

Børsmodning – sådan bliver du klar til børsen





En proces, der gavner jeres virksomhed – uanset hvad den ender med

Ved børsmodning mener vi:

Den proces og de aktiviteter, der gennemføres for at forberede og klargøre virksomheden til børsnotering og fremtiden som børsnoteret selskab.

En succesfuld børsnotering kræver grundig planlægning og et stort forarbejde – ofte over flere år. Målet med børsmodningsprocessen er at sikre, at virksomheden på alle områder er optimeret og klar til en succesfuld børsnotering – kort sagt: at sikre, at investorer vil vurdere, at det er attraktivt at købe aktier i virksomheden, den dag I går på børsen.

Inden børsmodningen sættes i gang, er en virksomheds ejere ofte usikre på, om en børsnotering eller alternativt et salg af virksomheden er den rigtige løsning. Og da der næsten altid vil være flere mulige scenarier, er det vigtigt at

arbejdet tilrettelægges omhyggeligt, så alle muligheder optimeres og holdes åbne. På den måde vil ledelsen opleve, at børsmodningen medvirker til at skabe bedre forståelse for de forskellige processer i og omkring virksomheden, og som en yderligere fordel bliver kvaliteten af forretningsprocedurer, -strukturer, dokumentationsgrundlag m.v. løftet til et højere niveau.

Resultatet er, at virksomheden bliver gjort mere transparent, effektiv og optimalt forberedt til et salg, uanset om det sker via en børsnotering eller ved salg til en industriel køber eller kapitalfond.

Børsmodning

Indledende overvejelser

- Fordele og ulemper
- Alternativer
- Vurdering af borsegnethed
- Klargøre virksomheden
- Timing
- Omkostninger.

1-3 år

Børsnoteringsprocessen

Opstart

- Udpege team
- Få godkendt tids- og arbejdsplan
- Styre arbejdsgruppe
- Vælge noteringssted.

1-2 måneder

Forberedelse

- Prospekt
- Brochure
- Udbudsstørrelse
- Udbudsform
- Generalforsamlings godkendelse af kapitalforhøjelse
- Markedsføring.

3-4 måneder

Gennemførelse

- Offentliggørelse af prospekt
- Annoncering
- Investormøder
- Kursfastsættelse
- Tildeling
- Afregning.

Ca. 1 måned

Efter børsnotering

Efter introduktion

- Greenshoe-option (ekstraudbud)
- Investor relations
- Oplysningsforpligtelser.

Mange ting afgør, om en virksomhed kan børsnoteres

Faktorer, som er afgørende for, hvordan investorer vil vurdere virksomheden i forbindelse med en børsnotering:

Eksterne forhold:

- Virksomhedens position på markedet (konkurrencekraft)
- Udviklingspotentiale på det/de markeder, virksomheden arbejder på:
 - Gennem organisk vækst
 - Gennem opkøb/konsolidering
- Afhængighed af enkelte leverandører/kunder.

Interne forhold:

- Strategi og ledelseskapacitet
- Selskabsstruktur
- Udvikling i aktivitet, indtjening og likviditet
- Afhængighed af nøglepersoner
- Kvalitet af interne styringsværktøjer og dokumentation.

I det følgende fokuseres på faktorer, som er afgørende for, om en virksomhed kan siges at have børspotentialer. Baseret på et benchmark af virksomhedens aktuelle situation holdt op mod disse faktorer udarbejdes en plan for, hvordan og hvor hurtigt virksomheden kan blive bragt op på et niveau, hvor den er børsmoden.

Mange andre forhold – f.eks. selskabets størrelse, det forventede market-cap, det forventede marked for selskabets aktier m.m. – påvirker også selskabets muligheder for en succesfuld børsnotering.

Børsmodning skaber fælles forståelse og fodslag i virksomhedens ledelse





Børsintroduktionsprocessen – tidsforløb og ressourcer

Som vist i figuren nedenfor strækker en børsmodning sig typisk over en periode på 1-3 år afhængig af virksomhedens udgangspunkt.

Børsmodning

Indledende overvejelser

- Fordele og ulemper
- Alternativer
- Vurdering af børsegnethed
- Klargøre virksomheden
- Timing
- Omkostninger.

1-3 år

I denne periode skal I udføre en række projekter for at optimere virksomheden og skabe et stærkt fundament for en succesfuld børsintroduktion. Projekterne kan normalt udføres af virksomhedens eksisterende medarbejdere ved siden af deres aktuelle daglige gøremål.

