

MARS 2026

Den svenska IPO-marknaden 2019-2025

Mönster bakom utfallet efter notering

Innehåll

1	Förord	6	Ägarstruktur
1.1	Sammanfattning 1/2	6.1	Ägarstruktur 1/3
1.2	Sammanfattning 2/2	6.2	Ägarstruktur 2/3
2	Metod	6.3	Ägarstruktur 3/3
3	IPO-aktivitetens utveckling 2019-2025	7	Sektorprofil
4	Handelsplatsen	7.1	Sektorprofil 1/2
5	IPO-året	7.2	Sektorprofil 2/2
		8	IPO-marknaden som del av det finansiella systemet
		9	Strukturella drivkrafter bakom utfallet

Förord

En kartläggning av svenska börsnoteringar

Den svenska IPO-marknaden har under perioden 2019-2025 präglats av ovanligt stora svängningar. Från den höga aktivitetsnivån 2020 och rekordåret 2021, via ett närmast stängt fönster 2022-2023, till en mer selektiv återhämtning under 2024-2025. I den offentliga debatten har fokus ofta legat på antalet börsnoteringar, enskilda stora transaktioner och rubriker om ”hett” eller ”iskallt” klimat.

Syftet med denna rapport är ett annat. Här analyseras den svenska IPO-marknaden utifrån en sammanhållen databas med cirka 370 bolag som noterats på Nasdaq Stockholm, Nasdaq First North Growth Market, Spotlight Stock Market samt NGM Nordic SME (inklusive NGM Equity där tillämpligt) under perioden 2019-2025. Fokus ligger på vad som samvarierat med eftermarknadsutfall, snarare än enbart på volymer eller enskilda affärer.

Analysen täcker bland annat hur timing och marknadscyklar påverkar utfallet, hur val av handelsplats hänger ihop med riskprofil och avkastning, hur olika ägarstrukturer, institutioner, VC/PE, insiders, privata holding- och industribolag samt spritt publikt ägande relaterar till volatilitet och värdeutveckling, samt hur sektorprofilen och den bredare finansiella strukturen påverkar IPO-landskapet.

Rapporten gör inte anspråk på att fastställa kausala samband. Den är datadriven och beskriver mönster och korrelationer som kan vara värdefulla för bolag som överväger en notering, redan noterade bolag, investerare, rådgivare och andra som följer den svenska kapitalmarknaden.

Den övergripande bilden som framträder är att utfallen på IPO-marknaden i hög grad samvarierar med graden av strukturell anpassning snarare än enbart timing eller tempo. Med rätt timing, rätt handelsplats och rätt ägarbas avses inte universella lösningar som passar alla bolag. I stället indikerar analysen att en genomtänkt matchning mellan bolagets mognad, riskprofil och kapitalmarknadens förväntningar är central. Analysen indikerar att avvikelser från denna strukturella matchning samvarierar med högre volatilitet och svagare eftermarknadsutveckling, medan bolag som anpassar notering, ägarstruktur och marknadsval till sina faktiska förutsättningar uppvisar mer hållbara utfall över tid.

Om BDO

BDO är en revisions- och rådgivningsbyrå som finns med dig hela vägen. Både i din vardag och på din utvecklingsresa, för att minska risker, skapa möjligheter och realisera drömmar. Vi erbjuder bred och djup kunskap inom affärsrådgivning, revision, skatt och outsourcing av redovisning och lön. Vi kan hjälpa dig lokalt på något av våra kontor runt om i Sverige, eller globalt via BDO:s världsomspännande nätverk - en av världens största revisions- och konsultorganisationer med 100 000 medarbetare i 170 länder.

Vi vill knyta kontakter för att skapa långvariga relationer. Personligt engagemang är lika viktigt för oss som kunskap och kvalitet. Vi tror att det är den insikten som har gett oss branschens nöjdaste kunder sedan 2013. Oss kan du räkna med!



Martin Tidesten

Head of Risk Advisory Services

martin.tidesten@bdo.se

+46761053681

Sammanfattning 1/2

Högt institutionellt ägande samvarierar tydligast med starkare eftermarknadsutfall

Institutionella investerare återfinns som ägare i en klar majoritet av IPO-bolagen, men effekten beror tydligt på ägarandelen. Låga (10-20 procent) och medelhöga (20-50 procent) institutionella nivåer samvarierar inte med bättre eftermarknadsavkastning och utfallet är i dessa intervall i genomsnitt svagare än för bolag med tydligt dominerande institutionellt ägande. Först vid mycket höga institutionella ägarandelar, över cirka 50 procent, framträder ett tydligt positivt samband med både högre avkastning och lägre volatilitet. Sambandet är tydligast i större och mer mogna bolag, särskilt på Nasdaq Stockholm.

Handelsplatsen fungerar som ett tydligt kvalitetsfilter

First North står för den största andelen IPO:er under perioden, drygt hälften av samtliga noteringar under perioden återfinns där, men Nasdaq Stockholm står för färre, större och mer mogna bolag. Huvudlistans bolag har genomgående haft högre institutionellt ägande, lägre volatilitet och bättre genomsnittlig eftermarknadsavkastning än småbolag på tillväxt-

och mikrokaplistorna. Sett över perioden 2019-2025 ligger den genomsnittliga avkastningen nära noll på Nasdaq Stockholm, medan First North, Spotlight och NGM Nordic SME uppvisar successivt svagare genomsnittsutfall och högre volatilitet.

Ägarstruktur är ett strategiskt val, inte en kompromiss

Korrelationerna mellan ägarkategorier är genomgående negativa, vilket indikerar att olika ägartyper sällan samexisterar i större omfattning. Bolag tenderar att organiseras kring en dominerande ägarlogik, exempelvis institutionellt präglad, finansiellt dominerad (VC/PE) eller insiderkontrollerad snarare än kring en jämnt spridd mix av samtliga investerartyper.

I praktiken innebär detta att olika ägarkategorier oftare ersätter än kompletterar varandra, och att ägarstruktur inför och efter notering speglar ett strategiskt val kring styrning, kontroll och målgrupp på kapitalmarknaden.

IPO-året säger ofta mer om marknaden än om bolaget

År 2021 gav i genomsnitt cirka 12 procent i avkastning under IPO-året, men samma kohort uppvisar omkring minus 47 procent det efterföljande året. Bolag noterade under mer försiktiga år, såsom 2023 och 2024, har hittills utvecklats bättre på sikt än bolag noterade under högkonjunkturåren 2019-2021, vilket speglar en mer disciplinerad värdering i ett svagare marknadsklimat.

Samtidigt visar analysen att handelsplatsen har stor betydelse för det långsiktiga utfallet. Sett över hela perioden 2019-2025 uppvisar Nasdaq Stockholm den minst negativa genomsnittliga eftermarknadsavkastningen och lägre volatilitet än tillväxt- och mikrokaplistorna. För kohorterna 2019-2021 framträder samma mönster när extremvärden beaktas. Även om First North i rådata uppvisar ett något mindre negativt genomsnitt, påverkas utfallet av ett fåtal bolag med mycket stark kursutveckling. Justerat för dessa uppvisar Nasdaq Stockholm det minst negativa utfallet, medan Spotlight och särskilt NGM Nordic SME uppvisar betydande värdefall.

Avnoteringsrisk är strukturell, inte slumpmässig

Avnoteringar under perioden 2019-2025 är tydligt koncentrerade till tillväxt- och mikrokaplistor, medan Nasdaq Stockholms huvudlista uppvisar begränsad utslagning även under perioder av marknadsstress.

