Vem skapar mest värde?

En studie om finansiell prestation vid börsnoteringar inom den svenska riskkapitalmarknaden.

Av: Jakob Mathiasson och Niklas Bhatiasson

Handledare: Maria Smolander
Södertörns högskola | Institutionen för samhällsvetenskaper
Kandidatuppsats 15 hp
Företagsekonomi C, Finansiering | höstterminen 2019

SÖDERTÖRNS HÖGSKOLA | STOCKHOLM
sh.se

Förord

Stockholm, januari 2020

Under arbetets gång med denna kandidatuppsats inom företagsekonomi med inriktning mot finansiering har vi fått en djupare inblick och ökad kunskap inom området som vi ser våra framtida karriärer. Efter många långa dagar och sena kvällar anser vi att denna uppsats speglar den vision som innan arbetet sattes upp.

Vi skulle vilja tacka samtliga som på något sätt varit inblandade i processen av denna studie. Först och främst vår handledare Maria Smolander som ständigt kommit med bra och konstruktiv kritik för att göra uppsatsen till den bättre. Dessutom vill vi tacka uppsatsens respondent, Ulf Lewander, som berikade studien med en djupare inblick inom studiens forskningsområde. Till sist vill vi rikta ett stort tack till varandra och det kompletterande samarbete som möjliggjort studien.

Jakob Mathiasson & Niklas Bhatiasson

Abstract

Title: Who creates the most value?

Author: Jakob Mathiasson & Niklas Bhatiasson

Advisor: Maria Smolander

Subject: Business Administration with specialization in finance - Bachelor thesis

Purpose: This study aims to compare financial performance during and after an IPO on the Swedish stock exchange and how ownership and financial backing effects First-day Returns and Aftermarket performance.

Theory: The study is based on five theories but focuses on First-day Returns and Aftermarket Performance.

Method: This study will be based on a deductive approach and the sequential method mix Explanatory Sequential Mixed Method. The strategy means that the main quantitative method is supplemented by a qualitative element.

Empirics: This study has analyzed 184 publicly listed companies between the years 2000-2018. The sample can be divided into 21 BO-backed companies, 34 VC-backed companies and 129 NS-backed companies.

Conclusion: BO-backed companies are the subgroup that performs best and only to generate a positive return on the first day of trading. In the longer term, VC-backed companies are performing the best on the stock exchange despite the poor performance on the first day of trading. Signaling, syndication and networks are affected and judged on what is measured and when it is measured in financial performance after the IPO.

Key Words: Initial Public Offering, Private Equity, Buyout, Venture Capital, Non-sponsored, First-day Returns & Aftermarket Performance.

Sammanfattning

Titel: Vem skapar mest värde?

Författare: Jakob Mathiasson & Niklas Bhatiasson

Handledare: Maria Smolander

Ämne: Företagsekonomi C med inriktning mot finansiering – Kandidatuppsats

Syfte: Denna studie avser att jämföra finansiell prestation vid och efter svenska börsintroduktioner samt vad ägarstruktur och finansiell backning har för påverkan.

Teori: Studien utgår från fem teorier och fokuserar främst på First-day Returns och Aftermarket Performance.

Metod: Denna studie kommer att utgå ifrån ett deduktivt angreppssätt och sekventiella metodmixen Explanatory Sequential Mixed Method. Strategin innebär att den huvudsakliga kvantitativa metoden kompletteras med ett kvalitativt inslag.

Empiri: Studien har undersökt 184 börsnoterade bolag mellan åren 2000–2018. Urvalet kunde delas in i 21 BO-backade bolag, 34 VC-backade bolag och 129 NS-backade bolag.

Slutsats: BO-backade bolag är den subgruppen som presterar bäst och enda att generera en positiv avkastning vid första handelsdagen. På längre sikt går VC-backade bolagen om och presterar bäst på börsen trots den sämst presterande förstadags handeln. Signalering, syndikat och nätverk påverkas och bedöms på vad som mäts och när det mäts vid finansiell prestation efter börsnotering.

Nyckelord: Initial Public Offering, Private Equity, Buyout, Venture Capital, Non-sponsored, First-day Returns & Aftermarket Performance.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING **6**

1.1 BAKGRUND 7
1.2 PROBLEMDISKUSSION 8
1.2.1 Problemformulering *10*
1.3 SYFTE OCH UNDERSÖKNINGSFRÅGOR 11
1.4 AVGRÄNSNING 11
1.5 DISPOSITION 12

2. TEORETISK REFERENSRAM OCH MODELLER **13**

2.1 PRIVATE EQUITY, VENTURE CAPITAL OCH BUYOUT 13
2.2 SYNDIKAT OCH NÄTVERK 14
2.3 UNDERPRICING OCH OVERPRICING 15
2.4 FIRST-DAY RETURNS 16
2.5 AFTERMARKET PERFORMANCE 17
2.6 SAMMANFATTNING AV TIDIGARE LIKNANDE FORSKNING 17

3. METOD **20**

3.1 ANGREPPSSÄTT OCH FORSKNINGSDESIGN 20
3.2 KVANTITATIV METOD 21
3.2.1 Urval *21*
3.2.2 Datainsamling *22*
3.2.3 Specifikation av modeller - First-day Returns *22*
3.2.4 Specifikation av modeller - Aftermarket Performance *23*
3.3. KVALITATIV METOD 24
3.3.1 Intervju *25*
3.4 BORTFALLSANALYS 26
3.5 ETIK 27
3.6. METODKRITIK 27
3.7 VALIDITET OCH RELIABILITET 30
3.8 KÄLLKRITIK 31

4. EMPIRISKT RESULTAT **32**

4.1 KVANTITATIV EMPIRI 32
4.1.2 Resultat av kvantitativ empiri *35*
4.2 KVALITATIV EMPIRI 37

5. ANALYS **40**

6. SLUTSATSER **43**

7. AVSLUTANDE DISKUSSION OCH VIDARE FORSKNING **45**

REFERENSLISTA: **46**

TRYCKTA KÄLLOR: 46
ELEKTRONISKA KÄLLOR: 49

BILAGOR. **50**

BILAGA 1 50
BILAGA 2 53

Tabellförteckning

TABELL 1: ATRIBUT PORTFÖLJBOLAG....13
TABELL 2: SAMMANFATTNING AV TIDIGARE FORSKNING....18
TABELL 3: ÖVERSIKT – STUDIENS URVAL....22
TABELL 4: POTENTIELLA INTERVJURESPONDENTER....25
TABELL 5: STUDIENS INTERVJU....26

Figurförteckning

FIGUR 1: REST KAPITAL AV SVENSKA VC- OCH BO-FONDER....8
FIGUR 2: NORDISKA VC-MARKNADEN OCH INNOVATIONSINDEX....10
FIGUR 3: EXPLANATORY SEQUENTIAL MIXED METHOD....20
FIGUR 4: INITIAL RETURNS....32
FIGUR 5: SPRIDNING – FIRST DAY RETURNS – BO....33
FIGUR 6: SPRIDNING – FIRST DAY RETURNS – VC....33
FIGUR 7: SPRIDNING – FIRST DAY RETURNS – NS....33
FIGUR 8: AVARAGE ABNORMAL RETURNS....34
FIGUR 9: MEDIAN ABNORMAL RETURNS....34
FIGUR 10: CUMULATIVE ABNORMAL RETURNS....35

Formelförteckning

FORMEL 1: INITIAL RETURNS....23
FORMEL 2: MARKET INITIAL RETURNS....23
FORMEL 3: LOGARITHMIC INITIAL RETURNS....23
FORMEL 4: ABNORMAL RETURNS....23
FORMEL 5: AVARAGE ABNORMAL RETURNS....24
FORMEL 6: CUMULATIVE AVARAGE ABNORMAL RETURNS....24

1. Inledning

I detta avsnitt kommer läsaren att få en introduktion och bakgrund till svensk extern finansiering som sedan avgränsar sig till börsnoteringar. Vidare presenteras och definieras Venture Capital- och Buyout-aktörer och dess aktualitet. Inledningen övergår sedan i en problemdiskussion som i sin tur mynnar ut i frågeställning och syftet med undersökningen.

1.1 Bakgrund

Ett positivt kassaflöde och att bibehålla finansiella resurser är en av grundförutsättningarna när det kommer till ett företags fortsatta överlevnad och tillväxt. En stor majoritet av svenska företag finansierar idag den rörliga och framtida verksamheten genom löpande intäkter eller befintligt eget kapital. Trots detta är anskaffning av externa finansiella medel ett av finansbranschens mest uppmärksammade områden (Företagarna, 2016). Enkelt och övergripligt beskrivet kan investeringar definieras som att placera pengar i materiella och finansiella källor inom ekonomiska eller icke-ekonomiska organisationer för att sedan konvertera dessa till värdepapper och andra underliggande tillgångar som ämnar till att öka i värde (Stenbacka och Tombak, 2002).

När ett bolag ska resa kapital för nya investeringar finns i huvudsak två reala alternativ. Det första alternativet är att belåna sig mot finansiella institutioner eller publika företagsobligationer, medan det andra alternativet ämnar till att emittera för nytt externt kapital. Inom det sistnämnda alternativet är initiala publika börsintroduktioner, s.k. Initial Public Offering (IPO), den mest förekommande metoden för bolag i behov av externt kapital (Pagano, Panetta & Zingales, 1998).

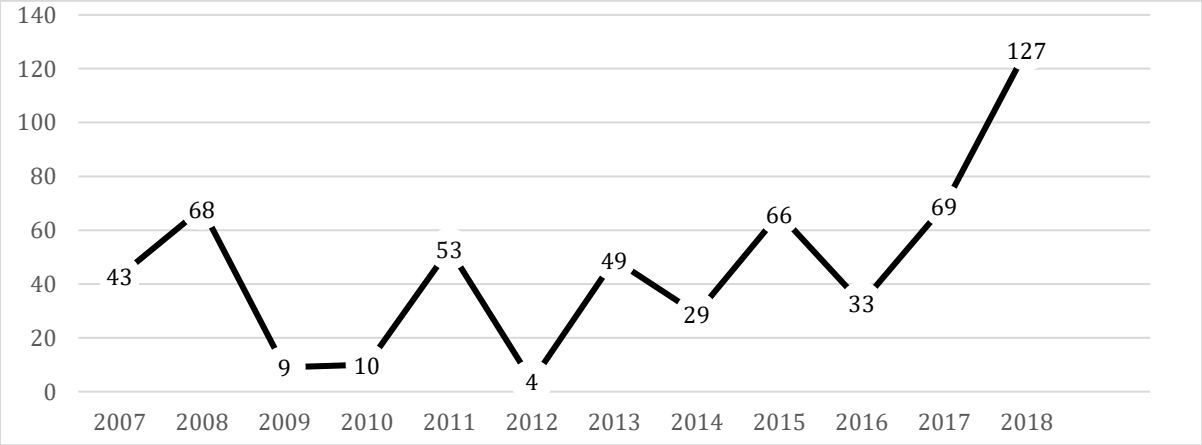
Hos mindre, relativt nystartade eller expansiva företag kan den egna förmågan att förse bolaget med nödvändiga resurser i form av kapital bli problematisk. Företag hamnar då i situation där externt kapital inte längre ses som en alternativ finansieringskälla, utan en nödvändighet. Innehar man dessutom inte kapaciteten, storleken eller erfarenheten att genomföra en direkt IPO, finns alternativa metoder. För startup-bolag eller bolag i finansiell oro kan riskkapitalmarknaden i allmänhet och Venture Capital- (VC) eller Buyout-aktörer (BO) i synnerhet vara den bästa vägen att gå för extern finansiering (Pagano, Panetta & Zingales, 1998). Direkta IPO:s, eller publika börsnoteringar, är en vanlig exit-strategi hos VC- och BO-aktörer när det kommer till att likvidera sina respektive portföljbolag (Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006). VC-bolag, som officiellt såg dagsljus för första gången 1946, är en speciell typ av investmentbolag som i ett tidigt skede identifierar och utreder sina investeringar. Dessa typer av investerare startar fonder genom att resa kapital via allt från banker, försäkringsbolag, pensionsfonder till förmögna privatpersoner.

Därefter investeras fonderna i just prospekterade bolag i uppstartsfasen eller med finansiella bekymmer. VC-investerare fokuserar och lägger stor vikt vid framtidsanalys, operationella åtgärder och med vilken tidshorisont man tänkt vara ägare i portföljbolaget (Wallmeroth, Wirtz & Groh, 2017). Investerarna identifierar sig som aktiva investerare där inblandning i strategiska beslut såväl som direkt operationellt verkande i bolaget hör till vanligheterna (Berger & Udell, 1998). Här skiljer sig VC-bolagen från de traditionella finansieringsstrategierna och investmentbolagen. Warne (1988) beskriver bland annat investerarna som en blandning mellan konsulter och kapitaltillförare. BO-bolag, å andra sidan, skiljer sig till viss del från tidigare nämnda VC-bolag. En liten andel eget kapital kombinerat med relativt hög skuldsättning är tydliga kännetecken hos BO-bolag (Kaplan & Strömberg, 2009). I en typisk BO-transaktion kliver bolaget ofta in som majoritetsägare samtidigt som man till största del fokuserar på mognare och bolag som existerat under en längre tid. Här finns en distinkt skillnad jämfört med VC-bolag som vanligtvis investerar i unga tillväxtbolag där man heller inte sätter sig i någon majoritetsposition (ibid). Den klassiska värdeskapande strategin är dessutom tydligare hos BO-bolag, då de till stor del analyserar och identifierar sina prospekts utefter marknadsläge. Aktörerna erhåller oftast en större erfarenhet och dess lönsamhet är lättare att mäta, relativt VC-bolag (Cao, 2011).

1.2 Problemdiskussion

I en rapport från officiella intresseorganisationen för aktörer inom Private Equity-marknaden i Sverige, Swedish Private Equity & Venture Capital Association (SVCA), påvisas tydliga tendenser på att riskkapitalmarknaden i Sverige aldrig varit mer aktiv (SVCA, 2019a).

Figur 1. Rest kapital av svenska VC- och BO-fonder.



Källa: (SVCA, hämtad 2019-11-12).

Figuren illustrerar utvecklingen i rest kapital (MDR SEK) mellan åren 2007–2018 på den svenska marknaden.

Tabell 1 visar på ett nytt all time high vad det gäller rest kapital av VC- och BO-aktörer på den svenska riskkapitalmarknaden. Totalt restes 127 miljarder SEK under 2018, en ökning med 84% jämfört med föregående år. Sedan 2012 har trenden i mängden rest kapital och startade fonder varit stigande.

Samtidigt som den svenska riskkapitalmarknaden är större och hetare än någonsin, visar en nyligen publicerad rapport från revisionsbolaget Ernst & Young (EY) att nordiska börsnoteringar i allmänhet och svenska i synnerhet stabilt stigit över tid, trots en avmattning globalt sett. Kombinationen av den höga IPO-aktiviteten i Sverige och den stigande trenden på landets riskkapitalmarknad är faktorer som leder till en ökad och aktuell konkurrens bland PE-aktörerna (EY, 2019). Ägarna sätts nu under allt större press att leverera bästa möjliga förutsättningar för en lyckad börsnotering för sina respektive bolag, och värde därefter. Aktualiteten på marknaden väcker därför intresset för att undersöka vilken PE-aktör som genererar högst finansiell prestation hos sina respektive portföljbolag.

