möjliga att studera.²⁷

Den nordenfalkska utredningen menade också att om de medelstora företagen kunde få tillgång till börshandel, skulle inte enbart deras kapitaltillväxt förbättras, utan även deras självförtroende. Företagen känner sig mer betydelsefulla och inte bortglömda. Det var inte självklart att denna utvidgning av handeln med värdepapper skulle ske inom A II-listan. Införandet av en tredje lista, A III-lista, kunde komma att bli aktuell.²⁸

Den så kallade fondhandlarlistan förbjöds 1980 och börsen tog över och skapade A II-listan för de mindre och medelstora företagen. Den är inte att förväxla med den nuvarande O-listan²⁹ som tillkom 1986 då Stockholms Fondbörs tog över en mindre seriös underlista, som hade vuxit sig stor, och organiserade en ordnad handel av den.³⁰

I stället för att ändra nuvarande regler och krav på den befintliga A II-listan föreslog utredningen införandet av en tredje lista där kraven på företagen sänktes vad gällde aktiekapital, eget kapital och antal börsposter.³¹ Detta underlättade för de företag som ville söka inträde på denna tredje lista.³²

För A II-listan gällde att aktiekapitalet minst måste vara fem miljoner och det egna kapitalet tio miljoner kronor.³³ Förslaget innebar att börsstyrelsen, utan att bryta mot fondbörsförordningen, skulle godkänna en sänkning av kraven för den tredje listan. Aktiekapitalet skulle här minst vara två miljoner och det egna kapitalet minst fyra miljoner kronor. Kravet på börsposternas antal skulle sättas lägre än på A II-listan. De för den tredje listan aktuella företagen skulle inte klara ett större antal aktieposter enligt utredningen. Visserligen innebar en låg andel poster en liten spridning, vilket kunde medföra viss risk för kursställningen av aktierna, men den tillsyn som

²⁷ *SOU 1981:95* (1981), s. 222 f.

²⁸ *SOU 1981:95* (1981), s. 223

²⁹ O-listan - tidigare kallad den inofficiella listan. Den är till för bolag som på dagen för noteringen inte uppfyller A- eller OTC-listans krav för notering. *Välkommen till Stockholms Fondbörs*, s. 13.

³⁰ Intervju den 1916 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

³¹ Börspost - det minsta antal eller lägsta värde värdepapper som får noteras och handlas med i borspostorderboken i SAX (Stockholm Automated eXchange, ett handelssystem). Värdet på en börspost brukar vara ett halvt basbelopp på A-listan och en fjärdedels basbelopp på OTC- och O-listan. *Välkommen till Stockholms Fondbörs*, s. 12.

³² *SOU 1981:95* (1981), s. 224.

³³ I det totala egna kapitalet ingår förutom aktiekapital bundna reserver samt balanserad vinst.

börsstyrelsen utövade ansågs räcka för att hindra majoritetsinnehavare eller andra aktörer att påverka kurssättningen.”

Inga ändringar i lagen om Stockholms Fondbörs eller i förordningen om Stockholms Fondbörs borde göras, enligt utredningen, för den kommande tredje listan. Det ansågs inte heller nödvändigt att underlätta för företagen administrativt.”

Jämförelser med utlandet gjordes också av den nordenfalkska utredningen, och man konstaterade att den största värdepappersmarknaden utanför börsen var den amerikanska “over the counter-market” (se kap 3.1). I Sverige hade ingen sådan organiserad marknad fått förekomma utanför fondbörsen. Det hade aldrig funnits någon tradition i Sverige bland småföretagare att vända sig till en stor kapitalinbringande marknad. Orsaken var sannolikt de osäkra reglerna för handel utanför fondbörsen samt de oklara skatteaspekterna. Utredningen fann att inga tidigare undersökningar förekommit vad gällde följderna av en handel utanför fondbörsen.“

Den nordenfalkska utredningen ansåg att särskilt två faktorer i fråga om handel med icke börsnoterade papper var av vikt. För det första skulle inga ändringar i fondkommisions- och börslagstiftningen behöva göras, utan det var istället aktuellt med ett alternativ som låg inom ramen för lagstiftningen. För det andra skulle man utnyttja det kunnande som fanns inom befintliga banker och hos fondkommissionärer vad gällde handel med värdepapper. Utredningen ansåg att bankerna med sina förgreningar ute i landet var av stor betydelse när det gällde att nå ut till allmänheten. Dessa organisationer skulle således bli navet för handel med icke börsnoterade aktier och värdepapper. Inga nya institutioner skulle därför behöva instiftas, vilket förenklade utvidgningen av börsen.”

2.5 Förslag om värdepappershandel utanför fondbörsen

Den främsta förutsättningen för den tredje marknaden var naturligtvis att skapa ett intresse från företagens och fondkommissionärens” sida. Fondkommissionärerna skulle ses som huvudmäklare, s k “market makers”³⁹

³⁴ *SOU 1981:95* (1981), ss. 224-225.

³⁵ *SOU 1981:95* (1981), s. 225 f.

³⁶ *SOU 1981:95* (1981), s. 226 f.

³⁷ *SOU 1981:95* (1981), s. 227 f.

³⁸ Fondkommissionär - av börsen godkänd medlem, bank, bolag eller enskild person, som har rätt att sälja och köpa värdepapper på fondbörsen. *Ekonomiskt ABC* (1973), s. 32 f.

³⁹ Market Maker (MM) var ett ombud som agerade köpare och säljare av ett OTC-företags aktier. För att kunna agera som kund när ingen köpare fanns hade MM ett lager av aktier. Både bank eller en fondkommissionär kunde vara MM. En MM kunde samti-

Kontrollen av att man fick in lämpliga företag på marknaden skulle lättast göras genom att kräva information om företaget i fråga. Tillsammans med "market maker" skulle företaget framställa ett prospekt med en detaljerad beskrivning av företaget och verksamheten, utdrag ur de senaste årens årsredovisningar och revisionsberättelser. Man skulle emellertid inte ställa lika höga krav på information som vid ett inträde på fondbörsen."

I prospektets information skulle framgå hur stor andel aktier företaget ville släppa ut på marknaden och till vilket introduktionspris, mängden värdepapper "market maker" ville handla med samt dennes åtaganden i framtiden. "Market maker" uppgift blev bl a att lämna bud på köp- och säljkurs på börsposterna. I prospektet skulle vidare högsta respektive lägsta köp- och säljkurs anges. Detta för att minska risken för manipulation. Den som ville köpa icke börsnoterade papper skulle alltså vända sig till "market maker". Den tid som "market maker" behövde hålla fast vid sina kurser, skulle vara mycket kort ansåg utredningen, högst en dag. Vid längre tidsperioder skulle marknaden riskera att stagnera, menade man. Efter avslutad affär hade han rätt att sätta ny kurs."

De stora börsbolagen hade stränga krav beträffande information, och utredningen menade att även om kraven skulle vara mindre stränga för småföretagen, måste vissa minimikrav ställas. Dessa skulle utvecklas av fondhandlareföreningens styrelse. Samarbetet mellan "market maker" och företaget krävde regelbunden information. Skulle brister i informationen uppstå, ansåg utredningen att handel med papperet inte kunde fortsätta."

Vid en brytning mellan "market maker" och företaget föreslogs en uppsägningstid på tre månader. En uppsägning skulle inte få skada en tredje part och därför borde "market maker" försöka medverka till att upprätthålla marknaden även efter uppsagd tid."

Utredningen uppmärksammade påtagliga skillnader mellan denna typ av värdepappershandel och den som Stockholms Fondbörs bedrev, och ansåg att OTC-handeln inte skulle kunna ses som fondbörsverksamhet. I lagen om fondbörsen stod bl a att verksamheten skulle vara koncentrerad och anbudet samlas för att databehandlas; det skulle även ske regelbundna affärer i stor skala. Enligt utredningens bedömning kunde handeln med små och medelstora företag ske sporadiskt och i liten skala då företagen endast lät en del av aktiekapitalet gå ut till försäljning."

digt ha hand om flera företags aktier liksom ett företag kan ha flera MM(MM:s funktion överflyttades sedermera till fondbörsen). *OTC-marknaden*(1985), s. 3.

⁴⁰ *SOU 1981:95*(1981), s. 228 f.

⁴¹ *SOU 1981:95*(1981), s 229 f.

⁴² *SOU 1981:95*(1981), s. 233.

⁴³ *SOU 1981:95*(1981),s. 230.

⁴⁴ *SOU 1981:95*(1981),s. 232.

3. OTC - vad är det?

3.1 OTC - begreppet

OTC-marknaden är en benämning som kommer från engelskans *Over-The-Counter*, över disk, och betyder att värdepappershandeln sker utanför officiella fondbörser. Marknaden är till för handel i småbolagsaktier och handeln har skett genom en sk "market maker" vilken skapar en marknad för bolagets aktier. Aktierna läggs ut på marknaden antingen genom att ägaren säljer ut en del av sitt innehav eller genom nyemission. Ett kontrakt, liknande det som sluts mellan ett börsbolag och fondbörsen vid en börsintroduktion, upprättas mellan "market maker" och bolaget." I Sverige har aldrig funnits någon "handel över disk". Begreppet OTC har här etablerats för handel med aktier i mindre och medelstora företag."