Kohortanalysen visar särskilt tydliga mönster för rekordåret 2021. Av de 94 bolag som noterades på Nasdaq First North har 26 bolag, motsvarande cirka 28 procent, avnoterats per utgången av 2025. Av dessa motsvarar konkurser och frivilliga likvidationer cirka 13 procent av hela kohorten.

Sektorspecifikt är IT och medicin överrepresenterade. Bland bolag inom dessa sektorer som noterades 2021 är cirka 26 procent avnoterade per utgången av 2025, vilket sammanfaller med högre kapitalbehov och större känslighet för ett försämrat finansieringsklimat.

Sammanfattning 2/2

IPO:er sker när marknaden tillåter, inte när bolagen vill

År 2021 markerade kulmen i en exceptionellt expansiv fas, med rekordhög noteringsaktivitet på samtliga svenska marknadsplatser. Från och med 2022 följde ett synkroniserat fall till de lägsta nivåerna på ett decennium, innan en gradvis och mer selektiv återhämtning tog form under 2024-2025.

Analysen visar att återhämtningen inte sker jämnt över marknaden. I perioder av begränsad riskaptit är det i praktiken främst större och mer mogna bolag som kan genomföra en IPO, vilket innebär att noteringar under tidiga återhämtningsfaser i högre grad uppfyller huvudlistans profil. Tillväxt- och mikrokaplistor fortsätter att stå för merparten av noteringarna över tid, men deras aktivitet är tydligare beroende av en bredare återkomst av riskaptit.

Detta indikerar att IPO-cykler styrs av makroekonomiska regimer, medan bolagsmognad, ägarstruktur och val av handelsplats avgör vilka bolag som faktiskt kan notera i varje fas.

VC- och PE-ägande har ett tydligt men begränsat värdeskapande intervall

VC- och PE-ägande över 5 procent förekommer i ungefär en femtedel av bolagen. Analysen visar att måttliga ägarandelar (cirka 20-50 procent) över tid samvarierar med bättre eftermarknadsutfall, medan mycket höga andelar (över 50 procent) uppvisar ett svagare genomsnittligt utfall i analysen. Marknaden föredrar finansiella ägare som aktiva partners, men diskonterar strukturer där IPO:n uppfattas som ett förlängt exitsteg snarare än ett långsiktigt kapitalbeslut.

Insider- och privat dominans samvarierar med högre volatilitet snarare än stabilitet

Hög insiderhandel och dominerande ägande via privata och onoterade holding- och industribolag samvarierar med svagare eftermarknadsavkastning och högre volatilitet. Effekten är särskilt tydlig på Spotlight och NGM Nordic SME, där låg free float, begränsad likviditet och otydlig kapitalmarknadsstrategi förstärker risken.

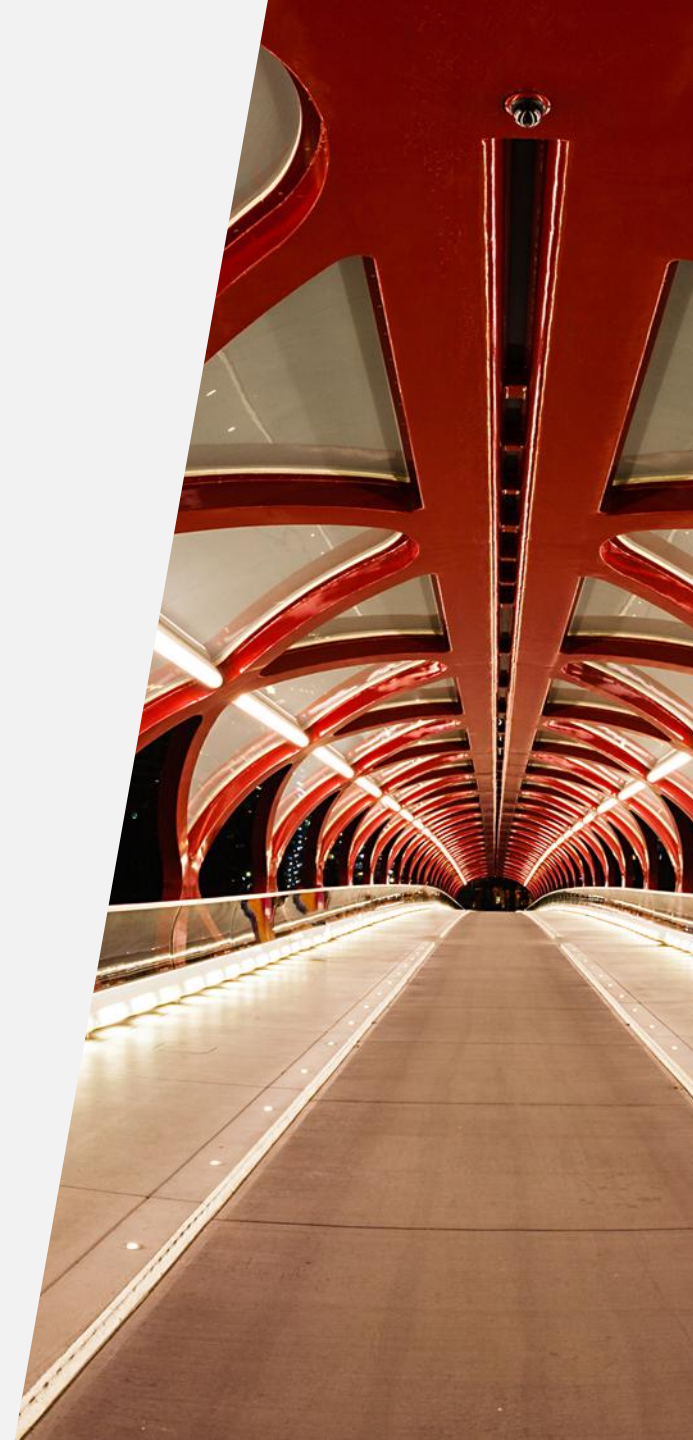
Alignment uppskattas men när kontroll prioriteras framför marknadsanpassning försämras kapitalmarknadsutfallet.

IPO-marknaden är strukturellt sektorkoncentrerad

IT, finans, medicin/life science, industri och fastigheter står för merparten av noteringarna under perioden 2019-2025. IT är den dominerande sektorn, följt av finans och medicin. Konsumentnära sektorer, utbildning, mode och resor är marginellt representerade. Detta indikerar att börsmarknaden i praktiken prioriterar skalbara, kapitalintensiva och ofta reglerade affärsmodeller snarare än en bred spegling av ekonomin i stort.

Alla IPO:er blir inte långsiktiga värdeskapare

Analysen visar att eftermarknadsavkastningen är kraftigt snedfördelad. En begränsad andel bolag uppvisar mycket stark utveckling, medan snittutfallet för majoriteten av noteringarna är svagt eller negativt. Mönstret är särskilt tydligt på tillväxt- och mikrokaplistor, där sannolikheten för negativt utfall är betydligt högre än för uthålligt värdeskapande.



Metod

Datainsamling

Analysen bygger på ett proprietärt dataset om cirka 370 börsnoteringar (endast primära IPO:er, inga rena listbyten) under perioden 2019-2025 på följande marknadsplatser:

- Nasdaq Stockholm (huvudlistan)
- Nasdaq First North Growth Market
- Spotlight Stock Market
- NGM Nordic SME (inklusive NGM Equity där tillämpligt)

Värt att notera är att av de cirka 370 bolagen har omkring 80 avnoterats av olika skäl.