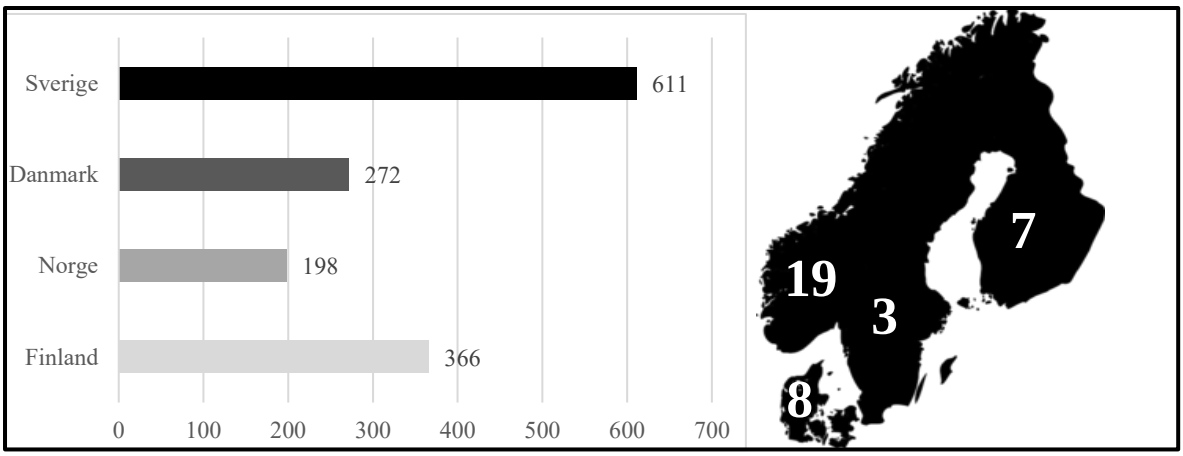
Liknande tidigare studier om ämnet har gjorts, men då utgått från andra segment, marknader och perspektiv. Levis (2011) undersöker varför tidigare forskning tydligt visat att brittiska BO-bolag överpresterat VC-bolag och icke-backade (non-sponsored, NS) börsnoteringar och identifierar brister inom områdets litteratur. Ytterligare resultat från tidigare studier ligger i linje med ovan nämnd författare. Trots detta finns forskning som tyder på det motsatta. von Drathen (2007), som undersökte den tyska börsmarknaden mellan 1990–2007, visade att VC-och BO-backade bolag generellt sett är mer lönsamma än icke-backade (NS) men att VC-aktörer överpresterar BO-motsvarigheten såväl vid IPO-tillfället som över en längre tidsperiod efter notering.

Samtidigt som resultaten från tidigare forskning tenderar att likna varandra trots olika forskningsmarknader, finns signifikanta avvikelser. Dessutom finns studier som visar på att VC-aktörer ska generellt sett vara de mest skickliga aktörerna när det kommer till att identifiera lönsamma och värdeskapande investeringar (Mollick, 2013), vilket i sig kan verka motsägelsefullt med tidigare resultat i beaktning. Behovet om att området behöver ytterligare forskning är trots allt en genomgående underförstådd och gemensam åsikt från flertalet tidigare studier (Mollick, 2013 och Levis, 2011), vilket motiverar denna uppsats.

Till skillnad från historiska författare inom området som till största del forskat på större europeiska och amerikanska marknader (Levis, 2011 och Kaplan & Strömberg, 2009) kommer denna studie

undersöka den svenska motsvarigheten. Trots att ovan presenterad information från SVCA och EY indikerar på en stark nordisk Private Equity-marknad generellt, sticker Sverige ut, speciellt bland VC-aktörer. Något som tydliggörs nedan.

Figur 2. Nordiska VC-marknaden och innovationsindex.



Källa: (SVCA, hämtad 2019-11-13).

Figuren visar antal bolag som var under 2018 backade av Venture Capital-aktörer samt respektive rankingplats för de nordiska länderna i Global Innovation Index 2018

Av Figur 2 att tyda, befinner sig Sverige i en tydlig framkant både vad det gäller antalet bolag backade av VC-aktörer och när det kommer till generell innovation. Private Equity-marknaden befinner sig utan tvekan i en spännande och växande fas samtidigt som intresset för att värdera aktörernas förmåga att skapa värde för sina respektive fonder och portföljbolag blommar.

1.2.1 Problemformulering

Med ovan förutsättningar i beaktning tillsammans med den genomgående och underförstådda åsikten i tidigare forskning, är området i behov av mer studier. Trots att historiska studier tenderar att generera liknande resultat finns där också resultat som varierar. Liknande studier, när man endast fokuserat på en relativt sett mindre marknad, har gjorts men i ytterst begränsade upplagor. Sverige befinner sig i en unik position relativt sett till likvärdiga nationer när det kommer dess Private Equity- och innovationsmarknad, vilket gör att det aktuella behovet av forskning för den svenska marknaden är intresseväckande.

Vidare saknar i huvudsak tidigare forskning inslag och perspektiv från branschen aktörer och dess syn på resultat som senare presenterats. Genom att komplettera kvantitativ empiri med ett

kvalitativt inslag kan denna studie ge en mer nyanserad bild inom forskningsområdet. Därmed kan undersökningen på ett mer fördjupat sätt beskriva avgörande faktorer bakom värdeskapande och finansiell prestation vid en IPO.

1.3 Syfte och undersökningsfrågor

Denna studie avser att jämföra finansiell prestation vid och efter svenska börsintroduktioner samt vad ägarstruktur och finansiell backning har för påverkan.

Syftet skall undersökas utifrån följande frågeställningar:

- *Hur skiljer sig avkastningen under första handelsdagen mellan VC-, BO- och NS-backade bolag?*
- *Hur skiljer sig finansiell prestation en tid efter börsnotering mellan VC-, BO- och NS-backade bolag?*
- *Vad är Private Equity-bolagens strategier gällande syndikat, nätverk och signalering vid noteringsprocesser?*

1.4 Avgränsning

Till följd av studiens geografiska avgränsning kommer endast den svenska IPO-marknaden att undersökas. Detta med den svenska Private Equity-motsvarigheten som huvudfokus och icke-sponsrade svenska börsnoteringar som sekundärfokus. Motivet till detta är med anledning av det aktuella och unika marknadsläget (SVCA, 2019a). Närmare specifikationer av bortfall och motivering av avgränsningsområde tas upp nedan i studiens metodavsnitt.

Till skillnad från tidigare forskning som avgränsat respektive tidsperioder till senare 1990-tal och tidigt 2000-tal (Mogilevsky & Murgulov, 2012; Vu, Worthington & Laird, 2008 och Levis, 2011), så kommer denna studie inkludera ett nyare tidsspann som sträcker sig mellan januari 2000 till juni 2018. I linje med studiens syfte och att Private Equity-bolag bedöms till allmänhet på sina exitsstrategier och i synnerhet sina IPO-exits (Krishna et al. 2011) studerar denna studie enbart bolagens IPO:s som exitstrategi.

1.5 Disposition

Nedan följer en övergripande beskrivning om studiens disposition och kommande kapitel. Detta för att ge läsaren en snabb överblick i hur arbetet med att uppnå studiens syfte och besvara dess undersökningsfrågor sker. Dispositionen är i linje med vad som anses som klassisk uppsatsuppbyggnad och med tidigare forskning.

2. Teoretisk referensram och modeller

I studiens andra kapitel presenteras valda modeller som använts för att undersöka förstadagshandeln och finansiell prestation över tid samt övriga teorier som ämnar till att förse diskussions- och analysdelen av studien mer djup och bredd. Därefter presenteras en tabell innehållandes en summering av tidigare forskning som är skapad och sammanfattad av studiens författare själva.

3. Metod

I detta kapitel beskrivs studiens angreppssätt och forskningsdesign. Vidare presenteras tillvägagångssättet för insamlingen av empiri som ligger grund till studiens resultat. Den avslutande delen av kapitlet präglas av en kritisk genomgång och reflektion av vald metodstrategi.

4. Empiriskt resultat

I det fjärde kapitlet redogörs det för de empiriska resultat som samlats in med hjälp av studiens metodval. Till huvudsak illustreras resultaten i form av tabeller och figurer med enkla beskrivningar. Därefter sker en redogörelse för vad studiens resultat framkommit med.

5. Analys

I studiens femte kapitel sker en genomgående analys av resultaten med både studiens egna och tidigare erkänt forskningsresultat som grund och referensram.

6. Slutsatser

Kapitlet om slutsatser ämnar till att besvara studiens syfte och undersökningsfrågor.

7. Avslutande diskussion och vidare forskning

I det sista kapitlet sker en avslutande diskussion. Dessutom presenteras förslag till vidare forskning med utgångspunkt från studiens resultat, brister och författarnas insikter.

2. Teoretisk referensram och modeller

Teoridelen av denna studie kommer beskriva och gå mer detaljerat in på Private Equity, Venture Capital- och Buyout-aktörer, dess skillnader samt närliggande teorier gällande dessa. Vidare beskrivs studiens värderingsmodeller First-day returns och Aftermarket performance. Avsnittet avslutas med en övergripande bild av tidigare forskning som kommer ligga grund till studiens. resultat- och diskussionsdel.

2.1 Private Equity, Venture Capital och Buyout

Private Equity-bolag är i huvudsak bolag som reser kapital i egna fonder och därefter investerar i andra bolag. Därefter erhåller de sin avkastning genom att sälja av sitt ägarskap i ett senare skede. Under investeringsperioden är målet att portföljbolagen ska växa för att maximera avkastningen vid likvidation. Dessa fondbolag kategoriseras främst in i två subgrupper, Venture Capital och Buyout. Trots stora likheter, skiljer sig aktörerna på flertalet sätt. Främst framhävs dessa olikheter när det kommer till strategier och struktur för respektive aktörs portföljbolag.

Tabell 1. Attribut portföljbolag - Venture Capital- och Buyout-aktörer.

Attribut	Venture Capital	Buyout
Kassaflöde	Oförutsägbart kassaflöde	Konsistent kassaflöde
Tillgångar	Liten tillgångsbas	Stors tillgångsbas
Kapitalstruktur	Låg skuldsättning. Primärt eget kapital	Hög skuldsättning
Produkt och marknad	Ofta nya och icke etablerad	Väletablerad
Sysselsatt kapital	Högt beroende	Lågt beroende
Ledning och styrelse	Obeprövad och icke erfaren	Lång erfarenhet
Tillväxtfokus	Omsättning	Avkastning
Mätbarhet	Svårbedömd	Lättbedömd

Källa: Wright (1998).

Tabellen påvisar principiella skillnader mellan portföljbolag hos Venture Capital- och Buyout-aktörer.

Ett VC-bolag är PE-marknadens aktiva investerare som kännetecknas av att tidigt identifiera spännande bolag i ett tidigt stadie. Användning av investeringssyndikat, anskaffande av styrelseposter, implementering av ny ledningsgrupp, nätverksutnyttjande och ryktesfokus för att validera portföljbolaget vid en exit är tydliga kännetecken hos ett VC-bolag (Berger & Udell, 1998).

BO-bolag å andra sidan är ofta passiva ägare som investerar i mogna bolag, utnyttjar marknadsläget och validerar sig själva mer an portföljbolaget vid en exit. För BO-bolag är timingen en central del av aktörens exit-strategi, för att på så sätt maximera sin egna avkastning. BO-bolags strategi är att investera i privata eller redan börsnoterade bolag som redan har genomgått sin resa från start-up till moget bolag. Men som ovan nämnt spelar marknadsförhållanden, timing på investeringen och exit stor roll för beslutet (Cao, 2011). Vid en IPO är timingen huvudstrategin för BO-bolag där marknadsläget och investeringens längd påverkar förväntad avkastning för. BO-bolag väljer ofta att genomföra en IPO vid den tidpunkt där börsen som helhet är stark med en stadig tillväxt för att maximera sin avkastningspotentialen (ibid). Trots att IPO:n oftast ser ut att vara exitstrategin, sker den största försäljningen av deras aktier efter IPO lock-up-perioden. Det gör att både IPO:n och Aftermarket Performance blir betydande för BO-bolag för att generera en avkastning för sina investerare (Fürth & Rauch, 2015). Men om marknaden är het och är attraktiv för en total exit minskar tidsperioden för BO-bolags exit (Cao, 2011).

2.2 Syndikat och nätverk

I den finansiella branschen är det vanligt förekommande att sprida sina risker med andra aktörer på marknaden. Precis som banker som oftare föredrar att syndikera sina lån med andra banker har PE-bolag samma preferens. Genom att syndikera sina investeringar med andra PE-bolag kan VC- och BO-bolag skapa en större portfölj och därmed öka sina chanser för att generera avkastning till dess intressenter. Med det blir vikten av ett starkt nätverk oerhört viktigt (Hochberg, Ljungqvist & Lu, 2007). Den tidigare investeringshistoriken blir då bedömningen av kvaliteten av sitt nätverk. Har ett PE-bolag en historik av många lönsamma investeringar med framgångsrika exits bedöms de som en gynnsam medlem i sitt nätverk då det kan leda till bättre information och bedömningar av potentiella investeringar (Hochberg, Ljungqvist & Lu, 2007 och Cao, 2011).

Dock gynnas ett PE-bolag också av andra aktörer i sina nätverk som bland annat underleverantörer, rekryterare, jurister, investmentbanker, för att driva fram sina portföljbolag. Även med dessa typer av aktörer i sitt nätverk tas den tidigare investeringshistoriken i akt vid bedömningen av kvaliteten på dessa aktörer tillsammans med sina nätverk (Hochberg, Ljungqvist & Lu, 2007).

Till skillnad från BO-bolag och som tidigare nämnt, investerar VC-bolag i ett tidigt skede i sina portföljbolag och är ständiga och aktiva delägare. Genom denna metod får de en unik kontinuerlig

översikt i sina respektive portföljbolag, vilket skiljer sig från andra riskkapitalister. Det aktiva ägarskapet sker genom att erhålla styrelseposter, ha frekventa informella besök hos sina portföljbolag, genomföra möten med kunder och leverantörer samt inneha en aktiv roll vid strategiska beslut (Lerner, 1995). I och med detta kan de aktivt göra förändringar i portföljbolaget genom att använda sitt nätverk för att förändra i ledningen, byta ut leverantörer eller utöka distributionsnät för att öka bolagets omsättningstillväxt (Krishna et al. 2011).

För att ett PE-bolag ska göra en framgångsrik exit från deras portföljbolag och maximera sina intressenters avkastning blir tidigare prestationer en avgörande roll. Genom sin tidigare utträden ur portföljbolagen skapas ett rykte runt PE-bolaget och beroende på framgången av densamma bedöms PE-bolaget som kvalitativt eller inte. På grund av att det är exits och övriga likvidationer som PE-bolag bedöms på, lägg störst fokus från aktörerna själva på IPO:s. Detta på grund av den information som publiceras offentligt till externa investerare vid publika börsnoteringar. Den allmänna uppfattningen, det så kallade ryktet, blir då signalering för det annars okända portföljbolaget som bedöms efter samma kvalitet likt PE-bolaget själva (Krishna et al. 2011 och Cao, 2011).

2.3 Underpricing och Overpricing

Att genomgå en publik börsnotering är ett tillvägagångssätt för bolag att finansiera och få fart på den framtida tillväxten (Pagano, Panetta & Zingales, 1998). Utöver detta finns det ytterligare anledningar till att genomgå en IPO. Tidigare studier ser dessutom en större tendens och anledning att börsnotera för att täcka upp tidigare investeringskostnader, skapa bättre kreditvärden och återställa bolagets balansräkning efter stora investeringar (ibid).

