

18. september 2015



Investor Relations i small cap virksomheder

Et casestudie af small cap virksomheden FirstFarms A/S

Investor Relations in small cap companies – A casestudy of the small cap company FirstFarms A/S

Kandidatafhandling

Kand.merc.(kom.)

Copenhagen Business School 2015

Vejleder: John Christiansen

Antal anslag: 180.626

Nikolaj Albert Moldrup Thalbitzer

ABSTRACT

Today, small cap companies are facing difficulties in attracting investors due to their limited exposure and resources available. Furthermore, small cap companies have a smaller market cap and thus liquidity, why low attention from equity analysts is attained. Prior research has primarily focused on mid and large cap companies and thus neglecting how small cap companies should attract investor attention. As a consequence of this, the problem statement for this thesis evolves. This thesis will examine how a small cap company such as FirstFarms A/S can strengthen its investor relation activities in order to obtain a stronger position amongst the investors.

The thesis uses single case study as research design, as it allows for an in-depth analysis. Additionally, qualitative research interviews are conducted to gain knowledge within the unique and context-sensitive.

To explore this matter, an understanding of the societal framework in which companies communicate in, seems urgent. Individualization, reflexivity, expert systems and trust are keywords. Furthermore the Internet has increased the speed of communication, virtual relations and neutralized relations between a company and it's stakeholders.

In order for small cap companies to communicate with the financial market, it is crucial to understand the community you are communicating with. Based on Freeman's stakeholder theories, FirstFarms' financial stakeholders are identified. The stakeholders' interests are diverse and not necessarily coincide. Shareholders – especially private shareholders - seem to be the most important stakeholder for the small cap company.

Dialogue has gained significant value in the financial market. Grunig & Hunt highlights two-way symmetrical communication as the ideal communication strategy. FirstFarms primarily utilises one-way communication in order to apply with regulatory foundations. An analysis of the current communication tools used in investor relations, shows that social media is the only media in which all stakeholders are informed and at the same time give feedback thus creating a sensemaking process.

Shareholders have a tendency to evaluate companies with a strong reputation as less risky than companies with a weak reputation. The reputation analysis shows that FirstFarms' reputation is challenged on several parameters. This applies both to the four factors Helm et al highlight as crucial for the reputation within a financial environment, but also in a reputation commons perspective.

This thesis asserts that small cap companies have special challenges compared to mid or large cap companies. In this context, it should be pointed out, that small cap companies should be aware of the currents that characterize the late modern society. In order to meet the issues that small cap companies are faced with, two suggestions are presented. Firstly, small cap companies should optimize the one-way communication in an openly, clear and understandably manner. Secondly, it is recommended that small cap companies apply social media in particular situations as an effective tool to communicate with their investors even though being a resource-intensive communication tool.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	3
1.1 Problemfelt	4
1.1.1 Litteraturreview	4
1.1.2 Problemformulering	6
1.2 Fastlæggelse af centrale begreber	6
2. Videnskabsteoretiske og metodemæssige overvejelser	8
2.1 Videnskabsteoretiske overvejelser	8
2.1.1 Kritisk realisme som videnskabsteori	8
2.1.2 Hermeneutikken og forskerens rolle	10
2.2 Specialets metode	10
2.2.1 Undersøgelsesdesign	10
2.2.2 Metodemæssige overvejelser	11
2.2.3 Interviewpersoner	12
2.2.4 Interviewmetode	13
2.2.5 Transskribering af interviews	14
2.2.6 Sekundær empiri og anvendelse	15
2.3 Afgrænsning	16
2.4 Specialets analysestrategi og opbygning	16
3. Beskrivelse af casen og rammerne omkring virksomheden	18
3.1 FirstFarms A/S	18
3.1.1 Børsmarkedet i Danmark	19
3.1.2 Investor Relations i et historisk perspektiv	21
3.2 Sammenfattende	22
4. Det senmoderne samfund	24
4.1 Anthony Giddens	24
4.1.1 Ulrik Beck	25
4.1.2 Manuel Castells	26
4.1.3 Magtforholdene neutraliseret med digitalisering	28
4.2 Sammenfattende	28
5. Interessentanalyse	30
5.1 Strukturen mellem aktionær og virksomhed	30
5.1.1 Agent-principal forhold	31
5.2 Interessenter	32
5.2.1 Forskellige grupper af interessenter	32
5.2.2 Børsnoterede selskabers interessenter på kapitalmarkedet	33
5.2.3 Firstfarms interessenter	34
5.2.4 Power/interest matrix	37
5.2.5 Opsummering af virksomhedens interessenter	39
5.3 Diskussion	40
5.3.1 Delkonklusion	41
6. Kommunikationsanalyse	42
6.1 Dialog som "norm"	42
6.2 Sensemaking og Sensegiving	43
6.2.1 Grunig og Hunts kommunikationsmodeller	45
6.3 Den børsnoterede virksomheds kommunikationskanaler	46
6.3.1 Sociale medier som kommunikationskanal	47
6.3.2 Hijacked Media	49

6.3.3 <i>Investor Relations aktiviteter set i lyset af Grunig & Hunts kommunikationsmodel</i>	50
6.3.4 <i>Prioritering af Investor Relations arbejdet</i>	53
6.3.5 <i>FirstFarms Investor Relations aktiviteter</i>	53
6.4 <i>Diskussion</i>	56
6.4.1 <i>Delkonklusion</i>	58
7. Omdømmeanalyse	59
7.1 <i>En virksomheds omdømme</i>	59
7.1.1 <i>Information er vigtigt for et godt omdømme</i>	60
7.2 <i>Virksomhedens omdømme hos finansielle interessenter</i>	60
7.2.1 <i>Danske investorers fokus</i>	61
7.2.2 <i>Corporate Governance som norm</i>	62
7.2.3 <i>FirstFarms omdømme</i>	62
7.3 <i>Reputation commons</i>	66
7.3.1 <i>First Farms i et reputation commons perspektiv</i>	66
7.4 <i>Diskussion</i>	69
7.4.1 <i>Delkonklusion</i>	70
8. Samlet diskussion	72
8.1 <i>Small cap virksomhedens særlige udfordringer</i>	72
8.1.1 <i>Small cap virksomheders muligheder for at opnå større synlighed</i>	74
9. Konklusion	78
10. Litteraturliste	81
11. Interviews	87
11.1 <i>Interview med Anders H. Nørgaard og Tina Thomsen</i>	87
11.2 <i>Interview med Jørgen Svendsen</i>	104
11.3 <i>Interview med Poul Lykkesfeldt</i>	108
12. Bilag	112
12.1 <i>BILAG 1</i>	112
12.2 <i>BILAG 2</i>	120
12.3 <i>BILAG 3</i>	121
12.4 <i>BILAG 4</i>	124
12.5 <i>BILAG 5</i>	125
12.6 <i>BILAG 6</i>	128

1. Indledning

“SMALLCAP ER GULD FOR DEN TÅLMODLIGE”

Overskrift i magasinet Penge & Privatøkonomi,
den 3. juli 2012

De fleste personer, der har begivet sig ind på aktiemarkedet, vil formentlig kunne genkende, at man vælger at investere i aktier, der er udstedt af store børsnoterede virksomheder, mens man går uden om de mange small cap virksomheder, der er optaget til notering på Børsen. Dette gælder også, selvom small cap virksomheder, som overskriften i Penge & Økonomi indikerer, kan udgøre en rigtig god investeringsmulighed (web 1).

Børsnoterede virksomheder er i dag generelt meget opmærksomme på, at investorer ligeså vel kan investere i deres virksomheds aktie som i andre virksomheders aktier. Virksomheder konkurrerer således ikke alene på det produkt, de sælger, men i stigende grad også på det finansielle marked.

Virksomhedernes investor relations aktiviteter er derfor kommet væsentligt mere i fokus end tidligere. Ved investor relations forstås traditionelt set virksomhedens pleje af relationerne til virksomhedens investorer og disses rådgivere. Som professor ved Aalborg Universitet, Per Nikolaj Bukh anfører, er investor relations *“i bund og grund markedsføring af virksomhedens aktie over for kapitalmarkedet, og formålet er, at hjælpe kapitalmarkedet med at forstå værdiskabelsespotentialer i den pågældende virksomhed”* (Bukh & Nielsen, 2010, 1).

Set over tid har investor relations undergået væsentlige forandringer. Fra at investor relationsarbejdet primært havde karakter af envejs kommunikation, er kravene til virksomheden på dette felt steget markant. Dels er de børsnoterede virksomheder underlagt langt flere reguleringer end tidligere, dels er interessenterne - i tråd med den almindelige samfundsudvikling - blevet langt mere aktive og kritiske end tidligere. Pekka Tuominen påpeger i denne anledning, at obligatoriske regnskabsmeddelelser (kvartals-, halvårs- og årlige årsrapporter) ikke længere er tilstrækkeligt, da det finansielle marked ikke bliver hørt proaktivt herigennem (Tuominen, 1997, 46).

Samtidig har finansverden gennem tiderne oplevet forskellige skandaler, hvor børsnoterede virksomheder er blevet fanget i hemmeligholdelse af kursrelevante informationer, misbrug, bedrageri og kursmanipulation af aktien. Et kendt eksempel herpå er Enron fra 2002, og et helt aktuelt eksempel i Danmark er OW Bunkers.

1.1 Problemfelt

I konkurrencen om at tiltrække investorer står small cap virksomhederne overfor helt nogle særlige udfordringer, som gør, at de kan have svært ved at konkurrere med mid og large cap virksomhederne på flere parametre. De større virksomheder er således ofte væsentlig mere eksponerede, ligesom de har flere ressourcer til rådighed. Hertil kommer, at de mindre virksomheder oftere har en lavere likviditet og derved en mindre markedsværdi. Således kan small cap virksomheder have svært ved at tiltrække sig aktieanalytikernes interesse og i øvrigt på anden vis at fortælle deres "equity story"¹.

Som det fremhæves i følgende afsnit, er der i dag kun i begrænset omfang forsket inden for Investor relations i Danmark. Hertil kommer, at forskningen har været fokuseret på de store virksomheder og i mindre grad på de mindre virksomheder.

Der er således i dag kun begrænset tilgængelig viden om, hvilke udfordringer danske small cap virksomheder oplever i kampen om investorerne. Det er dette emne, som er genstand for dette speciale. Specialet vil således forsøge at beskrive, analysere og opnå en forståelse af, hvordan en small cap virksomhed kan styrke sine investor relations aktiviteter og derved sikre sig en bedre position i konkurrencen om investorerne. Der vil også blive opstillet en række forslag til, hvad en small cap virksomhed særligt skal have opmærksomhed på. For at søge at afdække dette, vil der blive taget udgangspunkt i en konkret dansk small cap virksomhed, nemlig FirstFarms A/S.

1.1.1 Litteraturreview

For at afdække hvilken forskningsmæssig viden, der i dag er omkring investor relations og danske small cap virksomheder, er der foretaget en litteraturreview. Litteraturen er alt det, der er velkendt, nedskrevet og relevant i forhold til specialets emne. Colin Robson definerer et traditionelt litteraturreview således: *"involves systematically identifying, locating and analyzing documents containing information related to the research problem"* (Robson, 2011, 51). Et review

¹ Poul Lykkesfeldt definerer "equity story" i interviewet i forbindelse med udarbejdelsen af dette speciale: *"En equity story er i realiteten meget kort skåret ud, hvorfor virksomheden er værd at investere i"*.

af den gældende litteratur indenfor specialets genstandsfelt har flere formål, heriblandt at eksponere mangler eller usikkerheder i den nuværende litteratur, fremhæve mønstre i den forskning, der hidtil er blevet foretaget indenfor emnet, og hvilke uenigheder der eventuelt måtte være.

Igennem forskningsvandringen er akademiske artikler omkring "investor relations" primært fundet via de online databaser, man som studerende hos adgang til via Copenhagen Business School. Her er databasen EBSCOhost primært anvendt. For at finde relevante artikler blev søgningen præciseret til peer reviewed artikler fra akademiske journaler i perioden 1998-2015 – således fremkom i alt 39 akademiske artikler, der vurderes relevante. En oversigt over relevante artikler er vedlagt som bilag 1.

Søgningen på databaserne bekræfter en antagelse om, at forskning indenfor investor relations primært har fokus på store lande såsom USA, Australien, Tyskland og England, og kun i meget begrænset omfang i Danmark. Disse lande er kendetegnet ved at have væsentlig større børser og med en helt anderledes global fokus end den danske børs. Samtidig har visse af disse lande, ikke mindst USA, en lang tradition på området og en helt anderledes detaljeret regulering (Clausen & Andersen, 2014, 20).

Litteraturreviewet viste også, at den eksisterende forskning hovedsageligt har været koncentreret om større, synlige virksomheder. Med afsæt i disse virksomheder synes der blandt teoretikerne at være en vis konsensus om, at børsnoterede virksomheder er interessante at følge for aktieanalytikere, og den eksisterende forskning er derfor i en vis udstrækning koncentreret omkring aktieanalytikere og virksomheder. Således anfører flere teoretikere, at et væsentligt mål for investor relations er at tiltrække analytikerdækning for at øge virksomhedens synlighed og tiltrække investorer (Kirk & James, 2014; Ettredge, Michael & Gerdes, John Jr., 2005; Kathleen, Laskin & Rosenstein, 2010; Bushee & Miller, 2012; Chang, d'Anna, Watson og Wee, 2008). Et mønster i den nuværende forskning synes derfor at finde sted.

Det er imidlertid rimeligt at antage, at større virksomheder generelt har en større markedsværdi, en højere likviditet samt en lavere volatilitet end small cap virksomheder, hvorfor de større virksomheder er mere interessante for aktieanalytikere i lyset af, at markedsværdien påvirker den handelskommission, som aktieanalytikeren modtager.

Nuværende litteratur adresserer således ikke, hvordan small cap virksomheder skal agere for at tiltrække sig investorernes opmærksomhed og hermed opstår motivationen for specialets

genstandsfelt, nemlig hvordan small Cap virksomheders kan opnå en bedre position i konkurrencen om investorerne.

1.1.2 Problemformulering

Specialets problemformulering lyder således:

Hvordan kan en dansk small cap virksomhed som FirstFarms A/S styrke dets investor relations aktiviteter og derved opnå en bedre position i konkurrencen om investorerne?

For at besvare dette, er der opstillet følgende underspørgsmål:

- *Hvem kommunikerer en small cap virksomhed med?*
- *hvordan kommunikerer virksomheden med investorerne?*
- *hvad påvirker investorernes villighed til at investere i virksomheden?*
- *hvilke muligheder har en small cap virksomhed for at styrke dets synlighed over for investorerne?*

Disse fire underspørgsmål vil være styrende for strukturen i specialets teoriafsnit, analyse og diskussion. Problemformuleringen vil blive besvaret med udgangspunkt i dels en gennemgang af relevant teori på de enkelte delområder, dels en caseanalyse af FirstFarms A/S.

1.2 Fastlæggelse af centrale begreber

Investor Relations

En del af den eksisterende forskning på området tager udgangspunkt i NIRI's² (National Investor Relations Institute) definition af investor relations: *"a strategic management responsibility that integrates finance, communication, marketing and securities law compliance to enable the most effective two-way communication between a company, the financial community, and other constituencies, which ultimately contributes to a company's securities achieving fair valuation"*. investor relations involverer i dag et klart fokus på finans, kommunikation og jura. Især tovejskommunikationsformen nævnes, som en væsentlig faktor, hvor investorer i dag forventer at blive hørt af virksomheden (Kelly, Laskin & Rosenstein, 2010). Sidst men ikke mindst ønskes der at skabes en "fair værdi" af aktien. Herigennem ønsker man at hjælpe finansielle interessenter

² NIRI er verdens største faglige Investor Relations forening

med at danne sig et retmæssigt billede af virksomhedens forretningsgang. Over- eller underevaluering af aktien kan nemlig være med at til at skabe en volatil aktiepris samt handelsvolumen (web 2).

Small, mid og large Cap virksomhed

Virksomheder på den nordiske børs, Nasdaq OMX Nordic Markets, er opdelt i tre segmenter. Virksomhederne bliver inddelt ud fra virksomhedens markedsværdi. Således inddeles børsnoterede virksomheder ud fra tre segmenter, nemlig small, mid og large cap virksomheder. Nordic large cap segmentet inkluderer virksomheder med en markedsværdi 1 milliard EURO eller mere, Nordic mid cap segmentet inkluderer virksomheder med en markedsværdi på 150 millioner EURO eller derover, men under 1 milliard EURO. Nordic small cap segmentet inkluderer virksomheder med en markedsværdi på under 150 millioner EURO (web 3).

Investorer og finansielle interessenter

Investorer vil i dette speciale blive brugt som betegnelse for aktionærerne. Disse omfatter både private og institutionelle samt små- og storaktionærer.

Finansielle interessenter vil i dette speciale blive brugt som betegnelse for en bredere kreds af interessenter, herunder særligt aktieanalytikere, Nasdaq OMX Copenhagen, banker, medier.

2. Videnskabsteoretiske og metodemæssige overvejelser

I dette kapitel beskrives de videnskabsteoretiske og metodiske overvejelser, der ligger til grund for besvarelsen af specialets problemformulering. Først redegøres der for specialets videnskabsteoretiske ståsted. Dernæst beskrives og overvejes de valg, som er knyttet til specialets undersøgelsesdesign, metode og empiri indsamling. I den forbindelse inddrages også overvejelser vedrørende validiteten. Kapitlet rundes af med en beskrivelse af specialets metodestrategi og opbygning.

2.1 Videnskabsteoretiske overvejelser

Dette speciale tager afsæt i kritiske realisme som videnskabsteoretiske positionering. Andre videnskabsteoretiske positioner kunne også have været valgt i forbindelse med specialets undersøgelse af small cap virksomheders anvendelse af investor relations. Ved at tage afsæt i den kritiske realisme åbnes der imidlertid mulighed for at træde ud over et rent subjektivt perspektiv, hvilket præger f.eks. socialkonstruktivismen. Hos kritisk realisme består virkeligheden ikke kun af individets subjektive observationer, men også af nogle dybereliggende mekanismer. Ved at inddrage disse mekanismer skabes et bedre grundlag for at skabe et helhedssyn på forklaringen af, hvilke udfordringer small cap virksomheden oplever i forhold til kapitalmarkedet. Samtidig kan der tages højde for, at virkeligheden er under konstant forandring. Kritisk realisme giver endvidere mulighed for at betragte small cap virksomheder og investor relations i en bredere sammenhæng, herunder at inddrage teorier fra flere discipliner og at se fænomenet i en større historisk kontekst, hvor også sociologiske, juridiske og kulturelle faktorer spiller ind. Herved kan den forskning, der i dag er på området, suppleres med en bredere og mere helhedsorienteret forståelse af small cap virksomhedernes særlige udfordringer.

2.1.1 Kritisk realisme som videnskabsteori

I det følgende beskrives hovedelementerne i kritisk realisme. Ikke alle de beskrevne vil indgå med lige stor fokus i dette speciale.

Den kritiske realisme er navnlig inspireret af den engelske filosof Roy Bhaskar, der anfører, at der bag den erkendte virkelighed eksisterer en underverden af transcendent fænomener, og at forståelsesrammen for den fysiske verden bør præsenteres i et åbent system, der er modtagelig for indflydelse fra transcendent og foranderlige fænomener (Fuglsang & Olsen, 2009, 146). Den kritiske realisme er et opgør med naturalismen, idet kritisk realisme opererer med bredere forklaringsmodeller end kausalforklaringen i naturalismen. Kritisk realisme tager samtidig

afstand overfor den radikale socialkonstruktivismes antagelse af, at samfundet blot er en social konstruktion. Det karakteristiske ved kritisk realisme er, at man også ser verdenen som eksisterende uafhængigt af menneskets erkendelse heraf. Kritisk realisme søger ikke nødvendigvis at finde sandheden (Jacobsen, Nedergaard & Rasmussen, 2015, 366). Ifølge kritisk realisme kan kausale lovmæssigheder kun forstås som tendenser, ikke sandheder. Kritisk realisme erkender, at der er forskel på virkeligheden, teorierne og forestillingerne omkring dem. Man kan opnå et øjebliksbillede, men ikke benytte denne viden til at opstille universelle lovmæssigheder.

I kritisk realisme opereres der med henholdsvis den intrasitive dimension og den transitive dimension. Den intrasitive dimension er kritisk realismes ontologi. Det er den virkelighed, der eksisterer uafhængigt af, om der eksisterer viden herom. Den transitive dimension er kritisk realismes epistemologi, det vil sige den menneskeskabte side af viden, som er tilgængelig, herunder teorier, begreber, data etc.

Ifølge den kritiske realisme eksisterer der en "dyb" ontologi, hvor almene love gælder, selvom konteksten varierer. Empiriske observationer og almene love fungerer i princippet på forskellige niveauer. Kritisk realisme opdeler virkeligheden i tre ontologiske domæner; det *empiriske* domæne, der omfatter erfaringer og observationer, f.eks. vores forforståelse, metodevalg og empiri; det *faktiske* domæne, der omfatter begivenheder og fænomener, og det *virkelige* domæne, der omfatter ikke direkte observerbare strukturer og mekanismer, men som understøtter og forårsager de begivenheder, og fænomener, der indgår i det faktiske domæne (Ibid., 372).

Hos kritisk realisme skal virkeligheden opfattes som lagdelt (stratificeret) ved, at mekanismerne eksisterer i forskellige hierarkisk ordnede niveauer af virkeligheden. De underliggende niveauer er en forudsætning for de overliggende niveauer. Samfundsvidenskabernes genstandsfelt er karakteriseret ved en social ontologi, der ikke bare er åben og niveauopdelt, men også mere kompleks, fordi sociale systemer er foranderlige. Den intrasitive del af virkeligheden kan under visse forudsætninger generere nye lag af objekter, strukturer og mekanismer. Disse nye lag er emergente, hvilket vil sige, at de er opstået ud fra underliggende lag.

Den aktør/strukturdualisme, som er central inden for samfundsvidenskaben, behandles i den kritiske realisme som en slags niveauforskel. Strukturerne er nødvendige, men ikke bestemmende for aktøren, idet den giver aktøren visse muligheder og begrænsninger, men overlader også noget til aktøren selv (Ibid., 376).

2.1.2 Hermeneutikken og forskerens rolle

Som nævnt forholder kritisk realisme sig kritisk til såvel positivismen og hermeneutikken, men søger samtidig at integrere de ”stærke sider” af begge tilgange i en ny enhedsvidenskabelig filosofi (web 4).

Hos kritisk realisme anerkendes det da også, at der foregår en fortolkning eller hermeneutisk dimension i samfundsvidenskaberne. Hermeneutikken er opmærksom på forskerens rolle i processen. Ikke blot er forskeren den, som indsamler datamateriale samt empiri og bearbejder dette, men også fordi alt, der giver mening, gives mening af forskerens fordomme og forståelseshorisont (Fuglsang & Olsen, 2009, 342). Derfor er forskeren en aktiv medskabende af forskningsmaterialet. Forskeren er påvirket af den historiske og samfundsmæssige horisont, som vedkommende begiver sig i, men derudover er fordomme og forforståelser udgjort af den videnskabelige baggrund, tidligere arbejde samt den fagkultur, som forskeren befinder sig i. Hermed sagt er forskerens forståelseshorisont med til at danne en forståelse af den problemstilling, der undersøges. Den hermeneutiske analyse starter derfor altid hos forskeren selv. Man skal være bevidst om sine fordomme og udfordre dem.

Det kan derfor være relevant kort at redegøre for personlig baggrund. Gennem min uddannelse (Cand.merc.com) med fokus på kommunikation har jeg en antagelse om, at kommunikation er et relevant værktøj til at nå ud til interessenterne, og at man igennem kommunikation kan påvirke interessenterne.

Da jeg samtidig personligt har begivet mig ud på aktiemarkedet på baggrund af en beskeden opsparing, har jeg samtidig en vis personligt motiveret forhåndsindstilling til, hvad der er med til at påvirke investorer.

2.2 Specialets metode

2.2.1 Undersøgelsesdesign

Specialets problemformulering afslører specialets beskrivende, forstående og til dels handlingsvejledende formål. Problemformuleringen afslører samtidig, at undersøgelsesdesignet er et singlecase studie.

Robert Yin definerer et casestudie som: *“Case study is a strategy for doing research which involves an empirical investigation of a particular contemporary phenomenon within its real life context using multiple sources of evidence”* (Robson, 2011, 136).

Et single casestudie giver på den ene side mulighed for en mere dybdegående analyse. På den anden side kan single case studiet kritiseres for at være et snævert grundlag i forhold til at drage valide konklusioner samtidig med, at muligheden for at generalisere er væsentlig ringere end ved multiple casestudier. Specialets formål med at inddrage en single case er at skabe forståelse omkring et virkeligt fænomen. Casen tjener samtidig til bibringe viden, der kan bekræfte, nuancere og videreudvikle eksisterende teorier.

Casestudiet er relevant at anvende, når man vil tage højde for kontekstuelle omstændigheder ved det undersøgte fænomen. I forlængelse med metoden *teoristytet analyse* er der i casestudiet en forhåndsantagelse om, at det undersøgte fænomen indgår i en virkelig sammenhæng, hvor kontekst har en vigtig betydning for forståelsen af det pågældende fænomen. Ifølge Yin er casestudier egnet, når spørgsmål såsom "hvordan" og "hvorfor" ønskes besvaret, eftersom disse spørgsmål arbejder med fænomener i en "real-life" kontekst (Yin, 1994, 1).

2.2.2 Metodemæssige overvejelser

Specialet benytter det kvalitative forskningsinterview som metode. Kvalitativ metode retter sig mod det unikke, det kontekstafhængige og det menings- og forståelsesorienterede og giver mulighed for at gå i dybden. Igennem kvalitativ forskning anlægger forskeren et fortolkende perspektiv på det, der udforskes. Jens Thisted opstiller i bogen "Forskningsmetode i praksis" tre forskellige strategier for analyse af kvalitativ data (Thisted, 2010, 173-176). Analysemetoderne er gradueret efter, hvor styrende den teoretiske ramme er for analysen samt fortolkning af data. Dette speciale har i vidt omfang karakter af en *teoristytet analyse*, da analysekategorierne er fastlagt på forhånd. I analysen søges dermed efter enheder, der kan være udtryk for koderne, man på forhånd har fastlagt sig. Derefter skabes en sammenhæng ved at sortere og ordne data i lyset af disse kategorier. Endeligt skal den fundne sammenhæng kunne underbygges i form af begrundelse i forhold til datamaterialet.

Det kan anføres at det kvalitative interview har den svaghed, at de udtalelser, som de interviewede personer fremkommer med, får afgørende betydning for undersøgelsens resultater. Samtidig kan det være vanskeligt, at kvalitetssikre de udtalelser, der falder under interviewene. Det kan således ikke afvises, at de interviewede personer bevidst kan have valgt at fremstå på en bestemt måde, hvilket kan være meget vanskeligt at korrigere for.

Afslutningsvis kan der være anledning til kort at diskutere specialets valg af metode. Det kan anføres at det kvalitative interview har den svaghed, at de udtalelser som de interviewede

personer fremkommer med få afgørende betydning for undersøgelsens resultater. Samtidig kan det være vanskeligt, at kvalitetssikre de udtalelser der falder under interviewene. Det kan ikke afvises, at de interviewede personer bevidst kan have valgt at fremstå på en bestemt måde, hvilket kan være meget vanskeligt at korrigere for.

Når det kvalitative interview alligevel anvendes hænger det sammen med at netop denne metode giver bedst mulighed for at få indsigt i den subjektive virkelighed, som casen befinder sig i.

Helhedssynet indgår som et væsentlig element i specialet og hænger sammen med specialets videnskabsteoretiske ståsted. Helhedssynet bidrager med forskellige observationer og forklaringer af den virkelighed, som studeres. Derfor anvendes der i specialet i et vist omfang også kvantitative metode. Den kvantitative metode anvendes i specialet i særlig grad til at undersøge, hvordan andre virksomheders corporate governance præsenteres, samt i hvilket omfang det sociale medie Facebook bliver anvendt af andre virksomheder³. FirstFarms A/S er her sammenlignet med 90 andre small cap virksomheder, der er optaget til handel på Nasdaq OMX Copenhagen.

Man kan derfor argumentere for, at specialet er beslægtet med en såkaldt "*mixed method*" tilgang (Creswell, 2003). Inddragelsen af kvantitativt design skal dog ikke erstatte, men i stedet supplere den kvalitative indsigt, der er opnået igennem de kvalitative interviews.

2.2.3 Interviewpersoner

Der er afholdt interviews med henholdsvis Anders H. Nørgaard, CEO hos Firstfarms A/S, Tina Thomsen administrator/PA/IR hos FirstFarms A/S og Jørgen Svendsen, CFO hos Firstfarms A/S (web 5). Herudover er der afholdt et interview med Poul Lykkesfeldt, partner i Reliance A/S, tidligere chef for investor relations hos Novo Nordisk (web 6) og forfatter til bogen "Investor relations – en bog om aktiemarkedsrelationer, Børsens Forlag (2006)".

Hvor interviewene med de tre førstnævnte personer blev gennemført for at indsamle viden om small cap virksomheders verdenssyn, så var interviewformålet med Poul Lykkesfeldt at tilvejebringe øget viden om emnet og om en professionel rådgivers syn på udfordringerne og mulighederne på området (Brinkmann & Kvale, 2009, 125).

³ Virksomhedernes opstilling af Corporate Governance er fundet via virksomhedernes hjemmesider (under fanen "investor relations"), mens facebooksiderne er fundet via det sociale medie selv, via deres hjemmeside eller Google søgning.

Interviewene kan betegnes som det, Steiner Kvale betegner eliteinterviews, og som omfatter *"personer, der er ledere eller eksperter, og som sædvanligvis beklæder magtfulde stillinger"* (Ibid., 167).

Steiner Kvale anfører endvidere, at for at få det bedst mulige interview bør intervieweren have et indgående kendskab til emnet samt mestre fagsproget. Dette kommer til udtryk flere gange i de afholdte interviews, hvor fagsprog blev anvendt uden nærmere forklaring af, hvad de forskellige ord og udtryk betyder. Eksempler på spørgsmål med fagsprog kan for eksempel være *"hvor stor er jeres free float i virksomheden"*, *"En Frank Aaen tit?"* eller *"er der nogen non-finansielle aktiver, som I sådan anser for at være specielt vigtige i den her virksomhed?"*. Hvor ordene "Free Float" og "non-finansielle" aktiver er akademisk fagsprog, så er "Frank Aaen" en metafor for en kritisk aktionær. For at forstå denne metafor kræver det, at man har et indgående kendskab til miljøet. Kvale skriver, at godt kendskab til interviewemnet skaber respekt og en vis grad af symmetri i interviewrelationen. Flere af spørgsmålene anvender derfor bevidst fagudtryk.

2.2.4 Interviewmetode

I dette speciale gøres brug af semi-struktureret interview. Kendetegnende for denne interviewmetode er, at intervieweren har en "guide", der skal fungere som en tjekliste med spørgsmål eller emner, som man ønsker at gennemgå. Disse spørgsmål eller emner kan modificeres under interviewet alt efter, hvordan samtalen udvikler sig. Herudover er semi-struktureret interview kendetegnet ved, at man kan stille uplanlagte spørgsmål under interviewet, hvis man eksempelvis ønsker at følge op på, hvad den interviewede helt præcist mener (Robson, 2011, 279-280).

Første interview med Anders Nørgaard og Tina Thomsen er foretaget ansigt-til-ansigt for at skabe en relation til virksomheden og menneskene bag, mens interviewet med Jørgen Svendsen er afholdt telefonisk. Interviewet med Poul Lykkesfeldt er ligeledes foretaget via telefon. Det skyldes flere forhold. Telefoninterview er hurtigere og billigere end ansigt-til-ansigt interviews (Ibid., 290). I forhold til Poul Lykkesfeldt blev det telefoniske interview valgt, fordi han havde en travl kalender, og et telefoninterview krævede mindre tid end et ansigt til ansigt interview. Det samme gjorde sig gældende i forhold til interviewet med Jørgen Svendsen. Hertil kom, at FirstFarms hovedkontor ligger i Billund, og det ville derfor være tidskrævende og samtidigt dyrere, hvis endnu et interview skulle foregå der.

Telefoninterview har dog visse ulemper. Denne interviewmetode er typisk ret kort, sjældent over 30 minutter, hvorimod ansigt-til-ansigt interviews kan vare længere tid. I mit tilfælde varede interviewet med Anders Nørgaard og Tina Thomsen ca. 40 minutter, interviewet med Poul Lykkesfeldt varede 50 minutter, mens interviewet med Jørgen Svendsen varede ca. 10 minutter. Herudover må fraværet af visuelle referencer ses som en ulempe ved telefoninterviews (Ibid., 290-291).