3.2 Olika motiv för en introduktion

Enligt tidigare utredningar har företag sökt OTC-notering vid behov av ökat riskkapital t ex för finansiering av innovationer eller expanderings i form av företagsköp. Företagets aktier får genom en OTC-marknad ett marknadsvärde och kan på så vis betala företagsförvärv med marknadsnoterade aktier."

Andra motiv för OTC-notering har varit generationsväxling och likviditetsproblem. Likviditetsproblem som beror på t ex stora lager eller långsamma betalare. Tillgångarna finns ofta i fasta medel och det kan vara svårt att få ut kontanta medel. I ett familjeföretag där aktierna är högt värderade kan det vara näst intill omöjligt för en icke aktiv delägare att sälja sina aktier till andra parter. Särskilt om familjeföretaget ägs av en eller ett fåtal ägare. I familjeföretag kan det även finnas en ovilja att släppa ifrån sig huvudägarskapet vilket minskar intresset för eventuella köpare att förvärva en del av företaget. I och med att aktierna får en marknad får företaget också en värdering som underlättar ägarbyten."

⁴⁵ Nyemission- ökning av aktiekapitalet i ett företag genom tillskott av nytt kapital. Det innebär att både aktiekapitalet och antalet aktier ökar. Oftast har tidigare aktieägare företräde till teckning. *Välkommen till Stockholms Fondbörs*, s. 13. *Information om OTC-marknadsfrågor* (1985), ss. 4-5.

⁴⁶ Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

⁴⁷ Gladh (1984), s. 37

⁴⁸ Gladh (1984), s. 55 f.

Tidigt stod det klart för dem som övervägde att skapa en OTC-marknad att en OTC-notering inte kunde vara något självändamål från företagets sida, det skulle vara för dyrt. Introduktionen skulle i stället ses i ett vidare perspektiv där en introduktion på A-listan” kunde vara det slutliga målet. Före en notering gjordes borde därför företagen noga ha övervägt om just OTC var den bästa lösningen. Andra alternativ kunde t ex vara att tillåta en enskild eller ett fåtal professionella placerare att köpa aktier; att istället förbereda sig för en introduktion på A II-listan; eller att utnyttja olika låneformer.”

3.3. Noterings- och skattekrav för OTC-listan - en jämförelse med A-listan

Företag som idag söker in till OTC-listan (som jämförelse skrivs A-listans krav inom parentes) skall:

- 1 Ha minst tre års verksamhetshistoria vilken skall kunna styrkas av redovisningshandlingar från dessa år.
- 2 Ha dokumenterad kapacitet till vinstintjäning.
- 3 Uppfylla Stockholms Fondbörs krav vad gäller ledning, styrelsens sammansättning, ekonomistyrning samt kunna ge professionell information om aktiemarknaden.
4. Ha minst 500 aktieägare (2000) som var och en minst äger aktier motsvarande en noteringspost, d v s ett kvarts basbelopp (en börs-post d v s ett halvt basbelopp).
5. Ha en ägandestruktur där minst 25 procent av aktierna och 10 procent av rösterna finns i allmän ägo, d v s någon som direkt eller indirekt äger mindre än 10 procent av aktiekapitalet eller rösterna.
6. Ha ett marknadsvärde på minst 50 Mkr (300 Mkr).
7. Samt utforma ett noteringsprospekt.”

Noteras kan att “market maker-funktionen” inte längre existerar. Börsen tog istället över och är nu den part som skriver avtal med företagen. (Se vidare kap.4.3)⁴⁹

⁴⁹ A-listan - På denna lista kallas företagen för börsbolag. A-listans företag uppfyller fondbörsens strängaste krav på bl a marknadsvärde och aktiespridning till andra ägare.

⁵⁰ Information om OTC-marknadsfrågor (1985), s 5 f

⁵¹ Listed on the Stockholm Stock Exchange, s. 1.

Den 29:e maj 1997 antogs av riksdagen en lag om förmögenhetsbeskattning rörande A-listan. Huvudägare med ett aktieinnehav om minst 25 procent i ett företag som registrerades före 1 januari 1992 måste betala förmögenhetsskatt på sitt innehav. Huvuddelägare med mer än 25 procent av aktierna slipper dock att betala förmögenhetsskatt om bolaget registrerades efter 1 januari 1992. Fondbörsens A-lista beskattas nu till sitt fulla värde, jämfört med tidigare 75 procent. Den nya förmögenhetsbeskattningen innebär att 1,5 procent tas ut på en förmögenhet över 900 000 kronor. OTC-listans eller O-listans aktier bedöms som "arbetande kapital" och befriar dem därför från förmögenhetsbeskattningen." Den har skillnaden i beskattning har på senare tid resulterat i att en rad företag har diskuterat eller begärt överflyttning från A-listan till OTC-listan.

3.4 För- och nackdelar med en introduktion

Längre fram i uppsatsen kommer några utvalda OTC-företags erfarenheter av OTC-introduktion på gott och ont att behandlas. För att visa om och hur företagens förväntningar har infriats berörs här förhandsdiskussionerna. När OTC-marknaden etablerades sågs framför allt följande förhållanden som fördelaktiga:

- Möjligheten förbättrades att genom nyemission, via aktierna, finansiera företagsköp. Bolaget kan nu friare välja finansieringsformerna mellan eget kapital och främmande kapital.
- En annan plusfaktor var att de anonyma småföretagen genom sin publika tillvaro blev betydligt synligare och fick en seriös stämpel. Intresset från banker, penning- och kreditinstitut ökade, vilket underlättade finansieringen. Många familjeföretag togs tidigare inte på fullt allvar.
- Företagets kontaktnät med kunder och leverantörer förbättrades, när dessa kunde köpa aktier i företaget. Den höjda statusen som publikt företag underlättade inte enbart marknadsföringen, utan bidrog också till att göra företaget till en attraktiv arbetsplats. Detta underlättade också nyrekrytering av kompetent arbetskraft.
- För ägarna låg fördelarna främst i att aktierna skapade likvida tillgångar, i och med att den allmänna marknadsplatsen underlättade handeln med aktierna.

³² Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

³³ Borg (1997). Pettersson (1997).

- Minoritetsaktiernas värde ökade när det fanns många köpare och Aktieägare med små poster erhöjld därigenom högre avkastning.
- Generationsskiften underlättades. OTC-aktier värderades ur arvs-skattesynpunkt till 30 procent av marknadsvärdet och 70 procent av värdet kan alltså överföras skattefritt.
- Det var skattemässigt fördelaktigt att låta OTC-notera företaget. (se kap. 3.3) Förmögenhetsbeskattningen uppgick t ex endast till 30 procent av företagens substansvärde, dvs värdet på företagens fasta tillgångar (vilket dock gällde före regeringsförändringar 1991).⁵⁴

OTC-marknadens upphovsmän var medvetna om att en OTC-introduktion även kunde innebära en del nackdelar. På ett publikt företag var kraven på insyn och information stränga, t ex insiderregeln.” Alla intressenter, extema som interna, ska samtidigt erhålla information. Snabbheten var alltså viktig, vilket ledde till extra arbete med delårsrapporter och årsredovisningar. Ökade kostnader för presentationsmaterial och andra trycksaker tillkom. Kraven på företagsledningen ökade också då deras kompetens mäts i företagens framgångar. Ofta var en utökning av styrelsen nödvändig för att få in ny specialiserad kompetens med nya idéer och erfarenheter.“

I ett icke noterat bolag kunde vinsterna återgå till företaget, men som OTC-introducerat förväntades företaget ge utdelning till aktieägarna. Vidare ställdes högre krav på bolagsstämmor och styrelsemöten, vilka måste lägga större vikt vid formalia än vad som var vanligt bland familjeföretag. Styrelseledamöter fick ett större ansvar gentemot aktieägare som inte satt i styrelsen. Risktagandet fick t ex inte bli för stort. En av de största förändringarna för ägarna var också den ökade offentligheten. Ägare och ledning blev företagens ansikte utåt och fick därigenom ta både kritik och beröm.”

⁵⁴ Gladh (1984), ss. 61-64.

⁵⁵ Insider (-regeln\ - person som har tillgång till kurspåverkande information före den övriga marknaden. Det är förbjudet, enligt insiderlagen att utnyttja informationen för handel på vardepappersmarknaden. Även personer som genom tips utnyttjat informationen kan straffas.

⁵⁶ Gladh (1984), ss.64-66.

⁵⁷ Gladh (1984), s. 65 f.

4. OTC-marknadens utveckling

4.1 De första årens erfarenheter

Intresset för OTC-marknaden var stort i början på 1980-talet. Den stora introduktionsvågen kom hösten 1983 då ett 20-tal företag introducerades och 1985 var 72 företag noterade.