När ett bolag går publikt och därmed blir noterade på börsen sker det till stor del med konsekvensen underpricing eller en overpricing av aktien. Det vill säga noteringspriset är för lågt eller för högt värderat relativt marknadspriset. Börsnoterade bolag har historiskt sett visat sig slå marknaden de första dagarna. Något som visar på att det är mer frekvent med underpricing generellt sett vid noteringen (Ljungqvist, Nanda & Singh, 2006). En studie av Zheng och Stangeland (2007) visar att en undervärderat aktie ökar tillväxten på försäljning och i det långa loppet EBITDA (resultat före finansiella poster, avskrivningar och amortering). Däremot tenderar underpricing att leda till svag kursutveckling på längre sikt, vilket kan tolkas som långsiktig overpricing, för bolag som noteras på marknader med hög omsättning (Ljungqvist, Nanda & Singh, 2006). Ytterligare

fördjupning och koppling mellan underpricing/overpricing och finansiell prestation i kommande avsnitt.

Underpricing har sina fördelar vid IPO tillfället trots att det leder till ”money on the table” (överskottet mellan noterings- och stängningskurs under öppningsdagen). På grund av asymmetriska informationen mellan noteringsbolagen och marknaden hjälper underpricing att locka investerare vid börsnoteringen (Bouzouita, Gajewski & Gresse, 2015).

2.4 First-day returns

First-day returns innebär den avkastning en aktieägare erhåller från skillnaden mellan den noteringskurs och stängningskurs en underliggande tillgång presterar under första dagens handel (van Frederikslust & van der Geest, 2004). Historiskt sett har teorin om First-day returns inneburit en i genomsnitt positiv avkastning för en IPO:s första handelsdag oavsett bransch och geografisk tillhörighet. Fenomenet har fått en så pass stor legitimitet att flertalet forskare benämner First-day returns och underpricing (när en underliggande tillgång noteras lägre än det faktiska marknadspriset) som synonymer med varandra (Ritter & Welch, 2002).

Flertalet teoretiska förklaringar har tagits fram gällande varför IPO-underpricing har blivit en regel snarare än ett undantag. Majoriteten av de teorier som berör detta mynnar ut i asymmetrisk information (Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006). Asymmetrisk information mellan det bolaget som ska noteras tillsammans med dess ägare, noteringsrådgivaren (ofta en investmentbank) och aktieinvesteraren tenderar att skapa IPO-underpricing. Detta på grund av att någon av parterna erhåller mer information än de andra och kan på så sätt gynnas (ibid). Som åtgärd till att minimera en IPO:s asymmetriska information kan parten med mest information, oftast ägaren eller rådgivaren, använda detta som en typ av kvalitetsstämpel för företaget som ska noteras. Denna företeelse benämns som *The certification hypothesis* och beskrivs som en av de mest erkända förklaringarna till bolags avkastning den första handelsdagen (van Frederiklust & van der Geest, 2004).

Andra teorier om ovan berörda parter kan också ha sin inverkan på noteringspriset. När det kommer till skillnader i underpricing mellan VC- och BO-bolag beskriver Levis (2011) att BO-backade bolag ofta noteras till mindre underpricing än VC-bolag. Detta på grund av att ägarinsitamenten hos BO-bolag som handlar om att maximera dess egna avkastning ofta ger

upphov till en aggressivare prissättning vid en IPO. Dessutom kan rådgivarna utnyttja sin situation och rekommendera ett pris beroende på vem av investeraren och ägarbolaget som kan komma att gynna rådgivaren själv mest på lång sikt (Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006).

2.5 Aftermarket Performance

Aftermarket Performance syftar till hur börsnoterade bolag presterar en tid efter att de har blivit publikt handlade. Vid vissa exitstrategier blir det även viktigt för PE-bolagen att ha en bra Aftermarket Performance för portföljbolagen. Det beror på ifall det finns en lock-up-period som förhindrar direkt realisering av aktierna, som oftast är på sex till tolv månader (Field & Hanka, 2001). Dessutom är målet med Aftermarket Performance att ta reda på hur bolaget presterar efter att ägarstrukturen ändras och i denna studies fall hur bolagen presterar efter att PE-bolagen har gjort sina exits. Generellt sett, när nynoteringar som helhet ställs mot ett referensindex, tenderar de att prestera bättre än den allmänna marknaden de tre första åren, oavsett backning (Mogilevsky & Murgulov, 2012). Samtidigt så har ryktet och aktörernas tidigare track-record en betydande roll vid Aftermarket Performance. Ett PE-bolag med ett väldigt bra rykte tenderar att fortsätta hjälpa portföljbolagen efter noteringsdagen och dessa portföljbolag tenderar i sin tur har en bra Aftermarket Performance (Krishna et al. 2011). Däremot, när jämförelse görs mellan studiens olika subgrupper, tenderar Aftermarket Performance att skifta. Gompers och Lerner (2003) menar istället att PE-backade bolags Aftermarket Performance varierar beroende på hur de jämförs, vilka modeller som används och vad de jämförs med. Detta leder till att teorier om Aftermarket Performance är svåra att generalisera och fastställa (ibid).

2.6 Sammanfattning av tidigare liknande forskning

Flertalet tidigare forskningar och studier har gjorts kring ämnet och presenteras i tabellen nedan. Samtliga valda studier har på något sätt undersökt finansiell prestation vid börsnoteringar där syftet varit att undersöka ägarstrukturen och den finansiella backningens påverkan. Syftet med tabellen är att få en enkel och övergripande bild av tidigare forskning inom studiens valda forskningsområde. Genom att belysa tidigare studiers syfte, modeller, urval samt slutsats kan de på ett lättbegripligt sätt användas som referenser i studiens analys. Den sammanvägda tolkningen av tidigare forskning har också kommit att lägga grunden till syfte, problemformulering och vidare diskussion i studien.

Tabell 2. Sammanfattning av tidigare forskning.

Författare	Syfte	Modeller	Urval	Slutsats
van Frederikslust och van der Geest (2004)	Att undersöka PE-backade bolag och icke-backade bolag vid börsnotering och börsutvecklingen därefter	First-day Returns, Aftermarket Performance	106 börsnoteringar på Amsterdambörsen mellan 1985–1998.	PE-backade bolag presterar bättre än icke-backade bolag vid börsnotering. Ingen särskiljning mellan VC- och BO-bolag görs men det generella resultatet kan kopplas till teorin om signaleringsrykte hos PE-bolagen.
Mario Levis (2011)	Att jämföra företag på börsen med tidigare BO- och VC-backning samt bolag utan backning.	Aftermarket Performance	1595 börsnoteringar på London-börsen 1995–2005.	BO-backade bolag tenderar att ha bättre utveckling på börsen efter notering jämfört med VC-backade bolag.
Clas Bergström, Daniel Nilsson och Marcus Wahlberg (2006)	Att undersöka Aftermarket Performance hos PE-backade börsnoteringar icke-backade motsvarigheter.	Aftermarket performance	152 IPO:s på London- och Parisbörsen mellan 1994–2004.	BO-backade bolag tenderar att ha bättre Aftermarket Performance efter notering jämfört med VC-backade bolag och PE-backade bolag presterar bättre än icke backade bolag.
Mogilevsky och Murgulov (2012)	Att jämföra BO-backade IPO:s med redan börsnoterade VC-backade och icke-backade bolag.	First-day Returns	265 BO-backade bolag mellan 2000–2009 på amerikanska börsen.	Generellt sett är presterar PE-bolag bättre än icke-backade bolag. BO-bolag tenderar att vara mindre undervärderade vid börsnotering jämfört VC-bolag.
Christian von Drathen (2007)	Att undersöka den finansiella prestationen mellan PE-backade bolag och icke-backade bolag.	First-day Returns	521 IPO:s på tyska börsen mellan 1990–2007.	PE-backade bolag överpresterade icke-backade bolag generellt sett. VC-bolag överpresterade BO-bolagen när det kom till jämförelse mellan PE-backningar.
Vu, Worthington och Laird (2008)	Att undersöka prissättning och finansiell prestation och risk mellan VC-backade, BO-backade och icke-backade bolag.	First-day Returns, Aftermarket Performance	281 börsnoterade bolag på den australiensiska börsen mellan 1996–2007.	VC- och BO-backade bolag tenderar att vara mindre undervärderade vid en IPO. Forskarna finner inget signifikant samband mellan riskjusterad avkastning och typ av backning eller ägandeskap.

Tidigare forskning om skillnader i finansiella prestationer hos NS-, VC- och BO-backade IPOs.

Resultaten från studier illustrerade i tabell 2 liknar varandra när man ställer grupperna PE-backade bolag mot icke-backade bolag. Samtliga studier som valt att göra denna typ av jämförelse visar att PE-backade bolag generellt sett tenderar att överprestera icke-backade bolag samt att de noteras ett stabilare aktiepris (Vu, Worthington & Laird, 2008; Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006 och Mogilevsky & Murgulov 2012). Anledningen till en mer rättvis aktievärdering är på grund av publiciteten som sker i samband med en IPO. Denna publicitet ger upphov till att bedöma PE-bolagen. Genom att använda sig av lägre underpricing-strategi och mer korrekta aktievärderingar lämnar det mindre “money on the table” och ger en positiv signalering för PE-bolagen gentemot deras investerare (Levis, 2011).

När jämförelsen mellan PE-bolagens olika subgrupper (VC- och BO-bolag) jämförs, visar tidigare studier på större skillnader i dess resultat. Levis (2011) vars studie är den mest omfattande i tabell 2 indikerar på att BO-backade IPO:s presterar bättre än VC-backade bolag vid notering vad gäller både First-day Returns och Aftermarket Performance. Dessutom tenderar BO-backade bolag att

vara mindre underprissatta relativt den VC-backade motsvarigheten (ibid). Snarlika resultat presenteras även i studierna gjorda av Mogilevsky & Murgulov (2012), Vu, Worthington & Laird (2008) och Bergström, Nilsson & Wahlberg (2006) som alla indikerar på att BO-bolagen skapar större värde i sina portföljbolag. Å andra sidan visade Von Drathen (2007), som undersökte tyska IPO:s mellan 1990–2007, att VC-bolagen överpresterade BO-bolagen både när det kom till First-day Returns och Aftermarket Performance. Liknande resultat presenteras även av Vu, Worthington & Laird (2008), vars studie baserades på den australienska marknaden, som inte heller kunde styrka någon högre prestation hos BO-backade bolag relativt VC-backade.

Sammanfattningsvis kan man tyda likartade resultat när det kommer till den generella jämförelsen mellan PE-backade och icke-backade bolag vid IPO:s, från den tidigare forskning som denna studie valt att använda som referensram. Däremot, i forskning där jämförelsen mellan BO- och VC-bolags finansiella prestation undersöktes, presenterades olika resultat. Globalt sett var BO-backade bolag i framkant medan VC-bolag presterade bättre i mindre europeiska marknader.

3. Metod

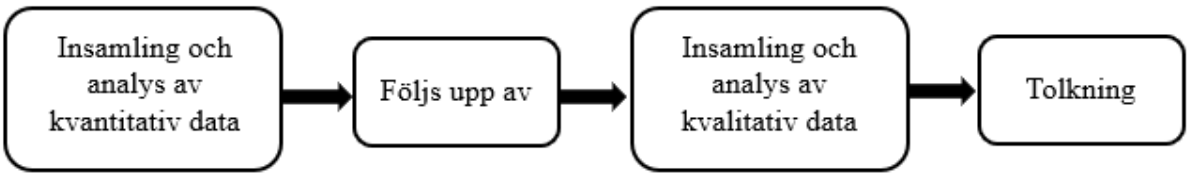
I detta avsnitt förklaras den metod som använts för att besvara studiens frågeställningar. Kapitlet inleds med att gå igenom den generella forskningsdesignen och angreppssättet för studien. Vidare specificeras valda modeller samtidigt som urval och insamling av empiri presenteras. Kapitlet avslutas med en övergripande metodkritik.

3.1 Angreppssätt och forskningsdesign

Denna studie kommer utgå från ett deduktivt angreppssätt. Det innebär att valen av såväl metoder som teorier kommer baseras på tidigare erkänd forskning. Denna typ av angreppssätt är ofta associerad med kvantitativa metoder och betyder att resultaten som studien senare mynnar ut i kommer kunna jämföras med vad tidigare forskning kommit fram till (Wilson, Petticrew & Calnan, 2010).

Forskningsdesignen denna studie kommer använda sig av är den beskrivande och sekventiella metodmixen *Explanatory Sequential Mixed Method*. Metoden innebär tre steg där forskarna till en början genomför en undersökning av kvantitativ data som samlas in för att sedan appliceras på utvalda modeller. Därefter sker en tolkning av de kvantitativa resultaten som sin tur kompletteras med en kvalitativ undersökning i form av en intervju. Den kvalitativa delen ska dessutom vara en del av det redan kvantitativa urvalet. Vidare analyseras mixen av den kvantitativa och kvalitativa empirin för studiens slutgiltiga tolkning (Cresswell & Plano Clark, 2011).

Figur 3. Explanatory Sequential Mixed Method.



Källa: Cresswell & Plano Clark (2011).

Figuren beskriver processen som författarna genomgått när Explanatory Sequential Mixed Method använts.

Figur 3 beskriver ovan nämnd forskningsprocedur när *Explanatory Sequential Mixed Method* tillämpas. Syftet med denna designtypen är att kunna generalisera en mindre mängd kvalitativ data genom att spegla den mot tidigare insamlad och analyserad kvantitativ data och på så sätt få med både bredd och djup inom berört forskningsområde (ibid). Till skillnad från tidigare forskning från (Levis, 2011 och Drathen 2007) som endast använt sig av kvantitativ metod, kommer valet av

metodmix i denna studie ge empiri från både ett kvantitativt och kvalitativt perspektiv. Viktigt att understryka är att den kvantitativa delen av forskningsstrategin kommer vara studiens huvudsakliga empiri där den kvalitativa delen används som ett kompletterande och sekundärt inslag. Något som tillsammans med vald undersökningsmarknad gör studien unik.

3.2 Kvantitativ metod

Studiens kvantitativa del ämnar till att jämföra undersökta företags First-day Returns och Aftermarket Performance genom att applicera företagens finansiella ställningar i studiens valda modeller och teorier. Bolagens finansiella data kommer att hämtas från Nasdaq OMX Nordic och Spotlight Stockmarkets respektive hemsidor. Målet med en kvantitativ del av en studie i en beskrivande och sekventiell metodmix är att utvinna resultat som ska ge en så representativ och generaliserbar bild som möjligt för undersökt marknad (Creswell & Creswell, 2018)

3.2.1 Urval

Urvalet av data för den kvantitativa delen av denna studie tas fram genom att identifiera tidigare företagsinformation och klassificera bolagen till respektive undergrupp. För att få en så rättvis marknadsbild som möjligt, kommer denna studie sträcka sig från januari 2000 till juni 2018. Genom att använda en så pass lång tidshorisont kommer både perioder av expansiv marknadstillväxt och recessioner vara representerade. Dessutom ger tidshorisonten möjlighet till att mäta finansiell prestation över en längre period, vilket är del av studiens huvudsyfte. För att fånga en stor del av den svenska IPO-marknaden kommer denna studie att inkludera merparten av de svenska börsmarknader. Detta innebär att listorna Nasdaq OMX Stockholm, Spotlight Stockmarket och First North Stockholm ingår i urvalet för PE-backade bolag medan icke-backade endast lästes av från Nasdaq OMX Stockholm. Motivet till detta tillvägagångssätt är att en eventuell inkludering av Spotlight Stockmarket och First North Stockholm för icke-backade bolag inte är genomförbar rent tidsmässigt, enligt studiens metod. Datainsamlingen skedde för hand via respektive bolags noteringslistas hemsida (www.nasdaqomxnordic.com & www.spotlightstockmarket.com), vilket gör att den huvudsakliga data som är insamlad också är sekundär i och med att de samlats in från externa aktörer. Primärdatan i den kvantitativa delen av studien består av de resultat som valda beräkningsmodeller genererat. Andra svenska listor som NGM och Alternativa Aktiemarknaden valdes bort med anledning av bristande information av data.