Når alt forarbejdet er gjort, tager arbejdet med selve børsintroduktionen kun ca. et halvt år – til gengæld kan belastningen på virksomhedens nøglemedarbejdere og ledelse i denne pressede periode være så stor, at det er sund for-

nuft at ansætte eller udpege en person med særligt ansvar for processen op til og lige efter børsnoteringen. På denne måde får ledelse og nøglemedarbejdere ro til at fokusere på videreudvikling af forretningen.

Også virksomhedens eksterne rådgivere som revisor, advokat, bank og kommunikationsrådgiver/bureau bør vurderes nøje for at sikre, at de har den ekspertise, der er nødvendig i både børsmodningsprocessen og i forbindelse med børsintroduktionen. Rådgivernes kvalitet er afgørende for en god proces, hvor virksomheden får professionel sparring på de områder, hvor den ikke selv har tilstrækkelig ekspertise.

En stor og spændende proces, der strækker sig over 1-3 år

Eksterne forhold påvirker også børsmodningen

Virksomhedens position på markedet (konkurrencekraft)

Det er vigtigt at få analyseret virksomhedens styrker og svagheder og kunne beskrive dens position i forhold til de væsentligste konkurrenter. Det kan være en ganske tidskrævende proces, men den er altid udbytterig. At få beskrevet forhold – også dem, som man mener at have styr på og ikke tænker over i hverdagen – på en klar og forståelig måde kræver tit gode interne diskussioner, som giver ledelsen en bedre fælles forståelse for virksomhedens reelle styrkeposition på markedet.

Hvor står virksomheden i dag – og hvor kan den hente vækst?



Kan få, vigtige kunder og leverandører spænde ben for virksomhedens succes?

Baseret på en grundig konkurrent-analyse skal virksomheden have klarhed over bl.a.:

- Hvad er virksomhedens eksistensberettigelse? Hvilken værdi tilfører virksomhedens produkter/services kunderne, og hvilke parametre er afgørende for, at kunderne føler, at de får værdi ud af virksomhedens produkter (pris, kvalitet, design, service osv.)? Omfattende kunde-analyser/behovsanalyser er vigtige elementer i besvarelsen af disse spørgsmål.
- Hvordan er virksomhedens performance i relation til ovennævnte parametre sammenlignet med konkurrenterne?
- Trues virksomheden af indtrængende konkurrenter, eller er virksomheden beskyttet af høje indtrængningsbarrierer?
- Kan virksomhedens produkter og serviceydelser eftergøres af andre, eller er de beskyttet af patenter og varemærker?
- Er der mulighed for at udvide virksomhedens produkter eller serviceydelser til andre brancher og/eller internationalt?

Markedets udviklingspotentiale

For at vurdere virksomhedens vækstpotentiale må man analysere og beskrive det marked, virksomheden arbejder på. Leverer virksomheden produkter/serviceydelser til et marked med vækstpotentiale mange år ud i fremtiden, eller forventer man stagnation/fald?

Hvis virksomheden sælger produkter/services på markeder med befolkningsvækst, stigende velfærd, positive trends o.l., er der et dokumenteret grundlag for vækst – både organisk og gennem opkøb af andre virksomheder.

Hvis den underliggende markedstrend derimod er neutral eller negativ, vil fremtidig vækst primært skulle skabes gennem forøgelse af markedsandele, indtrængning på nye geografiske markeder eller opkøb af andre virksomheder.

Den mest afgørende faktor ved værdiansættelsen af en virksomhed er det vurderede sandsynlige vækstpotentiale på langt sigt. Derfor er beskrivelsen af vækstpotentialet – og hvordan virksomheden planlægger at udnytte det – et helt afgørende afsnit af et børsprospekt, for her informerer virksomheden kommende investorer om, hvordan de

finansielle midler, der tilvejebringes ved børsnoteringen, skal sikre en fremtidig bæredygtig vækst.

I dette afsnit er det også vigtigt, at virksomheden formår at beskrive, hvordan konjunkturer (og evt. sæson) påvirker selskabets aktivitetsniveau og indtjening.

Afhængighed af enkelte leverandører/kunder

Hvis virksomheden er meget afhængig af relativt få leverandører eller få store kunder, udgør det i investorøjne en risiko for den fremtidige indtjening. For hvis en leverandør eller kunde falder fra – eller hvis afhængigheden skaber øget pres på indkøbs-/salgspriser – vil det i en investors øjne trække virksomhedens værdi ned.