De semistrukturerede interviews er udarbejdet på baggrund af Steiner Kvaales "7 faser for interviewundersøgelse". Specielt de fire første faser blev benyttet, idet interviewer inden interviewet havde søgt at opnå en grundig viden om temaet. På baggrund af denne viden blev en spørgeguide *designet* med henblik på at opnå den tilsigtede viden. Interviewene blev udført med basis i forvejen kendte viden og spørgeguiden, og derefter blev interviewet transskriberet (Brinkmann & Kvale, 2009, 122).

2.2.5 Transskribering af interviews

Transskribering af interviews er forbundet med en fortolkningsproces, hvor forskellen mellem det talte sprog under interviewet og den nedskrevne tekst kan skabe praktiske og principielle problemer. Interviewet er et direkte socialt samspil mellem interviewer og interviewede, hvor udfoldelsestempo, stemmeleje og kropsudtryk (såfremt interviewet foregår ansigt-til-ansigt) fremtræder umiddelbart i samtalen, men ikke for den, der udenfor kontekst læser udskriften. Eksempelvis fremkommer ironi flere gange under interviewene, hvilket kan være svært for læseren at forstå, eftersom det indebærer elementer af både verbal samt non-verbal sprog eller forskellige elementer i et sprogligt budskab (Ibid., 199-200). Et eksempel på dette ses i interessentanalysen, hvor interessentgruppen "aktionær-aktivister" bliver fremhævet. Ud fra læsning af transskriberingen kan denne type interessent nemt tolkes som et væsentligt problem for FirstFarms. Ud fra interviewedes kropssprog og toneleje forstås det omvendt som om, at denne gruppe ikke udgør et væsentligt problem på nuværende tidspunkt.

Interviewene er registreret ved hjælp af båndoptager, hvilket giver interviewer frihed til at koncentrere sig om interviewets emne og dynamik. Dette medvirker også til at bestemte ord, dets tonefald, pauser og lign. kan registreres af interviewer.

Der er ingen universal form for transskription (Ibid., 202), men man bør som interviewer foretage sig nogle standardvalg for udformning af transskriberingen. Således er interviewene med Anders Nørgaard, Tina Thomsen og Jørgen Svendsen transskriberet med stor detalje for, at læseren får

det bedst mulige indblik i interviewet. Hyppige gentagelser af ord som "øh" eller lignende, fremkommer derfor ofte. Interviewet med Poul Lykkesfeldt er væsentligt mindre detaljeret. Dette skyldtes, at den interviewede opstillede som betingelse, at han kunne verificere sine svar, inden de blev "udgivet" i dette speciale. Således blev interviewet med Poul Lykkesfeldt optaget, transskriberet, sendt tilbage til interviewede for verificering og endelig sendt tilbage igen til interviewerens i redigeret form. Dette interview kan derfor siges at være "delvist transskriberet".

2.2.6 Sekundær empiri og anvendelse

Specialets sekundære empiri bliver anvendt i såvel specialets beskrivende, analyserede som diskuterende del og bruges således til at bearbejde, analysere og forstå primær empirien og give belæg for specialets argumenter (Jørgensen & Rienecker, 2005, 238). En lang række kilder er brugt som sekundær empiri, som illustreret i nedenstående tabel. Bemærk at listen ikke er udtømmende, men alene eksemplificerende.

Sekundær empiri			
Officielle kilder			
Eurostat		Danmarks statistik	
Officielle myndigheder			
Udenrigsministeriet		Erhvervsstyrelsen	EU
Landsdækkende specialmedier	medier	samt	
Berlingske Business		Børsen	Landbrugsavisen
Juridisk info			
Juridiske lærebøger		Børsretten	
Videnskabelige artikler (Peer reviewed)			
Laskin et. al., 2010		Koehler, 2014	Meyer & Gentry, 2014
Analyser			
Specielt udleveret materiale fra Økonomisk Ugebrev Formue			

Online-tekstmaterialet er som hovedregel fundet via anerkendte kilder, herunder ikke mindst kilder, hvortil der kan købes adgang via uddannelsessted eller studiebibliotek (Copenhagen Business School). Som udgangspunkt er de anvendte videnskabelige artikler peer-reviewed, og såfremt det ikke er tilfældet, har jeg forholdt mig kritisk til artiklen. Kort sagt menes der med "peer-reviewed", at fagfolk indenfor emnet har "sagt god for" den faglige kvalitet (Ibid., 239).

I specialet bliver blandt andet en læserundersøgelse (udarbejdet af Økonomisk Ugebrev Formue) anvendt til at understøtte argumentationer og belæg for specialets analyser. Fordelen ved at anvende denne sekundær litteratur er, at det på forhånd er behandlet og giver dermed mulighed for at drage nytte af andres dataindsamling. Store mængder tid og kræfter bliver dermed sparet og man kan i stedet fokusere på specialets analyse (Robson, 2011, 358-359). Når man bruger

sekundær empiri er det vigtigt at forholde sig kritisk til stoffet (Jørgensen & Rienecker, 2005, 249). Efter aftale med Økonomisk Ugebrev Formue fik jeg derfor udleveret baggrundsmateriale omkring undersøgelsens data. Disse baggrundsdata indeholdte blandt andet svarprocenter, antal svar, respondenternes aktiepositions størrelse, som kan være relevant i forhold til vurdering af undersøgelsens validitet.

2.3. Afgrænsning

Som nævnt bygger specialet på en antagelse af, at small cap virksomheder generelt har sværere ved at fange investorernes interesse end de større virksomheder, og at small cap virksomheder generelt har et ønske om at opnå større synlighed gennem dets investor relations aktiviteter. Dette speciale vil i den forbindelse ikke komme nærmere ind på, hvorfor børsnoterede virksomheder generelt har et ønske om en stabil aktiekurs og de problemstillinger, der kan opstå ved en volatil aktiepris samt handelsvolumen.

Specialet har en grundantagelse, at investor relations er en afgrænset "disciplin" indenfor virksomhedens eksterne kommunikation, hvor fokus primært er på investorernes risici ved at investere i virksomheden og i mindre grad virksomhedens risici. Dette vil heller ikke blive diskuteret nærmere i dette speciale. Endelig vil specialet, uanset investor relations som nævnt befinder sig i et krydsfelt mellem jura, kommunikation og finansielle forhold, have særlig fokus på kommunikation, hvorimod de juridiske og finansielle aspekter kun vil blive perifert berørt.

I forhold til empirien er der ikke inddraget kvalitative interviews med private investorer uanset disses væsentlighed for specialets genstandsfelt. Dette hænger sammen med en antagelse om, at private investorer vil have meget forskellige subjektive opfattelser af og forventninger til en børsnoteret virksomhed. Et interview med en eller enkelte private investorer ville derfor ikke nødvendigvis være repræsentativt for gruppen som helhed.

2.4 Specialets analysestrategi og opbygning

Specialets analysestrategi og opbygning afspejler det videnskabsteoretiske ståsted, der ligger til grund for specialet.

Analysen er således delt op i flere delanalyser. De enkelte analyseafsnit tager udgangspunkt i specialets underspørgsmål og inddrager i den forbindelse en række begreber og teorier, som er fundet relevante til at belyse underspørgsmålet, ligesom casen inddrages med særlig fokus på,

hvordan de interviewede personer oplever de vilkår og udfordringer, som en small cap virksomhed agerer under og står overfor. Der foretages endvidere en vurdering af de modeller og teorier, der er anvendt i det pågældende analyseafsnit. Derefter sammenholdes de forskellige delkonklusioner med henblik på at vurdere, om der udledes nogle overordnede linjer og forklaringsmuligheder. Afslutningsvis overvejes det, om der kan opstilles nogle praktisk orienterede løsningsforslag.

For oversigtens skyld kan specialets opbygning i hovedtræk beskrives således:

Kapitel 3 indeholder en beskrivelse af virksomheden FirstFarms A/S. Endvidere beskrives det lovgivningsmæssige krav, der gælder for alle børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser. Endelig beskrives investor relations begrebet i en historisk kontekst. Formålet er at aftegne konturerne af den kontekst, hvorunder small cap virksomheder som FirstFarms A/S opererer i Danmark.

Som overgang til analysedelen redegøres i kapitel 4 for begrebet "det senmoderne samfund" med det formål at skabe en sociologisk forståelsesramme for den efterfølgende analyse.

I kapitel 5 analyseres de børsnoteredes interesser og hvad der i den forbindelse skal tages højde for.

I forlængelse heraf indeholder kapitel 6 en analyse af, hvilke kommunikationskanaler, der pt. bliver anvendt i en investor relations sammenhæng, og hvorvidt disse er symmetriske eller asymmetriske og er udtryk for en- eller tovejskommunikation. Hertil bliver der blive sat fokus på, hvilke kommunikationskanaler FirstFarms anvender.

I kapitel 7 analyseres betydningen af omdømme i en investor relations sammenhæng ud fra fire forskellige parametre, nemlig finansiell performance, lederskab, corporate governance samt investor relations. Herudover vil eksterne faktorer blive fremhævet, da dette har en effekt på virksomheden. Udover interviewmetode anvendes kvantitativ metode i mindre omfang til at "scanne" markedet.

Med afsæt i de foregående analyser diskuteres det i kapitel 8, hvad small cap virksomheders særlige udfordringer er, og hvordan de kan håndtere disse udfordringer i en bestræbelse på at kommunikere med deres interesser.

3. Beskrivelse af casen og rammerne omkring virksomheden

3.1 FirstFarms A/S

FirstFarms A/S er et selskab, der opkøber, moderniserer og driver landbrugsselskaber og jord i Østeuropa. De gunstige omkostnings-, produktions- og afsætningsforhold i Østeuropa giver mulighed for høj driftsindtjening, og ved hjælp af dansk landsbrugsledelse og know-how søger man at optimere den daglige landbrugsdrift. Selskabet betegner sig selv som et investeringsselskab.

Selskabet blev stiftet i 2005 af en mindre gruppe danske investorer og blev børsnoteret i slutningen af 2006. Ønsket var at skaffe kapital til række yderligere investeringer, som stifterne af selskabet ønskede, at selskabet skulle foretage. Selskabet havde ved børsnoteringen ca. 2.600 aktionærer (web 7), hvilket i dag er vokset til cirka 3.500 aktionærer⁴.

I den første periode opererede selskabet udelukkende i Slovakiet, men efterfølgende gik man ligeledes ind i Rumænien. FirstFarms opkøbte i 2005, 2006 og 2007 de slovakiske landbrugsselskaber Agra M., Mast Stupava og Mlyn, der alle er beliggende relativt tæt på hovedstaden Bratislava.

I 2007 etablerede FirstFarms sig i Rumænien under datterselskabet FirstFarms s.r.l, der står for opkøb og drift af landbrugsselskaber i Rumænien. I Rumænien har man opkøbt landbrugsselskaberne Agro East s.r.l. og Agro West s.r.l.

FirstFarms har hovedsæde i Billund med følgende tre ansatte; Anders H. Nørgaard (CEO), Tina Thomsen (administrator/PA/IR) og Jørgen Svendsen (CFO). I Slovakiet har FirstFarms i alt 182 ansatte, mens der er 17 ansatte i Rumænien.

Mission og vision

FirstFarms *mission* er med sit forretningskoncept at udnytte de gunstige markedsmuligheder og at investere i et diversificeret landbrugsportefølje i Østeuropa med henblik på optimering af drift samt sikre aktionærerne et langsigtet, attraktivt løbende afkast (web 8).

Deres *vision* er at "være respekteret, fordi selskabet gennemfører investeringer i landbrug i Østeuropa på en kompetent og pålidelig måde, der er kendetegnet ved stor seriøsitet. Gennem

⁴ Power point slides udleveret af FirstFarms

selskabets aktiviteter skal der bidrages til, at forbrugerne tilbydes landbrugsprodukter af høj standard samtidig med at fokus på miljø og dyrevelfærd bevares" (web 9).

Firstfarms har igennem modellen, som er gengivet i årsrapporten (FirstFarms årsrapport, 2014, 6), skitseret grundelementerne i virksomhedens forretningsmodel.

FirstFarms har en hjemmeside (www.firstfarms.dk), der indeholder

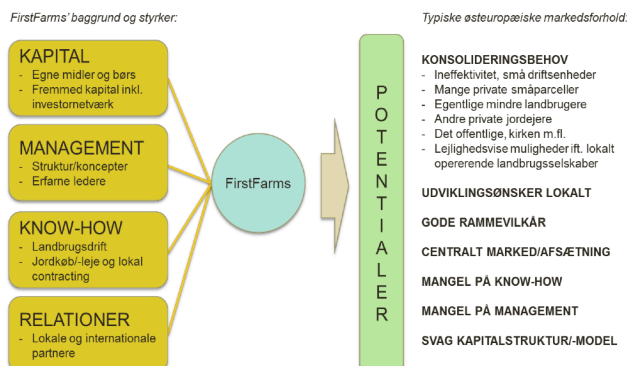
information til aktionærene under en fane, der er betegnet "Investor Relations". De har endvidere en Facebook profil, der aktuelt har omkring 3.500 følgere⁵. Facebook-siden er ikke målrettet til investorer, og en gennemgang viser, at de opslag, der hidtil har optrådt på siden, i vidt omfang viser moderne landbrugsmaskiner og kommentarer hertil på rumænsk/slovakisk.

3.1.1 Børsmarkedet i Danmark

Handelen med aktier sker på børserne, hvis hovedopgave er at sammenføre på den ene side udstederne af aktier, de børsnoterede selskaber, og på den anden side investorerne. Handelen med aktier kan ske via decentrale handelssystemer, som børserne stiller til rådighed for de virksomheder, der er berettiget til at handle på børsen. I stadig stigende omfang har investorerne også mulighed for selv at handle direkte, for eksempel via netbank. Handelssystemerne suppleres af en række informationssystemer, der skal sikre, at markedsdeltagerne får oplysninger om børshandlens omfang, kurser mv., ligesom informationssystemerne kan videregive de oplysninger, som de børsnoterede virksomheder er forpligtet til at give.

NASDAQ OMX Copenhagen fungerer som børs i Danmark. NASDAQ OMX Copenhagen har etableret et samarbejde med børserne i Stockholm, Helsinki, Reykjavik, Tallin, Riga og Vilnius under betegnelsen NASDAQ OMX Nordic Markets.

Virksomheden FirstFarms A/S har en markedsværdi på 215.349.414 DKK⁶ og er derfor kategoriseret under segmentet small cap virksomheder.



⁵ Tal hentet fra FirstFarms facebookside 16/09-2015

⁶ Tal hentet fra Nordnet.dk 21/08-2015

Børshandlen er på grund af de væsentlige samfundsmæssige perspektiver, der er forbundet hermed, nøje reguleret. Dette gælder blandt andet i forhold til de oplysninger, som de børsnoterede virksomheder er forpligtet til at videregive.

De børsnoterede virksomheders oplysningsforpligtelser er fastlagt i kapitel 7 i lov om værdipapirhandel mv. og den tilhørende oplysningsbekendtgørelse. Hovedbestemmelsen om virksomhedernes oplysningspligt findes i lovens § 27.

Oplysningsforpligtelsen indebærer blandt andet, at en virksomhed, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, herunder NASDAQ OMX Copenhagen, har *en løbende* oplysningsforpligtelse over for markedet. Denne løbende oplysningsforpligtelse omfatter dels en ikke periodebestemt oplysningspligt, der betyder, at intern viden, der har direkte angår udstederens virksomhed, skal offentliggøres hurtigst muligt. Denne forpligtelse vil typisk omfatte væsentlige enkeltstående begivenheder, som må antages at vil få væsentlig betydning for kursdannelsen, f.eks. indgåelse af større kontrakter eller større ændringer i virksomhedens aktiviteter (Andersen & Clausen, 2014, 366).

Den løbende oplysningsforpligtelse omfatter herudover også en periodisk forpligtelse, der betyder, at informationer om regnskabsmæssige forhold skal offentliggøres med bestemte intervaller. Denne forpligtelse er reguleret i lovens § 27, stk. 7 - 12, og omfatter årsrapporten og delrapporter i form af halvårsrapporter og kvartalsrapporter eller periodemeddelelser.

Formålet med at kræve, at intern viden, der har betydning for kursdannelsen, skal offentliggøres hurtigst muligt, er at sikre, at prisdannelsen hele tiden afspejler den information, som findes hos de enkelte virksomheder, mens kravet om periodisk information om regnskabsmæssige forhold har til formål at sikre, at investorerne kan danne sig et helhedsbillede af virksomheden i den forløbne periode. Pligten til at videregive oplysninger om intern viden er suppleret med et forbud i lovens § 36 mod at videregive intern viden selektivt, uden der samtidig sker en generel offentliggørelse. Efter lovens § 27, stk. 2, skal der derfor senest samtidig med videregivelse af intern viden til udenforstående, ske en generel offentliggørelse overfor markedet som helhed, det såkaldte samtidighedsprincip. Formålet hermed er at sikre en ligebehandling af alle aktørerne.

Det er som udgangspunkt overladt til virksomhederne selv at beslutte på hvilken måde, offentliggørelsen skal ske. Dog stilles der krav om, at oplysningerne når ud til offentligheden, og at offentliggørelsen retter sig mod alle kategorier af investorer inden for EU eller EØS. Kravet om, at oplysningerne hurtigt og samtidigt skal være tilgængeligt for alle, betyder, at offentliggørelsen i

praksis må ske via elektroniske medier, se herved også oplysningsbekendtgørelsens § 2, stk. 3. De fleste virksomheder vælger at lade børsen stå for offentliggørelsen (Ibid., 467). De oplysninger, der offentliggøres, skal samtidig sendes til Finanstilsynet, som er tilsynsmyndighed, og til børsen. Endelig skal virksomhederne efter lovens § 27, stk. 5, offentliggøre oplysningerne på virksomhedens egen hjemmeside, hvor oplysningerne skal være tilgængelig i et "passende tidsrum". Der stilles altså krav om, at virksomhederne har en hjemmeside.

De regler, der er omtalt ovenfor, omfatter de oplysninger, som de børsnoterede virksomheder er forpligtet til at offentliggøre. Som led i de børsnoterede virksomheders investor relations aktiviteter er virksomhederne imidlertid i stadig stigende grad i dialog med markedsdeltagerne på anden vis, f.eks. gennem møder, hjemmeside m.v., hvor man stiller informationer til rådighed. Det er derfor vigtigt at være opmærksom på, at sådanne investor relations aktiviteter tilrettelægges sådan, at virksomhedens oplysningsforpligtelser og princippet om ligebehandling af investorerne hele tiden respekteres. Dette kan, som Paul Krüger Andersen et al påpeger (Ibid., 387), være særlig relevant i tiden op til offentliggørelse af regnskabsmeddelelser eller andre væsentlige meddelelser. Flere børsnoterede virksomheder har i konsekvens heraf valgt at begrænse eller helt at ophøre med investor- og analytikerkontakt i perioden op til offentliggørelsen af regnskabsmeddelelser m.v., en såkaldt Lock out periode.

Udover de krav, der følger af værdipapirhandelsloven og oplysningsbekendtgørelsen, er de børsnoterede virksomheder også bundet af de krav, som børsene stiller til virksomhederne. Virksomheder, der optages til notering på NASDAQ OMX Copenhagen, skal således acceptere og underskrive et sæt regler for udstedere af aktier, de såkaldte Udstederregler.

Endelig kan det nævnes, at Erhvervs- og Vækstministeriet, der er ressortministerium, har nedsat en såkaldt "Komité for god Selskabsledelse", der arbejder for at fremme god selskabsledelse i børsnoterede selskaber. Det følger af Udstederreglernes pkt. 4.3, at børsnoterede virksomheder skal forholde sig til anbefalingerne fra komiteen for god selskabsledelse under anvendelse af "følg eller forklar" princippet. Dette princip indebærer, at virksomhederne enten skal følge anbefalingerne for god selskabsledelse eller skal forklare, hvorfor anbefalingerne helt eller delvist ikke følges.

3.1.2 Investor relations i et historisk perspektiv

Traditionelt set havde investor relations én primær opgave, at positionere virksomheden for at konkurrere om investorkapital. Tidligt i det 20. århundrede var børsnoterede virksomheder

underlagt langt færre reguleringer og aktive interessenter i forhold til i dag. Førhen ønskede virksomheden at holde mest muligt hemmeligt, idet åbenhed til offentligheden ansås som værende skadeligt for virksomheden. I 30'erne startede man i USA to foreninger SEC og U.S. Securities. Herigennem blev det påkrævet, at børsnoterede virksomheder skulle udarbejde periodiske offentliggørelser. På trods af disse nye stramninger, kommunikerede virksomhederne kun den nødvendige information til investorerne i form af envejskommunikation. I 50'erne opstod der et økonomiske boom, og virksomhederne begyndte at fokusere på private investorer, der fik penge mellem hænderne og skulle allokere deres økonomi bedst muligt. Her brugte virksomhederne deres PR afdeling til at få budskabet ud via massemedier, altså envejskommunikation (web 10). I 70'erne skete et skifte fra private til professionelle investorer, investor relations fik desuden et fokus på åbenhed udadtil. Hvor man før fokuserede på investor relations igennem massemedier, så fokuserede man i stedet på en-til-en møder med institutionelle investorer og finansanalytikere. Man kunne nu indsamle feedback, hvorfor tovejskommunikationen fandt sted. Dog brugte man sjældent informationen til at ændre virksomhedens aktiviteter. I stedet skabte det anledning til at skabe "overbevisende" beskeder i håbet om at "sælge" organisationen bedst muligt. Jo højere aktiekurs, desto bedre.

Siden årtusindeskiftet er flere multinationale børsnoterede virksomheder, som nævnt i indledningen, blevet afsløret i hemmeligholdelse af kursrelevante informationer, misbrug, bedrageri og kursmanipulation af aktien. Åbenhed, transparens og ansvarlig finansiel kommunikation overfor børsnoterede virksomheders interessenter har derfor fået en vigtig betydning. Skandalerne har ført til strammere reguleringer i forsøget på at skabe bedre corporate governance, større tillid og samtidigt gøre direktion og bestyrelse ansvarlige for deres arbejde. Hertil skriver Allen *"In the post-Enron era, investor relations vaults to the top of the corporate agenda, as companies must begin to rebuild investor confidence"* og tilføjer hertil: *"The communication skills of IR specialists will be more important"* (Allen, 2002, 206).

3.2 Sammenfattende

FirstFarms A/S blev etableret i 2005, og allerede i slutningen af 2006 blev selskabet noteret på NASDAQ OMX Copenhagen, hvor aktien handles i SmallCap-indekset. FirstFarms A/S betegner sig selv som et investeringsselskab. Selskabet har hovedkontor i Billund med tre ansatte, mens hovedaktiviteterne ligger i Slovakiet og Rumænien.

Som et børsnoteret selskab er FirstFarms A/S undergivet en række krav til blandt andet løbende at informere om kursrelevante forhold, hvilket omfatter både enkeltstående begivenheder og periodevise regnskabsoplysninger.

Børsnoterede virksomheder skal således sikre, at alle markedsdeltagere har lige og samtidig adgang til kursrelevante oplysninger om virksomheden. Virksomheden skal desuden sikre, at interne oplysninger behandles fortroligt, og at ingen uvedkommende får adgang til sådanne oplysninger, før de er offentliggjort. Kursrelevante oplysninger må derfor ikke gives til analytikere, journalister eller andre, hverken individuelt eller i grupper, uden at sådanne oplysninger samtidig offentliggøres til markedet. Disse krav får betydning for den måde, som børsnoterede virksomheder tilrettelægger dets investor relations aktiviteter på.

Synet på investor relations har ændret sig radikalt igennem tiden. Fra at være baseret på envejs kommunikation og lukkethed i muligt omfang, er den generelle tendens i dag, at man er meget fokuseret på transparens og tovejs kommunikation – i hvert fald blandt de store og progressive børsnoterede virksomheder.

4. Det senmoderne samfund

Investor relations angår virksomhedernes relationer og herunder ikke mindst kommunikation til kapitalmarkedet. Det er derfor relevant at have en forståelse for de aktuelle samfundsmæssige rammer, der kommunikeres i.

En kultur- og samfundsmæssig forståelse vil således være et relevant afsæt for specialets analyser. Ved at sætte investor relations ind i en samfundsmæssig kontekst opnås en bedre forståelse af, hvorfor og i hvilke henseender børsnoterede virksomheders interesser har anderledes forventninger end tidligere.

Et grundtræk ved det senmoderne samfund er den stigende individualisering, hvilket også virksomheder oplever og må agere efter.

Udtrykket "individualisering" knyttes af mange sammen med sociologerne Anthony Giddens og Ulrich Beck og deres begreb omkring "refleksivitet", hvormed menes, at folk forholder sig kritisk til omverden i det senmoderne samfund.

4.1 Anthony Giddens

Ifølge Anthony Giddens er det senmoderne samfund et informationssamfund, der er præget af viden og oplysning. Her udsættes mennesket konstant for ny viden fra hele verden, hvilket medfører, at mennesket konstant skal *reflektere* over og selektere i informationsmængderne. Før i tiden var refleksivitet begrænset til fortolkning af traditioner, som blev reproduceret via faste rutiner og vaner. Det senmoderne samfund, derimod, er et refleksivt samfund, hvor individet reflekterer over selve refleksionen. Senmoderniteten er i højere grad end tidligere præget af tilfældigheder og en åbenhed, som skyldes den udbredte viden, dels omkring os selv som individer og vores handlinger, dels omkring vores omgivelser. Viden og information afspejler ikke blot den sociale verden, men bidrager også til dens form og er herved central for senmoderne individers refleksivitet. Giddens kalder derfor det senmoderne samfund for det refleksive samfund.

"The reflexivity of modern social life consists in the fact that social practices are constantly examined and reformed in the light of incoming information about those very practices, thus constitutively altering their character" (Giddens, 1991, 38).

Giddens mener, at den udbredte viden, de mange valgmuligheder og den konstante forandring, der kendetegner senmoderniteten, bevirker, at individet aldrig kan vide sig sikker på, om det har truffet de rigtige valg. Tvivlen er dermed et gennemgående træk hos det senmoderne menneske. Åbningen af valgmuligheder har givet individet i senmoderniteten personlig frihed i vid udstrækning. Man kan i højere grad forme sin egen livsstil og er ikke definitivt bundet til nogen autoritet eller livsforståelse. Dette kan dog samtidig også indebære, at individet føler sig fortabt, da der ikke er en bestemt vej at vælge, men uoverskueligt mange.

I vores søgen efter tryghed og sikkerhed kommer ekspertsystemerne til at spille en stor rolle. I et samfund, hvor traditionerne er blevet opløst, og hvor tid-rum udstrækningen og udlejringsmekanismer præger den enkeltes hverdag, må individet nødvendigvis have tillid til abstrakte systemer. Giddens skriver således: *"Når det drejer sig om ekspertsystemer, sætter tillid parentes om den begrænsede teknisk viden, som de fleste mennesker har om de kodede informationer, der rutinemæssigt påvirker deres liv"* (Giddens, 1996, 31).

Således spiller tillid en væsentlig betydning for individet i det senmoderne samfund. Individet har ikke kendskab til den bagvedliggende viden, og bliver derfor nød til at betro sig til eksperterne på baggrund af den tillid, de har opbygget. Omvendt kan en erkendelse af eksperternes uvidenhed svække tilliden. Hertil fortæller Giddens: *"For det almindelige menneske er det naturligtvis risikabelt, når en ekspert skjuler oplysninger Mere skadeligt er det imidlertid, når eksperten ikke i fuldt omfang erkender et særligt sæt af farer af de risici, der er forbundet med dem"* (Ibid., 114). Det vil samtidigt vise utilstrækkelighed, der *"kompromitterer selve forestillingen om ekspertise"*.

4.1.1 Ulrik Beck

Ulrick Beck beskæftiger sig ligeledes med refleksivitet. Han skelner mellem industrisamfundet, som han anser for værende det lineære eller simple moderne, og risikosamfundet, som han anser for at være det "refleksivt" moderne.

Grundlæggende består forskellen mellem de to faser i, at mens den simple modernisering betegner en modernisering af traditionen, så betegner risikosamfundet, eller den refleksive modernisering, en modernisering af industrisamfundet. Den refleksive modernisering er et udtryk for en ny fase i moderniseringsudviklingen, hvor moderniseringen i stigende grad begynder at forholde sig til sig selv og sine egne resultater – ikke mindst i form af risici og andre usikkerheder. Det er netop denne selvkonfrontation, der bevirker at risikosamfundet er blevet refleksiv

(Andersen & Kaspersen, 2005, 474). Hvor kontrollerbarhed og vished var kendetegnende for industrisamfundet, så bliver distinktioner og grænser ophævet i risikosamfundet.

Det er den kritiske refleksion, den øgede risikobevidsthed samt opfattelsen af risikosamfundets menneskeskabte risici, der udgør den største forskel mellem industrisamfundet og risikosamfundet, ikke at mennesker i risikosamfundet er mere udsatte for fare (risici) end tidligere. Således siger Beck: *"Hvor farer tidligere var forårsaget af "eksterne" faktorer (f.eks. guder eller naturen), består den historisk nye kvalitet ved risici i, at de på én gang konstitueres videnskabeligt og samfundsmæssigt"* (Beck, 1997, 254).

Det reflektive aspekt medfører ligeledes en mere kritisk indstilling i offentligheden over for eksempelvis virksomheder, idet individet nærer andre forventninger, til dels ud fra et mere emotionelt præget rationale.

"Følsomhed og moral, rationalitet og ansvarlighed som dels krænkes, dels udvikles i forbindelse med risicienes bevidsthedsgørelses-proces kan ikke længere forstås ud fra markedets interessekonstellationer, sådan som det endnu lod sig gøre i det borgerlige industrisamfund" (Ibid., 99-100).

Som et eksempel skriver Ulrich Beck, at *"hvor skove ryddes og hele dyrearter udslettes, føler menneskene, at de selv i en bestemt forstand er ramt og sårede"* (Ibid., 100). Risicienes viden- og definitionsafhængighed indeholder altid et element af fortolkning – en fortolkning, der er foretaget indenfor en samfundsmæssig og kulturel kontekst og er sammenvævet med økonomiske og samfundsmæssige interesser (Andersen & Kaspersen, 2005, 467).

Tillid bliver som en følge af refleksionen også en mere afgørende faktor i interpersonelle relationer, eksempelvis i relationerne mellem investorer og virksomheder, idet virksomheder betragtes som (juridiske) personer.

Ulrich Beck peger endvidere på, at mennesket er blevet individualiseret og på baggrund af den øgede risici der finder sted, blevet mere afhængig af tillid.

4.1.2 Manuel Castells

I forlængelse heraf introducerer Manuel Castells *netværksamfundet*. I bogen *"The network society"* beskriver han netværkssamfundet således:

"The network society, in the simplest terms, is a social structure based on networks operated by information and communication technologies based in microelectronics and digital computer networks that generate, process, and distribute information on the basis of the knowledge accumulated in the nodes of the networks" (Castells & Cardoso, 2005, 7).

Netværket er et system, hvor væsentlige informationer, processer og magtrelationer bliver struktureret i et netværk og strømmer imellem forskellige netværk. Netværkene ændrer sig konstant ved at tilføje eller slette "nodes" i henhold til de konstant ændrende krav, som netværket måtte have som mål.

Netværksamfundet er ifølge Castells et samfund, hvor nye informations- og kommunikationsteknologier skaber anderledes hurtige og mere fleksible muligheder for netværksstrukturer – nye som gamle – og til nye former for demokratisk dialog og organisering på nationalt og globalt niveau. Teknologien er i sig selv ikke tilstrækkelig, men kompleksiteten i det moderne, globaliserede og medieprægede samfund gør kommunikationsteknologi til et centralt felt på den politiske og demokratiske dagsorden.

Ifølge Castells bør det traditionelle fællesskabsbegreb redefineres for at forstå nutidens tidsalder:

"The internet is the fabric of our lives. If information technology is the present day equivalent of electricity in the industrial era, in our age the internet could be likened to both the electrical grid and the electric engine because of its ability to distribute the power of information throughout the entire realm of human activity" (Castells, 2001, 1).

Internettet skal ses som et kommunikationsmedie, der giver anledning til kommunikation på en ny måde, hvor man når ud til et stort virtuelt fællesskab på kort tid (Ibid., 2). Fremkomsten af internettet som et nyt online kommunikationsmedie har ifølge Castells været forbundet med modstridende påstande om fremkomsten af nye mønstre af social interaktion. På den ene side kan dannelsen af nye fællesskaber, der er baseret på online kommunikation, fremme udviklingen af fællesskaber, men omvendt kan det også lede frem til ansigtsløse online relationer, en slags social isolation (Ibid., 117). Castells er fortaler for førstnævnte.