3.2.2 Datainsamling

Utifrån studiens tidsperiod och geografiska avgränsning framkom ett urval på 247 bolag som noterats på valda börslistor. Det totala urvalet för börsnoteringar togs fram via den finansiella databasen Zephyr. Efter bortfall kvarstod 184 bolag som studien baseras på. Indelningen av bolag i respektive undergrupp baserades på den tidigare ägarstrukturen. För sorteringen av BO- och VC-backade bolag utgick vi från den officiella intresseorganisationen för aktörer inom Private Equity och Venture Capital-marknaden i Sverige (SVCA) som själva klassificerar dess medlemmar som BO- eller VC-aktörer. Därefter genomfördes en grundläggande genomgång bland samtliga aktörers exits och genom detta kunde samtliga portföljbolag som likviderats via en börsnotering på någon av studiens valda börslistor väljas ut. De bolag som noterats under studiens valda tidsperiod men som inte ingick i undergrupperna för BO- eller VC-bolag klassificerades som icke-sponsrade noteringar (NS-bolag).

Tabell 3. Översikt - Studiens urval.

År	**VC**	**BO**	**NS**	**∑ 00–09**	**År**	**VC**	**BO**	**NS**	**∑ 10–18**
2000	2	0	2	4	**2010**	2	3	7	12
2001	2	2	5	9	**2011**	0	0	11	11
2002	1	3	0	4	**2012**	1	0	4	5
2003	0	0	0	0	**2013**	0	0	2	2
2004	1	0	5	6	**2014**	4	2	14	20
2005	3	0	9	12	**2015**	4	2	16	22
2006	3	2	4	9	**2016**	4	2	16	22
2007	0	2	10	12	**2017**	6	2	13	21
2008	0	0	7	7	**2018**	0	1	2	3
2009	1	0	2	3	**∑ 00–18**	**34**	**21**	**129**	**184**

Tabellen ger en snabb överblick på studiens urval där samtliga börsnoteringar är uppdelade i respektive subgrupp och år för notering.

3.2.3 Specifikation av modeller - First-day Returns

För att beräkna den finansiella prestationen av förstadagshandeln hos undersökta bolag används modellerna Initial Returns (IR), Market Initial Returns (MIR) och Logarithmic Initial Returns (LIR). Detta för att kunna analysera bolagens prestation gentemot marknaden under samma tidperiod. (Otchere, Owusu-Antwi & Mohsni, 2013). Nedan presenteras specifikation av ovan nämnda modeller.

1. $$IR = \frac{P_{i,t} - E_i}{E_i}$$

Initial Returns, IR_i, är den procentuella avkastningen för bolaget *i* och där $P_{i,t}$ är stängningskursen för bolaget *i* på första handelsdagen på börsen. Där E_i är noteringspriset för bolaget *i*. Initial Returns-modellen tar dessvärre inte hänsyn till förändringar på den generella marknaden (ibid). Därför kompletteras beräkningarna för First-day Retur i denna studie med den marknadsjusterade avkastningen Market Initial Returns, MIR_i.

2. $$MIR_i = \left(\frac{P_{i,t} - E_i}{E_i} - \frac{M_t - M_{t,0}}{M_{t,0}}\right)$$

MIR_i är den procentuella marknadsjusterade avkastningen, där M_t är värdet på noteringsbörsen på första handelsdagen och $M_{t,0}$ är värdet på referensindexet som speglar landets marknad under första handelsdagen.

3. $$LIR_i = \left\{ln\left(\frac{P_{i,t}}{E_i}\right) - ln\left(\frac{M_t}{M_{t,0}}\right)\right\}$$

Logarithmic Initial Returns, LIR_i, är den logaritmiska förstadagsavkastningen för bolaget *i* och ses som ett alternativ till MIR_i att estimera och presentera First-day Returns (ibid).

3.2.4 Specifikation av modeller - Aftermarket Performance

För att beräkna utvecklingen för bolagen en tid efter börsnotering används modellerna Abnormal Returns (AR), Average Abnormal Returns (AAR) och Cumulative Average Abnormal Returns (CAAR). Detta för att kunna jämföra bolagens utveckling gentemot angivet index som ska spegla och representera respektive bolags marknad (Levis, 2011). Tidshorisonten som kommer att mätas är en månad, sexmånader, tolv månader och 18 månader från IPO dagen. Det är för att se hur prestationen på marknaden ser ut under lock-up-perioden men även efter. Anledningen till det är att det generellt sett finns en lock-up-period vid IPO's på sex månader men även tolv månader vid vissa fall (Field & Hanka, 2001). Nedan presenteras specifikation av ovan nämnda modeller.

4. $$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

Abnormal Returns visar hur ett bolags aktie *i* presterat gentemot dess referensindex under tidsperioden *t*, där $R_{i,t}$ är den faktiska avkastningen bolagets aktie *i* presterat under tidsperiod *t* och

$R_{m,t}$ är referensindexets prestation under samma tidsperiod. Beta, β, visar korrelationen mellan bolagets aktie i och referensindexet. Alpha, α, är den riskfria avkastningen. För att kunna se den aggregerade abnorma avkastningen används Average Abnormal returns (ibid).

5. $$AAR = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} AR_{i,t}$$

Average Abnormal Returns visar ett genomsnittligt resultat under tidsperioden t för alla bolag som representeras som N. N representerar samtliga bolag i sin gruppklassificering (BO, VC och NS). För att summera samtliga Average Abnormal Returns används Cumulative Average Abnormal Return.

6. $$CAAR_r = \sum_{t=1}^{T} AAR_t$$

Där T är summeringen av alla tidsperioder t (ibid).

I linje med tidigare studier av Levis (2011) & Otchere, Owusu-Antwi & Mohsni (2013) har denna studie valt att använda sig av ett index som referens för att jämföra börsutvecklingen för undersökta bolag. För noterade bolag har studien valt att använda sig av indexet OMXS30 som referens för att spegla den generella svenska marknaden. Val av OMXS30 är enligt Nasdaq OMX Nordic det indexet som har sammansatt de 30 mest omsatta aktierna på stockholmsbörsen som i sin tur ska spegla den svenska marknaden (Nasdaq OMX Nordic, 2019). Tidigare studier har även kunna konstatera att det är OMXS30 som är de mest handlade aktier av aktiehandlare (Brogaard et al. 2015). Bolag noterade på Spotlight Stockmarket och First North Stockholm har jämfört med respektive listas egna index. Detta för att ge ett så legitimt resultat som möjligt.

3.3. Kvalitativ metod

Den kvalitativa delen av studien ämnar till att komplettera de resultat som tas fram i den kvantitativa. Syftet med att komplettera denna studie och tidigare forskningsresultat med en kvalitativ empiri var att få en djupare inblick och kunskap för området, vilket kvalitativa metoder tillför (Creswell & Creswell, 2018). Målet med den kvalitativa delen av studiens forskningsmetod var att väga in åsikter, perspektiv och synpunkter från aktiva och högt uppsatta personer inom Private Equity-marknaden i Sverige. Detta för att, genom primärdata, få möjlighet att besvara

frågor som "*hur*", "*varför*" och "*på vilket sätt*" gällande frågor som den kvantitativa empiri som studien tidigare samlat in lett till.

3.3.1 Intervju

Som ovan stycke antyder kontaktades personer som är verksamma inom studiens urval för Private Equity-backade bolag, det vill säga moderbolag eller f.d. moderbolag. För att ge de eventuella intervjuerna bästa möjliga förutsättningar genom fysiska intervjuer tillfrågades endas bolag med huvudsäte i Stockholm. De bolag som hade chansen att ingå i den kvalitativa delen av studien blev kontaktade via mail eller telefon där vi först presenterade oss och vad studien handlade om innan någon förfrågan ställdes. Bolagen presenteras i Tabell 3.

Tabell 4. Potentiella intervjurespondenter.

BO-Bolag	**BO-Bolag**	**VC-Bolag**	**VC-Bolag**
Accent Equity Partners	Karnell	Aqilion*	GLD Invest AB
Advent Int. Plc. *	Litorina	Backstage Invest AB	GP Bullhound AB
Altor	MVI	Brightly Ventures	Hadean Ventures
Axcel Management*	Nordic Capital	Centrecourt AB	NFT Ventures AB
CapMan*	Pai Partners*	Chalmers Ventures AB*	Nordic Game Ventures*
Adelis	PEQ Private Equity	Creandum II Advisor AB	Servisen Investment Management
Alder	Permira	Första Entreprenörsfonden AB	Spintop Ventures*
Amymone	Polaris equity*	HealthCap AB	Stronghold Invest AB
Bridgepoint*	Priveq	Ingka GreenTech AB*	Transferator AB
Coeli	Procuritas	Innovationskapital*	Vidici Ventures
Cubera	Riverside	Northzone Ventures	Zenith Group
CVC Capital	Segulah	Rite Ventures	
EQT	Summa Equity	SEB Venture Capital	
FSN Capital		Creathor Venture*	

Tabellen visar de bolag som hade chansen att ingå i den kvalitativa delen av studien.

* PE-aktörer som inte har sitt huvudsäte i Stockholm

Då nästan samtliga av de tillfrågade gällande intervju avböjde förfrågan eller att svar uteblev, slutade det kvalitativa urvalet på endast ett bolag och därmed en respondent.

Tabell 5. Studiens intervju.

Respondent	Titel	Bolag	Plats	Datum och tid
Ulf Lewander	Investment Director / Senior Investment Manager	Fairpoint Capital / SEB Venture Capital	Stockholm, Sverige	2019-12-06 14:00

Tabellen visar information om studiens intervju med Ulf Lewander.

Intervjun som hölls utfördes genom en semistrukturerad intervju, vilket innebär en öppnare och mer flexibel dialog mellan författarna och respondenten. Denna typ av intervjumetod innebär att förutbestämda frågor ställs till respondenten, men beroende på vilka svar som ges varierar följdfrågorna och intervjuns disposition (Creswell & Creswell, 2018). Dessutom anses det att semistrukturerade intervjuer ger respondenten en större känsla av "trygghet" och att intervjun upplevs mer som en vardaglig dialog än som ett "förhör" (ibid). Intervjuschemat är skapat för att på ett så

Trots att antalet intervjuer kan ses som bristande är författarna övertygande om att den kvalitativa empiri som intervjun genererar kommer berika studien, med tanke på digniteten hos respondenten. Dessutom, i linje med studiens forskningsdesign, kommer den kvalitativa delen användas som ett komplement till den kvantitativa empiri som samlats in. Därmed anses det kvalitativa målet vara delvis uppfyllt. Ytterligare synpunkter och kritik gällande studiens metod i efterföljande avsnitt.

3.4 Bortfallsanalys

I linje med studiens avgränsning bestod det totala urvalet för den kvantitativa delen av 247 bolag. Efter bortfall observerades 184 bolag som därmed utger grunden för de empiriska resultat som presenteras i kommande kapitel. Samtliga observationer som varit tillgängliga har också genomförts. Bortfallen bestod till största del av bolag som avnoterats under undersökt tidsperiod eller genomgått ett listbyte och därmed inte kunnat klassificerats som rena IPO:s.

Bortfallet i studiens kvalitativa del är mycket omfattande. Av totalt 39 PE-aktörer som blev tillfrågade om en intervju gav samtliga utom en ingen återkoppling eller avböjde förfrågan. Anledningen till detta kan, enligt författarna själva och de svar som inkom, vara flertalet faktorer. Majoriteten som avböjde intervju gav tidsbrist som en överhängande anledning. Dessutom kan det

vara så att aktörerna avböjt en fysisk träff då de själva är restriktiva vad det gäller delgivning av interna strategier och tillvägagångssätt. Vid överväganden och analys av vad den enskilda genomförda intervjun tillför, togs beslutet ändå att den kvalitativa empirin som intervjun bistår med bör inkluderas i studien. Bortfallen och dess påverkan är dock något som kommer att tas i beaktande i studiens kritiska och analytiska del.

3.5 Etik

Då denna studie inte syftar till att på något sätt publicera, granska eller avslöja eventuella bolagshemligheter, tog författarna det etiska perspektivet i studien på största allvar. Vid intervjun som genomfördes för den kvalitativa delen av empiriinsamlingen poängterades det noga vad intentionerna och målet med densamma var. Respondenten bad innan intervjun om de frågor som var inplanerade, för att säkerställa att ämnena som skulle diskuteras också stämde överens med bolagets preferenser. Dessutom fick respondenten själv bestämma vart och när träffen skulle ske, samt i vilken utsträckning denne och företaget ville vara anonyma. Därför undertecknades också ett intyg som understryker att processen genomförts enligt den nya dataskyddsförordningen GDPR.

Själva intervjun hade som mål att likna ett vanligt samtal för att ge processen bästa möjliga förutsättningar till kvalitet i utfallet (Kvale & Brinkman, 2009 och Trost, 2005). Respondenten fick dessutom möjlighet att i efterhand ta del av transkriberingen av intervjun för att korrigera eventuella missförstånd eller feltolkningar från författarna. Allt för att eftersträva en så etiskt korrekt studie som möjligt.

3.6. Metodkritik

Att använda sig av beskrivande och sekventiella metodmixen (Explanatory Sequential Mixed Method) som denna studie valt, resulterar också med vissa svårigheter. Datainsamlingen och analysen blir påverkad beroende på hur mycket vikt studiens författare lägger på den kvantitativa respektive kvalitativa delen av metoden. Fokuset påverkar också tillvägagångssätten som väljs, exempelvis beräkningsmodellerna. Beroende på var vikten ligger kommer resultaten spegla den del som har mest vikt och inte metodmixen i sig (Ivankova, Creswell & Stick, 2006). För att koppla ovan nämnt till denna studie kan den kvalitativa delen ha blivit lidande då huvudfokus och mest tid lagt ner på den kvantitativa.

Schutz (1962) menar även att kvantitativa metoder används ursprungligen i naturvetenskapliga ämnesträdet där man tittar på exempelvis binära samband. Därför kan applicering av kvantitativ data på verkligheten generellt sett vara problematisk. Anledningen till kritiken till att det används i samhällsvetenskapliga ämnesträdet är att kvantitativa studier i naturvetenskapen tittar på saker som inte förändras, vilket saker gör i samhällsvetenskapen. Däremot så har kvantitativa metoder möjlighet att generalisera och skapa en övergripande bild, vilket är gynnsamt i de flesta studier (ibid).

Trots stora och tidskrävande försök att öka kvaliteten och noggrannheten vid studiens empiriska datainsamling, finns det brister att beakta. På grund av den stora mängd datainsamling som skett manuellt utan tillgång till mer avancerade finansiella verktyg som till exempel Bloomberg-terminaler eller liknande har avläsningen inte kunnat garantera hundraprocentig träffsäkerhet. Detta är något som leder till ökat utrymme för inläsningsfel av data som i sin tur kan komma att påverka resultaten.