Så hvis virksomheden er i et “afhængighedsforhold”, skal dette beskrives i prospektet sammen med virksomhedens planer for at håndtere og minimere risici – f.eks. i form af langtidskontrakter, som giver virksomheden god tid til at handle i tilfælde af opsigelse. En beskrivelse af, hvordan virksomheden har håndteret – og fremover vil håndtere – sådanne situationer, giver investorer et afbalanceret billede af risikoen.



Interne forhold

Strategi og ledelseskapacitet

Det er altafgørende for en succesfuld børsnotering, at virksomheden har en klar strategi kombineret med en stærk ledelse.

Jo mere afklaret virksomheden er om sin mission og vision – evnen til at dække kundernes ønsker og behov – og jo bedre en virksomhed kan beskrive, hvordan den differentierer sig fra konkurrenter, desto tydeligere vil investorerne kunne se dens styrker. Og når ledelsen har en fælles forståelse for disse forhold, er det nemt at lægge og kommunikere klare planer for, hvordan konkurrencekraften kan forbedres og fastholdes.

Ledelsens handlekraft (dokumenteret gennem virksomhedens udvikling over

de seneste år) er et vigtigt element i investorers vurdering af en virksomhed og tilliden til, at de præsenterede planer kan realiseres. De enkelte medlemmer af ledelsen vil desuden blive vurderet i forhold til deres evne til at kommunikere ved investorpræsentationer samt håndtere pressen og offentligheden.

Derfor er det vigtigt at evt. "generations-skifter" i ledelsen og nødvendige forstærkninger af direktion og bestyrelse foretages i god tid før børsintroduktionen. Hvis en virksomhed vælger nye bestyrelsesmedlemmer eller skifter direktion lige før en børsintroduktion, bliver vurderingen af ledelsen baseret på investorernes subjektive vurderinger, fordi ledelsen endnu ikke har dokumenteret evnen til at præstere i den konkrete virksomhed.

Jo enklere, jo bedre
– uoverskuelige
virksomheder har
sværere ved at opnå
investorernes tillid

Selskabsstruktur

Ofte er en virksomheds/koncerns interne struktur et resultat af en evolutionær udvikling – begrundet af skattemæssige hensyn eller som resultat af historiske begivenheder.

I forbindelse med en børsnotering bør selskabs-/koncernstrukturen optimeres, så den understøtter den lagte strategi og er skattemæssigt effektiv. Dette betyder, at koncernstrukturen bør være tydelig og let at forklare, og ting som f.eks. ”crossholdings”, holdingselskaber i skattelylande, K/S’er og I/S’er bør undgås, fordi de slører billedet af koncernen.

Tilpasninger af en koncernstruktur, herunder evt. frasalg af ikke-strategiske aktiviteter, kræver planlægning, så transaktionerne kan optimeres økonomisk og skattemæssigt. Derfor bør ændringer iværksættes i god tid – gerne 2-3 år! – før en planlagt børsnotering. Det kræves nemlig, at børsprospekter

præsenterer virksomhedens/koncernens regnskabstal de seneste 3 år. Hvis der sker væsentlige ændringer umiddelbart før børsintroduktionen, skal der redegøres for det med såkaldte ”proforma-regnskaber” i prospektet, hvilket igen kan gøre det svært at kommunikere virksomhedens økonomi klart og utvetydigt.

Udvikling i aktivitet, indtjening og likviditet

I forbindelse med et salg eller en børsnotering vil værdiansættelsen af en virksomhed altid tage udgangspunkt i forventninger til dens indtjening og evne til at generere overskud.

Udgangspunktet for investorernes vurdering af prognoser for indtjening og likviditet er en vurdering af virksomhedens historiske performance. Derfor er det vigtigt at kunne præsentere virksomhedens historiske indtjening og evne til at generere positivt cash-flow – og at kunne beskrive kvaliteten af indtjeningen – for værdiansættelsen af



Det handler om mennesker – og det gør nogle virksomheder sårbare



virksomheden fokuserer altid på dens kerneforretninger. Engangsindtjening på grund af f.eks. frasalg af aktiviteter eller fast ejendom tillægger investorer ikke særlig værdi ved en børsintroduktion.

Andre forhold, som påvirker virksomhedens indtjening og likviditet og kan medføre større udsving i regnskabstallene, bør også beskrives og forklares i et børsprospekt. Det kan handle om udsving i valutakurser, råvare- og energipriser og andre eksterne påvirkninger, som virksomheden ikke har mulighed for selv at påvirke.

Når der udarbejdes et børsprospekt, kræves det, at der anvendes Internationale Regnskabsstandarder – såkaldte IFRS'er – så virksomhedens regnskabstal ikke er påvirket af ændringer i eller særlige varianter af anvendt regnskabspraksis. Dermed er sammenligningsgrundlaget med andre børsnoterede virksomheder på plads.