Två år efter listans tillkomst beslutade Industriförbundet och den svenska OTC-föreningen⁵⁸ att göra en utvärdering av de första åren. Ett problem som uppmärksammades var att nyintroduktioner ofta skedde till underkurs, dvs omedelbart efter introduktionen värderade marknaden bolaget högre än den värdering som föregick introduktionen. Samtidigt var avsikten att introduktionskursen skulle spegla värdet av företaget, dvs det diskonterade nuvärdet av framtida utdelningar. Den satta kursen skulle inte avvika för mycket från den väntade marknadsvärderingen.”

Värdet på ett marknadsnoterat företag är i praktiken summan av antalet aktier gånger dagspriset. En värdering av ett icke noterat företag skedde på hypoteser, vilka kan se olika ut beroende på vem som har gjort värderingen. Problemet med en introduktion till underkurs var att de gamla ägarna förlorar, medan de nya vinner. Företagen kunde istället välja att sätta kursen efter marknaden genom ett slags auktion där allmänheten, med hänsyn till marknads värdering, lade bud på ett visst antal aktier. Priset sattes sedan efter en avräkning från högsta bud och nedåt tills emissionen var fulltecknad.“⁵⁹

Enligt den gjorda utvärderingen var dåtidens “marketmakers” kritiska till auktionsmetoden bl a därför att den breda marknaden ansågs sakna tillräckliga kunskaper om de många företagen för att kunna ge realistiska bud. Andra metoder för att sätta försäljningskursen var t ex att se till den förväntade vinstnivån, eller prognoser sammanställda efter företagets balans- och resultaträkningar över en konjunkturcykel.“⁶⁰

Med undantag för ett företag hade utförsäljningen av aktier fram till 1985 inte skett på det för företaget mest fördelaktiga sättet. Priset hade fastställts med hjälp av olika metoder. När utbudet och efterfrågan stämde överens

⁵⁸ Svenska OTC-föreningen - en förening som bildades strax efter OTC-listans tillkomst och där de flesta OTC-bolagen är medlemmar. Föreningen tillvaratar medlemmarnas intressen genom att bl a försöka skapa intresse för aktierna samt förbättra regelverket. I första hand har föreningen koncentrerat sig på skattefrågor. De har arbetat med lobbying i departement och organisationer.

⁵⁹ *OTC-marknaden* (1985), s. 24 f.

⁶⁰ Emission - Nya aktier, obligationer, förlagsbevis m.m. ges ut på marknaden till försäljning. *Välkommen till Stockholms Fondbörs. s. 13. OTC-marknaden* (1985), s. 25

⁶¹ *OTC-marknaden* (1985), s. 28-31.

och en liten grupp med de högsta förväntningarna hade tillgång till aktierna, steg priset; ju högre spridning gällande värderingen, desto högre pris. Företagen tjänade följaktligen på att sälja till de parter som hade de högsta förväntningarna, men Industriförbundets undersökning visade att företagen hade sålts till köpare med varierande förväntningar.“

Kritik som framfördes av “market makers” var att företagen själva styrde till vem aktierna skulle gå. Ofta hamnade de hos personer med tät kontakt med företaget och mindre hos allmänheten. Det fanns även en skillnad mellan hur banker och fondkommissionärer agerade som “market makers”. Bankerna ordnade en god allmän spridning av tilldelningen av aktierna, medan fondkommissionärerna gärna prioriterade vissa intressanta kunder.“

Det tilldelningsproblem som uppstod i mitten av 1980-talet berodde på att introduktionerna skedde till underkurs och det fanns förväntade övertäckningar av emissionen. Detta ledde till att företagen redan i emissionsprospektet” redogjorde för sin framtida aktietilldelningar, t ex hur mycket som skulle komma till allmänheten, institutioner och genom lottning. I OTC-marknadens tidigare fas hade tilldelningen enbart skötts av “market maker” och inte fått någon större uppmärksamhet bland allmänheten.“

4.2 Prissättningsproblematiken

Den oregelbundna och i volym låga handeln av aktier i OTC-bolagen resulterade i att en akties rätta värde blev svårbestämbar. Handel i OTC-aktier skedde efter fria förhandlingar till skillnad från börsens upprop. Som tidigare nämnts var “market makers” uppgift att upprätthålla en handel med företagets aktier samt att ge köp- och säljkurser. Följaktligen var det betydligt svårare att veta marknadens värdering av företaget och prissättningen riskerade att varken bli rättvisande eller effektiv.“

Den sk”spreaden” är skillnaden mellan köp- och säljkurs, vilken antas öka i takt med osäkerheten beträffande en specifik aktie. Det finns olika förklaringar till spreaden. Den första är att den kompenserar “market maker” för att denne håller lager samt köper och säljer ett företags aktier. Storleken på lagret kan variera och “market maker” kan både göra vinster och förluster, och därigenom var spreadens uppgift att minimera förlustrisken. En annan förklaring är att spreaden utgör “market makers” lager-

⁶² *OTC-marknaden* (1985), s. 33 f.

⁶³ *OTC-marknaden* (1985), s. 34 f.

⁶⁴ Emissionsprospekt - det prospekt som ges ut i samband med en OTC-notering. Bolaget skall däri ge uppgifter om företagets historik, verksamhet, produkter och finansiella ställning.

⁶⁵ *OTC-marknaden* (1985), ss. 34-36.

⁶⁶ *OTC-marknaden* (1985), s. 42.

transaktions- och informationskostnad; avslutningsvis hävdas även attspreaden är en sorts försäkring för "market makers" mot "inside information".⁶⁷

Spreaden har även ett samband med aktieomsättningen. Vid låg omsättning är marknadsvärdet svårare att bestämma. Är aktien däremot föremål för en tätare handel, minskar skillnaden mellan köp- och säljkurs därför att ett relativt rättvist marknadsvärde kan sättas. Under senare delen av 1980-talet och början av 90-talet ökade spreaden på OTC-aktier, medan AI och AII aktier har haft en betydligt mindre spread.⁶⁸

4.3 Utvecklingen de senaste åren

Efter att Stockholms Fondbörs omorganiserades till aktiebolag avskaffades "market maker-funktionen". Detta skedde i samband med att den nya börslagen togs i bruk 1993. Det ansågs att "market maker-funktionen" inte var tillräckligt effektiv, eftersom "market makers" kom att få en dubbelroll; de hade både en relation till företaget och på så vis tillgång till information och en relation till marknaden. De var samtidigt köpare och säljare. "Market makers" upplevde inte sitt åtagande som en skyldighet att garantera tillgång och efterfrågan. De hade ett ganska tunt formellt ansvar att tillhandahålla en börspost och det var inte tillräckligt för att skapa en god likviditet. Marknadshållarfunktionen fungerade inte och därför förändrades systemet. Fondbörsen är istället "order driven" och anses vara mer effektiv. Idag är det Stockholms Fondbörs som skriver avtal med företagen, istället för som tidigare, "market makers". Efter en svacka 1991 och 1992 har intresset för OTC-listan återigen ökat. Det kan främst ses i statistiken över handelsvolymen och antalet nytillkomna företag. Under listans höjdpunkt 1988 omsattes 45 miljoner aktier; 1991 var antalet 27 och 1992 57. Under 1993-96 har en markant ökning av handelsvolymen i handlade aktier skett. 1996 omsattes 541 miljoner aktier. Ökningen i handelsvolym skedde inte enbart på OTC-listan utan även på de andra listorna. Ett av skälen antas vara att kronans anslutning till ECU-valutan släpptes i november 1992.⁶⁹

Handelsvolymen har stigit från 1,2 miljarder 1992 till 11,5 miljarder 1996.⁷⁰ Intresset för OTC-listan har alltså inte minskat, även om antalet noterade företag idag är mindre än vid glansperioden 1988. Lars Bredin ser inte detta som någon specifik nedgång för just OTC-listan, utan menar att

⁶⁷ OTC-marknaden (1985).

⁶⁸ OTC-marknaden (1985). De Ridder (1993), s 35.

⁶⁹ Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm. *Fact book* 1997. s. 6. Fax den 30/9 1997 från Git Möller, marknadschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

⁷⁰ Fax den 30/9 1997 från Git Möller, marknadschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

det endast är en naturlig utveckling som även sker på andra listor; vid vissa perioder är det fler listade bolag och vid andra tillfällen är det färre. Det är naturliga svängningar som sker inom verksamheten. Industriförbundet och svenska OTC-föreningen gjorde, som nämnts, i mitten av 1980-talet en utvärdering av OTC-marknaden. Däri framkom bl a kritik från dåtidens "market makers" att företagens huvudsakliga aktieförsäljning gick till närstående. Det är en kritik som börsledningen aldrig har förstått. I stället uppfattade man att OTC-företagens aktier från början uppskattades av den breda allmänheten. Många investerare ser t o m gärna att man har skilda aktieslag, A- och B-aktier, där entreprenören behåller A-aktierna och därmed också makten i företaget och styr bolaget som tidigare. Investerarna skulle därigenom kunna dra fördel av entreprenörens kunskap och skicklighet."

