

Børsnoteret – hvad er egentlig fordele og ulemper?

Bechmann, Ken L.; Gregersen, Claus

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2016

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Bechmann, K. L., & Gregersen, C. (2016). Børsnoteret – hvad er egentlig fordele og ulemper? *Finans/Invest*, (5), 19-21.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 17. Sep. 2024



Børsnoteret – hvad er egentlig fordele og ulemper?

Ken L. Bechmann and Claus Gregersen

Journal article (Publisher's version)

Cite: Børsnoteret – hvad er egentlig fordele og ulemper?. / Bechmann, Ken L.; Gregersen, Claus. In: Finans/Invest, No. 5, 2016, p. 19-21.

Uploaded to [Research@CBS](#): October 2016

Børsnoteret – hvad er egentlig fordele og ulemper?

Der hersker generel enighed om, at et velfungerende børsmarked er vigtigt blandt andet for vækst og jobskabelse. Sperling m.fl. (2016) giver i dette nummer af *Finans/Invest* en række eksempler på, at det danske marked for børsnoteringer af specielt små og mellemstore virksomheder med fordel kunne fungere bedre, og forfatterne kommer med en række forslag til stimulering af dette marked. Den hjemlige diskussion af børsmarkedet synes dog ofte at fokusere på omkostninger og ulemper ved at være børsnoteret samt på nogle få selskaber, der ikke trives på børsen. I forhold til denne diskussion finder vi det vigtigt at være opmærksom på de mange fordele et selskab, dets ejere og ledelse potentielt kan opnå ved at være børsnoteret, hvilket er emnet for denne korte artikel.

AF FORFATTERE



Professor **Ken L. Bechmann**, Institut for Finansiering, Copenhagen Business School, CBS
E-mail: kb.fi@cbs.dk

Ken L. Bechmann er professor i finansiering ved Copenhagen Business School.



Direktør **Claus Gregersen**, Carnegie Investment Bank
E-mail: claus.gregersen@carnegie.dk

Claus Gregersen er Direktør i Carnegie Investment Bank. Endvidere er Claus Gregersen formand for Børsmæglerforeningen.

Vi takker Mathias Jensen-Vinstrup og en anonym referee for en række kommentarer til artiklen.

Diskussionen om et velfungerende børsmarked er vigtig i mange forskellige henseender, og der er bestemt en række tiltag, der vil kunne hjælpe i forhold til at gøre en børsnotering en realistisk (og attraktiv) mulighed for danske små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Vi hilser derfor forslagene om forbedringsmuligheder velkomne, jf. blandt andet Nasdaq (2014), Børsmæglerforeningen (2016), Axcelfuture (2016) og Sperling m.fl. (2016) i dette nummer af *Finans/Invest*. Disse forslag er dog primært fokuseret på forbedringsmuligheder i forhold til investorer og selve børsmarkedet. Disse forbedringer vil kun virke i meget begrænset omfang, hvis ikke der blandt ejere og ledelser i SMV'erne er en interesse og lyst til at blive børsnoteret. En vigtig forudsætning for at skabe den interesse og lyst må være en forståelse for de fordele, der potentielt kan opnås ved at være børsnoteret.

I denne artikel søger vi derfor at bringe et bidrag til diskussionen om et velfungerende børsmarked ved at beskrive en lang række af sådanne mulige fordele. Vi er klar over, at det vil være meget selskabsspecifikt, hvilke fordele der opnås, og vi prøver derfor heller ikke at vægte disse mulige fordele indbyrdes. Selv om fokus vil være på en beskrivelse af forskellige fordele, vil vi afslutningsvis også fremføre nogle af de nok mere velkendte potentielle ulemper ved at være børsnoteret.

Vi har i det følgende forsøgt at opdele de forskellige fordele

i henholdsvis finansielle, forretningsmæssige og ledelsesmæssige fordele. Vi starter med de finansielle fordele, da disse på mange punkter nok er de mest tydelige. Endvidere spiller en række af argumenterne herfra også en rolle i forhold til de resterende fordele, eftersom der er betydeligt overlap mellem flere af disse.