Endeligt beskæftiger Castells sig med netværksbaseret individualisme, hvorved han sigter til et socialt mønster, og ikke – som man ellers kunne tro – en samling af isolerede individer. Her bygger individet relationer (offline og online) på baggrund af interesser, tilhørsforhold, værdier og

projekter (Ibid., 131). Ifølge Castells spiller internettet en væsentlig rolle i vedligeholdelsen af svage bånd, som ville være gået tabt uden internettet. Under visse forhold kan internettet være med til at skabe nye bånd, som eksempelvis fællesskaber med en fælles interesse udsprunget af internettet (Ibid., 129).

På grund af denne fleksibilitet og nye kommunikationsform på internettet får social interaktion en helt ny betydning. Igennem disse online netværk skabes der virtuelle fællesskaber.

4.1.3 Magtforholdene neutraliseret med digitalisering

I bogen "Digital strategies for powerful corporate communications" beskæftiger Paul Argenti og Courtney Barnes sig med et særlig aspekt af nutidens samfund, nemlig at interessenternes magt har ændret sig markant. Virksomhedens indflydelseshierarki er gået fra, at det udelukkende var elitens erhvervsledere, der satte dagsorden, til, at det - tidligere mere passive - publikum, som eksempelvis medarbejdere, forbrugere, medier og ikke mindst investorer, har fået en større indflydelse på virksomheden. Nutidens virksomhedsmiljø er mere komplekst og er drevet af individuelle interessenters behov, ønsker og meninger, hvilket udgør en ufordrende realitet for virksomhedens ledelse: *"They have all but relinquished control over their organizations' reputations and messaging to a dissonant public"* (Argenti & Barnes, 2009, 1). Magtforholdene har med andre ord ændret sig i nutidens samfund, og denne virkelighed har en effekt på hvilken som helst interaktion, man måtte have med en virksomhed. Denne udvikling er fremsprunget som et resultat af digitaliseringen. En stor del af en virksomheds arbejde bliver i dag offentliggjort online, hvor de forskellige interessenter har mulighed for at læse og tilkendegive deres meninger. Virksomhedsledelsen forsøger stadig at skabe og udbrede meddelelser til offentligheden, men interessenterne kan med digitaliseringens udvikling "svare tilbage" via digitale platforme. Hvad endnu vigtigere er, at de kan fortolke virksomhedens oplysninger på deres egen måde, hvilket måske/måske ikke er retvisende. Denne virkelighed betyder, at virksomhedsledere i dag skal gentænke deres strategi i en digital kommunikationsplatform kontekst, og hvilken effekt disse platforme reelt set har (Ibid., 1-3).

4.2 Sammenfattende

Ifølge Giddens er det senmoderne samfund præget af viden og information. Mennesket er ikke længere bundet af traditioner og vaner, der navigerer deres livsmønstre, men i stedet er individet nødsaget til at tænke reflektivt. Dette bidrager til nye muligheder, men også til utryghed. Ekspertsystemerne spiller derfor en vigtig rolle, som individet skal have tillid til. Såfremt

eksperterne skjuler viden for offentligheden, vil det vise mangler og sætte eksperten i dårligt lys. Beck mener, at man skal forholde sig kritisk reflektiv i det senmoderne samfund, idet interessenter typisk nærer andre forventninger end virksomheden, til dels ud fra et emotionelt rationelt præget rationale. Beck mener ligeledes, at tillid spiller en vigtig faktor. Castells mener, at fællesskabsbegrebet bør redefineres for at forstå nutidens samfund. Igennem internettet kan man i dag kommunikere og skabe netværk på tværs af landegrænser med lynets hast. Igennem internettet skaber individer nye relationer på baggrund af fælles interesser. Svage relationer, som normalt ville være gået tabt, bliver lettere vedligeholdt via internettet. Castells kalder det "virtuelle fællesskaber". Endeligt har nutidens samfund og digitalisering medvirket til et mindsket hierarki og heraf øget indflydelse fra interessenter. Kommunikation er ikke længere styret af virksomheden, men har i langt højere grad karakter af et samspil med interessenterne.

5. Interessentanalyse

For at et selskab kan opnå en effektiv kommunikation, er det af væsentlig betydning at have en viden omkring selskabets interessenter. En konkret viden om, hvilket forhold interessenterne har til selskabet, og hvad deres udgangspunkt er for at vurdere selskabet, giver mulighed for at vurdere, hvordan selskabet skal agere i sin kommunikation. I dette afsnit vil der indledningsvis blive redegjort kort for forholdet mellem virksomhed og aktionær med afsæt i et mere traditionelt virksomhedssyn. Herefter præsenteres professoren Robert Edward Freeman's teorier omkring interessenter. På denne basis vil der blive set nærmere på nogle generelle træk i forholdet mellem børsnoterede selskaber og dets interessenter, hvilket danner en overgang til at en specifik analyse af FirstFarms interessenter, der også vil omfatte inddragelse af et Power/interest matrix. Således ønskes der igennem dette kapitel, at svare på følgende:

"Hvem kommunikerer en small cap virksomhed med?"

5.1 Strukturen mellem aktionær og virksomhed

Børsnoterede virksomheder er i dag typisk opdelt i to forskellige led, henholdsvis virksomhedens aktionærer (ejerne) og virksomhedens ledelse. Denne fordelingsstruktur afspejler kernen af moderne kapitalisme, idet ejerne ikke har et egentligt forhold til den virksomhed de "ejer", men i stedet køber en aktie i virksomheden med en forventning om, at ledelsen og medarbejderne yder deres bedste i aktionærernes interesse. Selvom aktionærerne "ejer" virksomheden, er der nogle væsentlige forskelle i forhold til, hvordan man opfatter ordet "ejerskab" i klassisk forstand. Disse forskelle i hovedtræk kan opsummeres på følgende måde:

Locus of Control – ejerskabet af den købte aktie ligger ikke i hånden på aktionæren. Den direkte kontrol ligger hos direktionen, bestyrelsen og eventuelt andre udvalg. Investoren har dermed alene en indirekte og ikke personlig indflydelse.

Fragmented ownership – i det fleste tilfælde vil en virksomhed have så mange aktionærer, at den enkelte aktionær ikke kan anse sig selv som ejer af selskabet i en klassisk forstand.

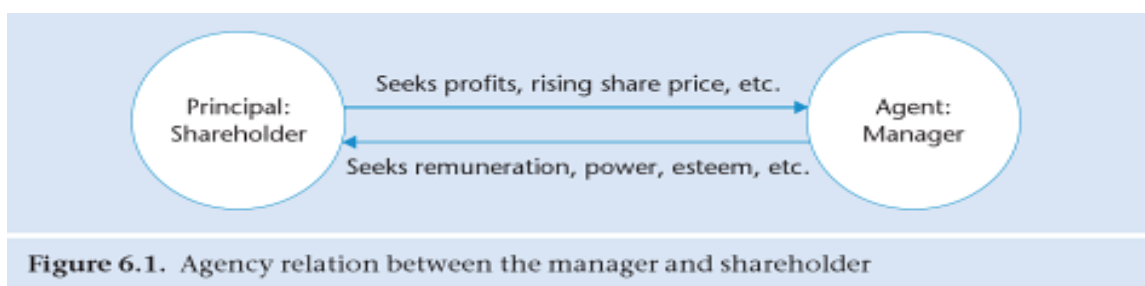
Divided functions and interests – aktionærerne og virksomhedsledelsen har ikke nødvendigvis de samme interesser i virksomheden. Aktionæren søger sandsynligvis en økonomisk gevinst, mens ledelsen kan være mere interesseret i virksomhedens vækst (Crane & Matten, 2007, 218-220).

På baggrund af ovenstående er det åbenlyst, at uenigheder og konflikter kan skabe svækkede relationer blandt aktionærerne og virksomheden.

For at imødekomme disse barrierer har "Komiteen for god selskabsledelse" lavet en række anbefalinger, der skal være med til at sikre tillid til selskaberne gennem "rettidig informationsformidling og gennemsigtighed". Igennem god selskabsledelse – eller Corporate Governance – ønsker man at understøtte ansvarlig- og værdiskabende ledelse, og dermed bidrage til virksomheders langsigtede succes. Alt efter hvilket selskab man fokuserer på, kan det variere, hvordan arbejdet med god selskabsledelse skal tilrettelægges, og hvordan rapportering herom foregår. Det væsentligste punkt ved Corporate Governance anbefalingerne er at sikre, at aktionærene får indsigt i selskabet og forståelse for dets eventuelle potentiale (web 11).

5.1.1 Agent-principal forhold

Forholdet mellem aktionær og selskabet kan stilles op som et agent-principal forhold. Denne teori tager udgangspunkt i, at der er en naturlig interessekonflikt mellem virksomhedens ledelse og ejerne, altså investorerne. Investorerne agerer *principalen*, mens virksomhedsledelsen er *agenten*. Investorer kan have en forventning om, at ledelsen handler i deres interesser, men ledelsen kan godt have en interesse i det modsatte.



Denne "agent-relation" er speciel ud fra to faktorer, som man ikke nødvendigvis finder i andre interessent-virksomheds sammenhænge.

For det første er der en naturlig *interessekonflikt* imellem de to parter. Aktionæren vil som udgangspunkt have et ønske om øget aktiekurs, hvorimod ledelsen kan have andre både kortsigtede og langsigtede ønsker, som ikke nødvendigvis er gunstig for aktiekursen. Man kan tale om, at incitamentsstrukturen er asymmetriske.

For det andet har principalen kun i begrænset omfang adgang og indsigt i agents kvalifikationer, mål og aktioner (Crane & Matten, 2010, 240). Informationen kan således betegnes som værende asymmetrisk, hvilket vil blive nærmere behandlet i afsnit 6.

For at mindske "gabet" mellem aktionæren og virksomhedens ledelse kan det derfor være relevant, at virksomhedens ledelse har fokus på via at informere til det finansielle miljø. Derved opnår man, at informationen bliver mindre asymmetrisk.

5.2 Interessenter

Interessentteorien hviler på en grundsætning om, at en virksomheds værdi skabes i dets relationer til dets interessenter, hvor interessenternes opfattelse af virksomheden betyder mere end virksomhedens egentlige produkt. Teorien er i særlig grad udviklet af professoren Freeman i bogen *"Strategic Management: A Stakeholder Approach"*. Freeman definerer en interessent således: *"Any group or individual who can affect or is affected by the achievement of an organizations purpose"* (Freeman, 2010, 53).

Freemans tager afstand fra den mere traditionelle shareholder-teori, hvorefter aktionærerne er ejerne af virksomheden, og hvor virksomhederne har en forpligtelse til først og fremmest at varetage aktionærernes interesser i form af øgede værdi for shareholderne. Freeman udtrykker således på sin hjemmeside: *"Every business creates, and sometimes destroys, value for customers, suppliers, employees, communities and financiers. The idea that business is about maximizing profits for shareholders is outdated and doesn't work very well, as the recent global financial crisis has taught us. The 21st Century is one of 'Managing for Stakeholders'"* (web 12).

5.2.1 Forskellige grupper af interessenter

Børsnoterede virksomheder er i dag generelt opmærksomme på, at identifikation af interessenter kan have betydning for virksomhedens kommunikation. Det kræves således, at den ledende del af virksomheden tænker strategisk omkring den overordnede del af forretningen, og hvordan de effektivt kan kommunikere med de enkelte interessentgrupper.

Freeman anfører herom, at man bør identificere, hvilken "interesse" interessenten har i virksomheden. Han opdeler interessenterne i tre forskellige dele, nemlig *"equity stakes, economic or market stakes, and influencer stakes"* (Cornelissen, 2011, 42-43). Equity stakes er interessenter med et direkte "ejerskab" i virksomheden, "economic or market stakes" er interessenter med en økonomisk interesse, men intet ejerskab. Den tredje og sidste interesse er "influencer stake", der kan have en indflydelse på virksomheden uden at have en direkte økonomisk interesse.

Herudover inddeler Freeman virksomhedens interessenter i primære og sekundære segmenter. De primære interessenter udgør den afgørende del af virksomheden. De sekundære interessenter

er dem, som har en indflydelse eller effekt på virksomheden. Disse sekundære interessenter har typisk en moralsk eller normativ interesse i organisationen og har magten til at mobilisere offentlighedens holdning til fordel eller ulempe for virksomheden.

Herudover er det væsentligt at klargøre, om interessenterne har en "kontraktuel" forbindelse til virksomheden. I den forbindelse taler man om "*contractuel and community stakeholders*" (Ibid., 43). Kontraktuelle interessenter er aktører med en form for et juridisk bindende forhold til virksomheden i bytte for en vare eller ydelse. Community interessenter er de aktører, hvis forhold til virksomheden er non-kontraktuel og mere diffus. Uanset dette kan disse interessenters indvirkning på virksomheden kan være af stor betydning (Ibid., 43). Som eksempel på non-kontraktuelle interessenter kan nævnes myndigheder og andre centrale organer, der regulerer forudsætningerne for, at en virksomhed kan agere på et marked, og udstikker regler og bestemmelser for virksomhedens aktiviteter, evaluerer virksomhedens drift med videre.

5.2.2 Børsnoterede selskabers interessenter på kapitalmarkedet

Overordnet set findes der to målgrupper, som enhver børsnoteret virksomhed i første omgang bør tage stilling til, når man udfører kommunikationen i det finansielle miljø. Tuominen opstiller to grupper, de direkte og indirekte partnere. Ordet partner er her brugt for at fremhæve, at kommunikationen skal foregå som et samarbejde mellem virksomheden og investoren – som et partnerskab.

Direkte partnere er den gruppe af kapitalmarkedet, der direkte investerer kapital i virksomheden. Gruppen af direkte partnere kan opdeles i tre grupper, henholdsvis private investorer, storaktionærer og institutionelle investorer.

Tuominen fremhæver desuden en anden gruppe, som ligeledes er vigtig at tage stilling til, nemlig den indirekte partner. Den indirekte partner kan betegnes som den interessent, der betjener nuværende og potentielle investorer. Det kan f.eks. være aktieanalytikere (både sell og buy-side analytikere), portefølje- og fundmanagers, investeringseksperter, finansielle medier, medarbejdere og bestyrelse (Tuominen, 1997, 42-43; Bukh & Nielsen, 2010).

Herudover er der en mere diffus gruppe af interessenter, der ligeledes kan have stor betydning for FirstFarms, såsom Finanstilsynet, NASDAQ OMX Copenhagen, medarbejdere med videre.

5.2.3 FirstFarms interessenter

Af interviewet med Anders Nørgaard og Tina Thomsen kan man udlede, at Firstfarms' investorer omfatter såvel institutionelle investorer, storaktionærer og private investorer, men de private investorer udgør klart hovedvægten af FirstFarms aktionærer. I interviewet med Jørgen Svendsen, udtaler han således, at han "*... tror det er i hvert fald 90 procent eller noget i den retning*" til spørgsmålet om, hvor stor en del af deres aktionærer, der er private investorer.

Blandt de private aktionærer er det værd at hæfte sig ved, at to aktionærer har indberettet ejerandele på 10 % eller derover til Finanstilsynet. Disse to storaktionærer er reelt sammenfaldende, idet der er tale om dels en af stifterne af FirstFarms, Henrik Hougaard, dels et holdingselskab, som er tilknyttet en koncern, som stifteren ligeledes er ejer af (web 13). Samme stifter er i øvrigt også bestyrelsesformand i FirstFarms.

Aktionærerne har igennem deres aktie en kontraktuel forbindelse til virksomheden og hører derfor under kategorien kontraktuel interessent. Aktionærernes aktie indebærer samtidig, at de har et ejerskab og en økonomisk interesse i virksomheden, hvorfor de hører under kategorierne "equity stake" og "economic stake". I forhold til FirstFarms repræsenterer aktionærerne en finansiell ressource (Barney, 1991, 101).

I relation til aktionærer kan det også være relevant at fremhæve, at en relativt lille, men væsentlig gruppe, er de såkaldte "*aktionær aktivister*". Denne interessent kræver at tage en aktiv rolle i forvaltningen af de selskaber, de investerer i, i modsætning til at fungere som passiv tilskuer (Argenti & Barnes, 2009, 145). I interviewet med Anders Nørgaard bekræfter han, at sådanne interessenter også er at finde på FirstFarms generalforsamlinger, idet han siger: "*vi skal prøve og tage alle alvorlige selvom at det selvfølgelig er lidt svært når der er en "Frank Aaen" der rejser sig på talerstolen og lukker et eller andet ud, hvor man tænker "hold da op"*". "Frank Aaen" er en henvisning til aktionærer, der er særdeles aktive, meget kritiske og udfordrer børsnoterede virksomheder på generalforsamlinger (web 14). "Aktionær aktivisme" er foranstaltninger, som er truffet af aktionærerne med den hensigt at påvirke og have en indflydelse på selskabets politik og praksis (Goranova & Ryan, 2014). Da aktionær aktivisten har en aktie i virksomheden er en sådan interessent principielt kontraktuelt forbundet til virksomheden. Imidlertid kan sådanne aktionærernes reelle motiv for at have erhvervet en aktie i virksomheden være båret af andre og mere diffuse motiver, hvorfor disse aktionærer også falder ind under kategorien "community" interessent. Interviewet med Anders Nørgaard efterlod dog det indtryk, at aktionær aktivister

ikke var et dominerende fænomen hos FirstFarms, hvorfor aktionæraktivisterne qua deres beskedne aktieandele aktuelt må betegnes en sekundær stakeholder. Endelig har aktivisten ligesom de øvrige aktionærer en "equity stake", men til forskel fra den "normale" aktionær, stræber aktionæraktivisten efter at udgøre en "influencer stake".

Bestyrelsen og medarbejderne figurerer også blandt FirstFarms interessenter på det finansielle marked. Bestyrelsen er således valgt af aktionærerne, hvorfor relationen til kapitalmarkedet i en vis forstand er forankret i bestyrelsen. Medarbejderne har ligeledes en naturlig interesse i at følge udviklingen i virksomheden og en interesse i at forstå, hvordan virksomheden opfattes fra kapitalmarkedets side. Medarbejderne og bestyrelsen er ligesom aktionærerne kontraktuelt forbundet til virksomheden. Ledelsen og medarbejderne i virksomheden har ikke nødvendigvis aktier i den virksomhed, de er ansat i, men de har til gengæld en stor interesse i, at virksomheden er finansielt stabil. De hører derfor under kategorien "economic stake", da de har en økonomisk interesse i virksomheden. Bestyrelsen og medarbejderne befinder sig derudover i den primære interessent gruppe, da virksomheden ikke ville kunne overleve uden dem, og udgør en "human kapital" ressource (Barney, 1991, 101).

Aktieanalytikere og de finansielle medier er ikke direkte afhængige af virksomhedens finansielle stabilitet, men de kan til gengæld have en væsentlig indflydelse på virksomheden og dets omdømme. Aktieanalytikerne og mediernes aktuelle betydning for FirstFarms vil blive omtalt i afsnit 5.2.3. Medierne og til dels også analytikerne er "community stakeholders" eftersom, at de ikke er juridisk forbundet til virksomheden. Grunden til, at aktieanalytikerne kun delvist falder ind under kategorien "community stakeholder" skyldes, at disse faktisk kan ansættes af virksomheden til mod betaling at udarbejde en analyse af virksomheden. I sådanne tilfælde vil aktieanalytikeren være kontraktuelt forbundet til virksomheden. Da virksomheder og således også FirstFarms kun i begrænset omfang bør købe sig til analyser hos aktieanalytikere, idet der i modsat fald kan opstå mistanke omkring analysernes uafhængighed, må aktieanalytikere derfor som udgangspunkt anses for at være "community stakeholders". De potentielle aktionærer vil ligeledes være en community stakeholder, da de ikke har nogen aktie i virksomheden, men antageligvis har en interesse i virksomheden. Såfremt de vælger at købe en aktie vil de selvsagt blive kontraktuelle interessenter.

FirstFarms er som tidligere omtalt noteret på Nasdaq OMX Copenhagen (børsen), hvor aktien handles i small cap indekset. Derfor skal FirstFarms opfylde en række regler og forholde sig til en række anbefalinger. Nasdaq OMX Copenhagen må anses for at være en primær interessent.

FirstFarms er kontraktuelt forbundet til Nasdaq OMX, og Nasdaq OMX Copenhagen må defineres som en kontraktuel interessent. Samtidig har Nasdaq OMX Copenhagen dog også "en fod" indenfor kategorien "community stakeholder". Nasdaq får ikke en fysisk ydelse eller vare ud af FirstFarms drift på samme måde som virksomhedens andre kontraktuelle interessenter. I stedet har den danske fondsbørs en overordnet interesse i, at samtlige danske børsnoterede virksomheder følger fælles regler, idet disse er med til at sikre en effektiv og troværdigt kapitalmarked. Derfor må Nasdaq OMX Copenhagen ligeledes anses for at være en community stakeholder.

I forlængelse heraf vil det også være relevant kort at nævnte Erhvervs- og Vækstministeriet, der er ansvarlig for lovgivningen på området, Finanstilsynet, der er tilsynsmyndighed på området samt Komiteen for god selskabsledelse.

Nedenfor er FirstFarms forskellige interessenter opstillet i skematisk form.

	Kontraktuel Stakeholder	Community Stakeholder	Primær stakeholder	Sekundær stakeholder	Equity Stake	Economic or market stake	Influencer stake
Aktionærer (heraf 90 % private investorer)	x		x		x		
Bestyrelse	x		x			x	
Medarbejder	x		x			x	
Potentielle aktionær	(x)	x	(x)		(x)		
Aktionær aktivister	(x)	x		(x)	(x)		x
Erhvervsmedier		x		x			x
Analytikere	(x)	x		x			x
Aktionær aktivist		x		x	x		x
Nasdaq OMX Copenhagen	x	x	x			x	
Myndigheder, herunder Komiteen for god selskabsledelse		x	x			x	

Interessentanalysen identificerer, hvem FirstFarms investor relations interessenter er, samt hvilke interesser de har i virksomheden. For at kunne lave den bedst mulige strategi er det ifølge Joep Cornelissen ligeledes vigtigt, at have en forståelse af de forskellige interessenters forventninger, vilje og evne til at søge indflydelse på virksomheden, eller sagt med andre ord, hvilke interessenter der er mest "synlige" eller "prominente". Herigennem skabes et grundlag for

at vurdere, om nogle af FirstFarms interesserter er mere væsentlige at kommunikere aktivt med end andre.

5.2.4 Power/interest matrix

"The power/interest matrix" (Cornelissen, 2011, 48-49) kan være et nyttigt redskab til at kortlægge interesserterne. Modellen klassificerer virksomhedens interesserter i forhold til to faktorer, henholdsvis "interest" og "power" (Ibid., 48), hvor "interest" sigter til, i hvilket omfang de forskellige interesserter kan forventes at udvise interesse i forhold til virksomheden, mens "power" sigter til, hvorvidt interesserterne også har magten til få indflydelse. Key Players udgør den vigtigste interesserter, og virksomheder bør derfor være i konstant kommunikation med disse interesserter. På tilsvarende vis bør virksomheden være i hyppig kommunikation med de interesserter, der befinder sig i gruppen "Keep informed", således at der opretholdes et godt forhold til disse. De interesserter, der befinder sig i gruppen "Keep satisfied", er sværere at håndtere. Disse interesserter har ikke en høj interesse i virksomheden, men kan til gengæld have en stor magtfaktor i forskellige situationer. I figuren nedenfor er FirstFarms' interesserter klassificeret i overensstemmelse med matrixmodellen.

POWER	LOW	MINIMAL EFFORT Komiteen for god selskabsledelse	KEEP INFORMED Potentielle aktionærer Erhvervsmedier Aktionær aktivist
	HIGH	KEEP SATISFIED Nasdaq OMX Copenhagen	KEY PLAYERS Aktionærer Medarbejdere Bestyrelse
		LOW	HIGH
		LEVEL OF INTEREST	

Som det fremgår kan FirstFarms aktionærer, bestyrelse og medarbejdere klassificeres som "key players" (Ibid., 47). Disse interesserter er vigtige at varetage for FirstFarms, da de har en afgørende indflydelse på virksomheden. De udgør virksomhedens kapital samt performance, og de har derfor i høj grad "power". Interessen for virksomheden må ligeledes siges at være høj, eftersom disse interesserter er finansielt påvirket af virksomheden.

Af interviewet med Tina Thomsen og Anders Nørgaard kan det udledes, at aktieanalytikere aktuelt spiller en beskeden rolle for FirstFarms, da virksomheden ikke har nogle følgere på nuværende tidspunkt. Aktieanalytikerne er derfor ikke indsat i ovenstående mapping model. Herved adskiller FirstFarms sig ikke fra, hvad synes at være normalt forekommende for small cap virksomheder. Således synes der at være en udbredt mangel på analytikerdekning i small cap segmentet. En undersøgelse udarbejdet af kommunikationsvirksomheden Hill+Knowlton Strategies og advokatvirksomheden Kromann Reumert viste, at small cap virksomheder har særdeles svært ved at opnå analytikerdekning i Danmark. Således fortæller 46 % af de udspurgte analytikere, at en virksomhed skal have en markedsværdi på over 2 mia. DKK, før den er interessant at følge, mens kun hver 10. vil følge virksomheden med en markedsværdi på under 1 mia. DKK (Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst, 2013).

I interviewet med Poul Lykkesfeldt bliver dette understøttet med følgende kommentar: *"small cap selskaber især, har det uhyre svært, og har svært at opnå analysedækning (for small cap selskaber). Det er fordi analytikernes løn i princippet, men ikke direkte, i et vist omfang betales via børsrådgiverens handelskommission"*.

Endvidere fortæller han: *"De mindre selskaber har meget svært ved at trænge ind hos de store investorer, og derfor er det ekstra vigtigt for de mindre selskaber at forsøge at deres hoser grønne overfor de private investorer, da det højest sandsynligt er der de kan gå ind og få aktionærer, der køber for et mindre beløb, og derved bidrager til likviditet i aktien"*.

FirstFarms overvejer dog på sigt at opnå analytikerdekning. Anders Nørgaard, fortæller således i interviewet: *"... Men vi skal formentlig tilbage og have fat i nogle aktieanalytikere igen for at de ligesom skal skrive noget ordentlig omkring os"*. Hvis FirstFarms med tiden lykkes med at få analytikerdekning, vil analytikerne som interessentgruppe udvikle sig til at blive en "key player", og i en sådan situation tilsiger modellen, at virksomheden skal have en væsentlig og kontinuerlig kontakt med denne interessentgruppe også.

Relevante medier såsom landbrugsmedier samt finansielle medier er i stand til at påvirke private investorer til en vis grad (Davis, 2006, 12), ligesom potentielle private investorer er en målgruppe for disse "influencers". På baggrund af dette er medierne væsentlige at tage stilling til for FirstFarms – især taget i betragtning, at FirstFarms aktionærer primært udgøres af private investorer. Dette har virksomheden faktisk allerede taget delvist hånd om, som Anders Nørgaard siger i interviewet: *"Vi har en ekstern pressemedarbejder, som håndterer vores pressemeddelelser og*

det er Tina [Thomsen] der er i kontakt med ham". Det er desuden i FirstFarms interesse at have et sundt forhold til potentielle investorer, hvorfor man løbende bør informere disse omkring virksomhedens aktuelle situation. Aktionæraktivister skal desuden informeres til løbende for at nedtone eventuelle uoverensstemmelser.

Selvom private investorers handelsmønstre i nogen grad er påvirket af pressen, så har denne tendens, ifølge Aeron Davis, været dalende. Dette skyldes dels, at andre kilder har bedre adgang til ledelsen, hvorfor printmedier ikke anses for samme nyhedsværdi som tidligere. Derudover har fremkomsten af elektroniske medier – heraf hjemmeside, sociale medier, internettet, webcasts med mere – fået en styrket rolle hos investorerne (Ibid., 12-15). Nærmere omkring anvendte kommunikationskanaler i et investor relations perspektiv vil blive belyst i afsnit 6.

Det er selvfølgelig altafgørende for FirstFarms at holde NASDAQ OMX Copenhagen opdateret omkring deres investor relations tiltag, idet, såfremt FirstFarms ikke overholder regelsættene, kan det få store konsekvenser for virksomheden. NASDAQ OMX Copenhagen besidder derfor en høj magtfaktor. NASDAQ OMX Copenhagen interesse er imidlertid primært centreret om, at FirstFarms overholder reglerne og er i mindre grad centreret om virksomhedens konkrete tiltag. NASDAQ OMX Copenhagens interesse i Firstfarms er derfor lav. Komiteen for god selskabsledelse adskiller sig fra NASDAQ OMX Copenhagen ved, at Komiteen ikke har nogen sanktionsmuligheder over for virksomheden og må derfor anses, som en mindre væsentlig interessent man dog stadig skal informere jævnligt.

5.2.5 Opsummering af virksomhedens interessenter

Interessentanalysen er vigtig for FirstFarms, da interessenten i dag har en stor indflydelse på virksomheden. I en kapitalistisk optik er børsnoterede virksomheder opdelt imellem ledelsen og aktionærene. Selvom aktionærene "ejer" virksomheden, er de ikke ejere i klassisk forstand. Således medvirker *Locus of Control*, *Fragmented ownership* samt *divided functions* til asymmetrisk kommunikation og incitamentstruktur.

I afsnittet blev FirstFarms finansielle interessenter skitseret. Virksomhedens aktionærer, bestyrelse og medarbejdere blev her anset for at være "key players". Private investorer udgør en væsentlig del af FirstFarms aktionærer, men storaktionæren Henrik Hougaard, som samtidig er stifter af holdingselskabet Skiold Holding, og som er bestyrelsesformand i FirstFarms, sidder på en markant del af FirstFarms aktier. aktionæraktivister er interessenter, man bør have et vågent

øje til. Pt. råder de kun over en lille del af FirstFarms aktier, hvorfor de må betragtes som en sekundær interessent.

Aktieanalytikere og institutionelle investorer spiller i dag kun en beskeden rolle i forhold til FirstFarms.

5.3 Diskussion

Som analysemodel kan interessentanalysen kritiseres for, at virksomheden bliver tvunget til at betragte interessenterne meget skematisk, hvorved en del af nuancerne går tabt. Samtidig afspejler en interessentanalyse ikke nødvendigvis, at der kan være forskelle i, hvor "vigtige" de enkelte interessenter er. Hvis en virksomhed vil fokusere på samtlige interessenter, vil dette være yderst ressourcekrævende, og i sidste kan det ende med svække virksomhedens fokus.

Når en interessentanalyse alligevel er relevant, skyldes det flere forhold. Dels er børsmarkedet præget af en høj grad af offentlig regulering og anbefalinger, de såkaldte "softlaws", som regulerer forholdet mellem virksomhed og kapitalmarked. Det er derfor nødvendig også at have fokus på disse interessenter.

Hertil kommer, at den traditionelle shareholder-teori ikke nødvendigvis tager højde for vilkårene i det moderne samfund. Som omtalt i afsnit 4, har interessenternes magt ændret sig markant, idet interessenterne i dag har større indflydelse på en virksomhed modsat tidligere, hvor de forholdte sig passivt. John M. Bryson beskriver på linje hermed, at identifikation af virksomhedens interessenter er vigtigere end nogensinde før, da vi i dag skal forholde os til "*The interconnected nature of the world*" (Bryson, 2004, 23-24). Ifølge Bryson har vi i dag en "*shared-power world*", hvor hverken interessenten eller virksomheden har den fulde magt, men i stedet er begge parter involveret med hinanden i mange situationer. Eftersom interessenten har en større indflydelse på virksomheden end tidligere er det i endnu højere grad essentielt at kunne identificere disse.

Når det alligevel kan være relevant at have særlig fokus på forholdet mellem aktionærerne og virksomheden, skal det ses i sammenhæng med investor relations som disciplin er orienteret mod specifikke interessenter. Som Fombrun og Riel skriver er "*the purpose of the IR specialist .. to interface with current and potential financial stakeholders*" (Cornelissen, 2007, 183). Stakeholder-synsvinklen må derfor kombineres med shareholdersynsvinklen.

5.3.1 Delkonklusion

FirstFarms har et stort antal interessenter, hvis interesser i virksomheden er meget forskelligartet og ikke nødvendigvis sammenfaldende.

Blandt interessenterne hører aktionærene til de absolutte keyplayers. 90 % af aktionærene er private investorer. Ud fra en traditionel synsvinkel er børsnoterede virksomheder opdelt imellem ledelsen og aktionærene. Selvom aktionærene "ejer" virksomheden, er de ikke ejere i klassisk forstand. Således medvirker *Locus of Control*, *Fragmented ownership* samt *divided functions* til asymmetrisk kommunikation og incitamentstruktur. Disse problemstillinger gør sig dog ikke nødvendigvis gældende i forhold til storaktionærer. FirstFarms har én storaktionær, der samtidig er bestyrelsesformand.