I OTC:s begynnelse var listan tänkt att vara en föregångare till A-listan för företagen. Under årens lopp har företag kommit och gått på OTC-listan. Genom att ett företag har gått in på listan öppnar man sig inte bara för investerare utan även för konkurrenter och uppköpserbjudanden. Många OTC-företag har köpts upp, och några men inte så många som man hade hoppats på från början, har gått vidare till A-listan. År 1996 flyttade två OTC-företag över till A-listan och fyra stycken blev uppköpta. Sannolikt hade många fler lockats till A-listan om skattereglerna hade varit enhetliga, men den gynnsammare beskattningen på OTC har gjort att många har stannat kvar där. Sedan kan också naturligtvis nämnas att några OTC-bolag har stött på svårigheter och gått omkull; OTC-listan är ju en riskkapitalmarknad."

Ett annat problem som har uppmärksamats var spreadproblematiken. I den tidigare nämnda utredningen från mitten av 80-talet framkom kritik att OTC-företagen upplevde bekymmer som särskilt härstammade från den stora spreaden. Den periodvis dåliga likviditeten, dvs handelns otillräckliga omfattning, hängde samman med spreaden och även i viss mån de mindre företagen. Det var inte enbart småföretag som drabbades av dålig likviditet, men de stora bolagen hade lättare att locka till sig köpare och skapa en större handel. Företagen måste se till att ett tillräckligt stort antal aktier förekom på marknaden och att handelsmöjligheterna var goda. Det var alltså viktigt att skapa ett intresse för aktierna, vilket ibland var en svår uppgift. Enligt Lars Bredin har det förekommit att företag lämnat listan för att lik-

" Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

² *Fact book 1997*. s. 31. Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

viditeten avtagit. Det var även likviditetsproblemet som bidrog till ett “market maker-system” vid imättandet av OTC.”

⁷³ Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

5. Värdet av OTC-notering - en fallstudie

5.1 Huvudsynpunkter

Följande avsnitt bygger på en enkät som gjordes våren 1997. Enkäten gick i första hand ut på att undersöka motiven för en introduktion på OTC-marknaden, att ta reda på företagens förväntningar och vad de anses sig ha fått ut av OTC-noteringen samt deras positiva och negativa erfarenheter.

Enkätens frågor gällde bl a:

- huvudmotiven för introduktionen
- skattereglernas speciella betydelse
- möjliga kapitalkällor
- företagens eventuella planer på överflyttning till A- eller O-listan
- de största förtjänsterna med OTC-listan.

Ett mindre antal av de svarande -- tio företag -- har varit representerade på OTC-listan från tidigt 1980-tal. Tretton av företagen introducerades efter 1990.”

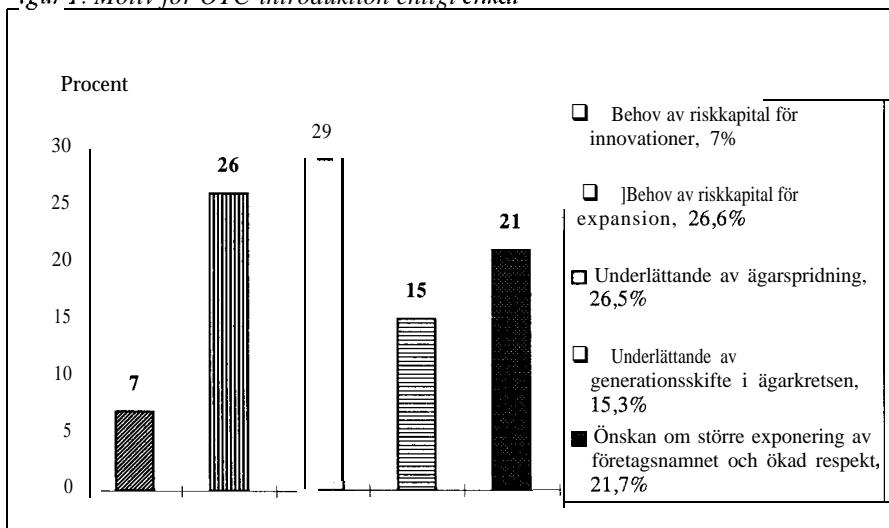
På det hela taget verkade företagen nöjda med både introduktionen på OTC-listan och företagets aktievärdering. Av de trettiofyra svarande var det endast två stycken som inte ansåg sig ha fått en rättvis värdering. Tillfredsställelsen är särskilt stark bland de företag som inträdde på OTC-listan redan under 1980-talet. Man kan förmoda att nyttan med en OTC-notering upplevs starkare ju längre företaget har funnits på listan. Hela nio tiondedelar av de svarande som noterades perioden 1983-1990 ansåg att deras aktier erhållit en rättvis värdering.

Enkäten gav flera intressanta, delvis oväntade besked. Svaren bekräftade inte den nordenfalkska utredningens hypotes om att en OTC-introduktion skulle ha sitt främsta värde i en förbättrad tillgång till riskkapital. Företagens huvudmotiv för ansökan om OTC-notering uppgavs i stället vara att få till stånd en bättre ägarspridning. Detta hade indirekt att göra med kapitalbehov. De ursprungliga ägarna sökte en marknad för sina aktier, men i ägarnas önskan om att få aktierna spridda på flera händer kan också ligga en strävan efter att bredda företagets ledningsgrupp och att engagera fler intressenter i företagets utveckling. Ägarspridning aktualiserades också i samband med generationsskiften i familjeföretag.

⁷⁴ Det följande avsnittet bygger, om inget annat anges, på denna undersökning.

Av de fem huvudmotiv som uppges i enkäten kom behovet av riskkapital för innovationer först på femte plats. Att få resurser för en expansion uppgavs vara av större betydelse. En stor grupp av de tillfrågade företagen satte möjligheterna att få allmän uppmärksamhet högt bland motiven för en OTC-introduktion

Figur 1: Motiv för OTC-introduktion enligt enkät



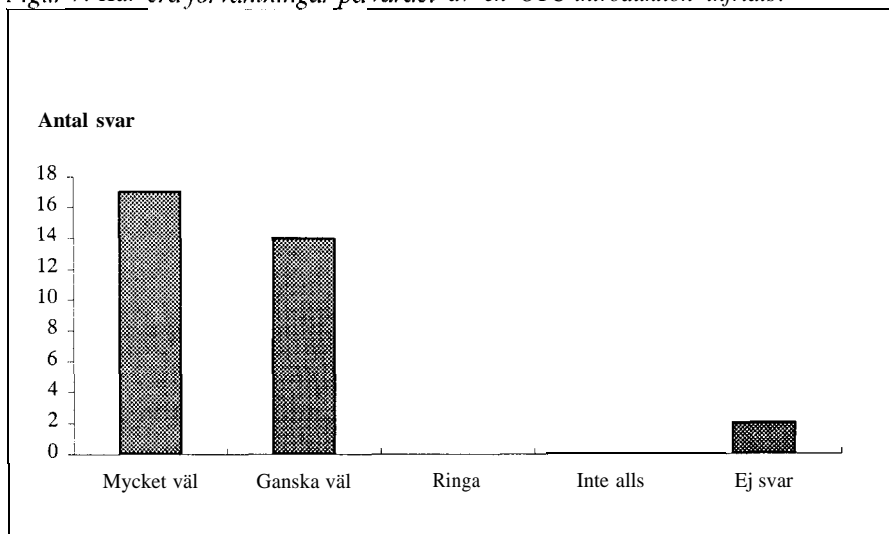
Källa: Enkät svar

Bland motiven nämnde även något företag att de ville ge nuvarande aktieägare en marknad, en så kallad "exit". Ett annat företag nämnde bl a att motivet var att göra aktien likvid då den förra ägaren ville få ut kontanter. Två företag förklarade att de tidigare hade varit noterade på A-listan men hade flyttat därifrån, eftersom de inte hade haft tillräcklig ägarspridning för att stanna kvar där; ett av dem uppgav även skatteskal som bidragande orsak till flytten. Att den lilla ägarspridningen för mindre företag har varit hämmande för företag att komma in på A-listan bekräftas av ett annat företag som anger det som ett av motiven för att söka inträde på OTC-listan.

5.2 OTC-noteringens resultat

En av frågorna i enkäten gällde om OTC-företagen ansåg sig ha fått ut vad man väntade sig av noteringen. Svaren var överväldigande positiva. Ingen ansåg att förväntningarna hade infriats i ringa grad eller inte alls.

Figur 7: Har era förväntningar påvärdet av en OTC-introduktion infriats?



Källa: Enkät svar

Av de företag som ansåg att deras förväntningar infriats ganska väl inkom dock vissa synpunkter på förhållanden som de var mindre tillfredsställda med. Större likviditet efterlystes, och merkostnaderna¹⁴ sågs som tunga. Det stora flertalet ansåg att utbytet väl motsvarade kostnaderna på OTC. Även här var belåtenheten störst bland de företag som noterades på OTC-listan under perioden 1983-1990.