Utöver bristen på effektiva och mer avancerade verktyg finns svårigheter i att klassificera riskkapitalbolag som BO- eller VC-aktörer. Det beror på den informationen som behövs för att säkerställa stämplingen av bolagen är inte publik. Insamlingen av BO- och VC-aktörer har skett genom SVCA:s hemsida samt databasen Zephyr. Dessa två källor har dessutom inte definierat BO- och VC-aktörer på samma sätt, vilket lett till att studien baserats på SVCA:s medlemslista. Motivet till valet är att SVCA är en rikstäckande organisation för studiens valda bransch och avgränsning, vilket gör urvalet mer legitimt. Viktigt att poängtera är dock den gemensamma förståelsen bland författarna att studien kan ha missat aktörer som därmed missgynnat trovärdigheten. På grund av att olikheter i definition av BO- och VC-aktörer finns där också eventuella brister indelning av respektive portföljbolag. Likt ovan nämnt är information innan en IPO i många fall mycket begränsad, vilket satte sin prägel på urvalet. PE-aktörerna har ingen skyldighet att presentera sina portföljbolag eller strategier publikt innan en noteirng, vilket även det lämnar utrymme till att senare börsnoterade portföljbolag kan ha missats och därmed lämnats utanför studien.

Den största bristen i studiens kvalitativa del ligger i antalet respondenter. Endast en respondent ingick den kvalitativa delen, vilket generellt sett är för lite (Atkinson, 2017). Utöver det kan även den kvalitativa intervju få en brist ifall det ska tolkas som empiri eller istället ses som ett komplement till valda teorier. Validiteten i just den genomförda intervjun är dock relativt hög med tanke på respondentens dignitet och aktualitet för studien. Ytterligare kritik gällande den

kvalitativa metoden ligger i val av intervjumetod. Semistrukturerade intervjuer kan i vissa fall leda till att samtalet försvinna från ämnet. Däremot låter den semistrukturerade formatet upphov till att kunna gräva och fördjupa sig i svar som respondenten ger på plats. Utöver dessa delar kan tolkningen av respondentens svar påverkas av hur författarna uppfattar svaren samt eventuella förutfattade meningar (ibid).

Studiens avgränsning, som innefattar att bara samla in IPO:s från huvudlistan (Nasdaq Stockholm) när det kom till icke-backade bolag, ger inte en rättvis bild av hur den totala mängd bolag i samma undergrupp presterat under vald tidsperiod. Valet att utesluta First North Stockholm och Spotlight Stockmarket för NS-bolagen grundades på att antalet icke-backade noteringar var för många till antalet under vald tidsperiod. Författarna är båda medvetna om den negativa påverkan detta kan ha på studiens resultats äkthet.

Bolag som har avnoterats har uteslutits på grund av informationsbrist på historiska börsdata. Detta kan ge ett generellt upphov till en mer positiv och sned bild av resultatet. Emellertid har tidigare studier dock kunnat konstatera att inkludering av dessa bolag endast tillför 0,1–1,5% till de aggregerade resultaten (Bilo et al. 2005). Den samlade bilden kring bortfallsmotiveringen blir att det hade varit önskvärt att ha med dessa bolag men att det inte påverkar studien och dess slutgiltiga resultat allt för mycket.

Samma modeller som tidigare forskare har använts även i denna studie för att mäta den finansiella prestationen efter börsnoteringar hos PE-backade portföljbolag (Mogilevsky & Murgulov, 2012; Levis, 2011 och van Frederikslust & van der Geest, 2004). Med det sagt finns det brister i modellerna. Beräkningarna mäter enbart allt som sker från noteringsdagen och framåt. Allt som sker medan portföljbolagen fortfarande är privata tas inte upp. Det beror främst återigen på bristande publik information gällande vad som sker i bolagen innan en IPO. Utan att ha tillgång till finansiell information blir det svårt för studier i allmänhet att se hur PE-aktörer jobbar med sina portföljbolag. Även när det kommer ner till vad som jämförs, hur de jämförs och vad det undersökta jämförs mot, kommer det att resultera i olika resultat från studie till studie (Gompers & Lerner, 2003).

När det kommer till modellerna för Abnormal Returns mäter de enbart avkastningen gentemot marknaden. Det gör att resultatet inte kommer visa vad den faktiska avkastningen för bolaget är utan bara hur aktien presterar relativt marknaden. Dessutom tar modellen inte hänsyn till PE-

bolagens avkastning då det inte finns publik information för att se vad kostnaden för respektive grundinvestering var. Både Initial Returns och Abnormal Returns kommer därför bara illustrera och ge en indikation gällande vissa delar av prestationerna på börsen. Problemet är och förblir bristen på publik information innan börsnotering (Gompers & Lerner, 2003). Därför har denna studie, trots svårighet att kunna jämföra sina resultat, lagt en grund som är så jämförelsebar som möjligt mot tidigare studier.

3.7 Validitet och reliabilitet

För att bedöma validiteten för en kvantitativ studie tittar man på hur representativt och generaliserbara resultaten är. Först har studien utformat en metod som ska kunna besvara frågeställningarna genom att använda sig av flera beräkningsmodeller för att generera användbara resultat. Tillsammans med studies relativt långa tidsintervall höjer den validiteten av studien. Det går dock inte att generalisera resultaten för den svenska marknaden och studien kan dessutom inte spegla andra marknader. Det beror främst på metoden och studiens valda avgränsningar. Avgränsningarna gör att alla svenska börser eller IPO:s inte inkluderas i studien, vilket påverkar validiteten negativt (Creswell & Plano Clark, 2011). Metodens brister beror dels på att olika parametrar kan bytas ut och dessa parametrar kommer påverka resultaten mycket. Ett exempel på en utbytbar parameter är studiens använda referensindex (OMXS30) som skulle kunna bytas ut mot andra index och då generera andra resultat.

Själva metodmixen har dessutom själv en negativ validitet. Det beror på att den kvalitativa delen av studien är för liten för att generera användbara resultat att dra slutsatser ifrån. Istället genererar den endast en liten inblick i hur branschen ser på valda undersökningsfaktorer, för att ge studien en intressant nyans. Däremot har studiens intervju skett med en respondent som har jobbat för ett av VC-bolagen i studien och jobbat med ett av de börsnoterade portföljbolagen som studien har analyserat. På grund av att metodmixen fortfarande befinner sig i ett ungt stadie så är det svårt att säga konkret vad validitetens styrka skulle vara ifall den kvalitativa delen faktiska hade generaliserbara resultat (Creswell & Plano Clark, 2011).

Styrkorna i studien ligger i den kvantitativa reliabiliteten. Om studien skulle testas igen med samma modeller skulle det resultera i samma resultat. Det beror på att datan som använts är publik information och lättillgänglig. Den publika informationen utsätts inte för förändringar med tiden på grund av att avkastningarna som har används har redan skett och kan inte ändras i efterhand.

Däremot kan förändringar ske i tillgängligheten av datan. Om ett bolag avnoteras blir datainsamlingen väldigt svår att framställa. Brister finns även i urvalet där PE-aktörernas portföljbolag och information kring dessa inte är lika tillgängliga. PE-aktörer har inget krav att framställa publik information om vilka bolag de har tagit till börsen som försvagar möjligheten av att framta urvalet och i sin tur påverkar reliabiliteten negativt (Creswell & Plano Clark, 2011).

Den kvalitativa reliabiliteten av studien blir dock låg. Detta beror på att kvalitativa metoder utsätts för förändringar med tiden. En respondents svar kan ändra med tiden på grund av flera faktorer, t.ex. erfarenhet, åsikt och uppfattningar men även viljan av en respondent att vilja delta i en studie kan förändras. Det gör att den data som framställs från en intervju kan ändras om den skulle testas igen. Det går inte att frysa en social miljö, utan den kommer alltid utsättas för förändringar (LeCompte & Goetz, 1982).

3.8 Källkritik

Denna studie strävar efter att använda sig av tidigare erkänd forskning för att skapa en hög trovärdighet som möjligt. Studiens val av källor har utgått från de akademiskt framtagna kriterierna trovärdighet, aktualitet och relevans (Thurén, 2003). Dessa kriterier har inte alltid kunnat uppfyllas då viss forskning är från 1990-talet eller tidigare. Valet av dessa källor beror på att relevansen och trovärdigheten hos dessa källor har vägt tyngre än tiden forskningen utfördes. Anledningen till att tiden då forskningen skapades har en betydande roll är på grund av att forskningsområdet utsätts för förändringar med tiden. Förändringar som i nya marknader, globalisering och digitalisering med mera. Däremot uppfyller majoriteten av källorna ovan nämnda tre kriterier.

För att komplettera dessa källor har studien även använt sig av dagsaktuella rapporter från näringslivet. Dessa rapporter har, trots saknad akademisk trovärdighet, en hög trovärdighet från näringslivet

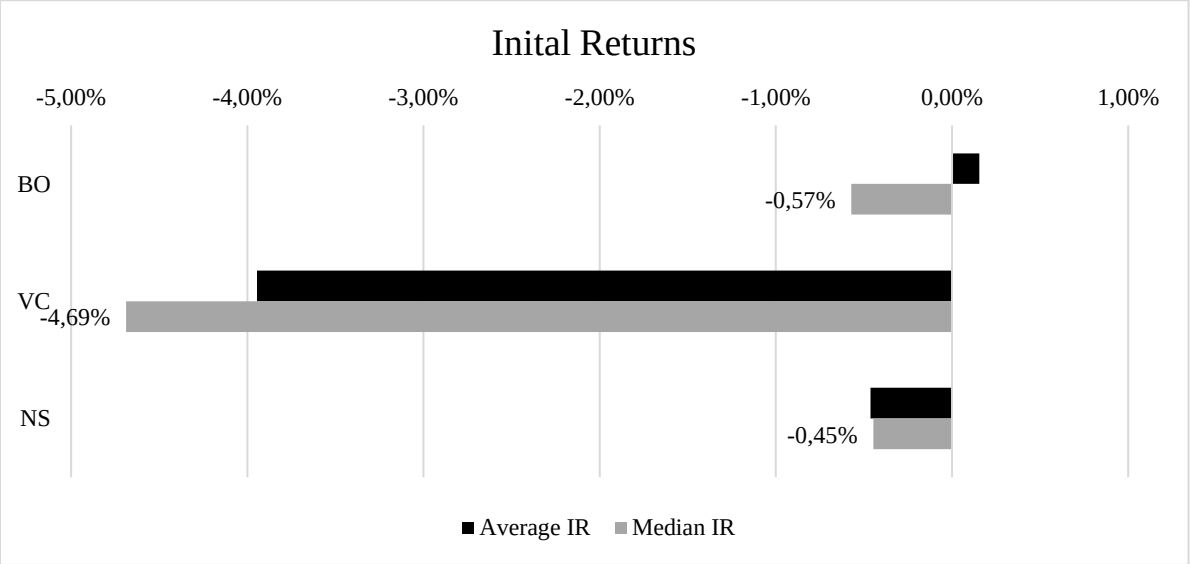
4. Empiriskt resultat

Den empiriska resultatdelen inleds med att presentera studiens huvudsakliga data, den kvantitativa, som illustreras av beskrivande figurer och diagram. Därefter ges en enklare tolkning och sammanfattning av de den kvantitativa empirin. Vidare presenteras den kvalitativa empirin i form av studiens genomförda intervju.

4.1 Kvantitativ empiri

Den kvantitativa delen av presentationen för empiriska resultat ämnar till att på ett övergripande sätt tyda studiens resultat vad gäller First-day Returns och Aftermarket Performance. Diagrammen som visar resultaten följs av enklare tolkningar och förklaringar. Vidare analys och diskussion presenteras i efterföljande kapitel. Bolagen som omnämns nedan specificeras i Bilaga 1.

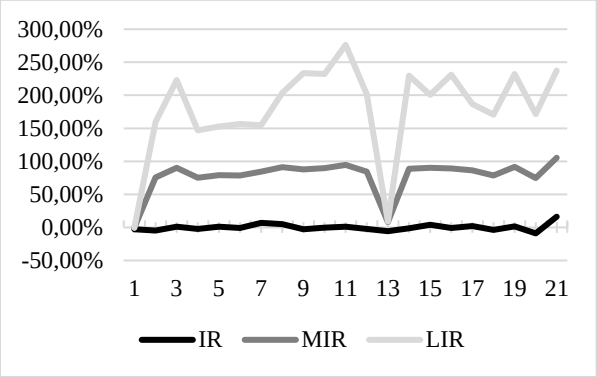
Figur 4. Initial Returns.



Figuren visar genomsnittlig avkastning och medianen-avkastningen för studiens tre subgrupper under den första handelsdagen.

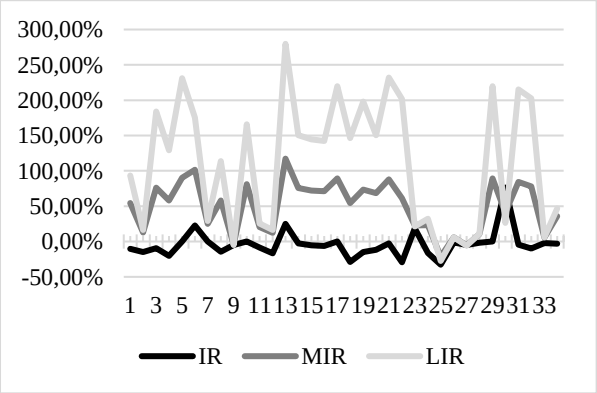
Figur 4 visar att BO-backade bolag är den enda subgruppen av bolag som har en positiv genomsnittlig avkastning på första handelsdagen. BO-backade bolagen har en snittavkastning på 0,16% på första handelsdagen med en median på -0,57%. VC-backade bolagen har den största negativa avkastningen på -3,95% med en median på -4,69%. Icke backade bolag (NS) fick också en negativ avkastning på första handelsdagen på -0,46% och en median på -0,45%.

Figur 5. Spridning – First-day Returns – BO.



Figuren visar spridningen mätt i IR, MIR och LIR bland de BO-backade bolagen i studien.

Figur 6. Spridning – First-day Returns – VC.

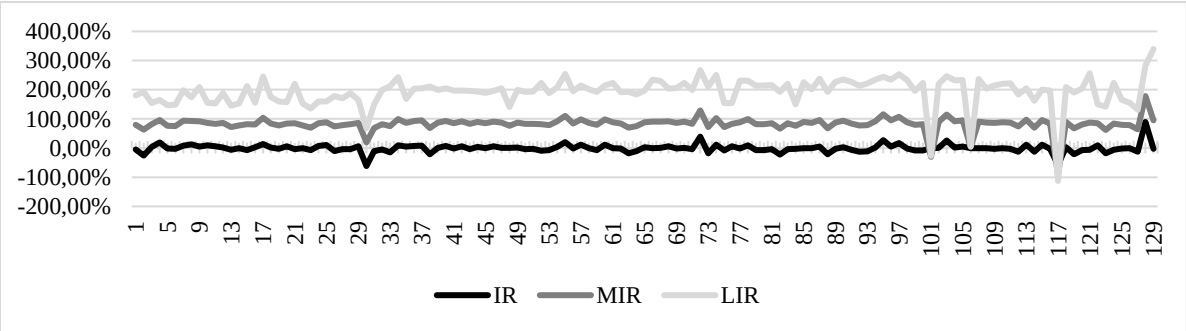


Figuren visar spridningen mätt i IR, MIR och LIR bland de VC-backade bolagen i studien.