Aktieanalytikerne indtager aktuelt kun en meget beskeden rolle for FirstFarms. Herved adskiller FirstFarms sig ikke væsentlig fra andre small cap virksomheder. Analysedækning er et veldokumenteret værktøj til at øge investorinteressen, da det skaber synlighed og opmærksomhed omkring aktien. Følgelig medvirker manglende analytikerdækning til mindre investorinteresse og dermed lavere likviditet og omsætning i aktien. Da ekspertssystemer samtidig spiller en vigtig rolle i det senmoderne samfund, kan dette være med til at forstærke, at potentielle aktionærer er mere tilbageholdende med at investere i small cap virksomheder.

6. Kommunikationsanalyse

I det forudgående afsnit blev aktionæerne identificeret som en central "keyplayer" for small cap virksomheder som FirstFarms. I dette afsnit vil der blive set nærmere på virksomhedens kommunikation med sine aktionærer, hvilket hører til kernen af investor relations arbejdet. Der vil i den forbindelse blive sat særlig fokus på kommunikationskanalerne, dvs. de måder, hvorpå virksomheden kan overføre information fra virksomheden til aktionæerne. Hermed besvares specialets andet delspørgsmål:

"hvordan kommunikerer virksomheden med investorerne?"

Først vil temaet blive sat i kontekst med de anbefalinger, der er udstukket fra centralt hold, og med de tendenser, der i øvrigt gør sig gældende i det senmoderne samfund, og i den forbindelse vil begreberne "sensemaking" og "sensegiving" blive inddraget. Derefter introduceres Grunig og Hunts fire kommunikationsmodeller. Disse fire modeller samt de fordele og ulemper, der kan være forbundet hermed, vil derefter blive anvendt til at undersøge de investor relations aktiviteter, som i dag er normalt forekommende i Danmark. I tilknytning hertil vil de sociale medier som kommunikationskanal for investor relations arbejdet - som et relativt nyt fænomen - blive inddraget. Med dette som baggrund vil FirstFarms investor relations aktiviteter blive nærmere undersøgt og vurderet.

6.1 Dialog som "norm"

I 2001 fremlagde det såkaldte Nørby-udvalg en rapport om Corporate Governance i Danmark. Denne rapport, der kom i kølvandet på en stadig stigende debat om Corporate Governance, dannede senere grundlag for anbefalingerne fra Komiteen for God Selskabsledelse. Som udvalget anfører i rapporten, var debatten opstået som en reaktion mod *"dels et pres fra det stadigt mere udbredte institutionelle ejerskab, dels som en reaktion mod finansskandaler i slutningen af 1980'erne"* (Lindegaard et al, 2001, 11). Debatten har senere hen bevæget sig fra at være drevet af et ønske om "ejeraktivisme" samt øge kontrollen med ledelsen til et bredere syn på selskabet og forholdet mellem dets øvrige interessenter (Selskabsledelse i 100 børsnoterede selskaber - en kortlægning af corporate governance og investor relations, 2004, 12).

Komiteen for God Selskabsledelse har følgende anbefaling i relation til kommunikationen mellem aktionæerne og selskabet.

"Det anbefales, at bestyrelsen sikrer en løbende dialog mellem selskabet og aktionærerne, således at aktionærerne får relevant indsigt i selskabets potentiale og politikker, og bestyrelsen kender aktionærernes holdninger, interesser og synspunkter i relation til selskabet" (web 15).

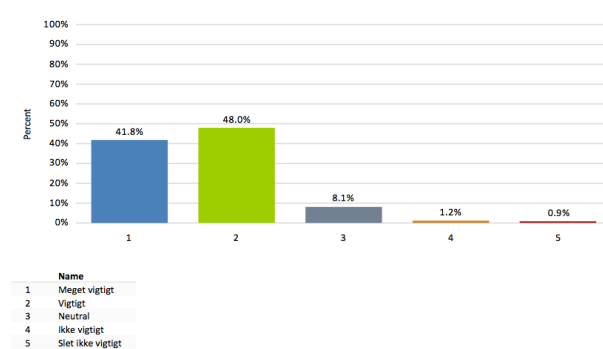
Komiteen anbefaler med andre ord, at virksomheden går i dialog med aktionærerne, og at dette implementeres i en investor relations strategi, hvor *"kommunikationen har til formål at sikre, at alle aktionærer har lige og jævnlig information"*.

Ordet "dialog" indtager således en central rolle, hvor en præcis definition af ordets betydning kan derfor være relevant. I Oxfords dictionaries defineres ordet således: *"A literary work in the form of a conversation between two or more persons, in which opposing or contrasting views are imputed to the participants"*.

Med ovenstående anbefaling menes det dermed, at den børsnoterede virksomhed skal udføre tovejskommunikation med virksomhedens aktionærer, hvor også aktionærernes meninger skal kunne tilkendes overfor virksomheden.

En analyse udarbejdet af Økonomisk Ugebrev Formue (Økonomisk ugebrev ledelse, 2015, januar), offentliggjort den 19. januar 2015, viser, at "dialog" ikke kun skal ses som en nødvendighed for at opfylde de anbefalinger, der stilles til de børsnoterede selskaber fra centralt hold. Danske investorer finder også, at en aktiv og åben dialog er af afgørende betydning. Analysen omfatter 1000 investorer, hvoraf de fleste med en aktiepost på over 1 mio. DKK. Aktionærerne er alene blevet bedt om at forholde sig til IPO'er (Initial public offering), men det forekommer rimeligt at antage, at der også kan drages en parallel til allerede noterede virksomheder. Vigtigheden i, at den børsnoterede virksomhed kommunikerer alt aktierelevant information til investorerne i en åben dialog (tovejskommunikation), synes derfor at være af afgørende betydning.

10. Er det vigtigt for dig, at selskabet gør en aktiv indsats for at have en åben dialog med aktionærerne?



6.2 Sensemaking og Sensegiving

Som omtalt i afsnit 4 er nutidens samfund præget af refleksivitet, hvor de enkelte individer søger at skabe en mening ud fra strømmen af informationer. Det kan i den sammenhæng være relevant

at se nærmere på begreberne kalder "Sensemaking" og "Sensegiving". Disse begreber er blandt andet blevet behandlet af Dennis A. Gioia og Kumar Chittipeddi, der beskriver de to begreber således:

"'Sensemaking' has to do with the meaning construction and reconstruction by the involved parties as they attempted to develop a meaningful framework for understanding the nature of the intended strategic change. 'Sensegiving' is concerned with the process of attempting to influence the sensemaking and meaning construction of others toward a preferred redefinition of organizational reality" (Chittipeddi & Gioia, 1991, s. 442).

Ifølge Mette Morsing og Majken Schultz kan "Sensemaking" være gavnlig i forhold til at skabe en bedre forståelse af organisationen igennem *"conversation with others, while reading communication from others, while exchanging ideas with others"* (Morsing & Schultz, 2006, 323-324). Uden denne interaktion mellem interessenten og virksomheden vil ledelsen eller organisationen næppe være i stand til at skabe mening for interessenten isoleret set. I stedet bør organisationen - så vidt muligt - forsøge at integrere "sensemaking" i samarbejde med andre, og dermed skabe et strategisk produktivt forhold. Christian Hoffmann og Christian Fieseler fortæller i forlængelse heraf, at investor relations afdelingen optimalt set bør: *"... help enrich the financial community's understanding of a company – it provides crucial input into the financial community's sensemaking efforts"* (Hoffmann & Fieseler, 2012, 149). Dette indebærer, at virksomhedens ledelse bliver nødt til at udvikle en "sense" for organisationens interne og eksterne miljøer. På baggrund af dette bør virksomhedsledelsen være i stand til at kommunikere en revideret fællesforståelse af virksomhedens vision til interessenterne, det er hvad der bliver defineret som 'Sensegiving' (Morsing & Schultz, 2006, 323).

På baggrund heraf har Morsing og Schultz udviklet tre potentielle kommunikationsstrategier⁷. Den første model giver "sense" til offentligheden via envejskommunikation. Interessenter er ved denne strategi ikke involveret. Den anden strategi bærer præg af tovejs-asymmetrisk kommunikation. Igennem dialog med offentligheden forsøger man herigennem at påvirke offentlighedens holdninger til og meninger om virksomheden. Kommunikation fra offentligheden betragtes som feedback, hvorved virksomheden bliver klogere på, hvad offentligheden accepterer og tolerer (Ibid., 326-327). Den sidste strategi tager udgangspunkt i dialogen med interessenten.

⁷ Stakeholder information strategy, Stakeholder Response strategy og Stakeholder involvement strategy

Den primære kommunikationsopgave er at starte en dialog med interessenten, hvortil formålet er at skabe en fællesforståelse af forventninger. Morsing og Shultz anbefaler hertil systematisk og hyppig kommunikation med interessenten.

Morsing og Schultz tager udgangspunkt i de to amerikanske forskere James E. Grunig og Todd Hunts kommunikationsmodel, hvor fire modeller bliver beskrevet. Selvom Grunig og Hunts model tager udgangspunkt i PR-faget, så er deres teori i vidt omfang også brugt i et bredt kommunikationsperspektiv – heriblandt investor relations.

6.2.1 Grunig og Hunts kommunikationsmodeller

Der kan ligge forskellige motiver og agendaer bag den måde, man som virksomhed vælger at udbrede sine budskaber på. Grunig og Hunt har med udgangspunkt i den udvikling, der er sket inden for public relations, opstillet et todimensionelt framework, som beskriver forskellige måder at overbringe sine budskaber på. Grunig og Hunt skelner mellem fire forskellige kommunikationsmodeller, nemlig "press agency, public information, two way asymmetrical and two-way symmetrical".

Grunig og Hunt beskriver *Press agency* som en form for propaganda. Udøvere af denne form for kommunikation vil kunne kommunikere informationer, der ikke nødvendigvis inkluderer hele sandheden.

Ved *Public information* modellen ønsker virksomheden udelukkende at formidle information. Selvom budskaberne som oftest tilgodeser virksomhederne, vil informationerne som udgangspunkt være sandfærdige og præcise. Public information modellen kendetegnes ved, at kommunikationen formuleres af virksomheden. Ligesom Press agency er kommunikationsformen envejs.

Two-way asymmetrical communication har den samme funktion som press agency, men på et højere niveau. Her forsøger udøveren at overtale offentligheden til at acceptere organisationens synspunkt på sagen. Grunig og Hunt beskriver denne model som videnskabelig baseret overtalelse (Grunig & Hunt, 1984, 24). Modsat de to førstnævnte modeller er der her tale om tovejskommunikation, men med en asymmetrisk funktion, idet kommunikationen sker på virksomhedens præmisser, og hovedformålet vil ofte være at sætte virksomheden i et positivt lys. Virksomheden inddrager modtagerne i den forstand, at disses motivationer og adfærd tillægges betydning for skabelsen af budskabet, idet man formoder, at det budskab, der udsendes, er hvad, modtageren gerne vil høre.

Igennem *The two-way symmetrical model* påtager udøveren sig at udføre en formidlerrolle mellem organisation og offentligheden. Målet er ikke overtalelse, men snarere dialog. Her er målet at få en fælles forståelse mellem parterne (Ibid., 21-23). Kommunikationen er præget af dialog og forhandling mellem virksomhed og dets interessenter frem for monolog.

Det todimensionele framework belyser, hvordan en virksomhed udøver envejs- eller tovejskommunikation med dets interessenter. Ved envejskommunikation informerer virksomheden uden, at respondenter har mulighed for feedback. Ved tovejskommunikation er der omvendt tale om mulighed for feedback (Ibid., 20-22). Ved symmetrisk kommunikation vælger virksomheden at fortælle den fulde sandhed, og kun den fulde sandhed, omkring dets aktiviteter og målsætninger, mens asymmetrisk kommunikation åbner mulighed for kun delvist at fortælle sandheden, at udelade detaljer eller at i yderste instans at forvrænge sandheden. Det er virksomheden, der har informationerne, og det er virksomheden, der vælger, hvilke oplysninger, der skal deles. En form for asymmetrisk tovejskommunikation kan også opstå, hvis virksomheden vælger kun at kommunikere information til udvalgte grupper. Grunig og Hunt argumenterer for, at symmetrisk tovejskommunikation er den *ideelle kommunikationsform*. Denne kommunikationsform giver mulighed for, at begge parter åbent og sandfærdigt kan bidrage med deres synspunkter, udveksle information og derigennem opnå en fælles forståelse af en given situation (Fombrun & Riel, 2007, 33-34). Således anføres det omkring modellen, at *"The two-way symmetrical model ... is a major component of excellence in public relations and communications management"* (Grunig, 1992, 320). Modellen kan ses til højre.

Entirely True	Public Information	Two-way Symmetrical Communication
	Press agency communication	Two-way asymmetrical Communication
Complete truth not essential	One-way communication	Two-way communication

6.3 Den børsnoterede virksomheds kommunikationskanaler

Med Grunig og Hunts kommunikationsmetode er det muligt at komme nærmere ind på hvilke kommunikationsværktøjer, der i dag bliver anvendt af børsnoterede virksomheder som led i deres investor relations aktiviteter, om disse er envejs- eller tovejskommunikation, samt om de er af asymmetrisk eller symmetrisk karakter.

Professorne i økonomistyring fra Aalborg Universitet, Per Nikolaj Bukh og Christian Nielsen anfører: *"Man kan opfatte IR-funktionen som en gatekeeper for information i forhold til kapitalmarkedet"* (Bukh & Nielsen, 2010, 11). Heri ligger, at kapitalmarkedet primært modtager aktierelevant kommunikation fra det børsnoterede selskab. Kommunikationsstrategien til nuværende og potentielle aktionærer bliver således skabt herigennem.

De kommunikationskanaler, som typisk anvendes i relation til investor relations, er beskrevet flere steder i litteraturen, men her tages udgangspunkt i Per Nikolaj Bukh og Poul Lykkesfeldt (Lykkesfeldt, 2006, 37 ff), der har opregnet værktøjer som standarder (Bukh & Nielsen, 2010):

Investor relations aktiviteter
Fondsbørsmeddelelser
Årsrapport og kvartalsrapporter
Corporate fact sheets, f.eks. i form af magasiner om selskabet
One-on-one møder, personligt eller pr. telefon
Virksomhedspræsentationer over for flere investorer ad gangen
Conference calls
Webcasts og streaming af conference calls og andre præsentationer
Roadshows og andre investormøder
Hjemmesiden
Pressemeddelelser og andre nyhedsbreve fra virksomheden
Dagspressen

Denne oversigt kan ikke betragtes som udtømmende, idet børsnoterede virksomheder kan have specifikke investor relations aktiviteter, som kun er relevante i specifikke kontekster. Oversigten tager heller ikke fuldt højde for den digitale udvikling, hvor de sociale medier får stadig større betydning.

6.3.1 Sociale medier som kommunikationskanal

Ifølge Danmarks Statistik er Facebook det mest populære sociale medie i Danmark. Således bruger næsten 70% af danske internetbrugere netværkstjenesten. Det svarer til i alt 2.8 mio. danskere. Andelen af brugere er faldende med alderen (se evt. bilag 2), men omvendt viser tal fra Danmarks Statistik også, at antallet af ældre internetbrugere er stærkt stigende, hvorfor man må forvente at antallet af ældre brugere af de sociale medier vil blive stigende i takt med et øget brug af internettet (Danmarks statistik, 2014).

Ifølge Rajib Chanda og Steve Zaorski er det i lyset af dette "boom" af sociale medier i onlineverden kun rimeligt at forvente, at sociale medier vil blive integreret yderligere på kapitalmarkedet, herunder også fordi den yngre generation, som er vokset op med Facebook etc., begynder at skabe kapital, som skal allokeres (Chanda & Zaorski, 2013).

I USA er sociale medier et velkendt fænomen indenfor investor relations. Således blev det i 2013 gjort lovligt at bruge sociale medier, såsom Facebook eller Twitter, til at oplyse omkring børsnoterede virksomheders nøgleinformation. Det er en forudsætning, at der oplyses i overensstemmelse med "Regulation Fair Disclosure", og at investorerne er gjort opmærksom på at det social medie vil blive brugt til at udbrede kursrelevant information (web 16).

Denne udvikling reducerer barrieren for finansiel åbenhed igennem sociale medier. Dermed sagt kunne der være en tendens til at sociale platforme, ikke kun i USA, men også resten af den vestlige verden, fremover vil blive integreret yderligere i investor relations. Raquel Alexander og James Gentry skriver i forlængelse heraf: "*Firms ignoring social media will be disadvantaged within the investment community*" (Gentry & Alexander, 2014).

En sammenligning af (se evt bilag 3) danske small cap virksomheders brug af sociale medier viser, at 57% af virksomhederne ikke gør brug af det sociale medie Facebook overhovedet. Virksomhedernes facebook sider viser endvidere, at ganske få anvender det sociale medie, som en integreret del af deres investor relations arbejde. En undersøgelse udarbejdet af Økonomisk ugebrev beretter, at danske børsnoterede virksomheder stadig er umodne når det kommer til anvendelse af sociale medier i en investor relations sammenhæng (Økonomisk ugebrev, august, 2015, 13-14). Kun 17 ud af 100 af Danmarks bedste investor relations afdelinger anvender sociale medier, eksempelvis Facebook, til at fortælle om selskabet. Af de selskaber, som anvender sociale medier, er der dog ingen klar sammenhæng mellem hvorvidt der er tale om small eller large cap virksomheder. Mindre børsnoterede virksomheder såsom Egetæpper til større virksomheder som Novo Nordisk A/S anvender et socialt medie i en investor relations sammenhæng.

Sociale medier har flere fordele i en investor relations sammenhæng. Denne nye informationsteknologi bevirker, at virksomheden får direkte adgang til en bred vifte af nuværende og potentielle investorer, og at de kan ramme interessenter mere globalt. Herudover kan mindre virksomheder drage fordel af en øget bevidsthed omkring virksomheden, forstærke dets indhold og endda identificere nye, potentielle investorer. Studier viser desuden, at Web

investor relations aktiviteter øger likviditeten og hjælper betragteligt til at øge transparensen og "real time" informationen for alle finansielle interessenter (Koehler, 2014).

I et interview med Ole Madsen, kommunikationsdirektør hos Spar Nord Bank, til Økonomisk Ugebrev, fortæller han, hvordan Spar Nord Bank gør brug af deres Facebook platform: "*... Vi har store internationale investorer, og vi har oplevet, at en dagsorden kan fylde ekstremt meget herhjemme, og så tage lang tid, før internationale investorer bliver opmærksom på den. Der kan vi henvende os direkte og meget hurtigt...*" (Økonomisk ugebrev, maj, 2014, 15). Således kan et socialt medie såsom Facebook være et effektivt middel til at nå internationale investorer hurtigt samt kommunikere kursrelevant information.

6.3.2 Hijacked Media

Med dette in mente er det værd at se nærmere på artiklen "*Beyond Paid Media: Marketings new vocabulary*" (Edelman & Salsberg, 2010). Selvom artiklen er udviklet i et marketing perspektiv, er der stadig flere væsentlige pointer, der kan være relevante i en investor relations sammenhæng såfremt sociale medier får en større betydning herpå. Kort sagt mener David Edelman og Brian Salsberg, begge ansat hos McKinsey & Company, at vejen til succes har ændret sig radikalt de senere år, og at det klassiske marketing framework "paid, owned, earned" perspektiv bør opdateres. Hvor man tidligere tog udgangspunkt i traditionelle medier såsom TV, radio, print medier eller lignende, skal man i dag have en dyb forståelse af, hvordan interessenten engagerer sig i virksomheden, og hvilke medier der gøres brug af (Salsberg & Edelman, 2010). To nye medietyper bør ifølge teoretikerne tilføjes, nemlig "sold" og "hijacked". Især sidstnævnte medie, kræver vedvarende opmærksomhed samt investeringer, og udfordrer i høj grad de traditionelle strategier. Dette bør dog ikke ses som en udfordring, men nærmere som en mulighed, hvorpå man kan involvere og kommunikere med interessenter på en ny måde.

"hijacked media" er af stor relevans, såfremt sociale medier er relevant i en investor relations sammenhæng. Edelman og Salsberg definerer medietypen således: "*Your company's asset or campaign is taken hostage by those who oppose it*" (Ibid.). Den teknologiske udvikling har medført flere forskelligartede kommunikationsveje. Det betyder således, at der opstår en øget risici for, at passionerede, finansielle interessenter vil give udtryk for deres mening mere synligt og hurtigere end tidligere. Dette kan selvfølgelig være fordelagtigt, da man dermed skaber en dialog med interessenten, altså "earned media", men det kan også have en modsat, skadende effekt. FirstFarms sociale medie kan blive "gidsel" for de interessenter, som virksomheden varetager (se

afsnit 5). Medlemmer af sociale netværk er ifølge Edelman & Salsberg blevet opmærksomme på, at de kan "hijacke" medier for at presse virksomheden i den ene eller anden retning. Aktionær aktivisterne eksempelvis kan herigennem forsøge, at overtale andre til at støtte op omkring deres standpunkter, hvilket sætter virksomhedens omdømme i fare. Såfremt en investor relations strategi skulle implementeres på et socialt medie, er det vigtigt at være aktiv og opmærksom på det online medie.

6.3.3 Investor relations aktiviteter set i lyset af Grunig & Hunts kommunikationsmodel

Med viden omkring hvilke kommunikationskanaler eller - aktiviteter, der her i landet typisk anvendes i forhold til kapitalmarkedet, vil disse i de følgende blive klassificeret med udgangspunkt Grunig og Hunts kommunikationsmodeller. Formålet er at belyse, hvorvidt der anvendes asymmetrisk eller symmetrisk kommunikation, og om der er tale om en- eller tovejskommunikation.

Man kan hævde, at al information under et "effektivt marked" omkring den børsnoterede virksomhed, som kan få betydning for kursdannelsen, i princippet er tilgængeligt, gratis og letforståeligt (Fombrun & Shanley, 1990, 233-258). Ud fra dette perspektiv vil der ikke være grund til finansiel kommunikation, fordi alle har lige adgang til information omkring virksomheden.

Men ifølge Riel og Fombrun er den virkelige verden anderledes. Et væsentligt problem, som de identificerer er, at der er store "gaps" i kvantiteten og kvaliteten små og store aktionærers informationsdeling – altså informationsasymmetri mellem virksomheden og dets enkelte investorer. Således påstår de, at der er en tendens til, at større investorer bliver tildelt mere information end mindre aktionærer (Fombrun & Riel, 2007, 183).

Grunig og Hunts model er velegnet til at klassificere den kommunikation, som der aktuelt gør brug af. Man kan dog indvende, at dette er en statisk model, idet en virksomhed kan have behov for at kombinere de forskellige modeller afhængigt af, hvilket emne man ønsker at kommunikere omkring eller hvem, man ønsker at kommunikere med.

I den følgende figur er de investor relations aktiviteter, der er omtalte ovenfor, indsat i Grunig og Hunts model.

Som det fremgår af modellen, har størstedelen af kommunikationsaktiviteterne karakter af at være public information, idet der er tale om, at kommunikationen har karakter af at være envejskommunikation. Samtidig er der tale om, at virksomheden informerer ud til alle interessenter, men interessenterne ikke har direkte mulighed for at kunne svare tilbage på. En række af aktiviteterne relaterer sig til oplysninger, som den

Entirely True	Årsrapport Fondbørsmeddelelser Corporate Governance Hjemmeside Pressemeddelelser Dagpressen Webcast	Sociale medier
Complete truth not essential		Investormøder Conference Calls Virksomhedspræsentationer Generalforsamling
	One-way Communication	Two-way Communication

børsnoterede virksomhed er forpligtet til at offentliggøre. Se herom nærmere afsnit 3. Årsrapporten er et klassisk eksempel herpå. Tidligere var årsrapporten de børsnoterede virksomheders "fornemmeste visitkort". Det påpeges fra flere sider, herunder af såvel Bukh, Lykkesfeldt som Tuominen, at årsrapporten stadig fylder en essentiel del af virksomhedens investor relations arbejde, men årsrapporter er ikke længere tilstrækkelig for at opfylde aktionærernes ønsker og behov. Tilsvarende gør sig gældende i relation til fondbørsmeddelelser, meddelelser til pressen, webcasts og hjemmesiden. Webcast må ligeledes siges at være envejskommunikation, da man kun kan se og lytte til eksempelvis en generalforsamling via en computer, tablet eller lignende, men ikke svare tilbage.

Ifølge Bukh kræver "*succes med IR .., at virksomheden bevæger sig udover de obligatoriske regnskabsmeddelelser og gennemfører en hyppig, grundig, proaktiv og diversificeret tovejs kommunikation med kapitalmarkedet*" (Bukh & Nielsen, 2008, 11).

Som det fremgår af ovenstående figur, falder en række andre investor relations aktiviteter ind under kategorien tovejskommunikation. Generelt for disse gælder det dog, at de givne informationer typisk kun er tilgængelig for en bestemt gruppe af investorer. Alle er i princippet inviteret til generalforsamlingen eksempelvis, men forskellige, herunder geografiske, barrierer kan medvirke til, at for eksempel udenlandske investorer eller småinvestorer kun i mindre omfang er motiveret for at deltage. Investormøder, virksomhedspræsentationer og conference calls er i høj grad præget af en dialogisk proces, altså tovejs kommunikation, men igen er det som udgangspunkt kun en bestemt målgruppe, der har adgang hertil. Herved opstår som omtalt ovenfor en asymmetri i kommunikationen i den forstand, at virksomheden har mulighed for at

påvirke, hvem der kommunikerer med. Dette skal ikke tages som udtryk for, at de informationer, der faktisk gives til de udvalgte grupper, ikke er udtryk for "sandheden", eller at de deltagende investorer ikke har mulighed for at indgå i en dialog med virksomheden. Asymmetrien ligger derimod i, at virksomheden udvælger, hvem de vil dele oplysningerne med.

Endelig finder vi sociale medier, som den eneste kommunikationskanal, der åbner mulighed for en rendyrket tovejskommunikation, og som samtidig gør oplysningerne tilgængelige for alle deltagere på kapitalmarkedet. De sociale medier åbner mulighed for, at børsnoterede virksomheder hurtigt og proaktivt kan kommunikere til interessenterne, ligesom interessenterne hurtigt kan give feedback herpå. En forudsætning for, at man kan tale om symmetrisk tovejskommunikation er dog, at virksomheden er villig til at indgå i dialog med dets interessenter, og er i stand til at forså de interessenter, man kommunikerer med.

I artiklen "Investor Relations: Two-way symmetrical practice" konkluderer Laskin, Kathleen og Rosenstein, at symmetrisk tovejskommunikation må anses for at være den optimale kommunikationsstrategi for investor relations til at skabe "*relationships between their publicly owned corporation and its stockholders and other financial publics*" (Kathleen, Laskin og Rosenstein, 2010, 183). Investorer, som har et "relationship" til virksomheden, vil med større sandsynlighed være langsigtede investorer, hvilket f.eks. vil kunne hjælpe virksomheden til at undgå mindre udfald i aktien. Som Laskin fortæller: "*building relationships with investors through two-way symmetrical practice has direct financial benefits for publicly owned corporations*" (Ibid., 204). Altså kan man igennem symmetrisk tovejskommunikation skabe et forhold til investoren, undgå små udsving i aktien og dermed opleve finansielle fordele igennem symmetrisk tovejskommunikation.

Poul Lykkesfeldt bakker op om dette synspunkt i interviewet, hvor han blandt andet udtrykker: "*Øget kendskab medfører typisk en lavere risikopræmie, hvilket giver en højere kurs og dermed lavere kapitalomkostninger. Det vil sige, at god IR kan føres til lavere kapitalomkostninger*". Åbenhed og god corporate governance er dermed sagt med til at minimere usikkerheden på aktiemarkedet, hvilket skaber en højere aktiekurs (Lykkesfeldt, 2006, 131).

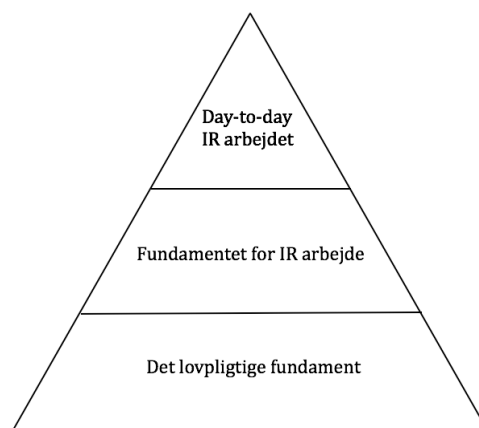


6.3.4 Prioritering af investor relations arbejdet

Alt efter hvilken virksomhed og branche, du begiver dig i, er prioriteringen af investor relations-indsatsen forskellig. Poul Lykkesfeldt har i nedenstående figur opdelt investor relations-indsatsen i tre dele, hvoraf den nederste del af pyramiden udgør det *lovpligtige* fundament, den midterste del udgør *fundamentet* for investor relations-arbejdet og den øverste del er det *daglige* arbejde som investor relations medarbejder. Som allerede nævnt vil den nederste del, som omhandler årsrapport, kvartalsmeddelelser og fondsbørsmeddelelser ikke være fokus, da det er lovpligtige indsatser, og udgør derfor ikke en konkurrencemæssig forskel selvom kvaliteten for dette arbejde er afgørende for virksomhedens virke. I stedet vil fundamentet for investor relations arbejdet samt det daglige arbejde være af væsentlig fokus i dette speciale.

Dette uddyber Poul Lykkesfeldt i interviewet, hvor han fortæller, at *"de bløde ting er med til at hæve overliggeren"*. Hermed sigter han til, at årsrapporten samt de finansielle tal er grunden til virksomhedens virke, men *"hvis man vil differentiere sig"*, er andre tiltag såsom god Corporate Governance, CSR tiltag og lignende af potentiel væsentlig værdi. *"... et hus skal have et godt fundament, gode vinduer og et godt tag – det er helheden der tæller"* fortæller han i interviewet, som metafor for at virksomheden skal have en solid bundlinje, men virksomheden differentierer sig først ved de nonfinansielle forhold.

For at skabe værdi igennem investor relations arbejdet er det dermed essentielt – såfremt man har styr på den nederste del af pyramiden – at differentiere sig samt professionalisere sig igennem den øvre del af pyramiden.



6.3.5 FirstFarms investor relations aktiviteter

Som allerede beskrevet, gælder der en række lovmæssige krav til, hvilke oplysninger en børsnoteret virksomhed er forpligtet til at give. Disse oplysninger svarer til de oplysninger, der indgår i den nederste del af den pyramide, som er beskrevet ovenfor. Det siger sig selv, at FirstFarms bør opfylde disse forpligtelser, hvilket en gennemgang af virksomhedens hjemmeside da også bekræfter. I interviewet med FirstFarms uddyber IR-chefen, Tina Thomsen, at børsmeddelelser bliver sendt til aktionærer, der aktivt har tilmeldt sig via deres e-mail adresse. Derudover bliver meddelelsen også lagt op på virksomhedens hjemmeside (web 17) til

interessenter, som ikke har tilmeldt sig via deres hjemmeside. Årsrapporten udkommer både på hjemmesiden - som påkrævet i værdipapirhandelsloven - og via deres Facebook side.

I interviewet oplyser CEO'en for FirstFarms: *"der er ingen mulighed for kommunikation på hjemmesiden"*. FirstFarms har faktisk en e-mail man kan kontakte virksomheden på, men med ovennævnte kommentar må det antages, at kommunikationen på hjemmesiden er stærkt begrænset – altså envejs kommunikation.

Indtil videre har FirstFarms ved deres årlige generalforsamling benyttet sig af fysisk fremmøde og dermed afstået sig fra delvis eller fuldstændig elektronisk generalforsamling, fordi *"FirstFarms gerne vil møde sine aktionærer på den årlige generalforsamling"* (redegørelse for virksomhedsledelse, 2015, 1). I interviewet uddybes dette, hvor CEO Anders Nørgaard siger: *"altså dem der kommer til en generalforsamlingen, det er fysiske folk. Vi er ikke elektroniske"*. Endvidere fortæller han, at *"der er også en vis type investorer, der har mere tid til at gå til generalforsamlinger end andre. Så er det jo ofte lidt mere det grå publikum der kommer. Og så nogle få meningsdannere der kommer"*. Dette understreger, at FirstFarms generalforsamling falder under kategorien asymmetrisk tovejskommunikation.

Hertil kommer, at en børsnoteret virksomhed under Nasdaq OMX Copenhagen også bør opfylde en række anbefalinger, de såkaldte "soft laws". Denne form for aktivitet kan i det væsentlige placeres i den nederste del af pyramiden, men har også berøringsflader med den mellemste del af pyramiden.

Samlet kan man konkludere, at FirstFarms i forbindelse med videregivelsen af de oplysninger, der følger af lovgivningen (hard laws), og de oplysninger, der er reguleret i anbefalingerne fra Komiteen for God Selskabsledelse (soft laws) især gør brug af modellen "public information", og i mindre omfang "asymmetrisk tovejskommunikation".

En særlig problemstilling, der kan være med til at forstærke asymmetrien, er forholdet til de udenlandske investorer. CEO Anders Nørgaard oplyser i interviewet, at folk kommer fra hele Danmark for at deltage i generalforsamlingen., idet han også understreger, at FirstFarms har mange forskellige investorer – heriblandt *"udenlandske investorer"*.