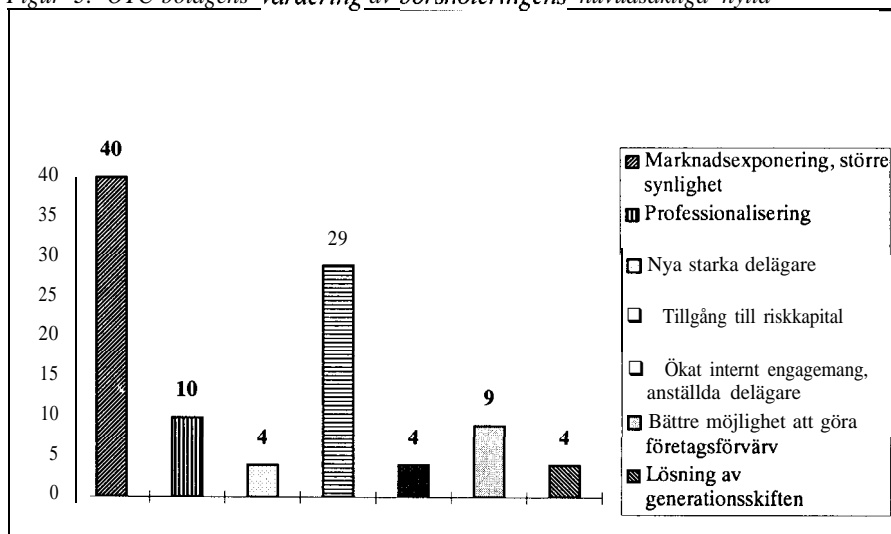
Något företag ansåg att den öppenhet som fordrades av ett företag på börsen kunde skada affärerna. Ett av företagen klagade inte på själva listan utan på bristen på förståelse hos tidningarnas aktieanalytiker. Man menade att dessa inte alltid förstod eller accepterade familjeföretagens långsiktiga inställning och att de därför var okänsliga för att företag vissa år måste stärka balansräkningen och bygga en ny plattform för kommande år. Något specialföretag beklagade sig också över att det inte fanns kunskap om dess bransch bland analytiker och börsskribenter, samt inte heller kunskap om jämförbara internationella företag för värdering av deras verksamhet.

Den största nyttan med OTC-introduktionen ansågs genomgående vara den marknadsexponering företagen fått samt tillgången till riskkapital för expansion. Exponeringen har visat sig vara av större värde än den nordenfalkska utredningen kunde förutse.

¹⁴ Merkostnaderna har att göra med det ökade kravet på professionalism som hängde samman med att vara OTC-noterad, t ex kostnader för årsredovisningar, delårsrapporter och utdelning till aktieägarna.

Några företag framhöll att de har lärt sig mer om informationens betydelse och att de har blivit mer professionella och nu möts med större respekt. Många ansåg också att den ökade statusen har varit av stor betydelse. Den bättre marknadsexponeringen som företagen erhållit genom OTC-noteringen ansågs medföra större respekt och underlätta kompetensutveckling. Skulle en högutbildad person stå inför valet mellan att arbeta på ett anonymt och ett känt företag, är det troligt att personen väljer det mer kända. Ett av företagen ansåg att nytan bl a hade legat i att deras utländska dotterbolag fått ökad respekt i och med att moderbolaget var börsnoterat. De förbättrade finanserna har även gjort företagsförvärv möjliga, vilket några av de tillfrågade företagen ansåg viktigt. Att kunna använda aktier som betalning vid företagsförvärv har varit till stor nytta för några av företagen.

Figur 3: OTC-bolagens värdering av börsnoteringens huvudsakliga nytta



Källa: Enkät svar

Som tidigare nämnts innebär en OTC-notering höga krav på information och öppenhet. I och med en professionellare framtoning ökade även kraven på de anställda. Effekten har för många företag blivit en allmän intern kvalitetsförbättring.

I enkät svaren kunde även utläsas att ägarspridningen och tillgången till nya starka ägare har varit av viss nytta för företagen. Även en ägarspridning till de anställda har varit positiv. Den har skapat ett ökat engagemang från de anställdas sida för det "egna" företaget. Sammanfattningsvis har det

alltså inte enbart varit tillgången till kapital som varit till nytta för företagen, vilket den nordenfalkska utredningen främst utgick ifrån. Tolv av de svarande företagen sade sig inte kunna få riskkapital på annat sätt än via OTC-listan, men flertalet, 19 svarande, hade andra kreditmöjligheter. De föredrog OTC till följd av möjligheten till en större marknadsexponering

Största nyttan med OTC-introduktionen var ganska likartade mellan företagen. Förutom marknadsexponering som skäl angav man ägarspridning, expansion samt generationsskifte. Det fanns även andra starka motiv, som bibehållen majoritetskontroll, tillgång till kapital med en bevarad balans mellan lån och eget kapital, samt att de nu även fick företagets värde synligt. Även här återkommer i enkätsvaren faktorer som bättre status och skärpt intern kompetensutveckling.

Skatteaspekterna ansågs av de flesta företagen ha spelat en stor eller en mycket stor roll för valet av OTC-listan. Detta bekräftas också av vice börschefen Lars Bredin som menar att skattepreferenserna varit avgörande för OTC-listans framgång. Bland de svarande företag som introducerades mellan 1983 och 1990 var det enligt enkäten något fler som tillmätte skattefrågan betydelse än bland dem som tillkom efter 1990.

De undersökta företagen har för närvarande inte några planer på en flytt till A- eller O-listan. Enligt tidigare åsikter skulle en OTC-introduktion ses som ett första steg till de andra listorna, OTC skulle vara för dyrt som ett ändamål i sig. Det har däremot inte företagen i stort tyckt, utan tvärtom anser de att utbytet motsvarat kostnaderna. För de mer än 90 procent som hade för avsikt att stanna på OTC-listan var ett återkommande svar att de gjorde det på grund av befrielsen från förmögenhetsbeskattningen. Något företag uppgav att den amerikanska NASDAQ-börsen i stället för A-listan var nästa anhalt i utvecklingen.⁷⁶

Några företag tryckte även på att O-listan inte har samma status som OTC-listan, vilket Lars Bredin bekräftade vid intervjun. A-listan är en kvalitetslista för de stora företagen och OTC-listan en kvalitetslista för de små och medelstora företagen. O-listan skall i stället ses som en entreprenörs-, risk- och väntelista.” Motiven för de två företag i enkäten som sade sig ha planer på en flytt, var en önskan om större ägarspridning, bättre värdering och likviditet i aktien samt möjlighet att kunna attrahera institutioner till investering i aktierna. Vissa fonder och andra institutioner har i sina

⁷⁶ NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automated Quotation. Ett datasystem som anger köp- och säljkurs för OTC-aktier i USA. **OTC-marknaden** (1985), s.3. (appendix).

⁷⁷ Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

stadgar föreskrivet att investeringar inte får göras i andra än A-listans aktier.

6. OTC under förändring?

OTC-listan har och har haft stor betydelse för svenskt näringsliv, hävdar Lars Bredin.⁷⁸ ”Ojämna omsättning och bristande likviditet har tidvis påverkat listans rykte negativt, men handelsvolymen de senaste åren har bevisat dess attraktionskraft. Samtidigt måste man konstatera att OTC inte har löst de mindre företagens kapitalproblem. Med underlag av enkätundersökningen kan däremot konstateras att många företag har haft en positiv erfarenhet av sin notering på OTC-listan.

En genomgång av OTC-företagens årsredovisningar visar att de noterade företagen inte längre motsvarar den nordenfalkska utredningens definition av små och medelstora företag (bilaga 1), dvs företag med mindre än 200 anställda.⁷⁹ Flera av OTC-listans företag har en omsättning över en miljard och mer än 500 anställda. Det största bolaget är Peab med över 7000 anställda.⁸⁰ Idag står hela listsystemet under debatt beroende på den förändring av förmögenhetsbeskattningen som antogs den 29 maj 1997 av riksdagen. Denna har lett till en flykt från A-listan till de inofficiella noteringarna och OTC-listan där förmögenhetsbeskattningen är noll. Nu har detta uppmärksammat från politiskt håll.

Tidigt under hösten 1997 lade regeringen fram ett nytt förslag angående förmögenhetsbeskattningen på A-listan. Där föreslås att 85 procent av aktiens marknadsvärde skall beskattas istället för 100 procent, (före ändringen i maj skulle 75 procent beskattas) samt att privatpersoner som äger mer än 25 procent av rösttalet i ett bolag på A-listan skall befrias från förmögenhetsbeskattning förutsatt att de ägde dessa 25 procent när bolaget registrerades på A-listan.⁸¹

De ånyo ändrade skattereglerna tenderar att ytterligare förstärka bilden av oklara spelregler och politisk instabilitet i utländska investerares ögon, hävdar Staffan Andersson på Price Waterhouse. Han påpekar att det första utländska investerare tittar på innan investeringar görs i andra länder är ländernas politiska stabilitet samt valutans stabilitet. Redan de stora företagens ansökningar om flytt från A-listan gav felaktiga signaler.⁸²

Börsledningen har tidigare haft planer på att slå samman 0- och OTC-listan. I och med den nya börslagstiftningen som togs i bruk 1993 verkade det naturligt att det skulle finnas en lista för de registrerade aktierna, A-lis-

⁷⁸ Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm.