Parametrar

För varje bolag har följande variabler analyserats:

- Handelsplats, Noteringsår, Bransch
- Ägarstruktur, inklusive institutionella investerare, VC och PE, insiders, ägande via privata och onoterade holding- och industribolag samt publika bolag och övriga juridiska personer
- Ägarandel per kategori
- Avkastning under IPO-året (från första handelsdag till 31 december samma år)
- Avkastning året efter IPO (från 1 januari året efter notering till 31 december 2025)
- Avkastning efter notering (från första handelsdag till 31 december 2025)

- Volatilitet efter notering (standardavvikelse i avkastning)
- Avnoteringar och avnoteringsorsaker (till exempel konkurs, uppköp, frivillig likvidation)

Ägarandelar har delats in i tre intervall: låg (10-20 procent), medel (20-50 procent) och hög (över 50 procent), per kategori för att möjliggöra jämförande analyser. Korrelationer mellan ägarkategorier har beräknats för att identifiera typiska ägarmönster. Analysen omfattar både enkla korrelationer och nedbrytning per handelsplats, sektor och noteringsår.

Free float och regulatoriska ramar

Samtliga bolag i analysen har noterats i enlighet med respektive marknadsplats regelverk. På Nasdaq Stockholms huvudlista innebär detta normalt ett krav på minst 25 procents free float vid notering, medan tillväxtmarknaderna (First North, Spotlight och NGM Nordic SME) tillämpar mer flexibla spridningskrav. Det innebär att ingen enskild ägarkategori kan dominera fullt ut vid noteringstillfället, och att observerade ägarstrukturer alltid är resultatet av strategiska val inom givna regulatoriska ramar.

Utöver denna databas används offentlig information om makroekonomi, ränteläge, sektorsutveckling och nordiska IPO-volymer för att sätta resultaten i ett bredare sammanhang.

Avgränsningar

Ägarstrukturen i analysen avser observerad ägarbild per utgången av 2025. Det har inte varit möjligt att fullt ut rekonstruera ägarbilderna vid respektive IPO-dag. Resultaten ska därför tolkas som indikativa samband mellan nuvarande ägarstruktur och historisk kursutveckling, snarare än kausala effekter av ägande exakt vid noteringstillfället. Ägarstrukturen kan ha förändrats väsentligt sedan noteringstillfället.

Avkastningen per år beräknas från respektive bolags IPO-dag till 31 december det aktuella året, vilket innebär att bolag noterade sent på året mäts över en kortare period än bolag noterade tidigt på året. IPO-årsavkastning påverkas således av noteringstidpunkt under året.

Börsvärden som refereras i rapporten avser marknadsvärde per 31 december 2025, där inget annat anges.

I kohorter där genomsnittet påverkas av ett fåtal extremvärden redovisas även ett justerat genomsnitt exklusive dessa observationer, för att belysa den underliggande strukturella utvecklingen.

Verktyg och teknik

Datainsamlingen genomfördes i Excel. Databearbetning och visualisering utfördes i Python. Urvalet av bolag och börslistor baserades på information från Nasdaq, medan historiska aktiekurser hämtades från Yahoo Finance.

Aktiekurserna är justerade för både utdelningar och aktiesplittar genom användning av den justerade slutkursen. Detta innebär att avkastningen är beräknad på kurser där effekter av utdelningar och eventuella aktiesplittar har beaktats i de fall bolagen genomfört sådana.

Avkastningen har beräknats utifrån dagliga logaritmiska avkastningar, vilka summerats över observationsperioden och därefter omvandlats till total årlig avkastning. Volatilitet har mätts som standardavvikelsen i de dagliga logaritmiska avkastningarna och därefter annualiserats baserat på ett antagande om 252 handelsdagar per år. Samtliga beräkningar bygger på dagliga observationsdata.

Metodologiska klargöranden

Genomgående i rapporten används procentenheter för parametrarna avkastning och volatilitet. Vidare krävs förklaring till att procenttalen är avrundade och ska betraktas som indikativa, då dessa är baserade på ett medelvärde. Resultaten bygger på observerade skillnader mellan grupper, men ingen statistisk signifikansanalys har genomförts. Slutsatserna ska därför förstås som indikativa samband och inte som kausala bevis.

IPO-aktivitetens utveckling 2019-2025

Cykler, inte slump

Åren 2019 och 2020 lade grunden med omkring 50 noteringar per år. Redan då stod First North för huvuddelen av introduktionerna, medan Nasdaq Stockholm, Spotlight och NGM Nordic SME tillsammans svarade för en mindre men stabil volym. Mellan 2020 och 2021 ökade IPO-aktiviteten kraftigt, med 2021 som toppår på samtliga listor.

2021 blev ett rekordår, totalt noterades närmare 160 bolag i Sverige:

- Nasdaq First North Growth Market: 94 IPO:er
- Nasdaq Stockholm: 28 IPO:er
- Spotlight Stock Market: 22 IPO:er
- NGM Nordic SME: 12 IPO:er

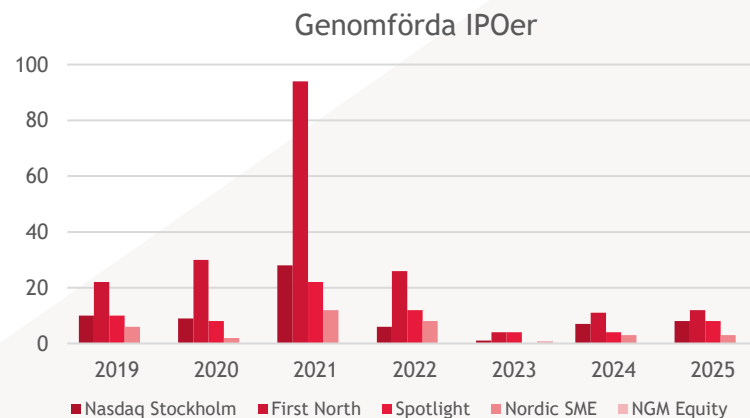
Under 2021 tillhörde Stockholm en av Europas mer aktiva IPO-marknader, med listor som spände från stora industri- och konsumentbolag på huvudlistan till mikrokapbolag på Nordic SME. Drivkrafterna var extremt låga räntor, hög riskaptit och kapital som sökte sig till börserna efter pandemins initiala chock. Därefter följer en synkron nedgång, där alla handelsplatser, från Nasdaq Stockholm till NGM Nordic SME tappar volym samtidigt. Det indikerar att IPO-fönster öppnas och stängs av makroekonomiska regimer, inte av enskilda bolags mognad.

Under 2022 tvärbromsade aktiviteten. Kriget i Ukraina, stigande inflation och kraftigt ökade räntor skapade stor osäkerhet och pressade värderingsmultiplarna. Antalet nya noteringar föll till de lägsta nivåerna på ett decennium, med endast ett fåtal IPO:er per lista.

År 2023 blev därefter ett tydligt bottenår. Endast en traditionell IPO genomfördes på Nasdaq Stockholms huvudlista, och totalt noterades färre än tio bolag på de svenska marknadsplatserna sammantaget. Perioden 2022-2023 framstår i praktiken som ett kraftigt begränsat IPO-fönster.