En analyse udarbejdet af Finansrådet viser, at ejerkredsen omkring danske aktieselskaber i stigende grad erhverves af udenlandske investorer. Således udgjorde de 45 pct. af den samlede aktiemasse, da analysen blev udarbejdet i februar 2013. Heraf kan ikke udledes, at FirstFarms

aktionærmasse nødvendigvis er udgjort af en tilsvarende procentdel af udenlandske investorer, men da det er en stigende tendens på det danske aktiemarked generelt, er det rimeligt at antage, at også en del af FirstFarms investorer er udenlandske, og at FirstFarms under alle omstændigheder fremadrettet bør tage højde for (Finansrådet, 2013).

FirstFarms synes umiddelbart at have taget højde herfor på deres hjemmeside, idet der findes versioner heraf på andre sprog. Disse sprog er imidlertid alene henholdsvis engelsk, rumænsk og slovakisk. Ved at prioritere rumænsk og slovakisk forekommer derfor nærliggende at antage, at hjemmesiden i højere grad er målrettet deres interessenter, og kun i mindre grad er målrettet virksomhedens udenlandske investorer.

Selskabets corporate governance bliver ligeledes præsenteret på deres hjemmeside. Her har de afholdt sig fra "komitéen for god selskabsledelses" forslag til præsentation, hvor de som tidligere nævnt har udarbejdet et skema. I stedet vælger FirstFarms, at præsentere deres Corporate Governance igennem en længere PDF fil, hvor de fremhæver de 5 punkter virksomheden skal tage stilling til igennem en 8 sider lang tekst. Virksomhedens corporate governance kan findes på deres side www.firstfarms.dk (web 18).

I den midterste del af investor relations prioriteringstrekanten finder vi, som Lykkesfeldt anfører, selve fundamentet for investor relations arbejdet. Her indgår blandt andet en investor præsentation, som typisk er udarbejdet igennem Powerpoint. Poul Lykkesfeldt beskriver dette som et af de væsentligste værktøjer i IR-sammenhæng (Lykkesfeldt, 2006, 45). I interviewet fortæller FirstFarms, at man har oprettet en Powerpoint præsentation, som de bruger til at præsentere deres forretningsmodel overfor investorer, kunder og leverandører. Man har pt. ikke valgt at fremvise præsentationen på hjemmesiden. Poul Lykkesfeldt skriver i tilknytning hertil: "... *Anbefales det, at eksternt gennemførte investorpræsentationer lægges ud på selskabets hjemmeside. Dette er med til at styrke princippet om lige adgang til informationer*" (Ibid., 47).

I den øverste del af trekanten finder man det daglige investor relations arbejde, hvilket er den kommunikation, der i særlige grad involverer tovejskommunikation. Dette område omfatter blandt andet gruppe- og en-til-en møder, roadshows, telefonkonferencer med videre. Her benytter FirstFarms sig aktuelt udelukkende af en-til-en møder. Dette betyder, at virksomheden afholder sig fra gruppemøder med flere investorer på én gang, roadshows samt telefonkonferencer. Det bliver uddybet i interviewet med Jørgen Svendsen, hvor han oplyser: "*Altså det sidste stykke tid har vi gjort meget lidt ud af det her - hvad kan man sige – det har haft en nedprioriteret rolle, så det*

har været mest en-til-en møder vi har haft de senere år her". Hertil fortæller han, at man tidligere har gjort brug af roadshows i forbindelse med børsnoteringen, men udøver det ikke længere. Herudover fortæller Anders Nørgaard, at det udelukkende er større investorer, der bliver inviteret til møderne: *"... de større investorer har selvfølgelig en interesse i at mødes med os face to face indimellem. Det kan vi jo tilbyde en større investor..."*. Til disse møder forekommer der dermed en dialog mellem virksomhed og én enkelt investor. Omvendt fortæller Poul Lykkesfeldt: *"Som SME skal du fokusere på det hele. Du skal fokusere både på de små og store fordi det er så svært at finde investorer f.eks. deltagelse i arrangementer afholdt af enten Dansk Aktionærforening eller NASDAQ"*. Med denne kommentar skal det ikke forstås som om, at FirstFarms bør afholde møder med hver enkelt investor, hver gang de henvender sig, men andre dialoger end en-til-en møder med storaktionærer kan være relevant at overveje.

En særlig aktivitet, som FirstFarms gør brug af, er såkaldte aktionærture, hvor aktionærerne får lejlighed til at besøge FirstFarms landbrug i Slovakiet og Rumænien. Disse ture betales af aktionærerne selv, og det forekommer rimeligt at antage, at disse ture i særlig grad henvender sig til bestemte segmenter af investorer, nemlig dem, der har en særlig interesse i landbrugsdrift m.v., og i mindre grad investorer, der er økonomisk motiverede i at investere i FirstFarms.

Som ovenfor beskrevet, er de sociale medier den kommunikationskanal, der ligger nærmest på symmetrisk tovejskommunikation. Som nævnt tidligere indgår FirstFarms Facebookside i virksomhedens daglige arbejde. Udover at FirstFarms uploader virksomhedens årsrapport på siden, så er hovedfokus uden tvivl medarbejderne og deres daglige arbejde. I interviewet fortæller Tina Thomsen: *"det er begrænset hvad vi bruger den til at informere på, det er mere sådan for at se dagligdagen de forskellige steder"*. Anders Nørgaard fortæller hertil: *"det er jo mere de der "nice to know", altså for alle dem der kan se "hold kæft nogle store maskiner de kører med""* og fortæller kort efter *"Så vi bruger det ikke struktureret i vores kommunikation"*. Ud fra dette kan man altså argumentere, at siden i væsentlig grad fokuserer på medarbejdere og i mindre grad virksomhedens investorer.

6.4 Diskussion

Grunig og Hunts model har vundet stor popularitet blandt såvel forskere som praktikere. De empiriske studier bag modellen forsøger at kortlægge sammenhængen mellem *excellence* i PR samt virksomhedens effektivitet. I den forbindelse bliver *excellence* beskrevet, som PR arbejde der er forankret i ledelsen, strategisk, symmetisk, alsidigt og etisk (Merkelsen, 2010, 41).

Et problem ved modellen er, at forfatterne fremstiller modellen, som et udtryk for et empirisk faktum, og et ideal i kraft af en mere etisk tilgang til PR. I et investor relations perspektiv bliver modellen statisk. Lovmæssige krav, såsom offentliggørelse af årsrapporten samt børsmeddelelser, kræver at børsnoterede virksomheder udøver envejskommunikation. Inddragelse og dialog med interessenten er i denne sammenhæng i vidt omfang ikke tilstrækkeligt, hvorfor modellen kan virke simpel.

Nørby-udvalget anbefaler dog dialog med interessenten, som en vigtighed for børsnoterede virksomheder i dag, hvorfor Grunig og Hunts empiri alligevel har en væsentlig sammenhæng i et investor relations perspektiv.

Det er vigtigt at forstå, at det her er tale om modeller. Dermed sagt skal ingen virksomhed forvente, at integrere en enkelt kommunikationsstrategi fuldstændigt ind i virksomheden. Grunig og Hunts modeller skal i stedet forstås som vigtige redskaber til at forstå kommunikationsstrømmen mellem organisationen og offentligheden.

Kommunikationsformen kan imidlertid være situationsbestemt. Modellen viser således, hvordan virksomhedens beslutninger og omgivelsernes reaktioner udløser nogle konsekvenser. Som eksempel kan den nævnes den situation, hvor en virksomhed har outsourcet produktionen helt eller delvist til et land, der har et dårligt omdømme på grund af arbejdsforholdene i landet eller lign., hvilket afføder reaktioner fra NGO' er, fagbevægelsen eller lignende. Her vil virksomheden kunne drage nytte af at gå i dialog med omgivelserne for at formidle synspunkter og arbejde for at opnå en eller anden form for gensidig forståelse. På tilsvarende vis kan virksomheder, der har en svag profil i omgivelserne bruge den symmetriske tovejs kommunikation til at styrke sit omdømme. Det vil der blive sat nærmere på i det følgende afsnit.

Såfremt dialogen mellem interessent og virksomhed finder sted online bør FirstFarms være opmærksomme på medietypen "hijacked media". Medlemmer af sociale netværk er ifølge Edelman & Salsberg blevet opmærksomme på, at de kan "hijacke" medier for at presse virksomheden i en ønsket retning. Hertil blev det fremhævet i afsnit 4, at digitaliseringen har medført neutraliserede magtforhold. Virksomheden bør især være opmærksomme på interessentgruppen "shareholder activists" der igennem Facebook eller lignende vil kunne tilkendegive deres holdninger hurtigt, effektivt og til et bredt publikum.

6.4.1 Delkonklusion

Dialog har i dag en væsentlig værdi på det finansielle marked - især som følge af de seneste virksomhedsskandaler. Komiteen for god selskabsledelse anbefaler, at man løbende involverer interessenter samt sikrer lige og jævnlig kommunikation til alle der måtte have en interesse i virksomheden.

Som anført i analysen, benytter FirstFarms sig primært af kommunikationskanaler der udgør det lovpligtige fundament. Heraf udgør FirstFarms årsrapport, fondsbørsmeddelelser og hjemmeside symmetrisk envejskommunikation, der er med andre ord tale om sensegiving. FirstFarms benytter sig herudover af en-til-en møder, en årlig generalforsamling samt aktionærture. Kendetegnende for disse kommunikationskanaler er tovejskommunikationen, dog kun med "en vis type mennesker", som Anders Nørgaard eksempelvis udtaler til spørgsmålet omkring, hvem der deltager til generalforsamlingen. Feedback er dermed kun muligt for en bestemt gruppe finansielle interessenter.

Grunig og Hunt fremhæver symmetrisk tovejskommunikation, som den ideelle kommunikationsform. En gennemgang af alle nuværende kommunikationsværktøjer i et investor relations perspektiv, viser at sociale medier er den eneste kommunikationskanal, hvorpå *alle* interessenter bliver oplyst omkring virksomhedens kursrelevante informationer og samtidig har mulighed for at tilkendegive deres holdninger. Her er der altså tale om tovejs-symmetrisk kommunikation samt sensemaking. Endvidere medvirker sociale medier til at virksomheden får adgang til nuværende og potentielle aktionærer samt øge bevidstheden omkring virksomheden. På nuværende tidspunkt bliver FirstFarms facebookside udelukkende anvendt i ansattes øjemed.

Symmetrisk tovejskommunikation synes afgørende i et investor relations perspektiv. Det er med til at skabe øget tillid og transparens.

7. Omdømmeanalyse

Efter at have set nærmere på den børsnoterede virksomheds finansielle interessenter og kommunikationskanaler, vil der i dette afsnit blive sat fokus på virksomhedens omdømme og dermed dets værdi på det finansielle marked. Herved besvares specialets tredje underspørgsmål:

“hvad påvirker investorernes villighed til at investere i virksomheden?”

Først introduceres de teorier, som danner grundlag for analysen. Der vil i den forbindelse blive redegjort for, hvad der forstås med begrebet “omdømme” mere generelt, og hvordan den information, der er til rådighed om virksomheden, har betydning for omdømmet. Det vil i denne forbindelse blive belyst hvilke faktorer hos virksomheden, der i særlig grad påvirker det finansielle markeds vurdering af en virksomheds omdømme. Herefter vil FirstFarms blive vurderet i lyset af disse faktorer.

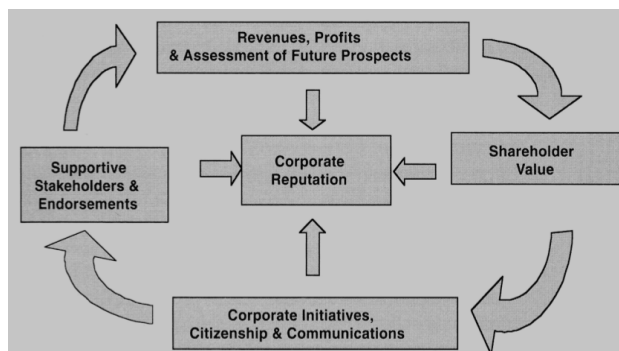
Dernæst vil der blive sat fokus på udefra kommende faktorer, som ikke er knyttet til virksomheden selv, men som alligevel kan få betydning for virksomhedens omdømme på det finansielle marked. Igen vil FirstFarms blive inddraget og analyseret. Til sidst vil de teorier, der er blevet anvendt i analysen blive drøftet.

7.1 En virksomheds omdømme

Omdømmet er interessenternes opfattelse af virksomheden som helhed og af, om virksomheden er i stand til at opfylde de forventninger, som interessenterne har til virksomheden. Her gælder det for virksomheden om at opbygge og vedligeholde et godt omdømme og om at differentiere sig. Fombrun og Riel definerer en virksomheds omdømme således:

Reputations are overall assessments of organizations by their stakeholders. They are aggregate perceptions by stakeholders of an organizations's ability to fulfill their expectations, whether these stakeholders are interested in buying the company's products, working for the company, or investing in the company's shares” (Fombun & Riel, 2007, 43).

Fombrun og Riel anvender figuren *“the reputation value cycle”* til at beskrive, hvorfor virksomhedens omdømme har en væsentlig finansiell værdi for virksomheden.



Figuren (Ibid., 271) illustrerer, hvorledes finansiell værdi og forskellige interessenters holdning til virksomheden er forbundet. Såfremt virksomheden fremviser "*Corporate initiatives, Citizenship & Communication*" i overensstemmelse med interessenternes interesser, vil det skabe forstærket tiltro fra virksomhedens interessenter. Denne tiltro og positivisme overfor virksomheden generer indtægter, overskud og styrkede fremtidsudsigter, hvilket er i aktionærernes interesse, ligesom det er positivt i andre finansielle interessenters øjne. Der skabes dermed "*shareholder value*".

7.1.1 Information er vigtigt for et godt omdømme

Ifølge Rob van Tulder og Alez van der Zwart er offentliggørelse og transparens af information en afgørende forudsætning for en virksomheds omdømme. Disse to teoretikere udtrykker det således, at information er nøgleordet i forsøget på at skabe et bedre omdømme for virksomheden (Tulder & Zwart, 2006, 228). På linje hermed udtrykker Fombrun og Shanley følgende: "*Publics construct reputations from available information about firms' activities originating from the firms themselves, from the media, or from other monitors*" (Fombrun & Shanley, 1990, 234). Den information, der er til rådighed om virksomhedens og dens aktiviteter, er dermed med til at påvirke virksomhedens omdømme. Fombrun og Shanley peger endvidere på, at virksomhedens interessenter i tilfælde, hvor virksomheden benytter sig af asymmetrisk kommunikation, vil søge information fra andre kilder: "*The more informational asymmetry and ambiguity characterize the interactions between managers and stakeholders, the more likely the latter are to search for information*" (Ibid., 235). Dette vil ikke nødvendigvis vil være til virksomhedens fordel.

Der er ikke alle parametre, der er lige vigtige for virksomhedens interessenter. Virksomheden har ofte mange forskellige interessenter, som har hver deres kriterier, som tillægges betydning, og som påvirker interessentens holdning til en virksomhed (Tulder & Zwart, 2006, 228-229).

I det følgende vil der derfor blive fokuseret nærmere på, hvilke parametre der er specielt vigtige for de finansielle interessenter.

7.2 Virksomhedens omdømme hos finansielle interessenter

Aktiens kurs afspejler den udbredte antagelse, som de finansielle interessenter har i relation til virksomhedens troværdighed, virksomhedens økonomiske prognoser og evne til at levere værdiskabelse på sigt. Udbredelse af rygter, der udfordrer virksomhedens soliditet, kan have en negativ effekt på virksomhedens omdømme på kapitalmarkedet og påvirke aktiekursen i negativ retning. Omvendt kan et godt omdømme blandt de finansielle interessenter medvirke til, at

virksomheden bliver et såkaldt "Investment of Choice", hvilket forstærker dets evne til at tiltrække yderligere kapital.

Aktionærer kan have en tilbøjelighed til at vurdere velansete virksomheder som mindre risikofyldte end virksomheder med et svagt omdømme. Dette kan betyde, at aktionærerne vil være villige til at acceptere en højere økonomisk risiko for det samme afkastniveau eller lavere afkast for det samme risikoniveau. Herudover vil virksomheder med et stærkt omdømme kunne imødekomme markedsvolatilitet i højere grad end virksomheder med et svagt omdømme. Under kriser vil et stærkt omdømme især være fordelagtigt (Sabrina Helm et al., 2011, 216-217).

Sabrina Helm et. al. fremhæver fire faktorer, der er med til at forstærke virksomhedens omdømme hos finansielle interessenter herunder investorer.

For det første skal virksomheden præstere finansielt. Finansielle interessenter, såsom investorer, har typisk en større indsigt i virksomhedens finansielle tal end andre interessenter.

Virksomhedens lederskab er ligeledes essentielt for virksomhedens omdømme. Det er vigtigt, at virksomheden har en klar vision og kan udnytte de muligheder, som markedet byder på.

Den tredje faktor, virksomhedens Corporate Governance, kan ligeledes påvirke virksomhedens omdømme. Igennem en effektiv og synlig Governance struktur forsikres de finansielle interessenter om virksomhedens troværdighed samt ansvarlighed.

Sidst men ikke mindst, spiller virksomhedens investor relations arbejde, og dertil graden af åbenhed udadtil, en essentiel rolle for virksomhedens omdømme (Ibid., 217-220).

Helm et al. opsummerer det således: *A strong track record, excellent managers, effective governance structures and mechanisms, and high-quality investor relations seem to induce analysts and investors to instinctively like, trust, and admire firms* (Ibid., 220).

7.2.1 Danske investorers fokus

En analyse, udarbejdet af Økonomisk Ugebrev Formue (Økonomisk ugebrev formue, januar, 2015), viser, at nonfinansielle faktorer har en væsentlig værdi for danske investorer. Analysen er vedlagt som bilag 4. Analysen omfatter, som tidligere nævnt, 1000 private danske investorer, hvoraf næsten 60 % har en aktiepost på over 1 million DKK. Når aktionærerne skal vurdere hvilken aktieinvestering, de skal foretage sig, bliver virksomhedens forretningsmodel eller sagt med andre ord, virksomhedens "equity story", fremhævet som det vigtigste parameter. Bestyrelsens erfaring og kompetencer bliver nævnt som det andet vigtigste parameter. Herudover mener over 20 % af de adspurgte aktionærer, at "god selskabsledelse" hører til blandt de vigtigste

parametre ved vurderingen af en aktie. Aktuelle regnskabsresultater samt soliditet bliver omvendt kun fremhævet som henholdsvis tredje og sjette vigtigste parameter.

Analysen kan tyde på, at der er en stigende fokus på non-finansielle forhold og på en øget professionalisering ved vurderingen af en virksomheds aktie.

7.2.2 Corporate Governance som norm

Corporate Governance er *"et overordnet samlebegreb for en række handlemåder og initiativer, som indgår i "den gode ledelse" af større selskaber"* (web 19).

Som tidligere omtalt har Komiteen for god selskabsledelse udarbejdet en række anbefalinger vedrørende Corporate Governance. Anbefalingerne retter sig mod de danske børsnoterede virksomheder. Komiteen anfører i den forbindelse: *"Disse selskaber har valgt at være offentligt handlede selskaber. Af hensyn til investorer og andre interessenter mulighed for at bedømme forholdene i disse selskaber er transparens vigtig"* (web 20).

Anbefalingerne har karakter af såkaldt "soft laws", hvorfor virksomhederne ikke er forpligtet til at følge reglerne. Virksomhederne skal imidlertid forholde sig til anbefalingerne efter det såkaldte følg eller forklar princip. Virksomhederne skal forholde sig til følge fem områder; selskabets kommunikation og samspil med selskabets investorer og øvrige interessenter; bestyrelsens opgaver og ansvar; bestyrelsens sammensætning og organisering; ledelsens vederlag; regnskabsaflæggelse, risikostyring og revision.

Som et hjælpemiddel til virksomhederne har komiteen udarbejdet et skema til brug for rapportering. Anvendelse af dette skema gør det lettere for aktionærene og andre interessenter at finde, bearbejde og sammenligne informationer fra virksomheden over tid eller sammenholde virksomheden med andre virksomheder. I en e-mail korrespondance med Anja Lamp Vrang, fuldmægtig hos Erhvervsstyrelsen, oplyser hun:

"Komitéen for god Selskabsledelse formulerer Anbefalingerne for god Selskabsledelse og har til brug for arbejdet med anbefalingerne udarbejdet en række hjælpeværktøjer, bl.a. et skema, der kan anvendes i forbindelse med selskabers redegørelse for anbefalingerne. Det omtalte skema skal betragtes som et tilbud til selskaberne, men komitéen tager ikke stilling til anvendelsen af skemaet".

7.2.3 FirstFarms omdømme

FirstFarms har som vision, at virksomheden skal være respekteret for deres kompetencer samt pålidelighed.

FirstFarms har hidtil kun i beskedent omfang været omtalt i medierne eller indgået i den offentlige debat i øvrigt. På tilsvarende vis er FirstFarms heller ikke genstand for bevågenhed fra aktieanalytikere m.v. Det kan derfor umiddelbart være vanskeligt at udlede noget entydigt om deres omdømme i den brede offentlighed og i den finansielle verden. FirstFarms vil derfor i det følgende blive vurderet med udgangspunkt i de fire faktorer, som Helm et. al. fremhæver som betydningsfulde i forhold til, hvad der er med til at påvirker en virksomheds omdømme hos de finansielle interessenter.

Finansielle præstationer og lederskab

Anders Nørgaard fremhæver i interviewet, at virksomhedens historik som underskudsgivende gennem flere år og deres bestræbelser på at foretage en turnaround er noget, der fylder en stor del i aktionærernes bevidsthed, og at det kommer til udtryk igennem spørgsmålene til generalforsamlingen.

Især to rokader i ledelsen har været væsentlige i FirstFarms historik. Den første ændring fandt sted i 2010, hvor den tidligere administrerende direktør, Kim Stockholm, blev afskediget. Afskedigelsen skete som resultat af et vanskeligt år 2009. FirstFarms blev især ramt økonomisk på grund af lave priser på landbrugsvarer, store forsinkelser på et staldbyggeri i Slovakiet og endeligt ringe vejrforhold lokalt (FirstFarms årsrapport 2009, 2-9). Som resultat heraf omsatte virksomheden i 2009 for 75,6 mio. kr., og havde et EBIT resultat på -36,2 mio. kr. og et resultat før skat på -42,2 mio. kr.

Under ledelse af en midlertidig direktør, bestyrelsesmedlem Per Willumsen, forsøgte FirstFarms at skabe en turnaround fra 2011. Med virkning fra 1. juni 2012 blev den nuværende administrerende direktør, Anders Nørgaard, ansat. Forud herfor havde FirstFarms været igennem endnu et vanskeligt år, hvor virksomheden kom ud med en omsætning på 108,1 mio. kr., et EBIT resultat på -27,7 mio. kr. (i 2011 var EBIT resultatet + 17,1 mio. kr.) samt et resultat før skat på -34,5 mio. kr.

FirstFarms EBIT udvikling siden børsnoteringen i 2006 ser således ud (nøgletal 1000 kr) ⁸:

ÅR	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Resultat af primær drift	- 1.971	- 6.273	- 25.710	- 36.207	- 7.932	+ 17.088	- 27.668	+ 2.791	+ 8.827

Som allerede nævnt, er virksomhedens omdømme knyttet til, om virksomheden er i stand til at opfylde de forventninger, som interessenterne har til virksomheden. I afsnittet vedrørende forholdet mellem aktionær og virksomhed blev det fremhævet, at aktionæren som udgangspunkt

⁸ Tallene er hentet fra FirstFarms årsrapporter 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014

altid har et ønske om et afkast af aktien. Når FirstFarms' årsresultater således viser negativt resultat, er det noget, der vil det påvirke FirstFarms omdømme i negativ retning blandt aktionærerne.

Ligeledes har FirstFarms haft en hyppig udskiftning af administrerende direktør, hvilket kan svække aktionærerne tillid til virksomhedens lederskab. På den anden side kan det anføres, at bestyrelsen har vist en vilje til at skille sig af med en direktør og at skaffe nye kompetencer til direktionen, når forholdene tilsiger det, hvilket kan fremstå som en styrke.

Corporate Governance

Virksomhedens ledelsesstruktur, tilstedeværelsen af uafhængige og årvågne bestyrelsesmedlemmer og sikring af minoritetsaktionærs interesser kan medvirke til at påvirke de finansielle investorers holdning til virksomheden som attraktivt investeringsobjekt. Der er tale om forhold, der interagerer med og forstærker hinanden. Hvis bestyrelsen er sammensat af eksterne medlemmer, kan dette signalere, at effektive kontrolsystemer er indført. Velfungerende kontrolsystemer kan medvirke til at undgå, at virksomheden handler opportunistisk på bekostning af virksomhedens aktionærer. En god governance-struktur således være medvirkende til at styrke finansielle interessenters tillid til virksomhedens potentiale (Helm et al, 2011, 219).

Som tidligere omtalt er Henrik Hougaard bestyrelsesformand i FirstFarms. Han indtager samtidig en position som storaktionær i virksomheden. Derudover er Henrik Hougaard ejer af holdingselskabet SKIOLD Holding ApS, der samtidig er storaktionær i FirstFarms. Et andet bestyrelsesmedlem i FirstFarms, John Christian Aasted, besidder ligeledes en bestyrelsespost i SKOLD Holding Aps. Derudover består bestyrelsen af tre andre medlemmer⁹, som alle arbejder indenfor landbrugsbranchen. Bestyrelsen i FirstFarms fremstår således umiddelbart som delvist sammensat af medlemmer, der har en relation til hinanden igennem landbrugserhverv.

Fra en umiddelbar betragtning kan det muligvis virke betryggende for de øvrige aktionærer, at bestyrelsen personligt har væsentlige økonomiske interesser i virksomheden og derfor også har et personligt økonomisk incitament i at sikre virksomhedens evne til værdiskabelse. Omvendt kan det for de øvrige aktionærer fremstå som om, at FirstFarms kun i begrænset omfang prioriterer effektive kontrolsystemer, hvilket ifølge Helm et. al kan påvirke virksomhedens omdømme hos aktionærerne i negativ retning.

⁹ Asbjørn Børsting, Jens Bolding Jensen og Bent Juul Jensen – se nærmere på <http://www.firstfarms.dk/selskabsinformation/organisation/direktion-og-bestyrelse/>

FirstFarms har i dag ingen kvinder i bestyrelsen. Det er selskabets mål indenfor 3 år, at mindst et af medlemmerne er kvinde. Indtil videre har man dog valgt bestyrelsen på baggrund af erfaring (FirstFarms årsrapport 2014, 26).

Investor relations

FirstFarms har valgt at opstille deres Corporate Governance i tekstform og afholder sig dermed fra skematisk præsentation. Til spørgsmålet om, hvorfor de har valgt denne præsentationsform, svarer Anders Nørgaard: *"Jeg tror meget af det materiale der ligger, det er jo noget der er lavet historisk, og det er reelt set den form, som det bliver opdateret på"* og endvidere: *"Vi har ikke så meget tid til at spekulere i om vi skal gøre det ene, det andet eller det tredje. Mange gange, så er det også spørgsmålet om at få tingene gjort, der er lovpligtigt"*.

Udtalelsen viser, at FirstFarms ikke bruger mange ressourcer på investor relations arbejde. De afsætter kun i beskedent omfang arbejdstimer eller penge til dette arbejde og oplever arbejdet som en ekstra arbejdsbyrde. Det betyder at FirstFarms holder sig til en længere tekstform, fordi de historisk set altid har gjort dette og ikke har haft tid til at ændre præsentationsmåden eller at undersøge, hvordan konkurrenterne har handlet heromkring.

En gennemgang af 90 danske small cap virksomheders corporate governance præsentationsform viser, at 77 (eller 85 %) af disse small cap virksomheder gør brug af det hjælpeskema, der er udarbejdet af Komiteen for god selskabsledelse. Den gennemgang, der ligger bag analysen, er vedlagt som bilag 5, blev foretaget den 10. juni 2015.

Der er måske en god grund til, at 85% af de undersøgte small cap virksomheder brugte hjælpeskemaet. I interviewet med Poul Lykkesfeldt giver han udtryk for, at *"et skema er helt klart bedst, så kan man lige kigge ned og se om virksomheden følger det og hvorfor"*, og til modpolen fortæller han: *"Hvis man skriver en lang prosatekst, så er der ingen der kan følge med"*.

Helm et. al. fremhæver investor relations som et relevant parameter for virksomhedens omdømme i et finansielt miljø. Åbenhed og virksomhedsinformation spiller en central rolle. Åbenhed skal forekomme ofte, prompte, fuldstændigt og detaljeret og med en konsistens mellem hensigter, aktioner og resultater over tid. Finansielle interessenter værdsætter ikke kun, hvad der bliver kommunikeret, men også hvordan det bliver kommunikeret. Således kan et høj niveau af åbenhed og kommunikation medvirke til langsigtede, stabile forhold, og endvidere kan virksomheden blive anset for at være troværdig samt pålidelig i det finansielle miljø.

7.3 Reputation commons

Ifølge Fombrun og Riel findes der flere niveauer af "omdømme". En virksomheds omdømme påvirkes ikke kun af, hvordan virksomheden selv agerer, men i høj grad også ud fra den branche og det eller de land, virksomheden opererer i (Fombrun & Riel, 2007, 44-45).

I interviewet med Anders Nørgaard og Tina Thomsen oplyses det, at *"alle andres renommé rammer jo os. Vi er jo en stor branche, så når man siger, at man ikke kan tjene penge på at drive landbrug i Danmark, så kan vi pr. definition heller ikke i udlandet. Så tænker man, det er det samme. Når de kæmpe problemer, nu med landbruget i Rusland, Okay, hvilke problemer har vi så? Vi må have nogen jo. Du bliver ramt af alle branchens udfordringer"*.

Dette udsagn viser, at FirstFarms har en særlig udfordring i form af, at deres omdømme påvirkes af den branche og de lande, virksomheden indgår i. I teorien anvendes begrebet reputation commons om dette fænomen. Andrew A. King et al. påpeger, at interessenterne kan have svært ved at skelne mellem virksomheder i komplekse industrier. Således anføres det: *"In essence, because stakeholders cannot distinguish the relative performance or effect of each user, all users share a common stakeholder assessment of their character. Consequently, the action of one firm affects the reputation of another"* (Barnett, King & Lenox, 2002, 395). For at undgå "reputation commons" problemer indtager King et al. det standpunkt, at information er et kritisk og centralt element, idet det anføres, at *"if Stakeholders possess ample information on the relative performance of individual firms within an industry, then no reputation commons exists* (Ibid., 395 og 403).

7.3.1 First Farms i et reputation commons perspektiv

FirstFarms forretningskoncept er at investere i opkøb og drift af landbrug i Østeuropa og at udnytte de gunstige markedsmuligheder i disse lande. FirstFarms omdømme kan derfor blive påvirket af det syn, omverdenen mere generelt har på landbruget. FirstFarms skiller sig imidlertid ud ved, at de fokuserer på Østeuropa, nærmere bestemt Slovakiet og Rumænien. Forhold i disse lande vil derfor kunne "ramme" FirstFarms omdømme hårdere end andre virksomheder indenfor landbruget. Ved en beskrivelse og vurdering af hvilke udefrakommende faktorer, der kan have indflydelse på de finansielle interessenters syn på FirstFarms og dets muligheder for værdiskabelse, kan det derfor være relevant at fokusere på Rumænien og Slovakiet. Forhold, der gælder mere generelt for landbrugsbranchen, vil dog i et vist omfang også blive inddraget.

Der vil i den forbindelse blive taget udgangspunkt i de faktorer, der indgår i en PEST-analyse; nemlig de politiske forhold, de økonomiske forhold, de sociale forhold og de teknologiske forhold. PEST analysen kan benyttes til at beskrive og analysere en virksomheds eksterne forhold

virksomheden er påvirket af omverden (Lægaard & Vest, 2010, 47-49), hvilket er hovedformålet med PEST analysen i det følgende. Det skal understreges, at der alene er tale om, at der er hentet inspiration fra denne analysemodel, og fokus vil alene være på, hvilke forhold der i negativ eller positiv retning kan påvirke investorernes syn på FirstFarms muligheder for langsigtet værdiskabelse.

Politiske faktorer

Både Rumænien og Slovakiet er optaget i EU, hvorfor lovgivningen i disse lande i vidt omfang er harmoniseret på væsentlige områder, såsom handelsbarriere, miljølovgivning m.v. Samtidig giver det adgang til strukturfondsmidler igennem EU. FirstFarms blev i 2014 tildelt 30,7 mio. kr. til investering og mælkeproduktion i Slovakiet (FirstFarms årsrapport 2014, 7).