⁷⁹ *SOU 1981:95* (1981), s. 13.

⁸⁰ Årsredovisningar 1996.

⁸¹ ”Förslag om sänkning” (1997).

⁸² Hedberg (1997).

tan, och en för de noterade aktierna, en inofficiell lista. Men sådana tankar mötte ett starkt motstånd från både OTC-bolagen och OTC-företagens förening. De ansåg den egna listan kvalitativt mer högtstående än O-listan. Det kraftiga motståndet bidrog till att OTC-listan fick vara kvar.

Stockholms Fondbörs aviserade hösten 1997 planer på att förändra sitt listsystem, vilket i praktiken skulle innebära en sammanslagning av A-, O-, och OTC-listorna. Inoteringarna skulle efter respektive företagsnamn nämnas om det rörde sig om ett A-, O- eller OTC-bolag. Syftet sades vara dels att göra det lättare för intresserade att finna bolagen i dagspressens börsrapportering, dels att tydligare klargöra vad det innebär att handla på de olika listorna. Alla bolagen skulle dessutom kunna ingå i börsens generalindex.⁸³ Planerna har emellertid ställts på framtiden och under överskådlig tid synes OTC-företagen få bibehålla den särprägel som en "egen lista" ger dem.

⁸³ Intervju den 19/6 1997 med Lars Bredin, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, Stockholm. Hedberg (1997).

7. Sammanfattande diskussion

OTC-handeln tillkom efter en av staten tillsatt utredning ledd av ambassadör Johan Nordenfalk, den nordenfalkska utredningen, i början av 1980-talet. Det hade då länge pågått en debatt om hur de mindre och medelstora företagen skulle kunna lösa sina kreditproblem, men föreslagna åtgärder hade huvudsakligen im-iktats på tillgången till lånekapital. Den nordenfalkska utredningen konstaterade att lånekapital inte skulle lösa företagens finansiella problem, då företagen ofta erhöll en hög skuldsättningsgrad. Utredningen koncentrerade sig istället på att se om det fanns möjligheter för företagen att få eget riskvilligt kapital utan att de små företagen, vilka oftast var familjeföretag, skulle förlora inflytande och kontroll. Man antog att den allmänna sysselsättningen och ekonomin skulle främjas om företagens finanser förbättrades och dessa skulle kunna få möjlighet till förbättrad finansiering och utvidgning av verksamheten.

Fondbörsverksamheten hade medfört flera fördelar, bl a hade företagen fått större uppmärksamhet, bättre och trovärdigare anseende. Därmed hade de blivit mer intressanta som investeringsobjekt. Fondbörslistornas krav ansågs emellertid för hårda för de små och medelstora företagen. Utredningen föreslog därför att en liknande lista utanför fondbörsen skulle inrättas, som inte hade fullt lika stränga krav som gällde för övrig aktiehandel vid Stockholms Fondbörs. Den handel som skapades enligt utredningens förslag fick namnet OTC (Over The Counter).

OTC-förslaget fick ett mycket positivt bemötande av både näringsliv och finansvärld. Listan fick snabbt stor anslutning. I mitten av 1980-talet fanns över 70 företag noterade. Listan har bibehållit sin dragningskraft även om det i början av 1990-talet inträffade en svacka i antalet noterade företag. Våren 1997 var 46 företag registrerade. Handelns omfattning tyder på att OTC har en viktig funktion att fylla – 1996 omsattes 11,5 mrd kr.

Denna analys av OTC-företagen i april 1997 baseras på en enkätundersökning. Undersökningen visar att företagen var tillfredsställda med att finnas på OTC-listan. Ägarnas förväntningar hade infriats och man ansåg att kostnaderna för en notering på det hela taget motsvarades av utbytet. Såväl omsättning som reaktioner från börsens sida visade således att de tankar som fanns i den nordenfalkska utredningen hade uppnåtts.

Det är dock intressant att konstatera att de flesta svarande i enkätundersökningen anger möjligheterna till ägarspridning och värdet av daglig exponering som ett viktigare resultat av börsintroduktionen än tillgången till riskkapital. Naturligtvis har OTC haft betydelse som kapitalkälla, men väl så viktigt tycks vara att en börsintroduktion erbjuder en väg till starkare etablering i kundledet och på varumarknaden. Börs- och listvärdigheten un-

derlättar produktlanseringar och marknadsföring. Närvaron på OTC har visat sig vara prestigeskapande i samma mån som den har varit krävande. Flera företag framhåller också att de stränga kraven på information och professionell styrning av verksamheten har varit positiv för företagets utveckling. Ledningen för Stockholms Fondbörs har vid en intervju bekräftat de åsikter som framkommit i enkätundersökningen.

I uppsatsen refereras expertbedömningar som gjordes vid OTC-marknadens tillkomst. Vissa bedömare såg OTC som en förberedelse till A-listan eller dåvarande A II-listan. Hittills har utvecklingen varit en annan, vilket också enkätundersökningen bekräftar. Få av de noterade företagen idag har planer på en flyttning till en annan lista.

Delvis förklaras detta av de skillnader i förmögenhetsbeskattningen. OTC har ingen förmögenhetsbeskattning. Enkäten visar att detta förhållande spelar en inte oväsentlig roll för företagets val av OTC. Skattereglerna möjliggör för de större ägarna att bibehålla ett starkt finansiellt engagemang i bolagen. Våren 1997, då reglerna för innehav av A-listans aktier ändrades, underströks ytterligare skattereglernas betydelse. Flera större företag har valt att flytta från A-listan till OTC- eller O-listan. Det är en unik situation i OTC:s historia som – om den blir bestående – förändrar OTC-listans karaktär av marknadsplats för mindre och medelstora företag.

De små och medelstora företagens utvecklingsmöjligheter har alltmer och mer diskuterats under de senaste åren. De stora företagen tycks expandera och rationalisera genom personalnedskärningar; politikerna har därför sett de mindre företagens eventuella expansion och utveckling som en möjlighet till att skapa nya arbetstillfällen. Detta har i sin tur ökat intresset för nya marknadsplatser för aktier i mindre företag. OTC-börsen har fått konkurrenter om de aktieintresserades pengar. Den på privat initiativ tillkomna SBI-listan (Stockholms Börsinformation) är den mest synliga av dessa konkurrenter, eftersom den har accepterats i TT:s dagliga börsrapportering. Dessutom finns en I-lista (InnovationsMarknaden) omfattande ett 10-tal företag.

Om inte skattereglernas effekter framtvingar en ny form av listning som skulle kunna påverka särdragen hos OTC, tyder emellertid det mesta på att OTC-handeln kommer att utvecklas positivt de närmaste åren, inte minst med tanke på hur omsättningen har ökat de senaste tio åren. OTC skulle därigenom behålla som den mest ansedda marknadsplatsen för kapital till mindre och medelstora företag.

KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING

OTRYCKTA KÄLLOR

Enkätsvar

Enkät utsänd 1997 04 17 till samtliga OTC-noterade företag enligt bilaga.

Fax från Stockholms Fondbörs

Fax från Git Möller, marknadschef vid Stockholms Fondbörs. 1997.

TRYCKTA KÄLLOR

Stockholm Stock Exchange

Fact book 1994. 1994.

Fact book 1996. 1996.

Fact book 1997. 1997.

Listed on the Stockholm Stock Exchange. 1997.

Stockholms Fondbörs

Välkommen till Stockholms Fondbörs. 1996

Årsredovisning 1996

Arsredovisning 1996 (alla OTC-bolagen, enligt bilaga nr 1.)

TRYCKT LITTERATUR

De Ridder, Adri (1993), *OTC-marknadpa nya villkor*, Norsborg.

Ekonomiskt ABC (1973), Uddevalla.

Gladh, Christer (1984), *OTC - en tulipanaros eller högvärderadframtid?*, Lund

Gratzer, Karl (red.)(1995), *Aspekterpa näringslivets historia*, Stockholm.

OTC marknaden - hittillsvarande erfarenheter (1985), Stockholm.

Riskbedömning - finansiering av små företags internationalisering - ett bankperspektiv (1993), NUTEK, Stockholm.

SOU 1981:95 (1981), *Tillväxtkapital - delbetänkande, utredningen angående de sma och medelstora företagens finansiella situation*, Stockholm.

TIDNIGSARTIKLAR

Borg, Christian (1997), "Allt fler storbolag flyr börsens A-lista", *Göteborgs Posten*, 11 juni.