Under 2024 och 2025 märktes en försiktig återhämtning. First North når åter tvåsiffriga noteringsvolym, Nasdaq Stockholm genomför 7-8 noteringar per år, Spotlight stabiliseras kring 4-8 IPO:er och NGM Nordic SME återkommer med ett mindre antal mikrokapnoteringar. Sverige är fortsatt den största IPO-marknaden i Norden under 2025. Av 39 nordiska börsintroduktioner under 2025 stod den svenska marknaden för 27. En av dessa, Verisure, var en av de största noteringarna i Europa sett till värde samma år. Detta indikerar att uppgångsfasen i första hand lockar större och mer mogna bolag till huvudlistan, medan tillväxt- och mikrokaplistorna följer i ett mer kontrollerat tempo.

Analysen indikerar att noteringsår och marknadsregim är en betydande faktor i IPO-sammanhang. Bolag som noteras i expansiva marknadsfaser får generellt bättre initiala marknadsförutsättningar än bolag som tvingas notera i kontraktiva miljöer. Samtidigt är det uppenbart att alla listor följer samma cykel, skillnaden ligger i amplituden, där tillväxt- och mikrokaplistor svänger mest.



Handelsplatsen

Huvudlista kontra tillväxt- och mikrokaplistor

Storlek, risk och avkastning

Analysen indikerar tydliga skillnader i utfall mellan handelsplatserna Nasdaq Stockholm, Nasdaq First North Growth Market, Spotlight Stock Market och NGM Nordic SME.

Bolag noterade på Nasdaq Stockholms huvudlista är generellt betydligt större. Medelbörsvärdet vid IPO uppgår till flera miljarder kronor, medan motsvarande på First North ligger i spannet 200-300 miljoner kronor, på Spotlight omkring 50 miljoner kronor och ännu lägre på NGM Nordic SME.

De större bolagen uppvisar typiskt längre verksamhetshistorik, etablerad intjäning och en mer diversifierad ägarbas. Detta avspeglas även i den genomsnittliga eftermarknadsavkastningen. Skillnaderna sammanfaller även med skillnader i free float-krav, likviditet och bolagens mognadsgrad, vilket är förenligt med huvudlistans högre spridningskrav och större kapitalbas, faktorer som typiskt associeras med stabilare handel och lägre volatilitet. Genomsnittlig eftermarknadsavkastning 2019-2025 (från IPO till 31 december 2025):

- Nasdaq Stockholm: nära noll (kring minus 1 procent)
- Nasdaq First North Growth Market: omkring minus 8 procent. First North påverkas av ett fåtal extremvärden med mycket stark kursutveckling. Justerat för dessa uppgår genomsnittet till cirka minus 21 procent, vilket placerar First North närmare övriga tillväxtlistor i utfall.
- Spotlight Stock Market: omkring minus 22 procent
- NGM Nordic SME: omkring minus 67 procent

Volatiliteten efter notering förstärker bilden. Den årliga volatiliteten ligger ungefär på:

- Nasdaq Stockholm: runt 47 procent
- First North: cirka 80 procent
- Spotlight: närmare 120 procent
- NGM Nordic SME: närmare 140 procent

Detta sammanfaller med att småbolagen på tillväxt- och mikrokaplistorna varit mer känsliga för förändrat sentiment och likviditet, med både extremt lyckade och mycket svaga case.



IPO-året

Momentum kontra långsiktigt värdeskapande

Årsutfall och efterföljande utveckling

Avkastningen under IPO-året varierar kraftigt mellan åren:

- 2019: genomsnittlig IPO-årsavkastning cirka plus 11 procent
- 2020: genomsnittlig IPO-årsavkastning cirka plus 33 procent
- 2021: genomsnittlig IPO-årsavkastning cirka plus 12 procent
- 2022: genomsnittlig IPO-årsavkastning cirka minus 17 procent
- 2023: genomsnittlig IPO-årsavkastning cirka plus 5 procent
- 2024: genomsnittlig IPO-årsavkastning cirka minus 7 procent
- 2025: genomsnittlig IPO-årsavkastning cirka plus 27 procent

Detta speglar en stark momentum-effekt i perioden med hög riskaptit och låga räntor, följt av en tvärvändning när räntor och riskpremier steg.

När samma kohorter följs över tid vänds bilden. Bolag noterades under den heta perioden 2019-2021 uppvisar i genomsnitt negativa utfall fram till slutet av 2025, även om enskilda bolag inom respektive år utvecklats positivt. Effekten är tydligast på mindre listor:

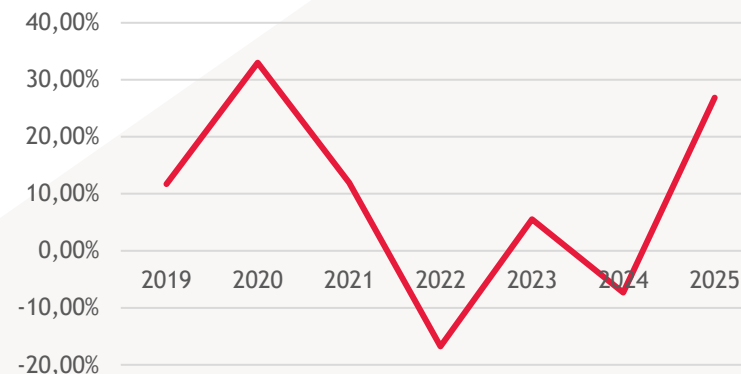
- Nasdaq Stockholm: kohorterna 2019-2021 omkring minus 18 procent i snitt
- First North: motsvarande kohorter omkring minus 11 procent. Utfallet för First North påverkas dock i hög grad av två extremvärden med mycket stark kursutveckling. Justerat för dessa uppgår genomsnittet till cirka minus 31 procent. Detta illustrerar att utfallet på tillväxt- och mikrokaplistor präglas av större spridning, där ett fåtal bolag kan påverka genomsnittet kraftigt.
- Spotlight: omkring minus 48 procent
- NGM Nordic SME: omkring minus 82 procent

Kohorterna från 2023 och 2024 på Nasdaq Stockholm och First North uppvisar däremot tydligt bättre utveckling, med genomsnittlig avkastning på cirka plus 20 respektive plus 42 procent året efter IPO. Detta kan tolkas som att värderingsnivåerna varit mer återhållsamma vid notering.

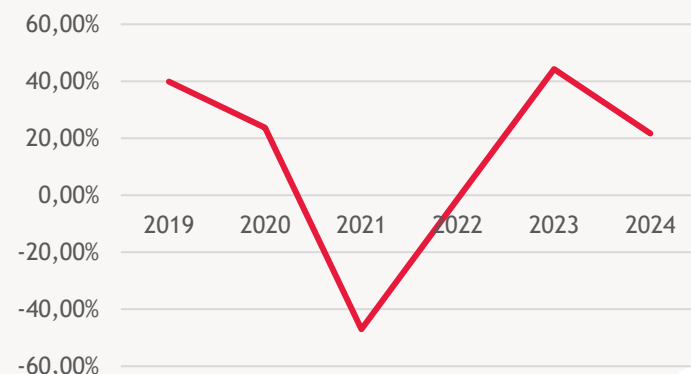
Starka IPO-år sammanfaller ofta med höga värderingsmultiplar som senare normaliseras. Perioder med höga volymer och starkt sentiment, särskilt 2021, ger kraftiga IPO-årsavkastningar men följs av svag eftermarknadsutveckling. Kohorten som noterades 2021 såg en genomsnittlig avkastning på cirka 12% under IPO-året, men föll sedan kraftigt till cirka minus 47% året efter. Mer försiktiga noteringsår, såsom 2023-2024, genererar däremot bättre långsiktigt utfall.