Figur 5 visar spridningen av First-day Returns som indikerar hur varje enskilt BO-backat bolag har presterat i form av Initial Returns (IR), Market Adjusted Initial Returns (MIR), Logarithmic Initial Returns (LIR). Datan visar att Initial Returns-prestationen av samtliga 21 BO-backade bolag som ingår i studien inte skiljer sigsärskilt mycket. Samma gäller för MIR och LIR förutom bolag 1 och 13. Dessa två bolag underpresterar gentemot marknaden som illustreras i Figur 5 genom dipparna i kurvan.

Precis som i Figur 5 illustrerar Figur 6 hur VC-backade bolag presterat i form av Initial Returns (IR), Market Adjusted Initial Returns (MIR), Logarithmic Initial Returns (LIR). Datan visar på större spridning bland bolagens prestation. Spridningen blir främst större vid MIR och större igen vid LIR.

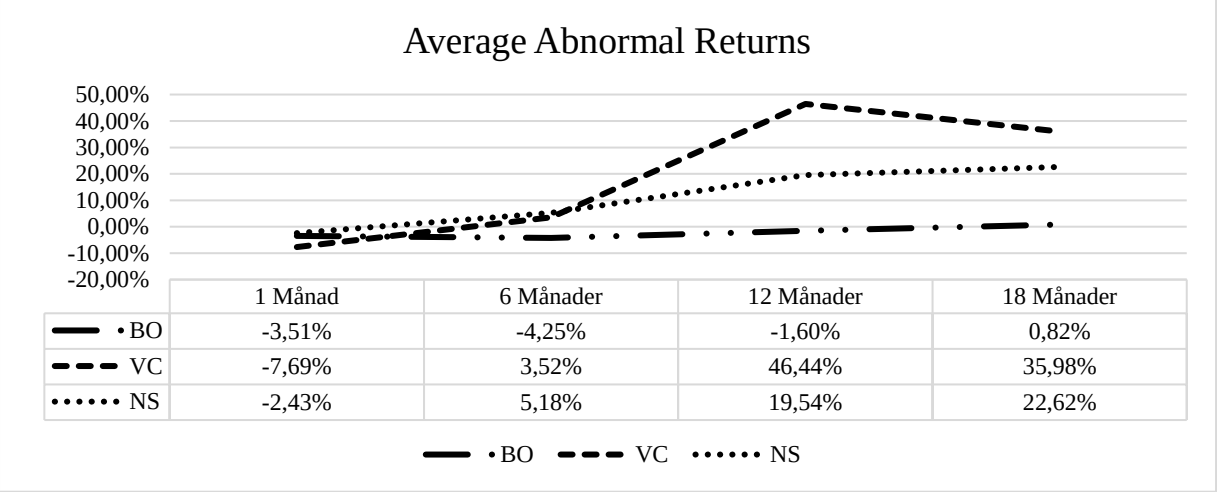
Figur 7. Spridning – First-day Returns – NS.



Figuren visar spridningen mätt i IR, MIR och LIR bland de NS-backade bolagen i studien.

Figur 7 visar spridningen på icke-backade bolag (NS). Även här kan man se något mer spridning i prestationen gentemot BO-backade bolagen. De utstickande bolagen i denna grupp är 31, 101, 106, 116 som alla har en sämre prestation till skillnad från resterande bolag i NS gruppen. Samtidigt presterar 126 betydligt mycket bättre än resterande bolag i gruppen.

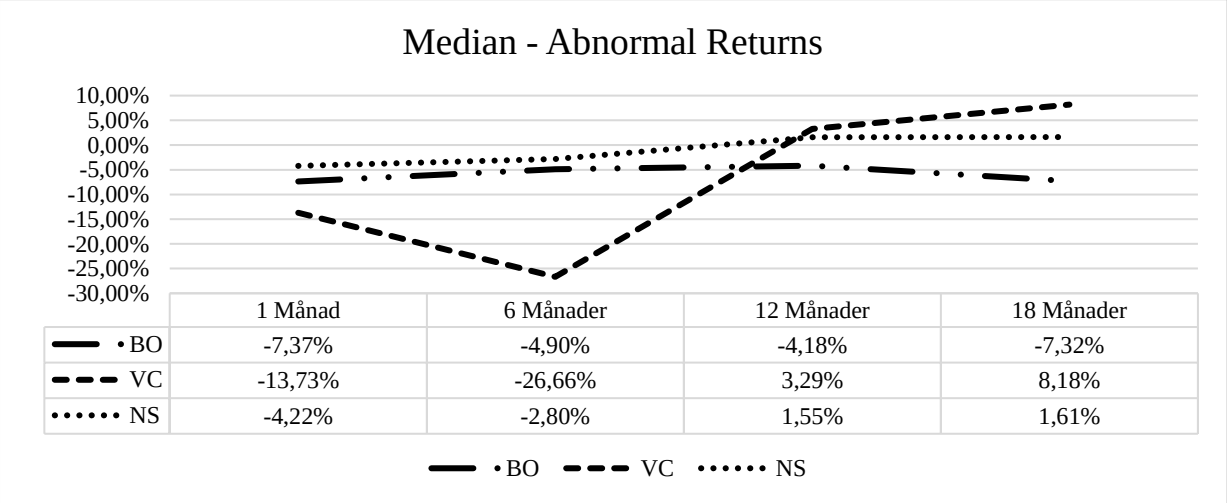
Figur 8. Avarage Abnormal Returns.



	1 Månad	6 Månader	12 Månader	18 Månader
BO	-3,51%	-4,25%	-1,60%	0,82%
VC	-7,69%	3,52%	46,44%	35,98%
NS	-2,43%	5,18%	19,54%	22,62%

Figuren visar den genomsnittliga abnorma avkastningen för respektive undergrupp vid tidpunkterna en, sex, 12 och 18 månader efterbörsnotering.

Figur 9. Median - Abnormal Returns.



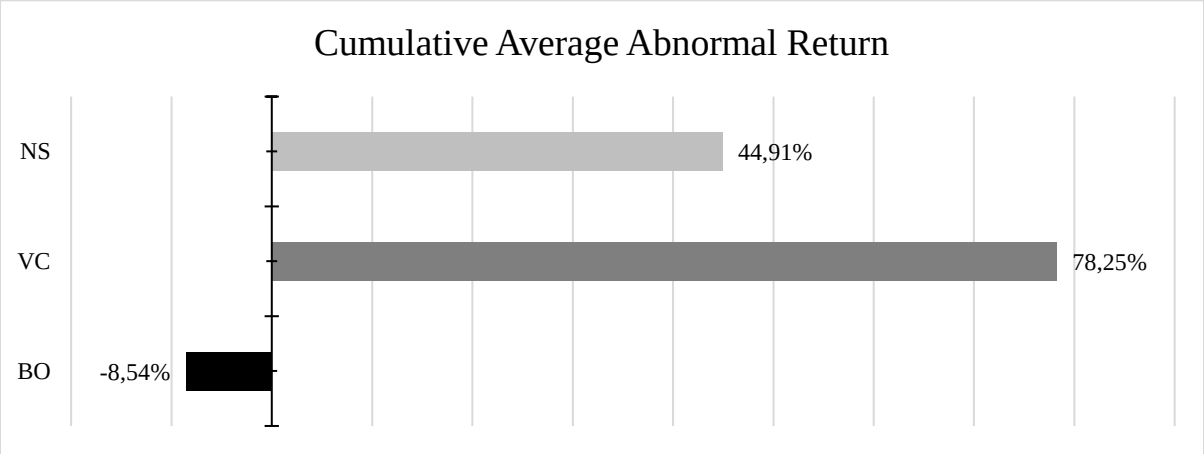
	1 Månad	6 Månader	12 Månader	18 Månader
BO	-7,37%	-4,90%	-4,18%	-7,32%
VC	-13,73%	-26,66%	3,29%	8,18%
NS	-4,22%	-2,80%	1,55%	1,61%

Figuren visar medianen abnorma avkastningen för respektive undergrupp vid tidpunkterna en, sex, 12 och 18 månader efter börsnotering.

Figur 8 och 9 visar den genomsnittliga abnorma avkastningen respektive medianen för den abnorma avkastningen för varje subgrupp under en månad, sex månader, tolv månader och 18 månader. Vid en månad kan man se att NS-bolagen har minst negativ avkastning relativt marknaden på sina -4,22% med en median på -2,43%. Lägst avkastning har VC-bolagen med ett genomsnitt på 7,69%. Efter ett halvår har VC- och NS-bolagen utvecklats i genomsnitt positivt med en avkastning på 3,52% respektive 5,18%. BO-bolagen ligger fortsatt negativt både genomsnittligt och medianmässigt. Efter ett år har VC- och NS-bolagen en fortsatt positiv utveckling på 46,44% och 19,54%. BO-bolagen ligger fortsatt på negativa nivåer gällande både genomsnitt och median. Vid den sista mätpunkten, 18 månader, har den stigande avkastningen för

VC- och NS-bolagen avtagit och hamnar nu på nivåerna 35,98% och 22,62% samtidigt som BO-bolagen landar på precis positivt genomsnitt på 0,82%. Medianmässigt efter 18 månader ligger subgrupperna på nivåer om -7,32%, 8,18% och 1,61% i ordningen BO-, VC- och NS-bolag.

Figur 10. Cumulative Average Abnormal Returns.



Figuren visar den genomsnittliga ackumulerade abnorma avkastningen för respektive subgrupp.

CAAR visar den ackumulerade avkastningen för grupperna BO, VC och NS vid 18 månader. De VC-backade bolagen har högst genomsnittliga ackumulerad abnorm avkastning på 78,25% medan NS-bolagen har 44,91%. BO-backade bolagen har en negativ samlad avkastning på -8,54%.

4.1.2 Resultat av kvantitativ empiri

Figur 4 visar den genomsnittliga avkastningen och medianen för respektive bolagsklassificering gällande Initial Returns. Resultatet speglar främst hur aktiekursen har påverkats under förstadagshandeln. Sekundärt illustrerar figuren inom vilken grupp det är vanligast förekommande med underpricing eller overpricing av aktien vid en IPO. BO-backade (0,16%) bolag är den enda subgruppen av portföljbolag som visar en, om än marginell, positiv avkastning vad det gäller Initial Returns och har en liten generell högre frekvens av underpricing. Liknande nivåer som BO-backade bolag påvisar NS-backade som ligger strax under 0%-gränsen på -0,46%. Samtidigt visar VC-backade bolag tydligast tendens till en sämre förstadagshandel med den största negativa avkastningen med -3,95% i genomsnittlig avkastning. Något som, av studiens resultat att tolka, indikerar på en större förekomst av overpricing. Medianen inkluderas för att illustrera signifikansen i den genomsnittliga avkastningen.

Firgur 5, 6 och 7 visar spridningen avseende Initial Returns, Market Adjusted Initial Returns och Logaritmic Inital Returns för studiens tre undergrupper av portföljbolag. Syftet med diagrammen

är att visa avkastningen vid förstadagshandel relativt marknaden samt att på enstaka portföljbolagsnivå illustrera observationer som särskilt avviker från medelvärdet.

Resultatet visar att, trots sämre prestation vid Initial Returns, tenderar majoriteten av bolagen ha positiv market Adjusted Return. Det vill säga att de trots negativ utveckling slagit marknaden den första handelsdagen. Dessutom visar Figur 6 att spridningen bland VC-backade portföljbolag är störst och någon regelbundenhet relativt marknaden är svårt att tyda.
Figur 5 visar att samtliga BO-backade bolag tenderar att prestera likartat på första handelns dagen och ligga runt nollpunken samt att bolagen visar på en stabil avkastning procentmässigt, relativt marknaden. I Figur 7 kan man tyda att NS-backade bolag har en relativt stabil utveckling avseende IR och MIR.

Figur 8 illustrerar den finansiella prestationen över tid inom spannen för en, sex, 12 respektive 18 månader relativt marknaden under samma period. Aftermarket Performance och den abnorma avkastningen i genomsnitt för samtliga grupper har en negativ utveckling första månaden där VC-bolagen tydligt presterar sämst relativt de andra subgrupperna. Till skillnad från resultatet vid Initial Returns (se figur 4), sker det en negativ utveckling för BO-backade bolag efter noteringsdagen. Utifrån studiens resultat går det inte att tyda några signifikanta skillnader mellan subgrupperna under det första halvåret efter börsnotering. Därefter sker en drastisk utveckling för VC-bolagen som i snitt slår marknaden med runt 40% i genomsnitt kommande året medan BO-bolagens utveckling stagnerar runt nollprocentig utveckling i genomsnitt. NS-bolagen, vilket representerar den absolut största delen av studiens urval, ligger mellan de båda PE-backade subgrupperna på cirka 20% i avkastning efter ett halvår från noteringen och ett år framåt. Figur 9, som presenterar medianen för respektive tidpunkt för grupperna indikerar på att det finns bolag i varje bolagsgrupp som sticker ut en hel del. För de VC-backade bolagen kan en tydlig skillnad mellan genomsnitt och median tydas, speciellt när det gäller tidpunkten 6 månader. Vidare tolkning och analys av detta följer i nästkommande kapitel. Rangordningen vad gäller utveckling och avkastning bland undergrupperna är trots tidigare avvikande resultat, densamma för både genomsnittlig avkastning och densammas median efter 18 månader.
Genomgående för samtliga av studiens undergrupper är att skillnaden mellan medianen och genomsnitten är stor och till genomsnittets fördel. Anledningar till detta kommer också att analyseras nedan.

I figur 10 presenteras den ackumulerade abnorma avkastningen (Cumulative Average Abnormal Returns) på börsen gentemot marknaden. Marknaden representeras som ovan nämnt genom ett "benchmark" i indexet OMXS30. Det som Figur 10 visar är att VC- och NS-portföljerna skapat tydligt positiv ackumulerad avkastning till sina investerare, vilket BO-backade bolag totalt sett inte lyckats göra. Som tidigare nämnt vid ovan modeller, är det enstaka bolag som påverkar resultatet för grupperna som helhet. Den ackumulerade abnorma avkastningen ger därför en rättvisare bild för subgruppens totala och gemensamma avkastning relativt marknaden.

4.2 Kvalitativ empiri

Nedan redogörs det för de mest centrala delarna från intervjun som genomfördes med Ulf Lewander - Investment Director på Fairpoint Capital, fd. Senior Investment Manager på SEB Venture Capital. Empirin presenteras i beskrivande imperfekt och är formulerade och sammanfattande av författarna själva, där citat från intervjun förekommer. Syftet med presentationen av intervjun är att kunna använda den som komplement till studiens kvantitativa analys och diskussion i kommande avsnitt. För en fullständig upplaga av intervjufrågorna, se bilaga 2.

IPO som exitstrategi:

Synen på börsnoteringar hos respondenten var tydlig. Trots sina drygt 90 försäljningar har endast cirka 10% av dessa gått via en börsnotering. Han beskriver själv sin syn på börsnoteringar enligt:

"Notering för oss har varit en väg att resa pengar och finansiera bolagen i första hand. Detta är också dominerande inom VC-industrin. Säljer man utanför börsen genererar det ofta pengarna på bordet och bättre avkastning."

Anledningen till detta enligt respondenten är att man slipper en s.k. lock-upp-period och vidare blockförsäljningar. De mest lyckade investeringarna kan dessutom innefatta ett strategiskt värde och blir därmed intressanta för större aktörer via trade-sales.