Finansielle fordele

Rejsning af ny egenkapital

En børsnotering giver naturligvis mulighed for at rejse ny egenkapital og/eller sælge en del af den eksisterende egenkapital til nye ejere. Dette er generelt meget tydeligt i forbindelse med selve børsnoteringen, men det er vigtigt, at når først et selskab er børsnoteret, opnås muligheden for senere ganske hurtigt og typisk med relativt begrænsede omkostninger at udstede ny egenkapital. Udstedelse af ny egenkapital kan her have en række forskellige årsager lige fra finansiering af vækst og opkøb af konkurrenter til justeringer af kapitalstrukturen i forbindelse med enten en krise i selskabet eller en mere generel finanskriser. Til illustration af vigtigheden af denne mulighed kan det nævnes, at Sibbern (2015) viser, at relativt mange børsnoterede selskaber ofte anvender denne mulighed. Således svinger antallet af selskaber, der rejser yderligere kapital, mellem 22 og 59 i årene 2003 til 2014. Endvidere viser Sibbern (2015), at børsmarkedet var ganske velfungerende henover finanskrisen, hvor 43 og 35 selskaber samlet rejste henholdsvis 38 og 31 mia. kr. i ny egenkapital i henholdsvis 2008 og 2009.

For vækstvirksomheder er det specielt vigtigt, at børsnoteringen både tilvejebringer kapital til brug for nærtliggende investeringer og giver mulighed for nyudstedelser af aktier til brug for fremtidige investeringer, f.eks. opkøb af andre virksomheder. Her vil en børsnotering tilføre en ny "valuta" til sådanne opkøb, da aktier vil kunne anvendes som betaling på lige fod med kroner og øre, enten via provenuet fra en nyudstedelse forud for opkøbet eller ved direkte betaling med aktier.¹ I begge tilfælde

1. En direkte betaling med aktier kan også være en fordel, hvis der er uenighed om værdien af potentielt store synergier, der skal "deles" mellem de selskaber, der er involveret i opkøbet. I dette tilfælde vil værdiansættelsen kunne overlades til aktie-markedet.

vil sådanne formål typisk være interessevækkende rationaler blandt professionelle investorer.

Nemmere og billigere adgang til lånefinansiering

En række forskellige forhold knyttet til det at være børsnoteret kan også betyde, at selskabet får nemmere og billigere adgang til lånefinansiering – enten bankfinansiering eller for større virksomheder udstedelse af erhvervsobligationer. Udover ovennævnte adgang til ny risikovillig kapital kan følgende forhold nævnes. For det første vil det at være børsnoteret blive betragtet som et kvalitetsstempel med tilhørende reduktion i den asymmetriske information på grund af øget bevågenhed fra en lang række sider (Nasdaq, aktieanalytikere, investorer, pressen, tilsyn mv.), skrappe krav til rapportering og information til markedet mv. For det andet vil såvel markedets nuværende værdiansættelse som aktiekursens udvikling over tid være et vigtigt bidrag til kreditvurderingen af selskabet.

Reduktion i selskabets kapitalomkostninger

Udover ovennævnte mulighed for at opnå billigere adgang til lånefinansiering er der også en række forhold, der tilsiger, at afkastkravet til egenkapitalen mindskes ved en børsnotering, hvorved selskabets kapitalomkostninger mindskes yderligere. Disse forhold er blandt andet følgende:

For det første vil de ovennævnte strengere krav til rapportering og løbende information samt analyser reducere den asymmetriske information mellem selskabet og dets aktionærer.

For det andet og ganske væsentligt vil den skabte likviditet (omsætning) i selskabets aktier fjerne eller som minimum reducere den illikviditetspræmie, der må formodes at være knyttet til aktierne i et ikke-noteret selskab.

Endelig kan investorerne opnå yderligere fordele ved, at aktierne i et selskab handles på en børs, hvilket kan være med til at reducere deres afkastkrav. Dette kan gælde forhold som bedre muligheder for diversifikation og eksistensen af en løbende markedsværdi.

Udbyttepolitik

For visse selskaber og visse investorer kan aktietilbagekøb opfattes som en attraktiv måde at udlodde penge til ejerne. En børsnotering giver en meget fleksibel og billig adgang til at effektuere aktietilbagekøbsprogrammer.

Forretningsmæssige fordele

Forbedrede forretningsmuligheder

Den øgede synlighed og det kvalitetsstempel, som typisk opnås ved at være børsnoteret, vil også for nogle selskaber kunne udnyttes kommercielt til eksempelvis forbedrede forretningsmuligheder i forhold til omsætning og indtjeningsmarginer.² Generel opmærksomhed i pressen mv. kan virke som gratis omtale, og en bred skare af aktionærer kan både fungere som trofaste kunder og positive ambassadører.

2. *At en sådan synlighed og omtale kan have værdi er fremført som et af argumenterne for, at de aktier, der optages i børsens hovedindeks, opnår en positiv kursreaktion, jf. diskussionen heraf i Bechmann m.fl. (2000).*

Dialog mellem ledelse og ejere

Selskabets interne interessenter (ejere, bestyrelse og daglig ledelse) får også adgang til en bredt funderet sparring om, hvorledes selskabet med fordel kan drives med henblik på at skabe værdi for ejerne. Dette inkluderer især løbende adgang til analyser samt unikke dialoger med større investorer, som med udgangspunkt i deres jævnlige dialoger med andre noterede selskaber kan tilføre det enkelte selskab indsigtfuld sparring og feedback. Endvidere gives adgang til feedback fra det aggregerede aktiemarked, eftersom udviklingen i aktiekursen over kortere tidsintervaller er en afspejling af, hvorledes markedet vurderer nye udmeldinger fra virksomheden, mens aktiekursens udvikling over længere tidshorisonter er en afspejling af markedets vurdering af selskabets udvikling og forventninger til selskabets fremtid.