Första årets kursutveckling framstår som en svag prediktor för långsiktigt värdeskapande. Strukturella faktorer som makroregim, ränteläge, listval och ägarbas väger tyngre än noteringsmomentum.

Avkastning (Under IPO Året) - Medelvärde



Avkastning (Året efter IPO) - Medelvärde



*Värdena i grafen avser avkastningen under det första hela kalenderåret efter notering. Exempelvis avser värdet (-47%) i ovan graf för ett bolag noterat under det året som återfinns i grafen (2021) men dess avkastning avser den under året efter (2022). För 2025 finns ingen data, då avkastningsdata för 2026 ännu inte finns tillgängliga och det vid rapportens färdigställande förelåg för få handelsdagar för att möjliggöra en tillförlitlig mätning.

Ägarstruktur (1/3)

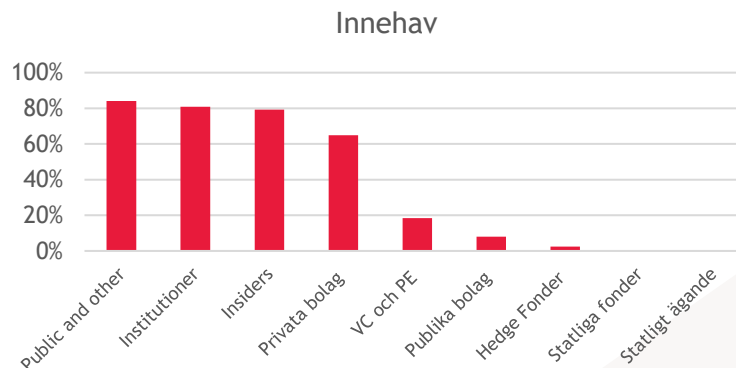
Vem som äger är minst lika viktigt som vad som säljs

Ägarbaserna i svenska IPO-bolag är sällan neutrala. Analysen baseras på observerad ägarstruktur per utgången av 2025. Flera ägarkategorier återkommer:

- Public & Other (brett spridd allmänhet och övriga mindre ägare)
- Institutioner (fonder, pensionskapital med mera)
- Insiders (ledning, grundare, närstående bolag)
- Privata bolag (onoterade holding- och industribolag)
- Publika bolag (noterade koncerner med minoritetsposter)
- VC och PE (venture capital och private equity)
- Hedgefonder och statliga/suveräna ägare (mycket begränsad förekomst)*

I majoriteten av bolagen, omkring 80 procent, återfinns offentliga aktörer, institutionella investerare och insiders bland ägarna. Privata bolag är också vanligt förekommande och finns representerade i drygt 60 procent av bolagen. Övriga ägarkategorier, såsom VC/PE, publika bolag, hedgefonder, statliga investeringsfonder och statligt ägande, förekommer i betydligt mindre utsträckning och återfinns endast i cirka 0-20 procent av bolagen.

Notera att detta avser andelen bolag där respektive ägargrupp förekommer med ett innehav som överstiger 0 procent.



Analysen visar genomgående negativa korrelationer mellan dessa ägarkategorier:

- Institutioner kontra publika ägare: cirka minus 0,46
- Institutioner kontra VC/PE: cirka minus 0,16
- Publika bolag kontra VC/PE: cirka minus 0,59
- Insiders kontra publikt ägande: cirka minus 0,42

Detta innebär att bolag typiskt organiseras kring en dominerande ägarlogik, institutionellt dominerade, VC/PE-dominerade, insider- och småägar-dominerade eller ägda via privata holding- och industribolag snarare än att alla ägartyper samsas i större poster.

Ägarstruktur inför och efter IPO är ett strategiskt vägval. Försök att samtidigt tilltala alla investerartyper är ovanliga och sällan framgångsrika. Mer realistiskt är att bolag väljer en primär "ägarmodell" och optimerar styrning, kommunikation och kapitalstruktur utifrån den.

Institutionella investerare

Institutionella investerare förekommer i en klar majoritet av bolagen, men ägarandelen varierar kraftigt. Sambandet mellan institutionell ägarandel och utfall framstår som icke-linjärt i det studerade urvalet:

- Vid låga nivåer (cirka 10-20 procent) är avkastningen efter IPO-året negativ, cirka minus 5 procent och volatiliteten hög, cirka 83 procent.
- Vid medelhöga nivåer (cirka 20-50 procent) förbättras bilden marginellt, med ungefärligt samma avkastning som ovan, cirka minus 8 procent och en lägre volatilitet på cirka 60 procent, men utfallen är fortfarande svaga.
- Först vid mycket höga institutionella nivåer, över 50 procent, vänder mönstret tydligt, med en genomsnittlig positiv avkastning på omkring plus 46 procent och klart lägre volatilitet, cirka 39 procent.

Mönstret framträder tydligast bland bolag på Nasdaq Stockholms huvudlista, där andelen med dominerande institutionellt ägande är högre. Givet det begränsade antalet bolag i denna kategori bör resultatet dock tolkas med försiktighet.

Höga nivåer av institutionellt ägande samvarierar med bättre kursutveckling och lägre volatilitet, men först när institutionerna är dominerande ägare. Låga och medelhöga nivåer ger inte samma effekt. I urvalet samvarierar höga institutionella ägarandelar med bättre historisk kursutveckling, vilket är förenligt med högre grad av governance-mognad och kapitaldisciplin.

*Eftersom förekomsten av denna ägarkategori är mycket begränsad saknas tillräckligt statistiskt underlag för att genomföra en meningsfull analys av avkastning och volatilitet. Antalet bolag i urvalet blir för litet för att möjliggöra robusta eller statistiskt signifikanta slutsatser.

Ägarstruktur (2/3)

Vem som äger är minst lika viktigt som vad som säljs

VC- och PE-ägande

VC- och PE-ägande över 5 procent förekommer i ungefär en femtedel av bolagen, baserat på de som är noterade fram till sista december 2025. Fördelningen visar att blandat PE/VC-ägande är vanligast, att renodlade VC-case är fler än renodlade PE-case och att andelen bolag med betydande PE/VC-ägande ökar över tiden och kulminerar 2025. Detta delvis eftersom många finansiella ägare ännu inte gjort större nedförsäljningar efter IPO. Detta avser observerad ägarbild per utgången av 2025.

Effekten på avkastning är nyanserad:

Vid 10-20 procent VC/PE-ägande är utfallet svagt negativt, avkastning cirka minus 1 procent och volatilitet på cirka 51 procent.

Vid 20-50 procent VC/PE-ägande förbättras bilden och denna grupp uppvisar den bästa genomsnittliga eftermarknadsavkastningen, omkring plus 13 procent, med en volatilitet kring 53 procent.

När VC/PE-ägandet överstiger 50 procent uppvisar bolagen i genomsnitt svagare eftermarknadsutveckling, med avkastning omkring minus 24 procent och högre volatilitet, cirka 64 procent.

På First North, där en stor andel av bolagen med VC/PE-ägande återfinns, tenderar högre finansiella ägarandelar att samvariera med svagare kursutveckling efter IPO. Givet det begränsade antalet bolag i de högsta ägandekategorierna bör resultatet dock tolkas med försiktighet.

Kapitalmarknaden föredrar en balanserad VC/PE-närvaro stark nog för att bidra med kapital, kompetens och governance, men inte så dominerande att bolaget uppfattas som ett ofullgånget exitcase där IPO:n primärt är en delrealisering. I urvalet samvarierar en balanserad VC/PE-närvaro (cirka 20-50 procent) med starkast genomsnittlig profil.