Initial Returns:

Vid frågan om hur respondenten ser på ett eget portföljbolags förstadagsavkastning (*Initial Returns)* benämns det att inget vidare fokus läggs på detta. De förlitar sig till stor del av vad deras tillsatta rådgivare rekommenderar för pris. Således var underpricing eller overpricing ingenting

som vår respondents bolag utvärderade vid noteringsprocesser. En citering från respondenten själv gällande frågan lyder:

"I och med att vi sitter låsta med innehaven så spelar inte noteringskursen så jättestor roll, utan det vi vill åstadkomma är en bra notering på lång sikt och att inte kursen störtdyker."

Vidare påpekade respondenten flertalet gånger att huvudfokus inte var att notera bolag till några speciella eller lågt värderade priser utan att avsikten i bolagets strategi var att portföljbolagens börsresa skulle ha en positiv och sund utveckling.

Aftermarket Performance hos portföljbolagen:

Likt ovan att tyda ligger det stora fokuser i värdeskapande för portföljbolaget i ett längre perspektiv. Vår respondent menar på att finansiell prestation på lång sikt efter en börsnotering (Aftermarket Performance) är av största betydelse. Detta med anledning av att man som storägare befinner sig i en s.k. "lock-up-situation" efter noteringen och får därför inte sälja av innehavet innan en viss tid. Därefter sker försäljningen blockvis. På grund av dessa omständigheter poängterar respondenten vikten i att de hellre ser en bättre finansiell prestation över tid. Dessutom gavs ett exempel på en av deras börsnoteringar, som ingår i studien, och visar vikten av långsiktig prestation. Detta då bolaget har en relativt sämre First-day Returns kontra Aftermarket Performance:

"I Clavister-fallet gick vi ur successivt under två år och idag äger vi ingenting i bolaget. Som tur var sålde vi på snittkurs 45 kr och nu står bolaget och stampar på betydligt lägre nivåer."

Vikten av syndikat, nätverk och signalering vid noteringar:

Kompetensökning, nätverk och aktivt ägandeskap som Venture Capital-bolag bidrar med är, enligt vår respondent, av yttersta vikt när det kommer till portföljbolagens utveckling. De själva är involverade i samtliga investeringars styrelser och har utöver det kontinuerlig "informell" kontakt, för att stämma av och fungera som en rådgivande aktör utöver ägandeskapet. Utöver den direkta effekten portföljbolagens utveckling kan få genom användandet av ägarens kapitaltillförsel och ovan nämna mjuka värden, har de också en viktig roll när det kommer till att knyta till sig de mest lovande prospekten. Med andra ord används det som en slags sälj- och marknadsföringsverktyg. Respondenten beskriver själv det som:

“Det är ju så vi försöker sälja in oss. När det är attraktiva bolag i som ämnar till att resa kapital blir det ju konkurrens mellan oss VC-aktörer och då gäller det ju att sälja in sig på framförallt track-record.”

När det kommer till signalering vid en notering och vad den långsiktiga utkomsten av processen blir det tydligt att en aktörs rykte är centralt i flera bemärkelser. Respondenten beskriver det själv enligt:

“Ryktet är avgörande och superviktigt för oss. Det är ju vårt varumärke kan man säga. Vi har ju byggt upp ett stort nätverk i vad det gäller andra investerare men även universitetsinkubatorer. Så där är vi ute och försöker sälja in oss och övertyga bolagen.”

På frågan om syndikat tydliggör respondenten att det är en stor och vanlig del av investeringsprocessen bland på VC-marknaden. Han beskriver andra aktörer som både “konkurrenter och medinvesterare”. Dels innebär syndikatinvesteringar ytterligare fördelar hos portföljbolagen då den redan nämnda positiva effekten av nätverk och kunskap ökar. Dessutom nämner respondenten att syndikat är ett effektivt sätt att sprida risken och sänka barriären till investeringar.

5. Analys

I kommande kapitel kommer studiens analys att göras. Analysen kommer utgå ifrån de resultat som författarna kommit fram till kombinerat kopplingar till tidigare forskning från studiens teoretiska referensram.

Det intressanta med resultaten av denna studie är att de går emot och skiljer sig från resultaten som majoriteten av vad tidigare refererad forskning kommer fram till gällande Aftermarket Performance (Levis, 2011; Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006; van Frederikslust & vad der Geest, 2004; Mogilevsky & Murgulov, 2012 och Vu, Worthington & Laird, 2008). De VC-backade portföljbolagen överpresterar kraftigt de som varit ägda av BO-aktörer innan en börsnotering. Både i figur 8, som visar genomsnittlig prestation över tid relativt marknaden och i figur 10 som visar den ackumulerade avkastningen relativt marknaden vid 18 månader, är VC-bolagen denna studies bäst presterande subgrupp. Dessa resultat är endast, sett till studiens teoretiska referensram, i linje med den forskning gjord av Drathen (2007) vars studie undersökte Tysklands börsmarknad. Huruvida de liknande resultaten skulle kunna speglas i en geografisk koppling är ytterst spekulativt och saknar därefter backning. Den tyska studien, tillsammans med övrig forskning från Tabell 2, visar att oavsett om bolagen innan en IPO varit backat av BO- eller VC-aktörer har den finansiella prestationen över tid varit bättre relativt NS-bolagen. Detta är inte fallet i denna studies resultat som påvisar en betydande skillnad mellan den ackumulerat näst bästa subgruppen, NS-bolagen, och den sämst presterande, BO-bolagen (Se figur 8 och 10).

Vad orsakerna till att denna studie ändå skiljer sig så pass markant i dess kvantitativa resultat gällande VC-bolagens finansiella prestation kan såklart vara många. En potentiell anledning till studiens unika resultat grundar sig i den hittills enda valida kopplingen mellan VC-backade bolags positiva Aftermarket Performance och digniteten på dess ägares rykte, track record och nätverk (Krishna et al. 2011). Forskningen är dessutom i linje med vad studiens respondent indikerade på som en av de mest betydande faktorerna för VC-aktörer. Respondenten betonar rykte, nätverk och signalering som väldigt viktigt för varumärket och framtida investeringar. Trots ovan forskning som referens, är det inget som kan generaliseras då det krävs mer omfattande och djupgående studier inom detta segment samt att denna studies kvalitativa empiri kan upplevas vag och bristfällig. En indikator på detta är figur 9 som påvisar att VC-bolagen är den subgrupp som har absolut störst differenser mellan median och genomsnittlig avkastning vid respektive tid-/mätpunkt för Aftermarket Performance.

När det kommer till resultaten och analysen för Initial Returns kan däremot fler kopplingar dras till tidigare forskning. Som man kan tyda i Figur 4 presterar BO-backade bolag i genomsnitt bättre relativt de andra subgrupperna under den första handelsdagen. Detta är främst i linje med studierna från Bergström, Nilsson & Wahlberg (2006) och Levis (2011) som båda menar på att det genomsnittliga resultatet från förstadagshandeln bland BO-bolag kan ha kopplingar till ägarnas kännetecken och strategi som PE-aktör. Liknande kopplingar indikerar studiens kvalitativa respondent på gällande bolagets branschkollegor. Ovan nämnda studier menar att BO-aktörernas förmåga och attribut att utnyttja marknadsläge och belåningsförmågan hos sina portföljbolag (se tabell 1) leder till att de prioriterar s.k. exits via börsnoteringar vid mer gynnsamma förhållanden. Det vill säga, de noterar mer mogna och till synes attraktiva bolag när marknaden som oftast står i en period av hög intensitet och god tillväxt. Portföljbolagen noteras då till en intensiv och i genomsnitt positiv handel och avtar därefter, inte sällan relativt tätt inpå (Bergström, Nilsson & Wahlberg, 2006 och Levis,2011). Därefter, när marknaden stagnerar, kan tillväxten för portföljbolagen över tid mattas av, vilket kan tydas från studiens resultat och främst i figur 8. Därmed kan eventuellt resultaten i denna studie vid Initial Returns spegla tidigare forskning och teorier vad gäller respektive subgrupps kännetecken och attribut när det kommer till att skapa värde för dess portföljbolag.

Ytterligare en koppling som studiens resultat kan ingå i är till *The Certification Hypothesis* som menar att den positiva utvecklingen på första handelsdagen beror på att man använder sig av underpricing för att validera noteringen och göra, det annars okända portföljbolaget, mer intressant eller attraktivt för investerare (van Frederiklust & van der Geest, 2004 och Cao, 2011). Dessutom går resultaten även ihop med forskning från Ljungqvist, Nanda och Singh (2006) som menar att underpricing leder till sämre Aftermarket Performance för det noterade portföljbolaget. Precis som i den här studien kan man se att de BO-backade bolagen tenderar att vara underprissatta vid en börsnotering och vidare sämre finansiell prestation över tid. Här kan därmed vidare kopplingar mellan finansiell prestation hos noteringarna dras till vad respektive PE-aktör och ägare har för särskilda organisationsattribut och strategiska kännetecken. Viktigt att poängtera är dock att dessa tolkningar främst grundar sig i tidigare forskning och hypotetiskt diskuteras av författarna till denna studie.

Oavsett vad som skulle kunna vara anledningar till de resultaten bland studiens olika beräkningsmodeller och genomsnittliga värden för finansiell prestation efter börsnotering, landar det ändå i en betydande faktor. Den markant positiva utveckling som presenteras vid bland annat

sex månader för VC-bolagen är tydligt beroende av en orsak, ett fåtal kraftigt överpresterande enskilda portföljbolag. Exempelvis, det VC-backade bolaget Prolight Diagnostic har en abnorm avkastning på 1188,89% under de första 12 månaderna efter börsnoteringen i mars 2017. Kopplar man detta till den median och genomsnitt VC-bolagen påvisar i Aftermarket Performance i Figur 8 och 9 vid samma tidpunkt kan man tyda stora spridningar bland portföljbolagens abnorma utveckling, och att ovan nämnt bolag drar upp genomsnittet kraftigt. Vidare tydlighet för VC-bolagens spridning kan tolkas i figur 6 där man relativt NS- och BO-bolagen (se figur 5 och 7) har större spridning vid första dagens avkastning. Fenomenet stärks ytterligare av studiens respondent som fick ta del av studiens empiriska resultat och var kritiskt inställd gällande VC-bolagens utmärkande utveckling efter börsnotering. Därav problematiseras syftet med studien i att avgöra vilken subgrupp av portföljbolag som tenderar att prestera bäst, mätt i Aftermarket Performance och First-day Returns, efter börsnotering.

Utifrån vad den analytiska diskussionen har mynnat ut i är det, likt ovan nämnt, svårt att generalisera studiens resultat. Framförallt blir de stora skillnaderna mellan undersökta subgrupper vitala i värderingen av studiens applicerbarhet. Därmed är den gemensamma åsikten bland författarna att området är något som bör undersökas närmre. Hur man skulle kunna gå vidare inom forskningsområdet, och på något sätt använda denna studie som stöd eller referens, redogörs i det sista kapitlet av studien. Sammanfattningsvis kommer analysen gällande denna studies resultat landa i en och samma grund. Precis som Gompers och Lerner (2003) antyder kommer resultat om First-day Returns och Aftermarket Performance variera från studie till studie och vara beroende på vad som jämför, hur det jämförs och mot vad det jämförs.

6. Slutsatser

Följande kapitel syftar till att besvara studiens frågeställningar och dra slutsatser med grund från resultaten och analysen från tidigare kapitel.

Denna studie syftade till att undersöka den svenska IPO-marknaden och där jämföra om finansiell prestation efter börsnotering skiljer sig beroende på om det noterade bolaget varit backat av en VC- eller BO-aktör. Dessutom ingick icke-sponsrade bolag, s.k. NS-bolag, i undersökningen för att ge studien ytterligare nyanser och omfattning. Utöver detta var det sekundära syftet med studien att, på ett kompletterande sätt, väga in aktiva aktörer och dess syn på området och de teorier studien grundar sig på. Den finansiella prestationen testas kvantitativt genom att mäta First-day Returns och Aftermarket Performance relativt marknaden hos samtliga 184 bolag som ingår i studien. Därefter kompletterades studien med den empiri som den kvalitativa metoden genererat om hur syndikat, nätverk och signalering påverkar strategier hos VC- och BO-aktörer och vidare vid noteringsprocesser.

Nedan presenteras de undersökningsfrågor som studien ämnade att svara på med tillhörande slutsatser:

Hur skiljer sig avkastningen under första handelsdagen VC-, BO- och NS-backade bolag?
Resultaten efter förstadagshandeln bland studien olika subgrupper visar att BO-bolagen noteras till bäst jämviktspris och har en positiv avkastning relativt de andra bolagen som visar negativa avkastning.

Hur skiljer sig finansiell prestation en tid efter börsnotering mellan VC-, BO- och NS-backade bolag?
På undersökningsfrågan om hur finansiell prestation skiljer sig en tid efter börsnoteringen mellan VC-, BO-, och NS-backade bolag visar denna studie tydliga resultat. Utgår man endast från de resultat som visas i det empiriska resultatet av studien kan man förhållandevis enkelt tyda att VC-bolagen dominerar finansiell prestation över tid på den svenska marknaden relativt BO-bolagen. NS-bolagens resultat hamnar mellan de båda PE-aktörerna vad gäller denna parameter.

Vad är Private Equity-bolagens strategier gällande syndikat, nätverk och signalering vid noteringsprocesser?

Den kvalitativa delen påvisar att syndikering är en frekvent och återkommande strategi vid noteringsprocesser. Detta kopplas även till PE-bolagens nätverk. Utan starka nätverk kan inte syndikering ske och signalering anses och används som en kvalitetsstämpel bland PE-bolagen, något som studiens respondent stärker.

Tillsammans med studiens metodkritik och diskussionsdel kan studien med säkerhet dra en slutsats. I linje med forskning från främst Levis (2011) bekräftar insikterna i denna studie att området fortfarande har en stor potential och att bristerna i metod- och beräkningsmodeller bör utvecklas. Resultaten är fortfarande till stor del beroende på författarnas val av forskningsprocess.

7. Avslutande diskussion och vidare forskning

I det avslutande kapitlet kommer en kortare avslutande diskussion föras. Dessutom kommer förslag på vidare studier och forskning att tas upp. Förslagen grundar sig i författarnas gemensamma insikter och framtida tankar inom forskningsområdet.

Formen av de slutgiltiga resultat som uppsatsen mynnat ut i, anses gemensamt av författarna, vara i linje med den vision som studien grundar sig på. Resultaten för respektive finansiell prestation efter börsnotering är påtagliga och relativt enkla att tyda. Viktigt att poängtera är dock att författarna inte anser resultaten vara generaliserbara, utan kan istället ge en indikation på hur undersökt område ter sig inom berörda undersökningsfrågor. Den relativt begränsade tidsperioden kombinerat med avsaknaden av mer avancerade finansiella instrument kan varit betydande faktorer för resultatens signifikans. En större tidsram och tillgången till ovan nämnda hjälpmedel hade kunnat effektiviserat den kvantitativa delen och därmed givit studien större möjlighet till en mer omfattande och rättvis kvalitativ motsvarighet.

Det förhållandevis, enligt författarna själva, intressanta elementet i valet av forskningsstrategi berikade studien, trots bristen på respondenter i den kvalitativa delen av studien metod. Genom att väva in fler respondenter från alla olika subgrupper kan mer generaliserbara insikter uppkomma, och därmed stärka eventuella resultat. Dessutom kan man då fastställa studiens insamlade kvalitativa data till valid empiri, något som varit en återkommande tolkningsfråga för författarna. Här finns en naturlig möjlighet att göra kommande studier inom det fortsatt aktuella och intressanta område mer nyanserade och fyllda med andra perspektiv än den redan befintliga empiriska data.