Fordele for ejere og ledelsen

Forstærket ledelsesværktøj

Toplevelsen kan også drage fordel af børsnoteringen gennem forstærkede ledelsesmæssige værktøjer. Først og fremmest vil granskningen af virksomhedens strategi, som er en naturlig del af aktiemarkedets løbende vurdering af selskabet, øge synligheden af selskabets strategi for både medarbejderne og ejerne gennem blandt andet øget mediebevågenhed. I kølvandet på en børsnotering vil selskabets interne interessenter derfor i stigende grad være eksponeret overfor selskabets overordnede mål og strategi, som konsekvens af den øgede eksterne bevågenhed.

Tilsvarende vil børsnoteringen være et tegn på kreditværdighed og dermed styrke medarbejdernes, kundernes og leverandørernes tillid til selskabet. En børsnotering kan derfor styrke selskabets profil udadtil til gavn for såvel interne som eksterne relationer.

Det generelt øgede fokus vil desuden fungere som et direkte og indirekte disciplinerende redskab, hvor den direkte effekt udspringer fra de mere stringente forretningsprocedurer, som påkræves i en børsnoteret virksomhed, og den indirekte effekt fra øget bevågenhed på selskabets ageren udadtil.

Tilsvarende er det et biprodukt af den øgede synlighed, at medarbejderne i højere grad opnår forståelse for de beslutninger og handlinger, som nu implementeres på en mere transparent basis.

En børsnotering forpligter. I kombination med en forstærket disciplin samt forståelse for virksomhedens strategi vendes denne forpligtelse til en stolthed over at være en del af en professionel, blåstemplet organisation.

Endelig kan en børsnotering være fordelagtig for en visionær ledelse, der ønsker at påvirke den strategiske retning i selskabet. I forhold til et aktivt familie-/kapitalfondsejerskab vil bestyrelsen i et børsnoteret selskab ofte være mindre involveret i den daglige drift, hvilket giver ledelsen et større udfoldelsesrum og mere handlekraft og -frihed.

Incitamentsprogrammer

En børsnotering giver som nævnt både en løbende aktiekurs og et fleksibelt marked, hvor aktier kan udstedes og tilbagekøbes. Dette betyder, at selskaberne får en direkte, billigere og mere fleksibel adgang til at etablere forskellige typer af aktie- og optionsprogrammer, som kan anvendes til at tiltrække, fastholde og motivere nøglemedarbejdere. Det faktum, at programmerne

vil være knyttet op på en aktiekurs og en likvid aktie, kan også være med til at gøre programmerne mere effektfulde i forhold til modtageren.

Ejer-/generationsskifte

Med et børsnoteret selskab opnås også en meget fleksibel, effektiv, uproblematisk og relativ billig måde at gennemføre løbende ejerskifte afhængig af potentielle investorers investeringsbehov og tro på selskabets fremtid.

Et likvidt marked for handlen med selskabets aktier kan også være en stor fordel for dem, der ejer selskabet inden børsnoteringen, da de får en reel mulighed for et helt eller delvist frasalg af deres aktier. I situationer, hvor selskabets ejere har forskellige tidshorisoner, vil en børsnotering foretrækkes frem for et salg, da førstnævnte muliggør forskudt afhændelse af de respektive investorers aktier. Herudover muliggør en børsnotering, at ejerledere kan bevare deres position (på ubestemt tid) som den største aktionær i selskabet selv efter børsnoteringen. En sådan bestemmende position er ikke mulig at bevare i tilfælde af et salg til enten kapitalfonde eller industrielle købere.

Mens afhændelsen af ejerskabet er et legitimt rationale for de nuværende aktionærer, ses det især inden for SMV-segmentet, at nye investorer ønsker, at dele af den nytilkomne kapital reinvesteres i selskabet.

Diskussionen om ejer-/generationsskifte er dog kompleks, og den politiske vinkel er kompliceret. Det er blandt andet en svær diskussion, om det skal være muligt for en familie at foretage et ejerskifte på mere favorable skattevilkår end andre investorer. I forlængelse af diskussionen om succession kan en børsintroduktion også tænkes at være en fordel. Kombineres et ejer-/generationsskifte med en børsintroduktion, hvor alle investorer får adgang til den samme potentielle værditilvækst, afdramatiseres den politiske debat.