Av de 52 bolag med PE- eller VC-ägande över 5 procent utgör bolag vars ägare har ett kombinerat VC- och PE-fokus den största gruppen, följt av renodlade VC-aktörer och därefter renodlade PE-ägare.

Fördelningen speglar hur många tillväxtbolag tar in flera typer av riskkapital före notering och därmed får en ägarstruktur som i högre grad präglas av expansionslogik än av traditionellt buyout-ägande. PE-ägandet når sin topp i 2025 års kohort, främst för att flera av dessa bolag ännu inte har genomfört någon större nedförsäljning efter noteringen. Det innebär att de fortfarande befinner sig i en pre-exit-fas där huvudägarna sitter kvar med betydande poster. Sammantaget visar detta att 2025 skiljer sig från tidigare år genom att representera en tidig ägarfas snarare än en avslutad kapitalrotation.

Insiderägande

Insiders, såsom ledning och grundare, finns i majoriteten av bolagen. Avkastningsprofilen är dock genomgående svag:

- Vid 10-20 procent insiderägande är eftermarknadsavkastningen negativ, cirka minus 14 procent och volatiliteten hög, cirka 75 procent.
- Vid 20-50 procent insiderägande förbättras avkastningen till nära noll, cirka minus 1 procent, men volatiliteten är fortsatt hög, cirka 75 procent.
- Vid över 50 procent insiderägande försämras avkastningen åter till cirka minus 7 procent och volatiliteten stiger ytterligare, cirka 94 procent.

Detta är förenligt med effekter kopplade till lägre free float och begränsad likviditet. Högt insiderägande minskar det fria utbudet av aktier, vilket kan skapa illikvid handel, stora rörelser och svårigheter för institutioner att bygga positioner.

Alignment mellan insiders och externa ägare uppskattas, men hög kontroll och låg free float minskar attraktiviteten. Hög insiderandel utan tydlig institutionell närvaro samvarierar med svagare genomsnittlig kursutveckling och högre volatilitet, särskilt på mindre listor.

**Observerad ägarstruktur per utgången av 2025. Resultaten avser samband och ska inte tolkas som kausala effekter vid noteringstillfället.*

Ägarstruktur (3/3)

Vem som äger är minst lika viktigt som vad som säljs

Ägande via privata och onoterade bolag

I en stor andel av bolagen förekommer betydande ägande via privata och onoterade holding- och industribolag. Effekten på avkastningen är genomgående svagt:

Vid 10-20 procent privat bolagsägande är eftermarknadsavkastningen tydligt negativ, cirka minus 13 procent och volatiliteten hög, cirka 75 procent.

Vid 20-50 procent förbättras utfallet något, med en snittlig avkastning på cirka minus 2 procent, och volatilitet på cirka 77 procent, men förblir svagt.

Vid över 50 procent privat bolagsägande uppvisar bolagen i genomsnitt svagare kursutveckling, cirka minus 20 procent, samtidigt som volatiliteten visserligen sjunker något till cirka 69 procent, men ligger kvar på höga nivåer.

Särskilt på Spotlight och NGM Nordic SME tenderar bolag med dominerande privat bolagsägande att uppvisa svagare genomsnittlig eftermarknadsutveckling. Givet det begränsade antalet bolag i denna kategori bör resultatet tolkas med försiktighet.

Begränsad transparens på ägarnivå, kort rapporteringshistorik och mindre utvecklad kapitalmarknadsstrategi ökar kapitalkostnaden vid notering. I analysen samvarierar ägarstrukturer med hög andel privat eller onoterat ägande med svagare genomsnittlig eftermarknadsutveckling. Detta kan indikera att investerare i högre grad diskonterar strukturer med begränsad transparens eller mindre etablerad kapitalmarknadsprofil.

Ägande via publika bolag

I flera bolag förekommer betydande ägande från publika, noterade koncerner. Effekten på avkastningen följer ett tydligt mönster:

- Vid 10-20 procent ägarandel från publika bolag är eftermarknadsavkastningen tydligt negativ i genomsnitt, cirka minus 37 procent, med en volatilitet på cirka 55 procent.
- Vid 20-50 procent kvarstår de negativa utfallen, men är lägre, cirka minus 20 procent och kvarstående hög volatilitet om cirka 57 procent.
- Vid över 50 procent ägarandel från publika, noterade bolag förbättras den genomsnittliga avkastningen marginellt, cirka 3 procent, samtidigt som volatiliteten faller till cirka 44 procent. Antalet bolag i denna kategori är dock mycket begränsat, varför utfallet inte bör tolkas som ett stabilt mönster.

I urvalet samvarierar lägre andelar publikt ägande med högre volatilitet och svagare genomsnittlig avkastning, medan högre andelar uppvisar en mer stabil profil. Givet de små populationerna bör detta dock inte tolkas som en kausal effekt. Mindre ägarposter samvarierar i analysen med högre volatilitet och svagare genomsnittlig avkastning. Utfallet indikerar en mindre stabil ägarbild ur ett kapitalmarknadsperspektiv.

Ägande via publika investerare

I flera bolag utgörs en betydande del av ägarbasen av Public & Other, det vill säga en blandning av publika investerare, allmänhet och övriga juridiska personer. Denna ägarkategori uppvisar genomgående svaga utfall efter notering:

Vid 10-20 procent ägarandel är eftermarknadsavkastningen negativ, cirka minus 21 procent och en hög volatilitet på cirka 63 procent.

Vid 20-50 procent kvarstår den negativa avkastningen på lägre nivåer, men fortsatt negativa, på cirka minus 9 procent, samt en volatilitet på cirka 65 procent.

Vid över 50 procent ägarandel försämras avkastningen markant, till cirka minus 34 procent, och volatiliteten stiger kraftigt, till cirka 99 procent.

Till skillnad från institutionella investerare eller renodlade publika bolag saknar denna ägarkategori ofta en tydlig strategisk styrning eller kapitalmarknadsprofil. Ägarbilderna är i genomsnitt mer fragmenterad och samvarierar med högre volatilitet. I urvalet sammanfaller en mer fragmenterad ägarbild med högre volatilitet.

Sammantaget är Public & Other den ägarkategori som i analysen uppvisar svagast genomsnittlig eftermarknadsavkastning och genomgående hög volatilitet. Något tydligt stabiliserande mönster kan inte observeras inom denna kategori.

**Observerad ägarstruktur per utgången av 2025. Resultaten avser samband och ska inte tolkas som kausala effekter vid noteringstillfället.*

Sektorprofil (1/2)

Koncentration mot skalbara och reglerade affärsmodeller

Fördelning per sektor

Fördelningen av IPO:er per sektor visar en tydlig koncentration mot fem huvudområden:

- IT: ungefär 20 procent av alla IPO:er
- Finans: cirka 15 procent
- Medicin och life science: cirka 15 procent
- Industri: drygt 10 procent
- Fastigheter: drygt 9 procent

Tillsammans står dessa fem sektorer för merparten av noteringarna. Övriga sektorer till exempel energi, tjänster, detaljhandel, media, telekom, livsmedel, hälsa, utbildning, mode och resor är representerade men utgör vardera endast en liten del av det totala flödet. Mönstret bekräftar att den svenska IPO-marknaden är strukturellt sektorkoncentrerad: kapitalmarknaden prioriterar skalbara teknologi- och finansnära verksamheter, reglerade intäktströmmar och tillgångsbaserade affärsmodeller, medan mer cykliska, konsumentberoende eller nischade branscher når börsen betydligt mer sporadiskt.