Lovgivningen i Slovakiet medfører, at en stor del af den slovakiske landbrugsjord i dag er ejet af lokale institutioner (eksempelvis kirker og kommuner). Hvis lovgivningen ændrer sig, og jordejerne dermed får lov til at sælge ud, forventer FirstFarms et overudbud af jord, hvilket kan være med til at presse prisen på jord.

Omvendt kan det anføres, at begge lande stadig har svage administrative systemer. FirstFarms er selv opmærksom herpå, og oplyser i årsrapporten 2014, at dette kan medvirke til usikkerheder omkring ejerskab eller rettigheder af jordarealer (Ibid., 17). Kontrakter i forbindelse med opkøb og investeringer er oftest underlagt lokal lovgivning, og kontrakterne er desuden på lokalt sprog. Rapporter fra EU i 2015 viser, at korruption er et væsentligt problem i Rumænien og i Slovakiet (european commission, 2015).

Økonomiske faktorer

Slovakiet indførte i 2009 euroen (web 21), og valutarisici må derfor anses for lav herpå. Omvendt har Rumænien en lokal møntfod, nemlig den rumænske Lei. Såfremt den rumænske møntfod ændrer sig med 1%, så vil det påvirke FirstFarms EBIT med ca. 0,1 mio kr. (FirstFarms årsrapport 2014, 64).

Begge lande er kendetegnede ved et lavere skatteniveau end i Danmark. Således ligger selskabsskatten i Rumænien 2014 på 16 % (web 22), mens selskabsskatten i Slovakiet ligger en anelse højere, nemlig 22 % (web 23).

Begge lande har ligeledes et lønniveau, der ligger væsentlig under det danske. Gennemsnitslønnen indenfor landbruget er på 2,15 € i Rumænien, mens gennemsnitslønnen i Slovakiet ligger på 2,46 €. Til sammenligning tjener en arbejdstager i Danmark i gennemsnit 14,27 €.

Prisen på mælk i EU følger markedet i resten af verden, som ifølge videnscentret for landbrug er domineret af få store udbydere samt importører (videnscentret for landbrug, 2014). Det medvirker til et følsomt marked. Pt. er markedet for mælk faldende (web 24). Ultimo 2013 - primo 2014 steg prisen på mælk markant, som følge af opkøb i Kina, men grundet Ruslands importforbud for en række lande, blev EU hårdt ramt. Det betød desuden at Kinas opkøb stoppede hurtigt. Prisen på mælk er derfor meget afhængig af eksterne faktorer. Prisen på afgrøder er ligeledes afhængig af eksterne faktorer. Der er usikkerheder omkring situationen i Rusland ligesom den stigende dollar, kan betyde at EU-korn bliver mere konkurrencedygtigt (web 25).

FirstFarms har, som omtalt ovenfor, en forventning om at opnå finansielle gevinster igennem værdistigninger i den jord, de investerer i. FirstFarms skriver i deres årsrapport (2014), at der ikke foreligger nogle officielle statistikker over køb og salg af landbrugsjord. Det er derfor umuligt at opnå sammenlignelige informationer om jordprisen og udviklingen herpå. Eurostat (web 26) har som den eneste valide kilde formået at indsamle oplysninger omkring jordpriserne indtil 2009. Her ses det således, at jordpriserne har været støt stigende for begge lande (Rumænien 2002-2005, Slovakiet 2002-2009) (se evt. bilag 6). Det er dog ikke givet, at stigningen er fortsat, taget finanskrisen i betragtning. Konsulenthuset DTZ Research udarbejdede i november 2013 en undersøgelse af investering i landbrugsjord i Rumænien (DTZ Echinox. 2013). Undersøgelsen viser, at gennemsnitsprisen i 2013 ligger på 3.100 € pr. hektar i Rumænien, altså mere end en tredobling siden 2008. På baggrund af dette kunne det tyde på, at Rumænien har undgået finanskrisen herpå. Jordpriserne må dog stadig ses som værende konkurrencedygtige, hvis man sammenligner med andre EU lande. Da FirstFarms kun ejer en lille andel af jorden i Slovakiet, vil dette ikke blive omtalt nærmere.

Sociale forhold

Som allerede nævnt under økonomiske forhold, er lønomkostningerne i Rumænien og Slovakiet væsentligt lavere end EU-gennemsnittet. Et taludtræk fra Eurostat viser dog tydeligt, at på trods af de lave lønninger, så er årslønnen i de respektive lande steget markant især efter årtusindeskiftet (se bilag 6). I Rumænien er årslønnen mere end fordoblet i tidsperioden 2002-2012, mens årslønnen i Slovakiet er steget med 1592 € i tidsperioden 2007-2014. I takt med øget indkomst, er uddannelsesniveaueet ligeledes steget i begge lande (web 27).

Som nævnt under politiske faktorer, så er begge lande optaget i EU, hvorfor de er bundet af forholdene her indenfor. Dette medvirker til øget effekt på grøn tænkning, bæredygtighed og forbedrede arbejdsforhold.

Landbrugssektoren har historisk set haft et dårligt ry for at være miljøskadelige. Miljø- og Fødevarestyrelsen oplyser, at landbrugsproduktion på verdensplan i dag udgør 17 – 32 % af verdens samlede udledning af drivhusgasser (web 28). King et al. definerer en situation som denne *"The tragedy of the commons"* (Barnett, King & Lenox, 2002, 394). Tragedien indtræder, når overudnyttelse af fællesressourcen (landbruget) rammer hele branchen, men fordelene kun tilfalder virksomheden. Fastlæggelse af hver en landbrugsvirksomheds miljøskadende effekter kræver store mængder information. Når denne information ikke er tilgængelig eller dyr at anskaffe for en small cap virksomhed, vil interessenten i stedet identificere en gruppe virksomheder, som ansvarlig for miljøskaden.

Teknologiske forhold

Især Rumænien har en infrastruktur under gennemsnittet. Således skriver Udenrigsministeriet, at Rumænien kun har 645 km motorvej (web 29), hvilket er en væsentlig forhindring. Hertil står der i årsrapporten, at "FirstFarms tilstræber, at produktionsselskaberne ligger i nærheden af god infrastruktur og større byer for at sikre, at FirstFarms lokale ledere finder det attraktivt at flytte til området". De har derfor aktivt taget stilling til denne teknologiske problematik, som forekommer i landene.

Vejrforhold er desuden af væsentlig betydning for landbrugsindustrien – og dermed også FirstFarms. EU skriver, at klimaforholdene er blevet mere ustadige, hvilket medfører til hyppigere, oversvømmelser og tørkeperioder. Desuden er temperaturerne blevet mere ekstreme. Disse vejrforhold medvirker til økonomiske tab, hvilket især kan ses over de seneste ti år (web 30).

7.4 Diskussion

Typisk vil en omdømmeanalyse være baseret på oplysninger, der indhentet gennem en kvantitativ undersøgelse, f.eks. en survey undersøgelse, og/eller gennem kvalitative analyser i form af fokusgrupper og interviews. Firstfarms har dog ikke været genstand for omtale i nævneværdigt omfang. Samtidig er der kun offentlig tilgængelige oplysninger om storaktionærer, men derimod ikke om hvem der i øvrigt er aktionær i virksomheden. En omdømmeanalyse af FirstFarms må derfor basere sig på andre undersøgelsesmetoder. Der er i dette speciale taget udgangspunkt i Helm et als' teori omkring de fire faktorer, der har betydning for investorerne. De fire faktorer

fremhæver nogle forhold, der har betydning i relationen mellem virksomhed og investor, og faktorerne er ikke tiltænkt som værktøjer i en egentlig analysemodel. Ikke desto mindre kan det være relevant at inddrage disse faktorer i en vurdering af, hvor FirstFarms står henholdsvis stærk og svagt i forhold til investorerne på de kerneområder, som Helm et al har fremhævet. Dermed ikke sagt, at disse fire faktorer gør udtømmende op med, hvad der påvirker relationen mellem investor og virksomheden.

Til belysning af FirstFarms "reputation commons" er anvendt en PEST-analyse. Denne analysemodel er imidlertid primært tiltænkt som værende et strategisk værktøj, og kan ikke direkte overføres på en omdømmeanalyse. Virksomhedens strategiske overvejelser er således ikke nødvendigvis sammenfaldende med, hvad der påvirker investorerne. Når PEST-analysen alligevel er anvendt, hænger det sammen med, at denne analysemodel tager afsæt i nogle kerneområder, som meget vel kan være sammenfaldende med de områder, som interessenterne er optaget af, når det drejer sig om forhold i branchen, andre lande m.v., som har en afsmittende virkning på de virksomheder, der opererer i den pågældende branche eller geografiske område. Som et væsentlig element, der taler i den retning, er det faktum, at PEST-analysen er et klassisk værktøj, i forbindelse med, at en virksomhed overvejer at gå ind i et nyt land/geografisk område.

7.4.1 Delkonklusion

Helm et al. fremhæver fire faktorer, der er afgørende for virksomhedens omdømme i et finansielt miljø, nemlig finansiell performance, lederskab, Corporate Governance samt investor relations. FirstFarms underskudsgivende historik samt hyppige rokader i ledelsen påvirker virksomhedens finansielle omdømme negativt. Omvendt kan udskiftning i direktionen være et tegn på at bestyrelsen er handlekraftig. Helm et al. fremhæver, at tilstedeværelse af uafhængige bestyrelsesmedlemmer er essentielt for virksomhedens omdømme. Hertil må valget af Henrik Hougaard, som bestyrelsesformand antageligvis påvirke FirstFarms omdømme i visse finansielle kredse. FirstFarms benytter sig pt ikke af Corporate Governance skemaet udarbejdet af Komiteen for god selskabsledelse. Hertil fortalte Poul Lykkesfeldt, at længere tekster let kan blive uoverskuelige for læseren. Helm et al. fortæller i forlængelse heraf, at *hvordan* kommunikation bliver fremvist, påvirker omdømmet. Således må FirstFarms nuværende opstilling af Corporate Governance påvirke omdømmet. Jævnfør kommunikationsanalysen anvender FirstFarms flere værktøjer til at nå ud til deres investorer. Det forekommer dog sjældent at kommunikationen foregår tovejs, hvorfor åbenhed synes begrænset.

Eksternt er FirstFarms omdømme påvirket af flere parametre. Rumænien og Slovakiet er optaget i EU og har derfor et retsvæsen, som er tilpasset hertil. Dette bidrager til adgangen til strukturfondsmidler, der kommer FirstFarms bundlinje til gode, hvilket tilfredsstiller aktionærer. Begge lande er påvirket af korruption, hvilket truer virksomhedens drift og dermed aktien. Ligeledes må Rumæniens møntfod siges at være en trussel. Arbejdskraft og selskabsskatten er lav i begge lande, og der er dermed konkurrencemæssige fordele at hente. Omvendt er befolkningen i begge lande løftet uddannelsesmæssigt og har i den sammenhæng fået flere penge imellem hænderne. Højere lønninger må derfor forventes. Endvidere er prisen for landbrugsjord steget de senere år, hvilket kan komme aktionærerne til gode. Landbrugsbranchen står som sagt for 17-32% af verdens drivhusgasser, noget som alle branchens spillere må forholde sig til, heriblandt FirstFarms. Såfremt virksomheden ikke er i stand til at definere, hvordan de differentierer sig fra branchens konkurrenter, vil dette påvirke FirstFarms omdømme.

8. Samlet diskussion

I de foregående kapitler er der identificeret en række forhold, der må antages at påvirke small cap virksomheders synlighed på investormarkedet. Der er taget afsæt i small cap virksomheden FirstFarms og der har været fokus på virksomhedens interessenter, de kommunikationskanaler der står til rådighed for virksomheden, ligesom virksomhedens omdømme er blevet inddraget. I dette kapitel vil analysens forskellige resultater og fund blive holdt op mod hinanden og det vil blive diskuteret, hvad en small cap virksomhed kan gøre for at øge dets synlighed overfor investorerne. Derved søges underspørgsmål 4 besvaret, der lyder som følgende:

"Hvilke muligheder har en small cap virksomhed for at styrke dets synlighed over for investorerne?"

8.1 Small cap virksomhedens særlige udfordringer

Som fremhævet i interessentanalysen hører de private investorer til FirstFarms absolutte "key players". Der er grund til at antage, at dette er symptomatisk for small cap virksomhederne som helhed. De adskiller sig på den måde fra mange large cap virksomheder. Disse virksomheder skal derfor have særlig fokus på denne gruppe. Virksomhederne skal samtidig være bevidste om, at de private aktionærer kan have meget forskellige interesser i og bevæggrunde for at investere i virksomheden. Forholdet til storaktionærerne er ikke nødvendigvis det samme som forholdet til private investorer. Hertil kommer de såkaldte "aktivist aktionærer". Strategien overfor de forskellige grupper af aktionærer er ikke nødvendigvis den samme.

Modsat mange large cap virksomheder, er aktieanalytikere næsten usynlige i small cap segmentet. Interessentanalysen konkluderede, at FirstFarms på nuværende tidspunkt ikke har aktieanalytikere til at dække aktien. Dette gælder ikke kun for FirstFarms. De fleste small cap virksomheder, der er noteret under Nasdaq OMX Copenhagen, oplever manglende analytikerdekning og dermed opmærksomhed fra aktiemarkedet. Normalt betragtes aktieanalyser, som et væsentligt værktøj til at øge investorinteressen. Som anført af Nasdaq OMX giver en analyse af aktien opmærksomhed samt synlighed, og klæder investoren bedre på til at træffe den rette investeringsbeslutning (Nasdaq OMX, 2014). Virkeligheden for en small cap virksomhed er imidlertid, at disse virksomheder kan have overordentlig svært ved at fange aktieanalytikernes opmærksomhed. Som Poul Lykkesfeldt anfører: *"Et lille miniselskab, der måske omsætter 100 eller færre aktier om dagen, giver næsten ingen kommission til børsrådgivningsfirmaet, og derfor er der typisk ikke råd til at have analytikere, der følger små virksomheder. En god analytiker kan koste 1-2 mio. kr. inklusive moms, og hvis han dækker 10 mindre selskaber, hvoraf der*

nærmest ikke kommer noget kommission, så kan man simpelthen ikke forsvare at have sådan en gående". Small cap virksomheder skal gøre sig klart, at det at opnå analytikerdækning er forbundet med meget store omkostninger, hvorfor målrettet forsøg på at opnå analytikerdækning kun giver mening i særlige situationer - for eksempel ved børsnoteringer, i forbindelse med turnarounds, usete kriser osv. - og ikke som et fast led i virksomhedens daglige investor relations aktiviteter.

Small cap virksomheder har ikke blot svært ved at få aktieanalytikernes opmærksomhed, men også mediernes interesse. Det kan være svært at lave om på uden at bruge store omkostninger på dette, og med et usikkert udfald. Samtidig kan der som fremhævet i kapitel 5 stilles spørgsmål ved, om medierne har samme indflydelse som tidligere som følge af fremkomsten af sociale og andre elektroniske medier.

Omdømmeanalysen viste, at virksomhedens omdømme påvirker de private investorers villighed til at investere i den pågældende virksomhed. FirstFarms var på dette område udfordret på flere parametre. Det gælder både i forhold til samtlige fire faktorer Helm et al. fremhæver, som betydningsfulde i forhold til hvad der påvirker en virksomheds omdømme hos investorerne. Det gælder også "reputation commons", hvor FirstFarms på grund af deres involvering i Rumænien og Slovakiet har særlige udfordringer at håndtere. De særlige udfordringer som FirstFarms står overfor er ikke nødvendigvis sammenfaldende med de udfordringer andre small cap virksomheder står overfor. Det gælder ikke mindst i forhold til problemstillingerne i relation til Rumænien og Slovakiet, mens de svagheder som FirstFarms udviser i forhold til at leve op til Helm et al.'s fire faktorer muligvis kan overføres til andre virksomheder i small cap segmentet.

Endelig viser casen med FirstFarms, at small cap virksomheder kan være udfordret i forhold til at prioritere investor relations arbejdet og til at forstå den omverden, de agerer i. Generelt har small cap virksomheder ikke samme ressourcer til rådighed, som mid eller large cap virksomheder. FirstFarms kæmper med overhovedet at overholde de lovpligtige krav om oplysningspligt. På tilsvarende vis oplyser de kun nødtørftigt omkring de anbefalinger der kommer fra komiteen for god selskabsledelse. Deres fokus er primært på deres kerneområde, at investere og drive landbrug i Østeuropa, og kun i mindre omfang på at pleje deres investor relations. Det kan skyldes de ressourcer virksomheden har til rådighed. En vis forklaring kan måske også være, at deres storaktionær Henrik Hougaard er direkte involveret i ledelsen og derfor er mere synlig en selskabets øvrige aktionærer.

En problemstilling kan imidlertid også være, at der ikke er tilstrækkelig indsigt i de forventninger, som nutidens investorer har og den "udvikling", som omverden har undergået. FirstFarms synes at have en tilgang til investorerne, der har mange lighedspunkter med den tilgang, der var herskende tidligere. Under interviewet udtaler Anders Nørgaard i forbindelse med spørgsmål omkring dialogen på generalforsamlinger: *"Jo, eller at de ikke forstår det. Hvordan tingene hænger sammen ... hvorfor gør vi ikke bare ligesom dem, hvorfor ansætter i ikke ham der dér er godsforvalter for det der gods, fordi de har 200 køer og de producerer så meget mælk, så kan i bare sende ham til Slovakiet, så kan han jo bare gøre det samme dernede. Jamen sådan hænger det altså ikke sammen fordi der er noget med kultur, der er noget med klima og sådan nogle ting, som man skal tage hensyn til."*

Dette er med til at fastholde den asymmetri i information og incitament, der består i forholdet mellem aktionær og virksomhed. Dog skal man være opmærksom på, at situationen kan være anderledes i forholdet til storaktionærer. Det viser eksemplet med FirstFarms i høj grad, hvor storaktionær Henrik Hougaard sidder på en markant del af aktierne og samtidig er bestyrelsesformand. I sådanne situationer kan virksomhedens ledelse og storaktionæren incitamenter og adgang til informationer være mere symmetriske end hvad der normalt kendetegner forholdet mellem virksomhed og aktionær.

En asymmetri mellem aktionær og virksomhed udgør et reelt problem for small cap virksomheder i lyset af de forventninger, som investorer i dag har. Som fremhævet af Argenti og Barnes, og som beskrevet i kapitel 4, har magtforholdene ændret sig. Det er ikke længere virksomheden selv, der sætter dagsordenen i forhold til investorerne. Interessenterne har andre forventninger til virksomheden end tidligere og er ifølge Beck mere emotionelt styret. Hvor de børsnoterede selskaber tidligere kunne nå langt ved at præsentere gode økonomiske resultater, bliver de i dag nødt til også at indtænke andre og mere bløde værdier. Det understreger analysen udarbejdet af Økonomisk Ugebrev Formue, der viser en stigende fokus på non-finansielle forhold samt en øget professionalisering blandt aktionærerne når de vurderer en virksomheds aktie.

8.1.1 Small cap virksomheders muligheder for at opnå større synlighed

De ressourcer en small cap virksomhed har til rådighed sætter nogle naturlige grænser for deres muligheder for at nå ud til investorerne. Den investor relations strategi, som store børsnoterede selskaber anvender, kan derfor ikke overføres direkte til small cap virksomheder.

Indtil nu har forskningen på området især fokuseret på de store børsnoterede virksomheder, og hvad de kan gøre for at optimere deres investor relations strategier. Som eksempel kan nævnes den pyramide, som Poul Lykkesfeldt har opstillet, og som opdeler investor relations indsatsen i tre dele. Denne pyramide giver særlig mening for store børsnoterede virksomheder. Der er imidlertid noget, der tyder på, at small cap virksomheder er rigeligt udfordret på at få styr på den nederste og til dels også midterste del af pyramiden (se kapitel 6). På tilsvarende måde har forskningen hidtil særligt fremhævet dialog som et vigtigt middel i kommunikationen med det finansielle marked. At være i løbende dialog med investorerne på daglig basis kræver dog en prioritering og ressourcer, som ikke nødvendigvis afspejler den virkelighed som small cap virksomheder lever i.

Uanset dette er det vigtigt, at small cap virksomheder har deres investor relations arbejde på plads, og at virksomheden prioriterer dette. Det skal dog ske på small cap virksomhedens præmisser.

Casen med FirstFarms viser, at der primært gøres brug af envejskommunikation i forholdet til investorerne. For at få det optimale udbytte skal der være fokus på at gøre en sådan envejskommunikation så enkel og overskuelig som overhovedet muligt, således at investorerne oplever, at de på let og troværdig måde kan få adgang til relevante oplysninger om virksomheden. På denne måde signalerer virksomheden åbenhed overfor investorerne. I FirstFarms tilfælde vil meget være opnået på en let måde ved at benytte det skema, som er udarbejdet af Komiteen for god selskabsledelse i relation til afrapportering omkring "følg eller forklar" princippet.

Åbenhed medvirker til at skabe relationer til investorerne, hvilket er i virksomhedens interesse. Investorer vil således være mere tilbøjelige til at følge virksomheden i modgang og medgang i en situation, hvor de har en relation til virksomheden, og på den måde minimeres udsving i aktien. Ifølge Castells er internettet i dag med til på en let måde at vedligeholde relationer – herunder også svage relationer. Internettet kan anvendes målrettet på flere måder. En af disse måder er at man kommunikerer til investorerne på et mere emotionelt plan. Et eksempel herpå kan hentes fra casen med FirstFarms, der bruger deres Facebook til at poste billeder af store moderne landbrugsmaskiner, hvilket utvivlsomt vækker visse interesse. Brug af nettet kan også være med til at understøtte investorernes fornemmelse af virksomheden som en åben virksomhed. En relativ enkel måde kunne være konsekvent at lægge materiale, som er udarbejdet til nogle investorer, ud på internettet, så det bliver tilgængeligt for alle investorer. Et eksempel kan være at powerpoint slides fra investorpræsentationer samt aktionærture med videre, bliver lagt op på

deres hjemmeside. Herudover kan udførlige transcripts eller webcast af generalforsamlingen medvirke til at skabe en styrket transparens og tillid til virksomheden.

Small cap virksomheders behov for at have fokus på åbenhed for på den måde at skabe relationer til deres investorer understreges også af det faktum, at disse typisk ikke er genstand for analytikerdekning. Som Giddens påpeger har ekspertsystemer fået en forstærket rolle i det senmoderne samfund. I mangel på aktieanalytikere må small cap virksomhederne derfor søge at etablere andre rammer, der kan understøtte investorernes følelse af tryghed og tillid.

Virksomhedens omdømme har stor betydning for investorernes villighed til at investere i virksomheden. Den gammeldags måde at betragte investor relations på er ikke hensigtsmæssig, når virksomheden er udfordret på dets omdømme. Grunig og Hunt fremhæver symmetrisk tovejskommunikation, som den ideelle kommunikationsform. Her skal virksomheden udføre en formidlerrolle med det mål at opnå en fælles forståelse mellem virksomhed og investor. At virksomheden er udfordret på dets omdømme er typisk et udtryk for at investorerne føler sig usikre omkring virksomheden eller endda kritiske overfor virksomhedens måde at agere på. Her er det vigtigt, at skabe en forståelse hos investorerne, så de forstår hvad der lægger bag og dermed føler en mindsket usikkerhed.

Som anført i kapitel 6 er Grunig og Hunt blevet kritiseret for at opstille et ideal, der ikke nødvendigvis er realistisk i virkelighedens verden. Dette gælder så meget desto mere i en small cap virksomhed, hvor ressourcerne er begrænsede. Det betyder dog ikke, at symmetrisk tovejskommunikation skal afskrives som værende for ressourcetung - heller ikke for en small cap virksomhed.

Tovejskommunikationen vil være særlig relevant i situationer, hvor virksomheden er truet på dets omdømme. Som eksempel kan nævnes den situation, hvor den offentlige holdning til Rumænien eller Slovakiet måtte blive meget kritisk, og det har en afsmittende virkning i forhold til FirstFarms. Her kan det være særligt relevant for virksomheden at gå i en dialog med investorerne for dels at formidle en forståelse for, hvorfor virksomheden fortsat er i de pågældende lande, dels at opfange og rumme den holdning investorerne sidder inde med. Dialog kan også være et meget relevant værktøj i andre og mere hverdagsagtige situationer. Det kan for eksempel være tilfældet i situationer, hvor virksomheden er genstand for udskiftning i ledelsen eller tiden omkring en kontroversiel årsrapport.

Sociale medier er i dag et medie, der på mange fronter egner sig til symmetrisk tovejskommunikation. Her vil man kunne tage dialogen med investorerne omkring de udfordringer virksomheden står overfor, og samtidigt mindske investorernes usikkerheder. Det er væsentligt mere ressource besparende, at bruge facebook i stedet for investormøder og samtidigt kommer man bredt ud på nationalt, men også globalt niveau.

9. Konklusion

I dette speciale undersøges det, hvordan en dansk small cap virksomhed kan styrke dets investor relations aktiviteter og derved opnå en bedre position i konkurrencen om investorerne.

Der eksisterer allerede i dag forskning på området, som definerer investor relations, og som belyser, hvordan disse aktiviteter udøves, og den betydning, som investor relations aktiviteter har for virksomheden. Denne forskning er karakteriseret ved at tage udgangspunkt i de store børsnoterede virksomheder og kun i mindre grad i small cap virksomhederne.

I dette speciale sættes der specifikt fokus på small cap virksomhederne og den virkelighed, disse virksomheder agerer i. Specialet inddrager i den forbindelse dels eksisterende forskning omkring investor relations, dels teorier og analysemodeller, der ikke er specifikt knyttet til investor relations som forskningsområde, men som alligevel kan være relevante til belysning af emnet.

Med afsæt i small cap virksomheden FirstFarms identificeres i specialet en række elementer, som er essentielle for small cap virksomhederne, men som til dels synes at være oversete i den hidtidige forskning på området.

Specialets interessentanalyse viser, at en small cap virksomhed som FirstFarms har et stort antal interessenter, hvis interesser i virksomheden er meget forskelligartede og ikke nødvendigvis sammenfaldende. Dette er et vilkår, der gælder for alle børsnoterede virksomheder, og som afspejler, at investor relations funktionen befinder sig i et krydsfelt mellem finans, kommunikation og jura. Analysen synes samtidig at vise, at de private aktionærer hører til de absolutte Key Players for en small cap virksomhed som FirstFarms. Derimod synes institutionelle investorer, aktieanalytikere, medier m.v. ikke at spille en så fremtrædende rolle, som tilfældet er for de store virksomheder. I den eksisterende litteratur fremhæves analysedækning som et væsentligt og veldokumenteret værktøj til at øge investorinteressen, hvorfor small cap virksomheder som FirstFarms står over for nogle særlige udfordringer.

På baggrund af kommunikationsanalysen tyder det på, at small cap virksomheder som FirstFarms primært benytter sig af envejskommunikation, men primært er koncentreret om at overholde de lovpligtige minimumskrav. I det omfang tovejskommunikation anvendes, synes der på baggrund af casen at være anledning til antage, at kommunikationen er kendetegnet ved at være asymmetrisk i den forstand, at den kun retter sig mod visse afgrænsede grupper. Der synes i den

hittidige forskning på området at være en konsensus om, at dialog er en meget væsentlig del af investor relations arbejdet, og dette har da også udmøntet sig i blandt andet i de anbefalinger, som Komiteen for god selskabsledelse har udstukket. Dette synes imidlertid ikke at afspejle virkeligheden i en small cap virksomhed. Det kan i den forbindelse også fremhæves, at den gængse definition af investor relations netop inddrager to-vejskommunikation som et element, hvilket imidlertid ikke nødvendigvis er dækkende for small cap virksomhederne.

I omdømmeanalysen sættes der fokus på de faktorer, der i særlig grad påvirker virksomhedens omdømme hos investorerne. Her viser analysen, at small cap virksomheden FirstFarms præsterer svagt på en række af de parametre, som investorerne tillægger betydning. Samtidig er FirstFarms ikke særlig opmærksom på at kommunikere ud på en åben, overskuelig og let tilgængelig måde, hvilket også kan have en negativ effekt på virksomhedens omdømme blandt investorerne. Undersøgelsen efterlader det indtryk, at FirstFarms ikke prioriterer investor relations arbejdet særlig højt, og at deres ressourcer primært er bundet op omkring varetagelsen af virksomhedens drift. Omdømmeanalysen inddrager ligeledes det aspekt, at en virksomhed omdømme påvirkes af hele branchens omdømme samt det omdømme, som de lande, hvori virksomheden opererer, har. Dette fænomen betegnes normalt som reputations commons. Dette er en problemstilling, som alle børsnoterede virksomheder må forholde sig til, men som small cap virksomheden ikke nødvendigvis har ressourcer til at håndtere på samme måde som de store virksomheder.

Sammenfattende kan det anføres, at det tyder på, at small cap virksomhederne har nogle særlige udfordringer som følge af, at de ikke er så eksponerede som de store børsnoterede virksomheder, at de ikke har samme analytikerdækning som de store virksomheder, og ikke har samme ressourcer til rådighed. Den eksisterende forskning giver ikke nødvendigvis svar på, hvordan disse udfordringer kan håndteres.

Afslutningsvis opstilles der i specialet nogle konkrete forslag til, hvordan en small cap virksomhed kan styrke dets investor relations aktiviteter på en måde, som er afpasset i forhold til virksomhedens evner og muligheder for at løfte opgaven. Det peges i den forbindelse på vigtigheden af, at virksomheden er opmærksom på de strømninger, der kendetegner det senmoderne samfund. Samfundet er i dag præget af refleksivitet, nedbrydelse af magtstrukturer, og at der i det hele taget stilles andre krav virksomheden end tidligere.

Specialets forslag falder inden to hovedområder:

For det første anbefales det, at en small cap virksomhed arbejder målrettet med at optimere envejskommunikationen. Virksomheden skal fokusere på viderebringe informationer om virksomheden så åbent og bredt som muligt, og der skal kommunikeres på en overskuelig og let forståelig måde.

For det andet anbefales det, at virksomheden målrettet bruger de sociale medier i særlige situationer. Tovejs kommunikation er en meget ressourcekrævende kommunikationsform, hvis den skal indgå som et fast element i den løbende kommunikation med de finansielle interessenter, men er et effektivt redskab i situationer, hvor virksomhedens omdømme er truet, eller hvor der i øvrigt indtræder begivenheder, som kan påvirke investorernes syn på virksomheden.

Dette speciale stræber ikke efter at være en udtømmende analyse af de særlige udfordringer, som en small cap virksomhed står overfor i relationen til deres investorer, og hvordan disse udfordringer kan løses. Specialet er således kun første i skridt i retning af øget indsigt på området, hvor andre aspekter, herunder aspekter omkring strategiudvikling, også vil kunne være relevante at inddrage. Samtidig anerkendes de begrænsninger, der er forbundet med at udvikle en mere overordnet teori alene på basis af en enkelt case. Der kan således fremover være behov for at inddrage yderligere virksomheder i en analyse, ligesom det kan være relevant i højere grad at inddrage kvantitative analyser i den fremtidige forskning på området.