Ulemper ved at være børsnoteret

Det er klart, at det at være børsnoteret også kan give anledning til forskellige ulemper for selskabet og dets aktionærer. Disse ulemper diskuteres kort i det følgende.

For det første er der naturligvis flere direkte og indirekte omkostninger forbundet med at blive og efterfølgende være børsnoteret. De direkte omkostninger knytter sig eksempelvis til omkostningerne forbundet med børsnoteringen og de strengere oplysnings- og rapporteringskrav, der gælder efterfølgende. Indirekte omkostninger kan knyttes til den tid, som ledelsen må anvende på at servicere en bredere skare af investorer og analytikere samt det faktum, at konkurrenter også kan udnytte et øget informationsniveau.

For det andet vil den daglige handel med aktier i et volatilt marked betyde, at selskabet skal leve med en svingende værdiansættelse af selskabets aktier. Hvis selskabet drives succesfuldt over tid, er disse bevægelser dog knap så relevante, da prisfastsættelsen over tid vil være retvisende. Har man derimod udfordringer, vil man skulle leve med negative reaktioner i prisfastsættelsen.

Tilsvarende følger der også en øget mediebevågenhed med at være børsnoteret. Problemer fylder mere i offentligheden.

Ofte forstærkes både positive og negative nyheder i medierne, og det skal man altså kunne affinde sig med.

Som børsnoteret virksomhed beskyldes man ofte for at være

(tvunget til at være) kortsigtet i sine mål og strategier. Hvis man kommunikerer effektivt og klart, er der ingen grund til at tro, at investorer ikke forstår langsigtede planer og kan og vil agere som langsigtede investorer.

En børsintroduktion medfører desuden klare krav til håndtering af fortrolig information (insiderviden), hvilket kan opfattes som en umiddelbar ulempe. Det må dog konstateres, at lovgivningen foreskriver, hvordan sådan information håndteres, og som i mange andre henseender er det at være børsnoteret forbundet med en kontinuerlig udvikling af forretningsgange og rutiner.

Endelig kan det være en ulempe for nogle børsnoterede selskaber med en meget spredt ejerkreds, at den daglige ledelse bliver for magtfuld og ender med ikke at have tilstrækkelig fokus på værdiskabelsen til aktionærerne. I en børsintroduktion er det dog snarere reglen end undtagelsen, at større investorer (ankerinvestorer) inkluderes for at afhjælpe dette problem.

Afrunding

Denne artikel har kort søgt at beskrive mulige fordele og ulemper ved at være børsnoteret med klart fokus på nogle af de måske lidt oversete fordele. Vi håber, at dette kan være med til at skabe yderligere interesse for både at adressere de forhold, der hæmmer et velfungerende børsmarked, samtidig med at det kan skabe en øget lyst og interesse for at se børsnotering som en relevant og attraktiv mulighed blandt SMV'ere.

I den forbindelse er det ønskeligt, hvis det at være børsnoteret i højere grad bliver forbundet med samme respekt og status, som det er i flere af vores omkringliggende lande. Udover en bedre generel forståelse af de mulige fordele kunne det også være hensigtsmæssigt, hvis flere af de børsnoterede virksomheder tydeligere kommunikerede de fordele, som opnås ved at være børsnoteret. Som et eksempel til inspiration forklarer Flügger i et længere afsnit i 2015/16 årsrapporten, hvorfor de er børsnoteret. Det fremgår blandt andet heraf, at selv om selskabet siden børsnoteringen i 1983 ikke har haft behov for yderligere kapital, ”er det fortsat selskabets ambition at være børsnoteret, idet ledelsen vurderer, at det bidrager til markedsføringen, professionalisme i ledelsen samt bidrager til at gøre Flügger til en attraktiv arbejdsplads”.

Litteratur

- Axcelfuture, 2016: Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks velstand og velfærd, rapport, Axcelfuture.
- Bechmann, Ken L., Peter Hartzbech, Rasmus Jarlov og Morten Kiærskou, 2000: KFX effekten, *Finans/Invest*, 5/00, s. 17-24.
- Børsmæglerforeningen, 2016: Vækst, aktiekultur og børsnoteringer, notat, Børsmæglerforeningen.
- Sibbern, Bjørn, 2014: Temperaturen på fondsbørsen, *Finans/Invest*, 6/14, s. 18-23.
- Sperling, Joachim, Helge S. N. Schmidt og Christian Heebøll, 2016: Mere risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder, *Finans/Invest*, 5/16, s. 5-18.
- Nasdaq, 2014: *Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst*, report, Nasdaq OMX København. ■