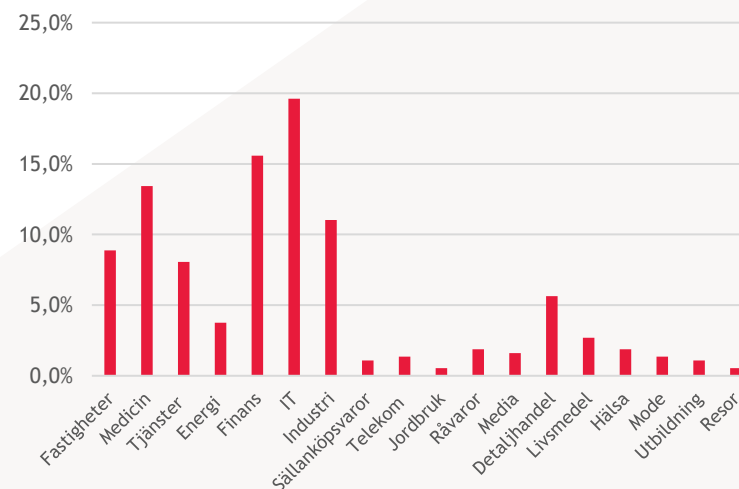
IPO-flödet under perioden är tydligt koncentrerat till skalbara, teknologi- och finansnära affärsmodeller samt sektorer med reglerade eller tillgångsbaserade intäktströmmar. Mer cykliska eller konsumentnära branscher förekommer mer sporadiskt i noteringsstatistiken.

Sektorutfall efter notering

Utfallet per sektor följer i stort riskprofilen:

Medicin och life science uppvisar hög volatilitet och i genomsnitt svag eftermarknadsutveckling, med en medelavkastning omkring minus 60 procent från IPO till slutet av 2025, och en volatilitet omkring 94 procent. Utfallet är starkt påverkat av kohorter noterade 2020-2021 samt en hög andel mindre tillväxtbolag. IT/teknik uppvisar stor spridning med både tydliga kursvinnare och bolag som fallit kraftigt efter initial hype särskilt bland mindre bolag på tillväxtlistor, genom en snittlig avkastning på minus 3 procent och en volatilitet på cirka 99 procent.

Genomsnittlig andel IPO:er per sektor (2019-2025)



Finans och industri uppvisar jämnare och mindre negativa snittutfall, ofta med lägre volatilitet, cirka 76 procent, men fortfarande negativ avkastning på cirka minus 6 procent. Fastighetsbolag noterade under lågräntemiljön 2019-2021 uppvisade initialt god utveckling, men kohorten sammanföll med ränteuppgången från 2022, vilket sammanfaller med pressade värderingar i sektorn, vilket resulterade i snittavkastning om cirka minus 30 procent och snittvolatilitet om cirka 46 procent, under perioden 2019-2025.

Kombinationen av sektor, listval och ägarstruktur förstärker ofta den underliggande riskprofilen. Resultaten indikerar att sektor, listval och ägarstruktur samvarierar med varandra och tillsammans förstärker den observerade riskprofilen. Mindre bolag inom medicin och IT på tillväxtlistor uppvisar exempelvis högre volatilitet än större industribolag noterade på Nasdaq Stockholm.

Sektorprofil (2/2)

Avnoteringar - omfattning och orsaker

Avnoteringar under åren

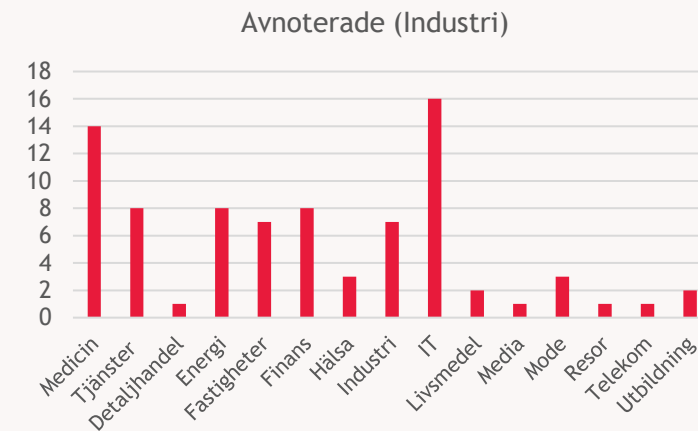
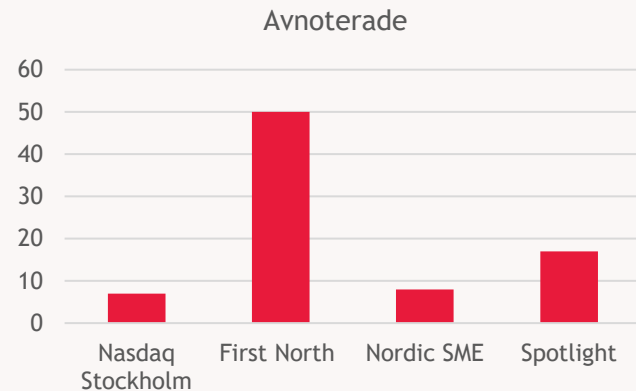
Avnoteringarna under perioden fördelar sig tydligt mellan handelsplatser. Tillväxt- och mikrokaplistor står för merparten av avnoteringarna, medan Nasdaq Stockholms huvudlista uppvisar begränsad utslagning. Detta ligger i linje med skillnader i bolagsstorlek, kapitalstruktur och finansieringsberoende.

I 2021-kohorten framträder särskilt tydliga mönster. Av 94 bolag noterade på Nasdaq First North under rekordåret 2021 har 26 bolag (cirka 28 procent) avnoterats per utgången av 2025. Av dessa utgör konkurser och frivilliga likvidationer cirka 13 procent av hela kohorten. Detta indikerar en tydlig känslighet i småbolagssegmentet när kapitalmarknadens villkor förändras.

Orsakerna bakom avnoteringarna varierar, men vissa mönster framträder tydligt. Konkurs är den vanligaste identifierade avvecklingsorsaken med totalt 25 fall under perioden. Uppköp utgör den näst största kategorin bland de avnoteringar där en tydlig orsak framgår av offentlig information. Därefter följer frivillig likvidation och olika former av strukturaffärer. En betydande andel av avnoteringarna saknar dock specificerad orsak i tillgängligt material, vilket innebär att den fullständiga fördelningen bör tolkas med viss försiktighet. Sammantaget indikerar fördelningen att både finansiell svaghet och strategiska ägarförändringar varit återkommande inslag i de avnoteringar där orsak kunnat identifieras.

Avnoteringar baserat på sektor

Sektorspecifika skillnader är tydliga. IT och medicin står för en relativt stor andel av avnoteringarna, särskilt inom 2021-kohorten där cirka 26 procent av bolagen inom dessa sektorer inte längre är noterade. Inom medicin dominerar konkurser som avnoteringsorsak, medan IT uppvisar en mer blandad fördelning mellan konkurser och strukturaffärer. Mönstret sammanfaller med sektorer som präglats av hög kapitalintensitet, binära utvecklingsutfall och starkt beroende av extern finansiering. Avnoteringsrisken samvarierar därför i hög grad med kapitalbehov och marknadssentiment snarare än enbart operativ prestation.