Ehlin, Boo (1997), "Börsen backar inte - även om OTC-bolagen tjänar på en lista på sikt", *Dagens Industri*, 8 oktober.

Ehlin, Boo (1997), "Förslag om sänkning" (1997), *Svenska Dagbladet*, 13 september.

Hedberg, Christer (1997), "Börsen ser över listindelningen", *Svenska Dagbladet*, 13 september.

Hedberg, Christer (1997), "A, 0, och OTC samlas på en lista", *Svenska Dagbladet*, 27 september.

Petersson, Torbjörn (1997), "Skatteflykt från börsen", *Dagens Nyheter*, 30 maj.

INTERVJU

Bredin, Lars, vice börschef vid Stockholms Fondbörs, int. den 19/6 1997.

Bilaga 1: OTC-företag, noterade 8 april 1997

Företag	Omsättning i Mkr ⁸⁴	Antal anställda ⁸⁵
Acrimo AB ⁸⁶ *	661,1	662
Beijer & Alma AB*	834,7	537
Bongs Fabriker AB	848,7	849
Brio AB*	1230	881
Caran AB	296,2	383
CFBerg&COAB*	198,8	150
CynCrona AB	304	97
Doro Telefoni AB	328	94
Elanders Kommunikation AB	964	856
Eldon AB*	1661	1456
Elektronik Gmppen BK AB*	3 11	94
Empire AB*	250,5	131
Enea Data AB*	213	270
Fjällräven AB	182,6	88
Folkebolagen AB	278	82
HL Display AB*	353	347
IBS AB*	997	1176
IMS Data AB*	659,4	295
ITAB Industri AB	648,4	605
KABE Husvagnar AB*	243,7	245
Lindvallen i Sälen AB*	143	177
Lundgrens El. AB*	432	608
Martinsson Elektro. AB*	391,3	120
Meda AB Läkemedel	497	184
Måldata AB*	146	98
Nea AB*	1230	1408
Nefab AB*	560,9	648
Nolato AB*	718	714
Nordifagruppen AB	219	216
OEM International AB*	527	278
Peab AB	11875	7535

⁸⁴ *Arsredovisning*. 1996.

⁸⁵ *Ibid.* (Medeltal 1996)

⁸⁶ *=Besvarad enkät.

Företag	Omsättning i Mkr ⁸⁷	Antal anställda ⁸⁸
Rottneros AB*	1575	731
Rörviksgruppen AB*	1022	808
Segeström & Svensson AB*	477,8	431
Senea AB*	131,7	78
Storheden Fastighets AB	462	95
Strålfors AB*	2015	1318
Svolder	14,7	0 ⁸⁹
Tivox AB*	262,9	253
Tryckindustri AB*	191,5	206
VBG Produkter AB*	281,3	211
Veriination AB*	132,1	87
VLT AB*	620,7	1008
Wallenstam Bygg AB	644,4	67
Westergyllen AB*	715	598
Zetterbergs Industri AB* (heter numera ZETECO)	609,7	588

⁸⁷ *Arsredovisning. 1996.*

⁸⁸ *Ibid* (Medeltal 1996)

⁸⁹ Bolaget har under 1996 ej haft några anställda. Bemanningen regleras av Alfred Berg Kapitalförvaltning AB enligt avtal.

Bilaga 2: Enkätfrågor till OTC-företag

Företagets namn:

Enkäten besvarad av:

Kompletterande upplysningar kan lämnas av:.....

FRÅGOR

* Vilket år vann ni inträde på OTC-listan?

.....

* Vilka var era motiv för att söka inträde på OTC-listan? Har nedan namns några vanliga motiv för OTC-ansökningar. Rangordna de motiv som förelåg för ert beslut att bli marknadsnoterad:

- * Behov av riskkapital för innovationer..
- * Behov av riskkapital för expansion (förvärv).
- * Underlättande av en ägarspridning..
- * Underlättande av ett generationsskifte i ägarkretsen..
- * Önskan om större exponering av företagsnamnet och därmed effektiv marknadsföring..
- * Amrat motiv:

.....
.....

* Har ni haft eller har ni för närvarande planer på att söka överflyttning av ert företag till 0- eller A-listan?

Ja Nej

Om ja, i vilket syfte?

.....
.....
.....

Om nej, varför inte?

.....
.....
.....

* Har era förväntningar på värdet av en OTC-introduktion infriats?

- Ja, mycket väl..
- Ja, ganska väl. ..
- Endast i ringa grad... ..
- Nej, inte alls..

* Vad har varit största nyttan med OTC-introduktionen?

.....
.....
.....
.....

* Om OTC inte har motsvarat era förväntningar, ange då gärna vad som har gjort er besvikna:

.....
.....
.....

* Hade de skatteregler som gäller för OTC-företagen betydelse för ert beslut att ansöka till OTC-listan?

- Ja, stor betydelse
- Ja, viss betydelse..
- Ingen större betydelse..
- Nej, ingen betydelse alls..

* Var det möjligt för ert företag att få in ett riskkapital på annat sätt än genom OTC-introduktion?

Ja Nej

* Om ja, varför föredrog ni OTC-alternativet?

.....
.....
.....
.....

* Har utbytet av OTC motsvarat de kostnader som är förbundna med en introduktion?

Ja Nej

* Om nej, vilka kostnader har varit mest betungande?

.....
.....
.....

* Slutligen, anser ni att era aktier har fått en rättvisande värdering på OTC-marknaden?

På det hela taget -ja.....
Tämligen korrekt.....
Knappast korrekt.....
Nej - inte alls

Uppsala Papers in Economic History of the following series:

RESEARCH REPORTS

1. Bo Gustafsson: The Causes of the Expansion of the public Sector in Sweden during the 20th century. 1983.
2. Mats Essemyr: Food Consumption and Standard of living: Studies on Food Consumption among Different Strata of the Swedish Population 1686-1933. 1983
3. Goran Rydén: Gammelstilla stångjärnsmedja – en manufakturindustri. 1984.
4. Alf Johansson: Market, Nature and Work: The basics of work organisation in a nineteenth-century export sawmill. 1984.
5. Lena Sommestad: Strukturomvandling och yrkessammansättning: Ala sågverk under mellankrigstiden. 1985.
6. Li Bennich-Björkman: Nationalekonomi och ekonomisk historia. Inställningen hos nationalekonomer till ämnet ekonomisk historia 1929- 1947. 1985.
7. Håkan Lindgren: International Firms and the Need for an Historical Perspective. 1985.
8. Alice Teichova: Economic Policies in Interwar East Europe: Freedom and Constraints of Action. 1985.
9. Lynn Karlsson & Ulla Wikander: Kvinnoarbete och könssegregering i svensk industri 1870-1950: Tre uppsatser. 1985.
10. Bo Gustafsson: Det antika slaveriets nedgång: En ekonomisk teori. 1985.
11. Mats Morell: Eli F. Hecksher, utspisningsstaterna och den svenska livsmedelskonsumtionen från 1500-talet till 1800-talet. Sammanfattning och komplettering av en lång debatt. 1986.
12. Ragnhild Lundstrom & Kersti Ullenhag: Methodological Problems in Business History: Two Papers. 1986.
13. Kersti Ullenhag (ed.): Books and Articles from the Department of Economic History at Uppsala University. 1986.
14. Georg Péteri: The Role of State and Market in the Regulation of Capital Imports: Hungary 1924-1931. 1987.
15. Håkan Lindgren: Banking Group Investments in Swedish Industry: On the emergence of banks and associated holding companies exercising shareholder influence on Swedish industry in the first half of the 20th century. 1987.
16. Mats Morell: Om mått- och viktsystemens utveckling i Sverige sedan 1500-talet. Vikt- och rydmått fram till metersystemets införande. 1988.
17. Juergen Salay: The Soviet Union River Diversion Project. From Plan to Cancellation 1976-1986. 1988.
18. Göran B. Nilsson: Kreditens jättekraft. Svenskt bankväsende i brytningstid och genombröttstid vid 1800-talets mitt. 1988.
19. Maurits Nyström: En spegel av ett sekel. Riksdagens resor i Norrbotten 1880-1988. 1988.
20. Lars Magnusson: Korruption och borgerlig ordning – naturrätt och ekonomisk diskurs i Sverige under Frihetstiden. 1989.