10. Litteraturliste

Bøger

- Andersen, Heine & Kaspersen, Lars Bo. 2005. *Klassisk og moderne samfundsteori*. Hans Reitzels, 3. udgave
- Andersen, Paul Krüger & Clausen, Nis Jul. 2014. *Børsretten*, Jurist og Økonomiforbundets Forlag, 5. Udgave, 1. oplag
- Argenti, Paul A. & Barnes, Courtney M. 2009. *Digital strategies for powerful corporate communications*, McGraw-Hill
- Beck, Ulrich. 1997. *Risikosamfundet – på vej mod en ny modernitet*. København, Hans Reitzels Forlag
- Brinkmann, Svend & Kvale, Steinar. 2009. *Interview – introduktion til et håndværk*. Hans Reitzels forlag, 2. Udgave, 6. oplag
- Castells, Manuel & Cardoso, Gustavo. 2005. *The Network Society: From Knowledge to Policy*, Center for Translantic Relations
- Castells, Manuel. 2001. *The Internet Galaxy – Reflections on the Internet, Business and Society*. Oxford University Press
- Cornelissen, Joep. 2011. *Corporate Communication – A Guide to Theory and Practice*, SAGE Publications Ltd, 3. udgave
- Crane, Andrew & Matten, Dirk. 2007. *Business Ethics: Managing corporate citizenship and sustainability in the age of globalization*, Oxford University Press, 2. udgave
- Crane, Andrew & Matten, Dirk. 2010. *Business Ethics: Managing corporate citizenship and sustainability in the age of globalization*, Oxford University Press, 3. udgave
- Creswell, John W. 2003. *Research Design – Qualitative, Quantitative and Mixed Method Approaches*. Thousand Oaks, Calif.: Sage Publications, Second Edition
- Fombrun, Charles J. & Riel, Cees B.M. van. 2007. *Essentials of Corporate Communication – Implementing practices for effective reputation management*, Routledge
- Fuglsang, Lars & Olsen, Poul Bitsch. 2009. *Videnskabsteori i samfundsvidenskaberne – på tværs af fagkulturer og paradigmer*, Roskilde Universitetsforlag, 2. udgave, 4. Oplag
- Freeman, Robert Edward. 2010. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press
- Giddens, Anthony. 2000. *En løbsk verden: Hvordan globaliseringen forandrer vores tilværelse*. København, Hans Reitzel
- Giddens, Anthony. 1996. *Modernitetens konsekvenser*. Hans Reitzels forlag, 1. udgave
- Giddens, Anthony. 1991. *The Consequences of Modernity*. Stanford University Press, 1. udgave

- Grunig, James E. 1992. *Excellence in public relations and communication management*, Hillsdale, N.J. ; Lawrence Erlbaum Associates
- Grunig, James E. & Hunt, Todd. 1984. *Managing Public Relations*, Fort Worth ; Harcourt Brace Jovanovich College Publishers
- Guimard, Anne. 2013. *Investor Relations – Principles and International Best Practices in Financial Communication*, Palgrave Macmillan, 2. udgave
- Jacobsen, Michael Hviid, Nedergaard, Peter & Rasmussen, Kasper Lippert. 2015. *Videnskabsteori – i statskundskab, sociologi og forvaltning*, Bookwell OY, 3. udgave, 1. oplag
- Jørgensen, Peter Stray & Rienecker. 2005. *Den gode opgave – håndbog i opgaveskrivning på videregående uddannelser*. Forlaget samfundslitteratur, 3. udgave
- Lykkesfeldt, Poul. 2006. *Investor Relations – en bog om aktiemarkedsrelationer*, Børsens forlag, 1. udgave, 1. Oplag
- Lægaard, Jørgen & Vest, Mikael. 2010. *Strategi i vindervirksomheder*, Jyllandsposten, 3. udgave
- Merkelsen, Henrik. 2010. *Håndbog i strategisk Public Relations*, samfundslitteratur, 1. udgave
- Robson, Colin. 2011. *Real World Research – A Ressource for Users of Social Research Methods in Applied Settings*, Chichester, West Sussex: Wiley, 3. Udgave
- Thisted, Jens. 2010. *Forskningsmetode i praksis – projektorienteret videnskabsteori og forskningsmetodik*. Munksgaard Danmark, 1. udgave
- Tulder, Rob van & Zwart, Alex van der. 2006. *International Business-Society Management – Linking corporate responsibility and globalization*, Routledge, 1. udgave
- Yin, Robert K. 1994. *Case Study Research: Design and Methods (Applied Social Research Methods)*. SAGE Publications, Inc; 2. udgave

Akademiske artikler

- Allen, Christopher E. 2002. *Building mountains in a flat landscape: investor relations in the post-Enron era*, Corporate Communications: An International Journal, Vol. 7 Iss: 4, pp.206 – 211
- Barnett, Michael L., King, Andrew A. & Lenox, Michael J. 2002. *Strategic Responses to the Reputation Commons Problem*, Stanford University Press, pp. 393-406
- Barney, Jay. 1991. *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*. Journal of Management, vol. 17, no 1, 99-120
- Bryson, John M. 2004. *What to do when Stakeholders Matter – Stakeholder identification and Analysis Techniques*, Public Management Review, Vol. 6, Issue 1
- Bukh, Per Nikolaj & Nielsen, Christian. 2010. *Investor Relations: Kommunikation med strategien som udgangspunkt*. I Håndbog i strategisk public relations, Henrik Merkelsen. København: Samfundslitteratur

- Bukh, Per Nikolaj & Nielsen, Christian. 2010. *Hvad drejer Investor Relations sig om? Børsens Ledelseshåndbøger*, Børsen forum
- Bukh, Per Nikolaj & Nielsen, Christian. 2008. *Investor relations: Kommunikation med strategien som udgangspunkt*, Working Paper Series, Department of Business Studies, No. 22
- Bushee, Brian J. & Miller, Gregory. 2012. *Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following*, Accounting Review. Vol. 87 Issue 3, p867-897. 31p. 11 Charts.
- Chanda, Rajib & Zaorski, Steve. 2013. *Social Media Usage in the Financial Services Industry: Toward a Business-Driven Compliance Approach*, Journal of Taxation and Regulation of Financial Institutions, vol 26, no 5
- Chang, Millicent, d'Anna, Gino, Watson, Iain og Wee, Marvin. 2008. *Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymmetry?* Australian Journal of Management (University of New South Wales). Vol. 33 Issue 2, p375-390. 16p. 6 Charts.
- Chittipeddi, Kumar & Gioia, Dennis A.. 1991. *Sensemaking and sensegiving in strategic Change initiation*, Strategic Management, Journal, Vol 12,
- Davis, Aeron. 2006. *The role of the mass media in investor relations*, Journal of Communication Management, pp 7-17, Vol. 10 Iss 1
- Edelman, David & Salsberg, Brian. 2010. *Beyond paid media: Marketing's new vocabulary*, McKinsey Quarterly
- Ettredge, Michael og Gerdes, John Jr.. 2005. *Timeliness of Investor Relations Data at Corporate Web Sites*, Communications of the ACM. Vol. 48 Issue 1, p95-100. 6p. 4 Charts.
- Fombrun, Charles and Shanley, Mark. 1990. *What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy*, The Academy of Management Journal, pp. 233-258, Vol. 33, No. 2
- Gentry, James K. & Alexander, Raquel Meyer. 2014. *Using social media to report financial results*, Business Horizons, Pages 161–167 Volume 57, Issue 2
- Helm, Sabrina et al. 2011. *Reputation Management*, Springer Heidelberg Dordrecht London New York
- Hoffmann, Christian & Fieseler, Christian. 2012. *Investor relations beyond financials*, Corporate Communications: An International Journal, pp. 138 – 155, Vol. 17 Iss 2
- Kathleen, Kelly, Laskin, Alexander & Rosenstein, Gregory. 2010. *Investor Relations: Two-Way Symmetrical Practice*, Journal of Public Relations Research. , Vol. 22 Issue 2, p182-208. 27p. 2 Charts.
- Kirk, Marcus & Vincent, James. 2014. *Professional Investor Relations within the Firm*, Accounting Review. Jul2014, Vol. 89 Issue 4, p1421-1452. 32p. 1 Diagram, 8 Charts, 2 Graphs
- Koehler, Kirsten. 2014. *Dialogue and Relationship Building in Online Financial Communications*, International Journal of Strategic Communication, Volume 8, issue 3

Lindegaard, Jørgen et al. 2001. "Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark „Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark“, 1. udgave, 1. oplag

Morsing, Mette & Schultz, Majken. 2006. *Corporate social responsibility communication: stakeholder information, response and involvement strategies*, Business Ethics: A European Review Volume 15, number 4

Tuominen, P. 1997. *Investor relations: a Nordic School approach*, Corporate Communications: An International Journal. Vol. 2, No. 1, pp. 46-55

Goranova, Maria & Ryan, Lori Verstegen. 2014. Shareholder activism: A multidisciplinary Review. Journal of Management, Vol. 40 No. 1230–1268

Andet materiale

Danmarks statistik. 2014. *IT-anvendelse i befolkningen*, kan hentes gratis på: www.dst.dk/Publ/ItBefolkning - 15.09.15

DTZ Echinox. 2013. *Agricultural Land Investment in Romania 2013*, 2. Udgave – kan hentes gratis på: <http://www.dtzresearch.ro/investment-market-update-agricultural-land-investment-in-romania-2013-87.html> - 15.09.15

European Commission. 2015. *Report from the Commission to the European Parliament and the Council*, Brussels, 28.1.2015 COM(2015) 35 final – kan hentes gratis på: http://ec.europa.eu/cvm/docs/com_2015_35_en.pdf - 15.09.15

Finansrådet. 2013. *Ejerforhold i danske virksomheder*, kan hentes gratis på: <http://www.finansraadet.dk/Media/dokumenter/politik/analyser/analyse%20-%20ejerforhold%20i%20danske%20virksomheder.pdf> - 15.09.15

Kromann Reumert & Hill+Knowlton Strategies. 2013. *Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst*, 4. Kvartal, 2013 – kan hentes gratis på <https://www.kromannreumert.com/Viden/Rapporter/Boersnoteringer-Saadan-skaber-vi-vaekst> - 15.09.15

Nasdaq OMX. 2014. *Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst – Analyse og katalog over løsningsforslag* – kan hentes gratis på: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/93/93276_anbefalinger-til-et-staerkere-borsnoteringsklima-for-danmarks-vaekst19062014.pdf - 15.09.15

Ugebrev for Bestyrelser & Bottomline Communications. 2004. *Selskabsledelse i 100 børsnoterede selskaber, en kortlægning af corporate governance og investor relations*

Videnscentret for landbrug. 2014. *Prognose for kvægbrugets økonomiske resultater 2014-2016* – kan hentes gratis på: http://www.nordicbeef.dk/media/1180/prognose_kvaeg.pdf - 15.09.15

Økonomisk ugebrev ledelse. 2015, 14.08.15

Økonomisk ugebrev ledelse, 2015, 01.19.15

Økonomisk ugebrev ledelse, 2014, 30.05.15

Websites

- Web 1: <http://penge.dk/investering/smallcap-er-guld-for-den-talmodige> - 10.09.15
- Web 2: <http://www.instituteforpr.org/investor-relations/> - 14.09.15
- Web 3: http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/85/85699_nasdaqomxnordicmarketmodel2.17.pdf - 14.09.15
- Web 4: <http://rauli.cbs.dk/index.php/dansksociologi/article/viewFile/624/657..> - 14.09.15
- Web 5: <http://www.firstfarms.dk/selskabsinformation/firstfarms-koncernen/> - 14.09.15
- Web 6: <http://www.reliance.dk/dk/menu/om-reliance/senior-team/poul-lykkesfeldt-seniorradgiver-og-partner> - 14.09.15
- Web 7: <http://www.firstfarms.dk/om-firstfarms/historie/> - 14.09.15
- Web 8: <http://www.firstfarms.dk/om-firstfarms/maalsaetninger/mission/> - 14.09.15
- Web 9: <http://www.firstfarms.dk/om-firstfarms/maalsaetninger/vision/> - 14.09.15
- Web 10: <http://www.instituteforpr.org/investor-relations/> - 14.09.15
- Web 11: <https://corporategovernance.dk/gaeldende-anbefalinger-god-selskabsledelse> - 14.09.15
- Web 12: <http://redwardfreeman.com/stakeholder-management/> - 14.09.15
- Web 13: <http://www.firstfarms.dk/selskabsinformation/organisation/direktion-og-bestyrelse/> - 14.09.15
- Web 14: <http://www.business.dk/diverse/ejer-af-en-a.p.-moeller-aktie> - 14.09.15
- Web 15: <https://corporategovernance.dk/sites/default/files/anbefalinger-for-god-selskabsledelse-2013-senest-opdateret-november-2014.pdf> - 15.09.15
- Web 16: <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171513574> - 15.09.15
- Web 17: <http://www.firstfarms.dk/investorrelations/finansiel-information/selskabsmeddelelser/> - 15.09.15
- Web 18: <http://www.firstfarms.com/investor-relations/firstfarms-corporate-governance/corporate-governance-annual-report-2014/> - 15.09.15
- Web 19: <https://corporategovernance.dk/corporate-governance> 15.09.15
- Web 20: <https://corporategovernance.dk/gaeldende-anbefalinger-god-selskabsledelse> - 15.09.15
- Web 21: <http://www.business.dk/finans/slovakiet-skifter-til-euro> - 15.09.15
- Web 22: <http://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene-1995-2014>, http://europa.eu/youreurope/citizens/work/taxes/income-taxes-abroad/romania/index_en.htm - 15.09.15

- Web 23: http://europa.eu/youreurope/citizens/work/taxes/income-taxes-abroad/slovakia/index_en.htm - 15.09.15
- Web 24: http://ec.europa.eu/agriculture/milk-market-observatory/pdf/eu-raw-milk-prices_en.pdf - 15.09.15
- Web 25: <http://landbrugsavisen.dk/svin/jyske-bank-kornprisen-kan-hurtigt-stige> - 15.09.15
- Web 26: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/agriculture/data/database> - 15.09.15
- Web 27: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/education-and-training/statistics-illustrated> - 15.09.15
- Web 28: <http://mfvm.dk/landbrug/indsatsomraader/klima/drivhusgasser-fra-landbruget/> - 15.09.15
- Web 29: <http://rumaenien.um.dk/da/om-rumaenien/oekonomisk-situation/> - 15.09.15
- Web 30: http://ec.europa.eu/agriculture/publi/fact/climate_change/leaflet_da.pdf - 15.09.15

FirstFarms dokumenter (tilgængeligt på FirstFarms hjemmeside)

- Redegørelse for virksomhedsledelse i FirstFarms A/S. 2015. 26.03.15 – kan hentes gratis på <http://www.firstfarms.dk/investorrelations/redegoerelse-for-virksomhedsledelse/redegoerelse-for-virksomhedsledelse-aarsrapport-2014/> - 15.09.15
- FirstFarms årsrapporter 2006-2014, alle rapporter kan hentes gratis på: <http://www.firstfarms.dk/investorrelations/finansiell-information/regnskaber/> - 15.09.15

11. Interviews

11.1 Interview med Anders H. Nørgaard og Tina Thomsen

Tina: T

Anders: A

Nikolaj: N

N: Kan i hurtigt fortælle hvem i er, hvilken stilling i har og virksomheden som sådan?

T: Skal jeg starte? Jamen øhh jeg er Personal Assistant og "blæksprutte". Jeg tager mig af mange forskellige ting og har også aktionærkontakt

N: Ja?

A: Og hun er også IR

T: Ja, men altså hvor Jørgen han egentlig er IR Manager, men har mere den der praktiske kontakt. Han er overordnet og jeg så har den mere praktiske overfor aktionærerne.

N: Okay, så når der er nogen der vil i kontakt med jer dagligt, er det så dig (Tina) der håndterer det som udgangspunkt?

T: Som udgangspunkt, ja. Fordi mange gange så er det sådan nogle praktiske ting med hjemmesiden eller aktionærportalen eller tilmelding til generalforsamling – sådan nogle ting der.

N: Ja?

A: også alt kontakt til journalister udadtil, det går også igennem Tina. Vi har en ekstern pressemedarbejder, som håndterer vores pressemeddelelser og det er Tina der er i kontakt med ham.

N: Som sidder i et konsulentbureau et eller andet sted?

A: Ja, altså ja, han har så egen virksomhed

N: Ja okay

A: Altså vi er ikke en ret stor virksomhed

N: ahvad?

A: Ja altså, vi er ikke en stor virksomhed, det er derfor... altså vi har ikke ret mange der kan... altså vi har ikke en kommunikationsafdeling

N: Nej, nej (Tina og Nikolaj griner)

A: Vi kan godt sige at vi stiller om, men så er det den samme vi stiller om til.

Alle griner

N: Ja, jeg så at i var omkring 200 ansatte alt i alt?

A: Ja, vi er nok tæt på 250 nu vil jeg skyde på

N: okay, hvor mange sidder i her (kontoret i Billund)?

A: 3

N: okay

T: Os tre som skulle deltage her

A: og vi har bestyrelsesmøde næste uge, så derfor... og det er vi kun tre mand der sidder og laver, så derfor er vi sådan rimelig spændt op med alle de ting vi laver fordi det er lige op til at vi skal offentliggøre

N: Ja, det kan jeg godt forestille mig

A: Fordi der er ekstremt meget struktur

N: Ja, 100 % Som virksomhed, kan i så hurtigt fortælle hvad det er i laver? Hvordan i er anderledes i forhold til nogle andre måske?

A: Ja, altså hvis jeg lige fortæller hvem jeg er først. Jeg sidder som administrerende direktør øhh og vi driver det hele med udgangspunkt her i Danmark, men både Jørgen, som er vores CFO, og jeg rejser jo stort set halvdelen af vores tid til de udenlandske driftsenheder

N: Som er?

A: Som ligger i Rumænien og Slovakiet.. øhh og to steder i Rumænien

N: Ja?

A: Altså trods det at vi ligger geografisk forskellige steder, så taler vi sammen hele tiden via de kommunikationsmedier der er i dag, så vi har en stor videokonference på vores PC'er, men også på storskærmen herinde, sådan at vi hele tiden kan kommunikere, vi kan sætte filer op som vi kan diskutere og sådan nogle ting. Så det er sådan set ligegyldigt, hvor vi er henne i verden, så kan vi altid gå på (Tænkepause) Og vi er jo en landbrugsvirksomhed, men karakteriseret som en vidensvirksomhed, så vi , altså indenfor landbruget... vi går ud og udnytter de potentialer der er i mindre udviklede landbrugslande indenfor de europæiske grænser – eller indenfor EU. Hvor vi så går ind og formår og ligesom får tingene til at spille ved at få nogle store skalaer i produktionen og udnytte den "know how" der ligger for Danmark, kan skabe relationen til lokale samfund, lokale ansatte ledere for ligesom at få landbrugsbedrift op i et vist niveau

N: Ja?

A: Og vi er faktisk den eneste landbrugsbedrift indenfor EU, der er børsnoteret

N: Okay

A: Altså, der findes faktisk ikke andre. Dem der er børsnoteret, de har drift i Ukraine og Rusland og sådan nogle ting, så vi er den eneste der har den basis

N: ja

A: Fordi der findes mange udenlandske investorer, der investerer i udenlandske landbrugsprodukter. Udfordringen er bare at efterhånden bliver de så store at det kapitalmæssigt er enormt svært at løfte for en bred investor. Og det er derfor vi er glade for det fundament vi har fordi vi har adgang til kapitalmarkedet og vi har en eller anden Compliance fordi vi er børsnoteret

N: Ja, ja lige præcis

A: Altså der er ikke det vi ikke har af politikker eller forretningsgange eller.. You name it

T: Ja

A: Altså det er helt vildt, altså det vi har i forhold til når du sidder på en almindelig landsbrugsbedrift

N: Ja, det kan jeg godt forestille mig. Hvor ser i så fordelene i at være børsnoteret?

A: Det er at vi har adgang til almindelige investorer, altså en investor kan komme og sige "Jeg kunne godt tænke mig at investere i det her", så kan man jo investere 5000, hvis man vil det. Øhh og så de investorer der også investerer større, de kan komme ud af investeringen igen. Der er en exit mulighed når man arbejder med os. Det er der ikke, hvis du er 5 mand der vil investere i en landbrugsbedrift sammen. Hvordan kan den femte mand, hvordan kan han komme ud, hvis konen syntes, at nu skal han have pengene hjem og investere i et nyt stuehus. Det kan man ikke

N: ja, der er selvfølgelig større risici forbundet ikke?

A: Ja

N: Det er rigtigt

A: Så det er ligesom derfor vi syntes, at det er et godt fundament vi har

N: Ja... ja. Øhmm jamen nu er i også kommet lidt ind på det og hvad i laver som virksomhed og hvordan i er anderledes i forhold til de andre osv. Hvis vi går ind på sådan noget i forhold til Investorer og hvem i fokuserer på, det snakkede du også en lille smule om, men hvad er jeres IR indsats så primært rettet imod? Hvilken målgruppe er det? Er det private investorer, som du snakkede lidt om? Er det aktieanalytikere? Er det institutter?

A: øhmm altså vi er nede på jorden, hvis man kan sige det på den måde

T: jaa, altså det er alle grupper

N: Ja?

A: Der er ikke nogen som vi ikke har. Altså vi har en investeringsforening, udenlandske investorer..

T: Vi har små, vi har store investorer altså

A: Private, frie midler fra virksomhedsejede har solgt større virksomheder der har en eller anden pengetank, så det er meget, meget bredt funderet. Hvor mange aktier er det vi har pt?

T: Lige omkring 3200 tror jeg

N: Okay, og hvor meget... Hvor stor en procentdel ville i sige var private investorer?

Tina griner

N: Hvis i har et nogenlunde?

A: Jamen det kan vi ikke engang sige fordi det er heller ikke et tal der er offentligt, for så går vi ind og laver nogle ting der kommer fra vores database altså.. øhm så udgangspunktet var, at da Firstfarms startede var det meget private investorer og det har drejet sig kraftigt over til at det er blevet mere professionelle investorer fordi at folk ser os som en langsigtet investering fordi vi aldrig går af mode. Altså formår vi at drive en fornuftig forretning, så er vi jo ikke et softwareprogram der er.. der bliver afviklet - ligesom Nokia ikke eksisterer længere. Altså vi vil altid være - der vil være brug for mælk, kød og mel.

N: Jeres hjemmeside er på dansk, engelsk, slovakisk og rumænsk? Korrekt?

T: Vi er gået over til.. den danske og engelske er fuldt ud identiske...

A: Kaffe eller?

N: Ja, en kop kaffe ville være lækkert

T: Dansk og engelske er fuldt ud identiske. Den slovakiske er der nogle af punkterne vi har valgt at sige "Jamen det er det der kunne være interessant", men henviser derudover til den engelske. Og den rumænske udelukkende henvisning til den engelske. Det kræver noget at holde fire hjemmesider "up to date" hele tiden, så det er det vi har valgt at gøre fra starten af . Om det bliver udvidet på et tidspunkt, det kan godt være.

N: I har den engelske og danske til investorerne primært går jeg ud fra.

T: Ja

N: Den rumænske og slovakiske er til medarbejderne også eller hvordan?

T: Begge dele, også til interessenter de to steder

N: Okay

A: Det er nok til rekruttering for medarbejdere...

T: Ja, til nye medarbejdere

A: ... til leverandører og kunder i de pågældende, så man lige har.. Fordi vores hjemmeside er primært beregnet til aktionærer og de interessenter der er. Fordi vi er jo på den måde ikke kunder eller konkurrenter, altså vores konkurrenter består i de naboer der køber jord rundt omkring. Det består ikke af en kollega der driver jord 1000 km fra os. Det er den lokale.

N: Ja, ja. Øh hm er der så forskel på hvordan i kommunikerer til f.eks. private investorer og større investorer? Eller er det fuldstændig det samme?

T: Det er det samme

N: Det er det fuldstændig samme

T: altså hvis du tænker hjemmeside, alt bliver lagt på hjemmesiden jo. Eller også den elektroniske kommunikation vi har. Uanset om det er en lille eller stor investorer, så får de de samme inputs jo.

A: Det eneste er at de større investorer har selvfølgelig en interesse i at mødes med os face 2 face indimellem. Det kan vi jo tilbyde en større investor, at jamen vi vil gerne holde et møde med jer, hvor i lige kan høre lidt om hvem vi er og fornemme om vi er ansvarlige nok. Men ellers så har vi ikke øh hm - Så er det fuldstændig identisk til alle. Men altså vi bruger ekstremt meget tid på vores årsrapport. Den indeholder jo stort set alle afskygninger af informationer omkring virksomheden, så Det er ligesom vores kommunikationsværktøj til vores aktionærer. Det er det sammen med kvartalsmeddelelserne.

N: Hvorfor mener i at årsrapporten er så vigtig som den er? Er det for at skabe tillid, eller er det, udover at i skal komme ud med noget af den information eller hvordan?

A: Det er gennemsikkeligheden. Den kan du bruge som medie til at fortælle hvordan virksomheden hænger sammen. På den måde fortælle den fulde historie. Altså fra den ene til den anden. Og det er jo også når vi tager ud til kunder og leverandører, der har vi jo den engelske version med, som vi bruger meget tid til at forklare sammenhængen med præsentationen af virksomheden og hvordan det hænger sammen. Altså, Nikolaj kan godt få vores eksterne præsentation til, altså den der ligesom beskriver forretningsmodellen?

T: Ja

A: Altså hvordan vi ligesom kommunikerer overfor leverandørerne og kunder

N: Ja

A: Den bruger vi, den har lagt vores organisation ned i en måned stort set af vores rapport. Jamen fordi det er så omfattende altså og skrive, også fordi det du siger med negative og positive ting altså (Henviser til samtale inden interviewet), vi kan jo ikke selv definere om vi vil lægge noget ud eller om vi ikke vil. Vi er jo forpligtet til det, så der kan vi jo så formulere alle tingene i, så vi næsten kan fortælle det fulde billede uden at man måske tager en lille bid af en sammenhæng, som ikke giver et fuldt billede, men måske skaber en for positiv opfattelse eller for negativ opfattelse af tingene

N: med hensyn til de informationskanaler, som i bruger, så er det primært jeres hjemmeside?

T: Ja

N: Udelukkende?

A: Facebook?

T: Men vi bruger også vores facebook, men den er mere sådan, det er "day 2 day", altså hvad der sker nede på, hvad hedder det, (utydeligt) dernede, det er begrænset hvad vi bruger den til at informere på, det er mere sådan for at se dagligdagen de forskellige steder.

N: Ja?

A: Altså det er jo mere dem der "nice to know", altså for alle dem der kan se "hold kæft nogle store maskiner de kører med" og...

T: "Neej, hvor står markerne bare flot"

A: Så det er mere et billede og visuelt

T: Ja

A: Så vi bruger det ikke struktureret i vores kommunikation

N: Såå øhm den er primært fokuseret på medarbejdere, medarbejderrekruttering måske, eller er det også investorer?

T: Også investorer, eller andre interessenter. Altså der er 3300 likes på den side øhmm, og jeg tror dem der er på den side, altså liker den side, jeg tror de er glade for de billeder der kommer ind. De giver sådan lige et billede af hvordan situationen ser ud dernede

N: Jo, jo

A: medarbejderne bruger det meget

T: De lægger også selv billeder op

N: Ja ok, øh hm der findes teorier om aktionærer og bestyrelse og hvordan sådan forholdet er imellem dem er. Øh hm oplever i at der nogle gange er de her "Clinches" eller uenigheder fordi i måske har forskellige interesser i hvordan virksomheden skal styres? Og hvilke mål i har osv?

A: Det vil der altid være. Altså vores generalforsamling er jo et levende billede fordi, at vi tager aldrig den samme holdning til to forskellige punkter, men bestyrelsen og ledelsen i virksomheden skal jo tage alle inputs alvorlige, og det vil sige, at vi skal behandle alle input på en seriøs måde, men mange af de inputs der kommer er jo taget fuldstændig ud af en sammenhæng, og uden nogen indhold, nogle altså forhold til det man kan sige, at det er fordi det ikke simpelthen har helt 100% forstået hvad det har drejet sig om. Men de mennesker skal tage ligeså alvorligt som alle andre. Det er jo formålet med en generalforsamling, det er at du kan rejse dig og fortælle nogen, sådan set næsten omkostningsfrit

N: Næsten, ja

A: Ja men altså vi kan jo ikke som bestyrelse og direktion, så kan vi ikke sætte folk på plads til en generalforsamling, det har jo intet formål, vi skal prøve og tage alle alvorlige selvom at det selvfølgelig er lidt svært når der er en "Frank Aaen" der rejser sig på talerstolen og lukker et eller andet ud, hvor man tænker "hold da op"

N: Oplever i dem...

A: Ofte, ja

N: En "Frank Aaen" tit?

A: ej men nogle gange så kommer de, og dansk aktionærforening kommer også, men altså det er fint nok. Det er også noget af det, det giver os noget at tænke over, selvom underholdningsværdien somme tider er større.

N: Er der nogen spørgsmål, som fremkommer oftere end andre? Hvad vil et typisk spørgsmål være?

A: Jamen det er jo den historik, som selskabet har været i, det har været stærkt underskudsgivende i flere år og så kommet op på den anden side nu. Så er det meget historie med folk går tilbage til og hvad skal man sige, udviklingen i den aktiekurs der har været i virksomheden.

N: Ja, i havde også en firing af jeres CEO i 2010, er det noget som der bliver bragt på banen til et bestyrelsesmøde.

A: Vi har reelt haft to der er stoppet

N: Og hvem er det så?

A: Kim Stockholm var den første i 2000 og...

N: Ja, det er ham, som jeg...

T: Ja...

A: Og så stoppede der en i 2011. 12?

T: 12

A. 12.

N: Og hvad hed han så?

A: Anders Villumsen, han var en af de tidligere stiftere

T: Og sad faktisk i bestyrelsen langt hen. Han blev jo CEO

A: Og vores væsentlige ejer af virksomheden, men er så helt ude af det hele.

N: Okay

T: det er der ikke noget, nej

A: Dialog omkring. Det er primært driften

N: Øhmm nu skal jeg lige se... Ja, så synes jeg vi skal gå ned i noget omkring informationsdeling. For i redegørelsen af virksomhedsledelsen, der skriver i om at elektroniske kommunikation, som redskab og alle oplysninger til aktionærerne går af denne vej. Hvorfor har i valgt elektronisk information, som redskab. I har været lidt inde på det allerede.

T: Jamen jeg ved faktisk ikke rigtig hvad jeg skal svare på det. Det var egentlig inden jeg kom ind i billedet at det blev besluttet, men jeg synes jo bare at det hele bliver meget nemmere elektronisk, det går jo hurtigere at komme ud til dem

A: Vi kan ikke sidde og sende 3000 breve ud, det er fysisk umuligt for os. Det er jo både omkostnings og let og også når vi sender pressemeddelelser ud f.eks., vi har jo den her database, så ryger det hele ud til alle sammen

T: alle navnene til aktionærerne som har oplyst en mail adresse.

N: ja ok

T: Og så bliver det så lagt op på hjemmesiden, så alle dem der ikke har en mailadresse, de må så søge information på hjemmesiden

N: Okay, og til generalforsamlingen, der bruger i fysisk fremmøde og der skriver i så også, at i har afslået fra at benytte delvis eller fuldstændig elektronisk generalforsamling. Hvorfor har i det?

A: Vi kan slet ikke engang... det er... altså dem der kommer til en generalforsamlingen, det er fysiske folk. Vi er ikke elektroniske, og i forhold til selskabets størrelse og vi er small cap, så har vi utroligt stor interesse til generalforsamlingen. Hvor mange tilmeldte er der normalt?

T: ca 120, der er ca 100 der kommer

A: Og det er jo ret mange i forhold til den størrelse vi er

T: Og de kommer altså langvejs fra

A: de kommer fra hele Danmark

T: Ja.

A: Når de kommer. Det er et event

N: Dem som så kommer til de her generalforsamlinger, er det nogen der på en eller anden måde har et tilhørsforhold til FirstFarms? Altså de må jo have en eller anden forbindelse dertil

T: De har ikke ret meget andet – de har aktierne. Ja, det tror jeg.

N: Det er det?

T: Ja

A: Der er ikke nogen af dem der har nogen andre forbindelser med det. De er jo investorer og så er nogen der er interesseret i det. Men der er også en vis type investorer, der har mere tid til at gå til generalforsamlinger end andre). Så det er jo ofte det lidt mere grå publikum der kommer. Og så nogle få af meningsdannerne der kommer.

N: Øh hm I afholder så også egne investormøder, som du også lidt nævnte tidligere.

A: I mindre omfang, ja

N: Hvem er det typisk der deltager i disse møder, det har du også lidt sagt tidligere. Hvem er det der deltager i de her møder?

A: Jamen det er jo primært udvalgte investorer, som viser en interesse for virksomheden, og det er aldrig mere end et hold af gangen, så vi går ikke ud og holder nogen decideret investormøde, hvor vi inviterer et bredt udsnit af mennesker ind. Altså det gjorde vi dengang vi blev børsnoteret ellers så har der ikke været det.

N: Okay, og det er ren mund-til-mund samtale, det bliver ikke gemt nogle steder?

A: Nej. Altså vi udleverer kun det samme information. Om du er stor eller lille aktionær, om du er kunde, leverandør, så er det det samme information du får, så er det jo mere en personlig kontakt der gør, at vi siger, de har tillid til "det lyder fornuftigt det i siger, så vi tror på jer"

N: Ja, lige præcis. Nu bliver det en lille smule teoretisk igen, men hvor investor relations var envejs kommunikation før, så er det meget mere dialogisk præget i dag, oplever i den her dialog, og hvordan bruger i den sådan i dagligdagen? F.eks. med facebook siden, hvor de har mulighed for at komme med inputs, og i kan sige noget tilbage igen. Oplever i også det på hjemmesiden, hvor folk kan skrive til jer, og i så kan skrive tilbage igen?

T: ikke på hjemmesiden

N: nej

T: Altså der er ingen mulighed for kommunikation på hjemmesiden

A: Men på facebook har vi nogen der kan komme med lidt kommentarer og glæder sig frem til den årsrapport eller kvartalsmeddelelser og..

N: Okay?

T: Men det er stadig et meget begrænset omfang

N: Er det meget de samme?

T og A på samme tid: Ja

T: det er det

N: Det er måske også nogle af dem i møder ved generalforsamlingen

T: Ja, det tror jeg faktisk

N: Øh hm teori siger også at mindre virksomheder har svært ved at skaffe opmærksomhed fra aktieanalytikere, har i gjort noget aktivt for at prøve at komme i kontakt med aktieanalytikere?