Afhængighed af nøglepersoner

En række succesfulde virksomheder er direkte forbundet med den oprindelige stifter eller hovedaktionær eller en meget synlig administrerende direktør. Ofte personer med betydelig karisma, som nyder stor respekt i forretningsverdenen. Selv hvis virksomheden har etableret interne strukturer og ledelsessystemer, kan den være særdeles afhængig af sådanne enkeltpersoner.

I andre virksomheder er det enkeltmedlemmer af ledelsen eller såkaldte nøglemedarbejdere – f.eks. eksperter i udviklingsafdelingen, produktionsdirektøren eller salgsdirektøren – der er afgørende for virksomhedens succes på kort og mellemlangt sigt.

I forbindelse med børsmodningen bør virksomheden identificere de personer, der er afgørende for dens fortsatte succes. Dernæst bør virksomheden arbejde på at reducere afhængigheden af dem og/eller knytte dem tættere til virksomheden via f.eks. ansættelsesvilkår og incentiveordninger, som gør det attraktivt at blive – også efter en børsnotering.

Kvalitet af interne styringsværktøjer og dokumentation

”Virksomheden skal i god tid før optagelsen til handel etablere og opretholde hensigtsmæssige procedurer, kontroller og systemer, herunder systemer og procedurer for regnskabsaflæggelse for at kunne opfylde sine oplysningsforpligtelser og give markedet rettidige, pålidelige, og ajourførte oplysninger, som påkrævet af børsen.” Dette krav fremgår af regler for udstedere på NasdaqOMX og betyder kort sagt, at virksomhedens procedurer, kontroller og systemer skal være gennemtestet, så alt fungerer tilfredsstillende, når den børsnoteres.

Ud over at virksomheden skal have kendskab til børsens regler for udstedere og oplysningsforpligtelser, skal virksomheden have sikret, at regnskabs-

funktionen er kompetent bemanded, og at der er etableret forretningsgange og procedurer, der kan sikre et flow af de nødvendige data og meddelelser til børsen. Desuden kræves etablering af procedurer, som sikrer, at børsens krav om håndtering af fortrolig information og insiderregler kan overholdes.

En børsnotering betyder samtidig øgede krav til formel dokumentation af bl.a. interne forhold og forretningsgange. Alle aftaler – herunder aktionæraftaler, ansættelsesaftaler og samhandelsaftaler – skal være skriftligt dokumenteret, og i forbindelse med udarbejdelse af et børsprospekt skal alle oplysninger verificeres juridisk og økonomisk. Denne proces kan blive meget krævende og langvarig, hvis ikke den skriftlige dokumentation er på plads i god tid inden børsnoteringen.





PricewaterhouseCoopers

PricewaterhouseCoopers er revisor og rådgiver for en meget stor del af de børsnoterede virksomheder både herhjemme og i udlandet. Det giver os en enorm erfaring, som I får gavn af under en børsmodning, børsintroduktion og fremtiden som børsnoteret virksomhed. Vi tilbyder rådgivning inden for bl.a. følgende områder og opgaver vedrørende kapitalmarkedet og børsnotering:

- Finansiell gennemgang af virksomhed og vurdering af børssegnethed
- Udarbejdelse og gennemførelse af handlingsplan for børsmodning
- Betingelser for børsnotering og børsnoteringsprocessen
- Prospektkrav og proces for udarbejdelse af prospekt
- Virksomhedens interne processer og kontrolsystemer
- Oplysningsforpligtelser og krav, som skal opfyldes af børsnoterede virksomheder
- Revisionskomitéer.

PricewaterhouseCoopers' rådgivere og eksperter på disse områder er altid parate til at bistå og rådgive virksomheder, som påtænker en børsnotering.

Vores rådgivning og bistand er baseret på opdateret viden om såvel lovgivning og regler som den aktuelle praksis og best practice på konkrete områder.

Kontakt

Hvis du ønsker at høre mere om, hvordan PricewaterhouseCoopers kan hjælpe dig og din virksomhed, så kontakt:

PwC's Børsgruppe:

Jens Otto Damgaard, partner

Telefon: 3945 3410/2141 6341

E-mail: jda@pwc.dk

Allan Vestergaard Andersen, partner

Telefon: 3945 9112/2331 0212

E-mail: ava@pwc.dk

Allan Knudsen

Telefon: 3945 9255/2141 6353

E-mail: alk@pwc.dk

Martin Kromann

Telefon: 3945 9235/2141 6242

E-mail: kro@pwc.dk