21. Hans Sjögren: Kreditförbindelser under mellankrigstiden. Krediter i svenska affärsbanker 1924-44 fördelade på ekonomiska sektorer och regioner. 1989
22. Eskil Ekstedt: Knowledge Renewel and Knowledge Companies. 1989
23. Karl-Gustaf Hildebrand: Om företagshistoria. 1989.
24. Gert Nylander: Företagsarkiv och företagshistorisk forskning. 1990
25. Bo Gustafsson: Gunnar Myrdal 1898- 1987. Liv och verk. 1990
26. Gaim Kibread: The State of the Art Review of Refugee Studies in Afiica. 1991
27. Lena Schröder: Från springpojke till fullgod arbetare, Om bakgrunden till 1930-talets ungdomsreservarbete. 1991.
28. Ulla Wikander: Delat arbete, delad makt: Om kvinnors underordning i och genom arbetet. 1991.
29. Anders Floren & Göran Rydén: Arbete, hushåll och region. Tankar om industrialiseringsprocesser och den svenska järnhanteringen. 1992.
30. Maths Isacson: Arbetlivsforskaren i det offentliga samtalet. 1992.
31. Gunnar Nordström: Mo och Domsjö och arbetareorganisationerna intill 1940. Frans Kempes personalpolitiska program och Domsjö arbetareföreningen. 1993.
32. Conny Norling: Byråkrati och makt. Ingenjörer vs ekonomer. 1993
33. Anita Göransson: Om teori och historia. Mening, makt och materialitet. 1993
34. Bo Hännestrand: Finansieringssätt och attityder. Några erfarenheter ur ledarhundsarbetets historia. 1994.
35. Lars Magusson: Eli Heckscher and Mercantilism. An introduction. 1994
36. Torbjörn Lundqvist. Industrialismens kritiker. Utopism, ämbetsmannaideal och samvetspolitik i Carl Lindhagens ideologi, 1995.
37. Olov Åberg & Johan Öster: Efter avslutad färd, en anständig begravning begravning. En karaktäristik av undantagsinstitutionen, Nederluleå och Råneå socken 1790-1895. 1995
38. Lars Magnusson & Klas Nyberg: Konsumtion och industrialisering i Sverige 1820- 1914. Ett ekonomisk-historiskt forskningsprogram. 1995.
39. Lynn Karlsson: Mothers as Breadwinners. Myths or Reality in Early Swedish Industry. 1995.
40. Lynn Karlsson: Women workers in figures. A Picture of Swedish Industry 1863- 1912 1996.
41. Kersti Ullenhag: Mangers, Institutions and Growth. Business History as an Approach to Industrial History. 1996.
42. Irma Irlinger: Lika lön för lika arbete - Ett nygammalt problem. Uppsala-utredning 1947-1949. 1997.
43. Bo Gustafsson: Scope and Limits of the Market. 1997
44. Kersti Ullenhag: Ann Margret Holmgren. Den kvinnliga rösträttens agitator 1997

WORKING PAPERS

1. Alice Teichova: Rivals and Partners, **Banking and Industry in Europe in the First Decades of the Twentieth Century.** (*Report from the Vienna Banking – Industry Symposium 1988.*) 1988.
2. Fritz/Kastner/Larsson: **Banking and Bank Legislation in Europe 1880-1970.** (*Report from the Vienna Banking – Industry Symposium 1988.*) 1989.
3. Elisabeth A. Boross & Håkan Lindgren: **Bank-Industry Connection in Hungary and Sweden. Two Studies.** (*Report from the Vienna Banking – Industry Symposium 1988.*) 1989.
4. Volker Wellhöner & Harald Wixforth: **Bank-Industry Relations in Theory and Practice. Two Studies.** (*Report from the Vienna Banking – Industry Symposium 1988.*) 1989.
5. Ragnhild Lundström & Jan Ottosson: **Bank-Industry Relations in Sweden: Ownership and Interlocking Directorates.** (*Report from the Vienna Banking – Industry Symposium 1988.*) 1989.
6. Agnes Pogany & György Kövér: **Banking and Industry in Hungary.** (*Report from the Vienna Banking – Industry Symposium 1988.*) 1989.
7. Ulla Wikander (ed.): **The Sexual Division of Labour, 19th & 20th Centuries. Six Essays Presented at the Ninth International Economic History Congress, Berne 1986.** 1989.
8. Agneta Emanuelsson, Lynn Karlsson, Ulla Wikander & Ingrid Åberg (eds.): **Kvinnohistoria i teoretiskt perspektiv. Konferensrapport från det tredje nordiska kvinnohistorikermötet. 13-16 april 1989.** 1990.
9. **The Banking Project:** **The Network of Financial Capital: Essays in Honour of Ragnhild Lundström.** 1990.
10. Margarita Dritsas. **Foreign Capital and Greek Development in a Historical Perspective** 1993.

BASIC READINGS

1. Håkan Lindgren & Kersti Ullenhag (eds.): **Teorier och teoretisk tillämpning i företagshistorisk forskning. Med bidrag av Herman Daems, Erik Dahmén, Håkan Lindgren och Kersti Ullenhag.** 1985.
2. Britta Jonell-Ericsson: **Skinnare i Malung.** 1987
3. Håkan Lindgren & Hans Modig: **The Swedish Match Company in the Interwar Years. An International Perspective.** 1987.
4. Bo Gustafsson: **Den ekonomiska vetenskapens utveckling. Del 1: Från Aristoteles till Adam Smith.** 1988.
5. Bob Engelbertsson & Lynn Karlsson: **Seminarieuppsatsen. En genomgång av formella krav.** 1989.
6. Mats Larsson & Håkan Lindgren: **Rishtagandets gränser. Utvecklingen av det svenska bankväsendet 1850-1980.** 1989.
7. Pauline De Los Reyes: **Bortom Europa. Käll- och litteraturvägledning i u-landsstudier.** 1992
8. Håkan Lindgren (red.): **Teori, empiri och metod i ekonomisk-historisk analys.** 1992.
9. Juan Bergdahl: **Den Europeiska Ekonomiska Gemenskapen. Ursprung och fundament.** 1995.

Working Papers in Transport and Communication History

- 1994: 1. Lena Andersson-Skog & Jan Ottosson: Institutionell teori och den svenska kommunikationspolitikens utformning. Betydelsen av ett historiskt perspektiv. 1994.
- 1995: 1. Jan L Östlund: Reglering av kollektivtrafik. Striden på 1910-talet om tillkomsten av AB Stockholms Spårvägar. 1995.
- 1995:2. Thomas Pettersson: Regionalpolitik och regional utveckling. Med fallstudie för Arvidsjauras flygplats. 1995.
- 1995:3. Sven Gerentz: Vägverket och företrädarna för bilism och näringsliv. Ett nätverks betydelse för transportpolitik och transportutveckling under kriget. 1995.
- 1995:4. Lars Fälting: Högtflygande planer i debatten om Arlanda 1946. 1995.
- 1995:5. Thomas Pettersson: Att kompensera för avstånd. En ekonomisk-historisk utvärdering av transportstödet effekter 1965-1995. 1995.
- 1996: 1. Erik Törnlund: Vägen till försörjning. Vägbyggandet som arbete i Degerfors socken, Västerbotten 1920-1940. 1996.
- 1997: 1. Lars Magnusson: Vem och vad formulerar problemen? 1997.
- 1997:2. Lars Magnusson & Jan Ottosson: Transaction Costs and Institutional Change. 1997.
- 1997:3. Rikard Skårfors: Telegrafverkets inköp av enskilda telefontät. Omstruktureringen av det svenska telefonsystemet 1883-1918. 1997.

UPPSALA PAPERS IN FINANCIAL HISTORY

1. Mats Larsson: Aktörer, marknader och regleringar. Sveriges finansiella system under 1900-talet. 1993
2. Alexander Boksjö & Mikael Lönnborg-Andersson: Svenska finanskriser. Orsaker, förlopp, åtgärder och konsekvenser. 1994.
3. Hans Sjögren (red.): **Bankinspektor** Folke von Kmsenstjernas vitbok. Anteckningar från bankkrisen 1922/23. 1994.
4. Rolf Marquardt: Internationalisering av svenska banker. En process i fem faser. 1994.
5. Mikael Olsson: **Corporate Governance in Economies of Transition. The case of the Slovak Republic.** 1995.
6. Anders Ögren: Riksbankens penningpolitik. Kreditförsörjning och prisstabilitet 1869-1881. 1995.
7. Arne Håfors: En statlig affärsbank i Sverige. Drivkrafter och motiv 1910-1930. 1995.
8. Mats Larsson & Mikael Lönnborg-Andersson (red.): Institutioner och organisationer på den svenska bankmarknaden. Erfarenheter från bankkrisen. 1996/97.
9. Karin Ky Hanson: Den svenska OTC-marknaden. Framväxt och funktionsätt. 1996/97.

This series of Papers in Financial History, published by the Department of Economic History, Uppsala University, is a sub-series of Uppsala Papers in Economic History.

Manuscripts for publication are selected by an editorial committee. The papers can be ordered from the Department of Economic History.

Editorial committee and editors: Mats Larsson and Lars Magnusson.
Editorial assistant: Mikael Lönnborg-Andersson.

Address: Uppsala University, Department of Economic History,
Financial History Unit, Bos 513, S- 751 20 UPPSALA, Sweden.

Adress: Uppsala universitet, Ekonomisk-historiska institutionen, Avd.
för finanshistorisk forskning (AFF), Bos 5 13, S- 75 1 20 UPPSALA

Telephone: Office 018/471 12 18
Financial History Unit 018/471 73 13

ISSN 1104-0726

ISRN UU-EKHI-R--9--SE