Precis som den avslutande delen av det tidigare kapitlet antydde finns flertalet motiv till vidare forskning inom detta område. Främst grundar sig behovet i att på ett säkert sätt öka att såväl metod- och beräkningsmodellers validitet, för att därefter kunna dra säkrare slutsatser. Genom att säkerställa ett signifikant urval eller andra viktiga faktorer inom forskningsområdet finns möjlighet att väga in fler börslistor och utöka studiens geografiska avgränsningsramar. Som studiens inledning antydde är detta en fortsatt aktivt undersökningsområde, och förtjänar därmed ytterligare forskning.

Referenslista:

Tryckta källor:

Atkinson, J.D. (2017). Qualitative Methods. In Journey into Social Activism: Qualitative Approaches.

Baker, M. & Gompers, P.A. (2003). The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering. *The Journal of Law & Economics*, 46(2), ss. 569–598.

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

Bergström, C., Nilsson, D., & Wahlberg, M. (2006). Underpricing and Long-Run Performance Patterns of European Private-Equity-Backed and Non-Private-Equity-Backed IPOs. *The Journal of Private Equity, 9*(4), ss. 16-47.

Bilo, S., Christophers, H., Degosciu, M. and Zimmermann, H. (2005). Risk, returns, and biases of listed private equity portfolios. *WWZ Working Paper*, 1(5).

Bouzouita, N., Gajewski, J., & Gresse, C. (2015). Liquidity Benefits from IPO Underpricing: Ownership Dispersion or Information Effect. *Financial Management, 44*(4), ss. 785–810.

Brogaard, J., Hagströmer, B., Nordén, L. & Riordan R. (2015). Trading Fast and Slow: Colocation and Liquidity. *The Review of Financial Studies*, 28(12), ss. 3407-443.

Cao, J.X. (2011). IPO Timing, Buyout Sponsors' Exit Strategies, and Firm Performance of RLBOs. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), ss. 1001–1024.

Chemmanur, T.J., Krishna, K. & Nandy, D.K. (2011). How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface. *The Review of Financial Studies*, 24(12), ss. 4037–4090.

Cornelli, F., Kominek, Z. & Ljungqvist, A. (2013). Monitoring Managers: Does It Matter? *The Journal of Finance*, 68(2), ss. 431–481.

Creswell, J. & Creswell, J. (2018). *Research design*. 5th ed. SAGE Publications, Inc.

Creswell, J. & Plano Clark, V. (2011). *Mixed Methods Research*. 2nd ed. USA: SAGE Publications, Inc.

Gompers, P., & Lerner, J. (2003). The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence. The Journal of Finance, 58(4), ss. 1355-1392.

Field, L.C. & Hanka, G. (2001). The Expiration of IPO Share Lockups. *The Journal of Finance*, 56(2), ss. 471–500.

Fürth, S. & Rauch, C. (2015). “Fare Thee Well? An Analysis of Buyout Funds' Exit Strategies.” *Financial Management*, 44(4), ss. 811–849.

Hochberg, Y.V., Ljungqvist, A. & Lu, Y. (2007). Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance. *The Journal of Finance*, 62(1), ss. 251-30.

Ivankova, N., Creswell, J. and Stick, S. (2006). Using Mixed-Methods Sequential Explanatory Design: From Theory to Practice. *Field Methods*, 18(1), ss. 3-20.

Kaplan, S.N. & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), ss. 121–146.

Karaomerlioglu, D. and Jacobsson, S. (2000). The Swedish venture capital industry: An infant, adolescent or grown-up?. *Venture Capital*, 2(1), ss.61-88.

Krishnan, C., Ivanov, V., Masulis, R., & Singh, A. (2011). Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance, and Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis,46*(5), ss. 1295-1333.

Kvale, Steinar & Svend, Brinkmann, (2009). Den kvalitativa forskningsintervjun, 2, Lund: Studentlitteratur.

LeCompte, M.D. & Goetz, J.P. (1989). Problems of reliability and validity in ethnographic research. *Review of Educational Research*, 52, ss. 31-60.

Levis, M. (2011). The Performance of Private Equity-Backed IPOs. *Financial Management*, 40(1), ss. 253–277.

Ljungqvist, A., Nanda, V. & Singh, R. (2006). Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing. *The Journal of Business*, 79(4), ss. 1667-702.

Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *The Journal of Finance*, 50(1), ss. 301-318

Mollick, E. (2013). Swept away by the crowd? Crowdfunding, venture capital, and the selection of entrepreneurs.

Otchere, I., Owusu-Antwi, G. and Mohsni, S. (2013). Why are Stock Exchange IPOs So Underpriced and Yet Outperform in the Long Run?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Forthcoming*, 27(1), ss. 76-98.

Pagano, M., Panetta, F. & Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), ss. 27-64.

Ritter, J.R. & Welch, I. (2002). A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), ss. 1795–1828.

Schutz, A. (1962). The Problem of Social Reality: Collected Papers I. The Hague: Martinus Nijhoff.

Stenbacka, R. & Tombak, M. (2002). Investment, Capital Structure, and Complementarities between Debt and New Equity. *Management Science*, 48(2), ss. 257–272.

Thurén T. (2003). Sant eller falskt?: metoder i källkritik. Stockholm, Krisberedskapsmyndigheten.

Trost, J. (2005). Kvalitativa intervjuer. Lund: Studentlitteratur.

Ueda, M. (2004). Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *The Journal of Finance*, 59(2), ss. 601–621.

von Drathen, C. (2007). The Performance of Private Equity-Backed Initial Public Offerings in Germany, London School of Economics.

van Frederikslust, R. and van der Geest, R. (2004). Initial returns and long-run performance of private equity-backed initial public offerings on the Amsterdam Stock Exchange. *Journal of Financial Transformation*, 10, ss. 121-127.

Vu, N., Worthington, A. and Laird, P. (2008). The Pricing and Performance of Initial Public Offerings in Australia, 1996-2007: A Comparison of Ordinary, Venture Capital and Private Equity-Backed Issues.

Wallmeroth, J., Wirtz, P. and Groh, A. (2017). Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature Review. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 14(1), ss.1-129.

Warne K. (1988). Risk and industry characteristics of venture capital investments. Washington University of St Louis.

Wilson, P., Petticrew, M., Calnan, M. & Nazareth, I. (2010). Disseminating research findings: What should researchers do? A systematic scoping review of conceptual frameworks. Implementation science

Wright, M. and Robbie, K. (1998). Venture Capital & Private Equity: A review and synthesis. *Journal of business finance*, 25(6).

Zheng, S.X. & Stangeland, D.A. (2007). IPO Underpricing, Firm Quality, and Analyst Forecasts. *Financial Management*, 36(2), ss. 45–64.

Elektroniska källor:

Företagarna, (2016).
Tillgänglig på: https://www.foretagarna.se/politik-paverkan/rapporter/2016/finansiering-for-tillvaxt-och-jobb-2016/

Istner-Byman, M. (2019). *Rapport från EY: Börsnoteringarna minskar*. [online] Realtid.

Tillgänglig på: https://www.realtid.se/rapport-fran-ey-borsnoteringarna-minskar.

Nasdaq OMX Nordic, (2019).
Tillgänglig på: http://www.nasdaqomxnordic.com

Spotlight Stock Market, (2019).
Tillgänglig på: https://www.spotlightstockmarket.com

SVCA, (2019a). Swedish Private Equity Activity 2018.
Tillgänglig på: https://www.svca.se/wp-content/uploads/2019/09/2018-Swedish-Private-Equity-Activity.pdf

SVCA, (2019b). The Role OF Venture Capital for Economic Growth in the Nordic Region.
Tillgänglig på: https://www.svca.se/wp-content/uploads/2019/02/The-Role-of-Venture-Capital-for-Economic-Growth-in-the-Nordic-Region.pdf

Zephyr Database, (2019).
Tillgänglig på: https://zephyr.bvdinfo.com/

Bilagor.

Bilaga 1.

Bolag som ingår i den kvantitativa delen av studien.

		Buyout	
1	ScandBooks	8	Bufab
2	Scandic Hotels	9	Thule
3	Byggmax	10	Byggpartner
4	Nordic Waterproofing	11	HMS networks
5	Actic	12	Alfa Laval
6	Green landscaping	13	Duni
7	Instalco	14	Intrum Justitia
8	Troax	15	MQ Holding
9	BE group	16	Nederman Holding
10	Biovitrum	17	Nobia
		18	Studsvik
		Venture Capital	
1	AcuCort	18	Vicore Pharma
2	Lidds	19	Bio Invent
3	Tobii	20	Alligator Bio
4	Nexar Group	21	G5 Entertainment
5	Cellavision	22	Sportamore
6	ProLight	23	Paradox Interactive
7	Precio Fishbone	24	Clavister
8	Cline Scientific's	25	Eurocine Vaccines
9	Northbaze Group	26	Generic Sweden
10	Edgeware	27	Jays/northbaze
11	Bayn	28	Micropols
12	Sprint Bioscience	29	Orexo
13	Biotage	30	Cortus energy ab/systemsep
14	Bonesupport	31	Tradedoubler
15	Mips	32	Vitrolife
16	Oncopeptides	33	Index Pharmaceuticals
17	Orexo	34	Scibase
		Non-Sponsored	
1	Arjo	65	Besqab
2	Zeta Display	66	Episurf Medical
3	Ferronordic Machines	67	Lucara Diamonds Corporation
4	BioArtctic	68	Recipharm
5	Handicare Group	69	Hemfosa Fastigheter

6	Balco Group Holding	70	Creades
7	Starbreeze	71	Platzer Fastigheter Holding
8	Catena Media Plc	72	Opus Group
9	Momentum Group	73	NeuroVive Pharmaceutical
10	Boozt Fashion	74	Arctic Paper S.A.
11	Medicover	75	Endomines
12	Munters Group	76	International Petroleum Corp.
13	FM Mattsson Mora Group	77	Micro Systemation
14	SSM Holding	78	Dedicare
15	Christian Berner Tech Trade	79	Karolinska Development
16	Ambea	80	Moberg Pharma
17	AQ Group	81	Bulten
18	B3 Consulting Group	82	Concentric
19	Edgeware	83	Boule Diagnostics
20	Volati	84	Semafo Inc
21	Xvivo Perfusion	85	Cavotec SA
22	Serneke Group	86	Formpipe Software
23	Internationella Engelska Skolan	87	eWork Scandinavia
24	AcadeMedia	88	EnQuest PLC
25	TF Bank	89	Arise Windpower
26	Bonava	90	NAXS Nordic Access Buyout Fund
27	NGS Group	91	Odd Molly International
28	Resurs Holding	92	Oasmia Pharmaceutical
29	Humana	93	Etrion Corporation
30	AddLife	94	Agromino
31	Garo	95	Qliro Group
32	MedCap	96	Net Entertainment
33	Hexatronic Group	97	Cloetta
34	Wise Group	98	Electra Gruppen
35	Camurus	99	Corem Property Group
36	Attendo	100	A3 Allmänna IT- och Telekomaktiebolaget
37	Dometic Group	101	Hifab Group
38	Hansa Biopharma	102	Swedol
39	Bravida	103	Hexpol
40	Sinch	104	GHP Specialty Care
41	Oscar Properties Holding	105	Loomis
42	Nobina	106	Amasten Fastighets
43	Pandox Holding	107	Systemair
44	Alimak Group	108	Sagax
45	Coor Service Management Group	109	Husqvarna
46	Collector	110	Indutrade
47	Invisio Communications	111	ICA Gruppen
48	Hembla	112	Tethys Oil
49	Hoist Finance	113	Note
50	Dustin Group	114	Klick data

51	Eltel
52	Eolus Vind
53	Lundin Gold Inc
54	Munksjö Oyj
55	C-RAD AB
56	NP3 Fastigheter
57	Lifco
58	Gränges
59	Inwido
60	Fenix Outdoor International AG
61	Africa Oil Corporation
62	Scandi Standard
63	Bactiguard Holding
64	Josemaria Resources Inc
115	Itab Shop Concept
116	Björn Borg
117	Brinova Fastigheter
118	Addtech Sweden
119	RNB Retail and Brands
120	BillerudKorsnäs
121	Telia
122	EasyFill
123	LeoVegas
124	Immunicum
125	Immunovia
126	Railcare Group
127	Bygghemma Group First
128	Stendörren Fastigheter
129	Nilörngruppen

Bilaga 2.
Intervjufrågor.

Intervju - Ulf Lewander
Fairpoint Capital, fd. Senior Investment Manager SEB Venture Capital

- Du kan väl börja med att berätta lite kort om dig själv och din yrkesmässiga historia/resa/karriär?

- Idag befinner du dig på Fairpoint Capital tillsammans med tidigare kollegor från SEB Venture Capital. *Hur kommer det sig? Hur skiljer sig Fairpoint mot SEB Venture Capital?*

- Vi tänkte lägga mest fokus på din tid hos SEB Venture Capital. Skulle du kunna berätta lite kort om det bolaget? Vision/mission/organisation/affärsstrategi

- Hur tror du Venture Capital-bolag generellt sett ser på After Market Performance för portföljbolagen när de/ni har gjort exit genom en IPO?

- Under din tid på SEB Venture Capital var Clavister ett av portföljbolagen som ni noterade. Skulle du kunna berätta lite om den investeringen/processen? Hur ni tänkte när ni investerade i bolaget och hur ni tänkte vid exit-strategin?

- Hur lockar Venture Capital-bolag investerare till sina fonder och, generellt sett, vilka brukar dessa investerare vara?

- Vad anser du är anledningen att investera i Venture Capital-fonder istället för andra typer av investeringar?

- Venture Capital-bolag går in som aktiva investerare i sina portföljbolag. Hur påverkas portföljbolagen av Venture Capital-aktörernas nätverk och kompetens som tillförs?

- Hur stor roll spelar Venture Capital-bolagens nätverk för att hjälpa portföljbolagens tillväxt?

- Hur gör Venture Capital-bolagen för att sprida sina risker?

    - Hur ofta investerar man med syndikat?
    - Vill man vara syndikatledare?

- Vad är det ett Venture Capital-bolag letar efter när de ska investera i ett företag?
    - Vad signalerar en bra investering?

- Från din erfarenhet inom Venture Capital, vad anser du de största skillnaderna är mellan Buyout-bolag och Venture Capital-bolag?

- Från våra undersökningar på den svenska marknaden kan vi se att de flesta exit-strategierna för Private Equity-bolag är genom företagsförvärv (M&A). Vad tror du är anledningen till det?
    - Vad är det som övervägs hos er vid val av exit-strategi?

- Vid en IPO-exit sker oftast en s.k. underpricing eller en overpricing av aktien. Vad är er/ett Venture Capital-bolags strategi när det kommer till den biten?

- Påverkas det av underwriters, investment bankers eller andra aktörer som är med i processen vid en IPO? i så fall hur?

- Tidigare forskning har visat att underpricing är det mest frekventa vid IPO:s som är backade av Private Equity-bolag, dock bidrar det till money on the table vid exit. Vad anser du anledningen till underpricing kan vara för Private Equity-backade bolag och främst Venture Capital backade bolag? Dvs. hur mycket väger ni in underpricing.

- Allmän diskussion om våra kvantitativa resultat.