IPO-marknaden som del av det finansiella systemet

IPO-marknaden i ett bredare kapitalflödesperspektiv

Den svenska IPO-marknaden kan inte ses isolerat från övriga kapitalflöden. Ökade investeringar från private equity och venture capital i Sverige under perioden, tillsammans med hög IPO-aktivitet, har sammanfallit med ett betydande bidrag till ekonomi och sysselsättning.

Studier indikerar att:

PE-investeringar i Sverige ökade med omkring 30 procent under femårsperioden fram till och med 2024.

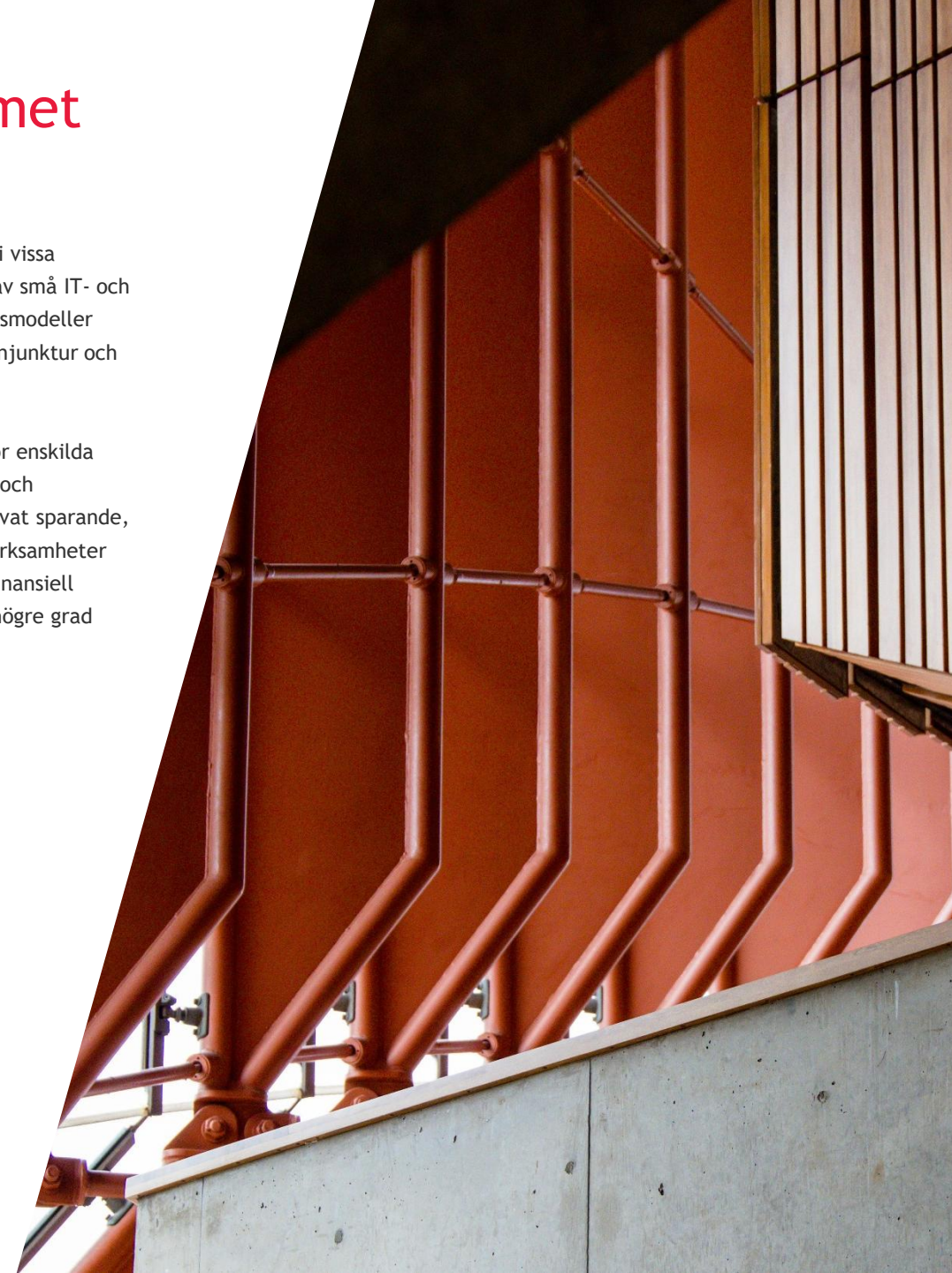
VC-investeringar ökade under vissa enskilda år i perioden med över 50 procent jämfört med föregående år.

PE- och VC-ägda bolag beräknas sammantaget stå för en betydande andel av svensk BNP, upp till cirka 5 procent när direkta och indirekta effekter inkluderas..1

IPO:er är en viktig del av denna kedja. De erbjuder en exitkanal för tidiga ägare, en plattform för fortsatt kapitalanskaffning och en möjlighet för en bred publik ägarkrets att delta i tillväxtresan.

Samtidigt visar analysen av avnoteringar att risknivån i vissa segment är hög: en stor del av avnoteringarna utgörs av små IT- och medicinbolag på tillväxt- och mikrokaplistor, där affärsmodeller ofta är binära och finansieringsfönstret känsligt för konjunktur och ränteregim.

IPO-marknaden är inte bara ett finansieringsverktyg för enskilda bolag, utan en central mekanism för kapitalallokering och strukturell omvandling i ekonomin. Den kanaliserar privat sparande, institutionellt kapital och riskkapital till produktiva verksamheter men sammanfaller också med att bolag med svagare finansiell motståndskraft eller mindre robusta affärsmodeller i högre grad lämnat marknaden under perioden.



Strukturella drivkrafter bakom utfallet

IPO-marknaden i ett bredare kapitalflödesperspektiv

Den svenska IPO-marknaden 2019-2025 präglades av tydliga cykler, från rekordhög aktivitet 2021 till ett i praktiken stängt fönster 2022-2023, följt av en selektiv återhämtning. Utfallet för investerare samvarierar tydligt med makromiljö, listval och ägarstruktur. Analysen indikerar att utfallet för investerare i stor utsträckning samvarierar med:

när bolaget noterades (vilken makro- och ränteregim som rådde), var det noterades (huvudlista, tillväxtlista eller mikrokaplista), och ägarbasens sammansättning (balansen mellan institutioner, VC/PE, insiders, privata bolag och publikt ägande).

I urvalet samvarierar en tydlig långsiktig strategi för kapitalstruktur, ägarbas och kommunikation med mer stabil utveckling över tid, jämfört med fall där noteringen primärt framstår som ett kapitalanskaffningstillfälle.

I materialet återfinns mer stabil utveckling oftare i bolag med: genomtänkt val av handelsplats, en balanserad ägarbas med tydlig strategi för free float och likviditet samt, transparent och konsekvent kommunikation kring värdering, lönsamhet och styrning.

Den svenska marknaden kännetecknas av hög aktieägaraktivitet, djup investerarbas och ett flexibelt listningsklimat, vilket bidrar till att Sverige framstår som en av de mer aktiva IPO-marknaderna i Norden.

I denna miljö blir datadrivna analyser av detta slag ett viktigt komplement till marketens magkänsla. Analysen indikerar att utfallet i högre grad samvarierar med strukturella faktorer såsom timing i konjunkturcykeln, val av handelsplats och ägarbasens sammansättning, än med det generella noteringstempot i sig.





Martin Tidesten
Head of Risk Advisory Services
Tel.: +46761053681
martin.tidesten@bdo.se

Wiktor Granat
Associate, Risk Advisory Services
Tel.: +46761106380
wiktor.granat@bdo.se

www.bdo.se