A: Altså du kan faktisk købe dig til at få lavet to eller tre analyser om året, men det har vi så valgt bevidst fra indtil vi ligesom havde en historie vi kunne fortælle. Og indtil videre har vi været interessante nok for medierne for at de ligesom har skrevet nogle af de budskaber, som der var. Men vi skal formentlig tilbage og have fat i nogle aktieanalytikere igen for at de ligesom skal skrive noget ordentlig omkring os. Men det skal være noget der kolliderer med nogle andre ting

N: Men er det i forbindelse med at i er blevet større, som du siger nu her, at det kunne være interessant at få fat i nogle aktieanalytikere eller hvad?

A: Ja, i forbindelse med at vi har fået lavet turnaround i virksomheden, så vi ligesom kigger fremad igen og udvikler virksomheden

N: Ja, ja. Jeg havde et til spørgsmål, men det kan jeg ikke huske lige nu. Nå, det kommer jeg tilbage til. Øh hm gør i noget specielt for imødekomme potentielle investorer, altså ikke nuværende, men folk der potentielt kunne blive investorer?

A: For at møde dem? Neej, ikke andet end der bliver skrevet om os i aviserne. En af tingene vi har gjort meget aktivt, det var at vi har fået en ekstern pressemedarbejder, så vi er blevet meget mere aktive på at informere nogle af de bløde ting ud, som ikke skal stå i en børsmeddelelse

N: Han er så også den, som - han har måske kontakt til landbrugsaviser osv?

A: Ja, jaa, han har kontakt til medierne

N: Ja okay, må man spørge hvornår han blev en del af FirstFarms?

A: Det er vel et halvt år siden

T: Ja

N: Et halvt år siden? Okay. De her aktieanalytikere, er det nogen som i har haft forbindelse på en eller anden måde til i forvejen, eller er det nogen i køber jer til?

A: Dem vi havde kontakt til tidligere, er noget hvor man, der var en aftale om hvorvidt de næste vi skal have fat i, er nogen vi skal købe os til? Det ved jeg ikke. Det kommer an på, hvor interessante vi er jo

N: Ja, det kan man sige. Jeg havde så også et spørgsmål om i gør noget for at komme i kontakt med erhvervsjournalister, men der kan jeg så forstå at i har hyret ham her.

T: Jamen der er også nogle der selv henvender sig

A: Ja, men vi har masser kontakt erhvervsjournalister, men det er jo primært landbrugsfagligt, altså de større aviser, de skriver bare ordret de pressemeddelelser/børsmeddelelser vi sender ud.

N: Ja, det har jeg set

A: De ringer aldrig

N: Nej

A: For det er også derfor vi prøver at lave pressemeddelelserne med baggrund i sådan lidt interview agtig fordi så skriver de det bare direkte

N: Ja, ja for feks. børsen og Business har jeg set, at det er primært bare hvad i skriver mere eller mindre

A: Ja

N: Ja, med hensyn til jeres Corporate Governance eller selskabsledelse, så ved jeg ikke om i har set det, men der er nogle virksomheder der vælger at lægge det op i et skema, hvor de hakker på enten "Ja, det gør" eller "nej, det gør vi ikke", hvor i har valgt at skrive det i en mere flydende tekst. Er der nogen speciel grund til det?

A: Pas

T: ja, der skulle vi måske nok have haft Jørgen (CFO) på.

A: Jeg tror det, meget af det materiale der ligger, det er jo noget der er lavet i historisk, og det er reelt set den form, som det bliver opdateret på

N: Ja?

A: og så.. Vi har ikke så meget tid til at spekulere i om vi skal gøre det ene, det andet eller det tredje. Mange gange, så er det også spørgsmålet om at få tingene gjort der er lovpligtigt

N: Ja, lige præcis

A: Og så kan man indimellem, så tager vi og siger, det der skal vi måske tænke anderledes, og så laver vi så om på det. Men lige nøjagtigt der tror jeg ikke der er spekuleret, så meget over. Ikke andet end det er omfattende loven og derfor prøver vi på at overholde det

N: Ja, jamen det giver jo også fin mening kan man sige. Så var der noget omkring facebook, men det har i sådan set også svaret godt på syntes jeg. Hvis vi prøver at gå lidt ind til de non finansielle midler, eller aktiver, så er der en model der siger, at vision, strategi og kultur skal hænge sammen. Mener i at jeres kultur i virksomheden er i god overensstemmelse med den strategi som i har i virksomheden?

A: Det er noget af det som Tina udleverer til dig bagefter, for det er på en måde det vi har arbejdet med hele året. At det vi vil, det er også det vi gør og det er den kultur der er i virksomheden altså. Så alle mand godt ved, det vi har arbejdet på, det kommer derhen, så der ikke findes en form for sandhed i bestyrelse og ledelsen, det øverste driftsorgan i forhold til den enkelte medarbejder.

N: Men det er vel også noget i oplever netop til generalforsamlinger, der er nogen der ikke mener, at det stemmer fuldstændig overens?

A: Jo, eller at de ikke forstår det. Hvordan tingene hænger sammen fordi at... jeg tror de mener at det stemmer overens, men det de ikke er enige i det er det vi skal ellers sammenligner man måske med et eller andet, hvor man så ikke sammenligner... hvorfor gør vi ikke bare ligesom dem, hvorfor ansætter i ikke ham der der er godsforvalter for det der gods fordi de har 200 køer og de producerer så meget mælk, så kan i bare sende ham til Slovakiet, så kan han jo bare gøre det samme dernede. Jamen sådan hænger det altså ikke sammen fordi der er noget med kultur, der er noget med klima og sådan nogle ting, som man skal tage hensyn til

N: Ja, selvfølgelig

A: Så det er noget vi fokuserer meget på, at det hænger sammen

N: Øh hm er der nogen non-finansielle aktiver, som i sådan anser for at være specielt vigtige i den her virksomhed? Altså non-finansielle er alt andet end regnskabet sådan set, det kan være kulturen, det kan være (utydeligt), det kan være know how, som du nævner osv. Men er der noget i lægger speciel vægt på?

A: Det er at vi er lokale, altså det vil vi sige, at vi lægger meget vægt på CSR altså. Her om 14 dage, 3 uger, der har vi vores årlige åbent-hus på vores farm i Slovakiet, der kommer der ekstremt mange, mellem 2-3000 mennesker, der kommer ned og besøger os

N: Okay? Spændende

A: Alle skolebørnene i hele området, altid ude den ene dag

T: Så har vi faktisk udvidet til to dage for at vi kan få dem alle sammen igennem (griner)

A: Så det arbejder vi meget med, det er jo en del af kulturen også dernede

N: Ja, ja oplæg osv osv. I opererer så i Rumænien og Slovakiet. Skaber det nogle barriere også rent kommunikationsmæssigt? Kan det skabe forvirring nogle gange?

A: Nææ, det ved jeg ikke altså, vi har jo...

T: I dagligdagen, nej jo

A: Der vil altid. Vi snakker jo på engelsk hele vejen rundt, men.. Synligheden betyder meget, at de kan se at vi er der. At vi så ikke forstår hinanden 100%, jamen det, det er ikke anderledes end $\frac{3}{4}$ af alle medarbejdere i dansk landbrug er udlændinge. Og der er altså mange af dem der ikke snakker engelsk, eller de fleste af dem gør ikke, så du kan godt kommunikere selvom du ikke kan sproget. Men det er jo selvfølgelig en anden måde, man kan ikke snakke om hvad du fik at spise i går og sådan noget

N: Det er på et meget basalt plan eller hvad man skal sige. Ja, ja. Øh hm skal jeg se, ja. I skriver at i jeres forretningsgrundlag, det er at FirstFarms, de opkøber, moderniserer, driver landskabsselskaber og jord i Østeuropa for at optimere driften ved hjælp af dansk landsbrugsledelse og "know how". Betyder det så at i anser den her danske know how for at være

en konkurrencefordel? Altså noget unikt ved jeres virksomhed? Og øhh ser i det som essentielt også at kommunikere det her? At det her er noget vi gør på en forsvarlig måde?

A: Ja

N: Vil i måske prøve at uddybe hvorfor det er sådan? At i syntes sådan?

A: Jamen det er jo at vi kan overholde de skrappeste normer indenfor gødningen og håndtering af tingene, det bliver jo udbragt med de mest professionelle værktøjer, som du kan få, at der ikke sker noget fordampning af gylle f.eks. når du kører ud med det hele, altså hele vejen igennem, så bliver det drevet øhh topprofessionelt med respekt for de regler der er indenfor EU, hvordan at du må drive jorden i forhold til, at du må ikke så til ti meter op til en feks og sådan nogle ting. Så det er helt klart med meget høj etik, at vi gør tingene. Også fordi vi er børsnoteret, så vi kan ikke, altså alt hvad vi laver skal kunne komme på forsiden af aviserne selvfølgelig. At der er noget at komme efter.

N: Så jeres CSR er også en væsentlig del af jeres forretningsmodel faktisk?

A: Ja

N: Det er noget der er med til at drive virksomheden?

A: Helt klart

N: Øhm

A: Det er også et stort fokus for investorerne i dag, at det er på en eller anden måde bæredygtigt det vi går og laver.

N: Ja, har i overvejet at lave en hel.. altså en hel CSR rapport?

A: Vi har faktisk, vi har lige fået lavet en hovedopgave omkring det, at sammen med en studentermedhjælper fra Tjekket, der studerer heroppe på universitetet i Århus i en periode. Hun har lavet hendes master, lavet omkring CSR, så vi har faktisk en rapport liggende. Og vi har et job åbent, vi skal have ansat en i Slovakiet, der skal stå for det, men vi har simpelthen ikke kunne finde nogen endnu, så derfor, det har helt klart noget fokus

N: Ja, så det er noget der på sigt skal være en del af virksomheden?

A: Ja, CSR og så HR vil blive slået sammen til en stilling. Men bare det at forklare folk hvad CSR er, det er der mange der ikke ved.

N: Ja, dernede?

A: Ja, men det tror jeg også der er mange i Danmark der ikke ved.

N: Jo, jo, jamen det er rigtigt

A: Også fordi det er et meget, meget bredt begreb.

N: Jamen det er fuldstændig rigtigt. Øh hm Så har jeg faktisk et sidste spørgsmål. Nu har der været utrolig meget opmærksomhed på Østeuropa og Rusland som sådan. Er det noget der har påvirket jer på nogen måde? De her eksterne faktorer?

A: Meget, altså fordi alle andres renommé rammer jo os. Vi er jo en stor branche altså så når man siger, at man ikke kan tjene penge på at drive landbrug i Danmark, så kan vi pr definition heller ikke i udlandet. Så tænker man, det er det samme. Når de kæmpe problemer, nu med landbruget i Rusland, Okay, hvilke problemer har vi så? Vi må have nogen jo. Du bliver ramt af alle branchens udfordringer.

N: Så det er hele branchen der bliver skadet af krisen i Rusland?

A: Ja, det rammer rigtig, rigtig bredt.

N: Når sådan en situation, som den her i er i lige nu, den opstår, oplever i så mere at mere snak går på Rusland krisen end hvad I egentlig laver... Hvis i forstår?

A: Der var sådan nogle spørgsmål, var der ikke? På generalforsamlingen?

T: Neej?

A: De gik sådan mere..

N: Nej?

A: Altså det er mere i forhold til problemerne i Danmark, at man drager paralleller til os.

N: Okay, jamen med det sagt så er jeg faktisk færdig for nu.

11.2 Interview med Jørgen Svendsen

Jørgen Svendsen: JS

Nikolaj Thalbitzer: NT

NT: Hej Jørgen, du snakker med Nikolaj Thalbitzer vedrørende specialet.

JS: Ja

NT: Jeg fik at vide af Tina, at du lige havde lidt tid til at svare på nogle spørgsmål?

JS: Det skal jeg nok tage mig, ja

NT: Det lyder rigtig godt. Jeg ved ikke om du har set mailen, men det er kun et par øhh ekstra spørgsmål i forhold til sidst, hvor jeg snakkede med jer, så det burde ikke tage særlig lang tid.

JS: Nej

NT: Øhmm men hvis vi bare går direkte i gang, så havde jeg i alt 6 spørgsmål, hvoraf det første lyder: Bliver jeres årsrapport sendt ud andre steder end på jeres facebook side og på hjemmesiden?

JS: Nej, det gør den ikke.

NT: Det gør den ikke?

JS: Nej, altså vi sender dem jo ud i forbindelse med offentliggør regnskabet, så ryger den ud til alle aktionærerne

NT: Ja, selvfølgelig. Har de så nogen mulighed for at kunne komme med kommentarer eller noget på jeres årsrapport, hvis de vil det? Eller er det igennem generalforsamlingen primært eller?

JS: Det er jo primært igennem generalforsamlingen, men selvfølgelig kan de spørge os om noget, hvis der er noget de vil spørge om.

NT: Ja?

JS: Det er der nogle enkelte der gør, men det er ikke noget vi ser ret meget

NT: Nej ok. Med hensyn til jeres investorpræsentation, jeg fik sådan en powerpoint af jer sidste gang. Er den henvendt til nogen specielt? Altså er den henvendt til storaktionærer, private investorer eller noget? Eller er det en i bruger til alle slags investorer?

JS: Den er ikke målrettet, så det er til...

NT: Til alle investorer?

JS: Ja

NT: Ja ok og med hensyn til når i holder investormøder, hvilke investormøder holder i så? Er det altid en-til-en eller er det gruppemøder med flere investorer, holder i roadshows?

JS: Altså det sidste stykke tid har vi gjort meget lidt ud af det her - hvad kan man sige - det har haft en nedprioriteret rolle, så det har været mest en-til-en møder vi har haft de senere år her.

NT: Ja?

JS: Hvis du går lidt tilbage, så har vi haft roadshows, men det var mere i forbindelse med vores børsnotering vi havde de der roadshows. Vi har ikke haft nogen siden den tid. Vi kører ikke telefonkonferencer - det kan jeg se at der står i den mail her - men det gør vi ikke. Men altså tidligere har vi været ude og have nogle lidt større, hvoraf Dansk aktionærforening eller nogle andre har nogle møder. Det har vi somme tider deltaget på, men det har vi ikke gjort de sidste år her.

NT: Okay, så i har ikke været i kontakt med dem de seneste par år?

JS: Nej, vi har ikke ude og holde foredrag hos dem. Vi snakker selvfølgelig med dem løbende.

NT: Ja, ja selvfølgelig, øh hm så kommer der også lidt omkring jeres investorer. Der lyder et af spørgsmålene, hvor stor er jeres free float i virksomheden?

JS: Jamen altså vores free float er i princippet 100 % for der er ikke nogen... der er ikke nogen restriktioner på det.

NT: Nej, nej ok

JS: Men altså vi har jo nogle store aktionærer selvfølgelig, men de kan sælge dem når de vil. Vi har ikke nogle aktier, som er "lock-up" på eller hvad man kan sige lige i øjeblikket.

NT: Okay, så kommer øhh næstsidste spørgsmål. Jeg ved ikke om du har mulighed for at oplyse det eller hvordan det er, men ved du hvor stor en andel af jeres aktionærer der er private investorer?

JS: Det er en meget stor del

NT: Det er en meget stor del?

JS: Ja, det er det.

NT: Du har ikke nogen procent? Men en stor del i hvert fald?

JS: Neej, men jeg vil tro, hvis vi... Jamen jeg tror det er i hvert fald 90 procent eller noget i den retning

NT: Ja ok, man kan jo sige, at der er mere klassisk for små virksomheder at have mange private... i stedet for store.

JS: Jamen det er jo det, og det er lige det der om hvordan du vil definere "de store". Det er også derfor jeg lige tøver lidt med at svare helt præcist fordi... det er jo lidt... Der er selvfølgelig nogle banker... der er nogle banker der har høstet op i nogle af deres foreninger

NT: Ja, kan du også prøve at beskrive hvorfor i mener, eller hvorfor i ikke mener, at private investorer er specielt vigtige for jer som virksomhed

JS: Jamen selvfølgelig er de vigtige. Det er dem der gjorde, at vi overhovedet kunne blive børsnoterede i sin tid jo. Fordi inden vi havde private investorer... der havde vi ikke nogle større investorer dengang. Der er kommet lidt mere interesse i vores aktie fra dem de senere par år her, så men....

NT: Okay, er det typisk så, at de.. hvad hedder det.. at de kontakter jer når de har spørgsmål. Jeg tænker mere, altså klassisk set, så vil det være aktieanalytikere og sådan noget der vil kontakte CEO og CFO, men i og med at i har mange private investorer, så kunne i måske også få noget kommunikation fra dem?

JS: Vi har enkelte kontakter, men jeg vil ikke sige at det er mange

NT: Nej okay, er det typisk de samme der ringer eller skriver til jer så?

JS: Ja, det er det nok

NT: Ja okay

JS: Det er det nok typisk

NT: Jamen Jørgen, det var sådan set bare det jeg havde

11.3 Interview med Poul Lykkesfeldt

* Øget kendskab medfører typisk en lavere risikopræmie, hvilket giver en højere aktiekurs og dermed lavere kapitalomkostninger. Det vil sige, at god IR kan føre til lavere kapitalomkostninger, hvis man rejser kapital i aktiemarkedet. Med en højere aktiekurs, så får du som regel også en bedre behandling i medierne og det påvirker igen aktiemarkedet og selskabet positivt. Så det er alt sammen en god cirkel!

* Hvis man f.eks. har to bryggeriselskaber og det ene har stor analysedækning og det andet har knap så stor analysedækning, og de er nogenlunde lige store, så er der et eller andet galt i den måde, hvorpå den ene virksomhed udfører IR.

* Hvis en branche er meget kendt – f.eks. banker, bryggerier osv. – og der er mange indenfor den samme branche, så får den branche mere omtale. Hvis det er et selskab indenfor en speciel branche, som ikke er så bred i aktiemarkedssammenhæng, hvor der kun er ét selskab der lavet noget, og der ikke er nogen virksomheder man kan sammenligne med, så har de alt andet end lige behov for at lave mere IR. Dette skyldes, at hvis der er flere virksomheder inden for en sektor, så er der flere journalister der har forstand på dem, og det man har forstand på vil man gerne skrive om. Der vil typisk også være flere analytikere, sådan hænger det sammen. Derfor kan man sige: jo færre børsnoterede konkurrenter og jo mindre en branche, desto større behov for at gøre noget ud af sig selv

* En equity story er i realiteten meget kort skåret ud, hvorfor virksomheden er værd at investere i

* En god equity story, der skærer man ud i pap overfor markedet, hvad er vi, hvad vil vi, hvad kan vi og hvorfor skal du investere i os

* I løbet af de sidste knap 20, er der sket en meget markant professionalisering af investormarkedet i Danmark. ATP og andre større investorer bruger stort set ligeså mange kræfter på internt at investere og holde øje med en aktieposition på 1 mia. kr i Novo Nordisk, som de gør ved at holde øje med en investering på 10 mio. i brdr. Hartmann. Derfor er der en tendens til at store investorer foretrækker de store, likvide selskaber, hvilket vil sige at der er mange større investorer, som har solgt deres aktier i de mindre selskaber.

* De mindre selskaber har meget svært ved at trænge ind hos de store investorer, og derfor er det ekstra vigtigt for de mindre selskaber at forsøge at deres roser grønne overfor de private

investorer, da det højest sandsynligt er der de kan gå ind og få aktionærer, der køber for et mindre beløb, og derved bidrager til likviditet i aktien.

* Small cap selskaber især, har det uhyre svært, og har svært at opnå analysedækning (for small cap selskaber). Det er fordi analytikernes løn i princippet, men ikke direkte, betales i et vist omfang via børsmæglerens handelskommission. Hvis man har en stor C20 aktie med betydelig omsætning, så er der også betydelig kommission, og det er vigtigt at få en god analysedækning af selskabet. Et lille miniselskab, der måske omsætter 100 eller færre aktier om dagen, giver næsten ingen kommission til børsmægleret, og derfor er der typisk ikke råd til at have analytikere, der følger små virksomheder. En god analytiker kan koste 1-2 par mio. kr. inklusive bonus, og hvis han dækker 10 mindre selskaber, hvoraf der nærmest ikke kommer noget kommission, så kan man simpelthen ikke forsvare at have sådan en gående.

* Erhvervsjournalister kan have tætte bånd til aktieanalytikerne – det har de også – og eftersom det er sværere for de mindre virksomheder at få opmærksomhed igennem analytikerne, så er det bestemt en mulighed og forsøge, at skabe opmærksomhed igennem de finansielle medier. Og som udgangspunkt gælder det både for store og små virksomheder, at man skal gøre hvad man kan for både at skabe opmærksomhed hos erhvervsjournalisterne med nogle gode historier og også forsøge at trænge ind hos analytikerne

* Det der står i medierne om en virksomhed, det er aldrig de mest ordinære ting, fordi det står i børsmeddelelserne. Børsmeddelelserne er specielle vinkler virksomheden har serveret for en journalist for at han ser det attraktivt at skrive om

* Erhvervsjournalisterne skriverier er en lille brik i perceptionen for de store (selskaber). Aktieanalytikerne og investorerne har absolut også en påvirkning på de finansielle medier. Journalisterne har typisk et netværk, de får en masse aktieanalyser og de får nogle ideer fra analytikerne og så er de også med til at skrive det.

* Blødere værdier er blevet mere væsentligt. Hvis du tager et årsregnskab, Corporate Governance er i sig selv et resultat heraf. Alle disse ting spiller en absolut større relativ værdi end tidligere, det ligger fuldstændig fast.

* Alt andet end lige, så er analytikerne meget firkantede i deres vurdering af en virksomhed. De er i bund og grund finansielt orienterede i enhver henseende. Deres anbefalinger går primært på værdiansættelse. Værdiansættelse er en funktion vækst i omsætning og operating margin. Hvis

operating margin er konstant, så stiger EBIT i takt med omsætningen, hvis operating margin stiger, så stiger EBIT hurtigere end omsætningen og omvendt

* Aktieanalytikerne er forholdsvis firkantede og simple i deres approach, den er næsten 100% finansielt baseret. Investorerne er en smule mere differentierede. De er stadigvæk i overvejende grad finansielt orienteret, men de fokuserer noget mere til ledelse og god Corporate Governance. Så fokuserer de også til CSR, nogen mere end andre, nogle er fuldstændig ligeglade og nogen har direkte en investeringsfond, hvor CSR kriterier er meget væsentlige. Og det differentierer de sig på som forretningsprodukt.

* De bløde ting er med til at hæve overlæggeren og gøre sig selv mere konkurrencedygtig. Dvs., at god IR ikke er tilstrækkeligt, det er også vigtigt, hvis man skal differentiere sig, at man har noget CSR, som bare er minimum, og noget Corporate Governance, som er fornuftigt.

* Først og fremmest, så skal man sikre, at Free float er så stor som muligt, hvis du i forvejen er en lille virksomhed og du så har en hovedaktionær der har 80 %, så du kun har 20 % free float.

* God IR er med til at øge selskabets image generelt. Det er typisk de virksomheder med god IR der også ligger i toppen med hensyn til image

* Forretningsmodel og equity story er vigtigt at kommunikere, så folk forstår virksomheden. Hvis man forstår noget, så er man ikke særligt usikker og så er der ikke særlig stor risikopræmie og højere kurs og lavere kapitalomkostninger.

* Som SME skal du fokusere på alt. Du skal fokusere på de små og store fordi det er så svært at finde investorer.

* Hvis du skal have fat i de store investorgrupper, så skal du tage fat i dem 1-to-1 og virkelig bearbejde dem.

* Conference calls, som folk kan gå ind og lytte til bagefter

* Hvis man er SME'er skal man ud og møde folk

* Hvis man er SME'er bør man bruge hele værktøjsskassen

* De sociale medier bliver brugt i dag og det vil have en øget effekt over tid. Kig på USA for at vurdere, hvad der sker. Alt andet end lige, så har en online social medie strategi en positiv effekt,

det er jeg sikker på, men effekten er pt. ikke overvældende. Men det er ikke der det vigtigste foregår. Man bør benchmarke og se hvad der sker derfra.

* Årsrapporten er historisk, så derfor kan man sige at websitet og investorpræsentationerne er det vigtigste. En årsrapport er tung at finde rundt i, derfor er det godt at have en god og overskuelig hjemmeside.

* Der skal være mulighed for at folk kan skrive til selskabet, hvis de har spørgsmål. De professionelle aktionærer bruger det ikke rigtig, de har en direkte dialog. De private investorer her oftere en skriftlig dialog med selskaberne. Hvis man har en facebook side, kan dette virke naturligt.

* Bestyrelsen kan med et pindestrøg fyre en CEO, man kan ikke det omvendte.

* Så er der nogen, der vælger at transmittere conference call online er det jo kun en god måde at bringe tingene videre på. Og i den forbindelse også concernsproget vigtigt, idet hvis man gennemfører ting på dansk, så skal man ikke gøre sig forhåbninger om at få udenlandske investorer med. Vi har set de seneste to år, at en lang række selskaber er begyndt udelukkende at udsende deres børsmeddelelser og årsrapporter på engelsk.

* Corporate Governance, det er jo en række regelsæt. Det er absolut det bedste overblik man får ved at tage samtlige anbefalinger, skrive anbefalingen ned og krydse af om man følger den eller ej. Hvis man skriver en lang prosatekst, så er der ingen, der kan følge med. Et skema er helt klart bedst, så kan man lige kigge ned og se om virksomheden følger det og hvorfor.

* Omdømmet vil alt andet end lige have en betydning for investorerne. Nu ved jeg ikke hvordan RyanAir ligger aktiekursmæssigt, men jeg er sikker på, at resultaterne for Ryanair betyder langt mere for investorerne end omdømmet. Men hvis omdømmet var bedre, så ville aktiekursen utvivlsomt ligge højere. Der skal nok være nogle aktionærer, der ikke vil have Ryanair fordi de synes det er forkert eller der kommer en public opinion.

* Kan man derudover gøre det godt på de bløde områder, så folk synes godt om selskabet og er trygge ved at forskellige politiske eller etiske bomber ikke sprænger. Investorerne er typisk til at rate et sådant selskabet endnu højere – det skyldes, at de så tillægger en lavere risikopræmie for selskabet.

12. Bilag

12.1 BILAG 1

Professional Investor Relations within the Firm; Kirk, Marcus & Vincent, James; Accounting Review. Jul2014, Vol. 89 Issue 4, p1421-1452. 32p. 1 Diagram, 8 Charts, 2 Graphs.	Virksomheder der anvender professionel Investor Relations internt i organisationen oplever øget analytikerdækning, institutionel aktieejerskab, likviditet og værdiansættelse i forhold til en række ligesindede matchede virksomheder. Ifølge artiklen har Investor Relations afdelinger desuden mere end fordoblet deres offentliggørelser siden Reg FD (Regulation Fair Disclosure). Artiklen tager udgangspunkt i "<i>internal IR investment on a broad set of firms, many of which do not face significant visibility concerns</i>" (side 2). Herudover er de adspurgte alle medlemmer af NIRI – fokus er derfor på større amerikanske virksomheder.
How investor relations contributes to the corporate bottom line Alexander V. Laskin Journal of Public Relations Research, 23(3):302–324, 2011	Artiklens problemstilling bygger på en antagelse om, at IRO's (Investor Relations Officers) har svært ved at fortælle, hvordan Investor Relations bidrager til værdi i organisationen. Artiklen konkluderer, at Investor Relations bidrager til fire centrale områder: <i>fair share price, improved liquidity of stock, enhanced analyst coverage, and building and maintaining investor relationships</i> (side 1). Undersøgelsen tager udgangspunkt i et panel af 12 amerikanske praktikere, heraf 9 fra virksomheder og 3 fra konsulenthuse. Det bliver ikke fremhævet, hvorvidt der er tale om small, mid eller large cap virksomheder.
How does investor relations disclosure affect analysts' forecasts? Millicent Chang, Liyin Hooi, Marvin Wee Accounting and Finance 54 (2014) 365–391	Artiklen tager udgangspunkt i 370 observationer fra to forskellige år til at undersøge forholdet mellem Investor Relations åbenhed og analytikers forudsigelser. Resultaterne viser, at åbenhed fra Investor Relations afdelingen reducerer "forecast errors". Dette resultat er kun tydeligt i mindre virksomheder med lav åbenhed og fremhæver derfor vigtigheden

	for små virksomheder i at være åbne udadtil. Artiklen tager udgangspunkt i australske virksomheder, ligesom de tager udgangspunkt i at mindre virksomheder har analytikere at kommunikere til.
A DESCRIPTIVE ACCOUNT OF THE INVESTOR RELATIONS PROFESSION Laskin, Alexander V. Journal of Business Communication. Apr2009, Vol. 46 Issue 2, p208-233. 26p. 3 Charts	Selvom Investor Relations i dag er vital for virksomheder, så har emnet ikke opnået tilstrækkelig opmærksomhed i videnskabelig forskning. Investor Relations undergår i dag et stort skifte fra finansiell rapportering til at bygge og vedligeholde et forhold til aktionærerne. Hertil konkluderer artiklen, at Investor Relations i bredt omfang stadig er behandlet som en finansiell funktion – og ikke en kommunikations funktion. Artiklen skriver, at Investor Relations kunne opnå fordele ved at fusionere mellem forretnings- og kommunikationsekspertise. Artiklen tager udgangspunkt i en <i>"survey of Fortune 500 companies to identify major investor relations practices at corporations"</i> (side 1)
The Present and Future of Corporate Governance: Re-Examining the Role of the Board of Directors and Investor Relations in Listed Companies Joseph A. McCahery, Erik P.M. Vermeulen og Masato Hisatake European Company & Financial Law Review. Jun2013, Vol. 10 Issue 2, p117-163. 47p.	Artiklen præsenterer en tredimensionel tilgang til Corporate Governance. Investor Relations er kun inddraget perifert, hvortil det nævnes, at Investor Relations er en nøglefunktion til at skabe et forhold til investorerne, men at det ofte bliver ignoreret i Corporate Governance debatten.
Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following Bushee, Brian J. og Miller, Gregory Accounting Review. May2012, Vol. 87 Issue 3, p867-897. 31p. 11 Charts.	Undersøgelsen tester effekten af Investor Relations programmer ved at undersøge small cap selskaber, der har hyret Investor Relations virksomheder i et "Differences-in-Differences" research design. I forhold til de matchede kontrol virksomheder, ses det, at virksomheder der inkorporerer Investor Relations programmer oplever øget institutionelt ejerskab og et skifte mod investorer, som normalt ikke ville følge virksomheden. Herudover oplever de øget investordækning og mediedækning. Ansættelse af Investor Relations virksomheder medvirker derfor til øget

	synlighed, følgere samt markedsværdi. Analysen tager udgangspunkt i 210 amerikanske virksomheder der har hyret en ekstern IR virksomhed i perioden 1998-2004.
Valuation effects of investor relations investments Vlittis, Adamos og Charitou, Melita Accounting & Finance. Sep2012, Vol. 52 Issue 3, p941-970. 30p. 7 Charts.	Undersøgelsen, hvor 146 amerikanske børsnoterede virksomheder deltager i perioden 1999-2005, viser at aktiekursen stiger når virksomheden offentliggør stigning i Investor Relations investeringer. Annoncering af udnævnelsen af en IRO eller en ekstern Investor Relations virksomhed er fundet igennem artikler der er publiceret hos amerikanske aviser.
Investor Relations on the Internet: An Empirical Study of Indian Listed Companies Patel, Neha IUP Journal of Corporate Governance. Apr2012, Vol. 11 Issue 2, p45-59. 15p. 13 Charts.	Artiklen fortæller, at børsnoterede selskaber i stigende grad er begyndt at bruge internettet, som en kanal til at informere nuværende og potentielle investorer om deres præstationer. Det resulterer i øget eksponering, analytikerdækning samt interesse fra institutionelle følgere. Artiklen konkludere at Indiske virksomheder kun i et vist omfang udnytter internettet. Artiklen tager udgangspunkt i 50 indiske børsnoterede virksomheder. Virksomhederne er børsnoteret under NSE's (nationale børsandel i Indien) hovedindeks S&P CNX Nifty, hvorfor virksomhederne har en høj markedsværdi.
THE VALUE OF PUBLIC RELATIONS IN INVESTOR RELATIONS: INDIVIDUAL INVESTORS' PREFERRED INFORMATION TYPES, QUALITIES, AND SOURCES Penning, Timothy Journalism & Mass Communication Quarterly. Autumn2011, Vol. 88 Issue 3, p615-631. 17p.	Denne undersøgelse er rettet mod individuelle investorer og behandler forskellige typer samt kvaliteter af informationskilder, som denne interessentgruppe søger på. Resultatet af undersøgelsen viser, at individuelle investorer søger og udvælger informationskilder, der vil blive betragtet som Public Relations. Artiklen konkluderer, at Public relations har ligeså meget eller mere værdi end information fra et nyhedsmedie eller andre kilder i en Investor Relations kontekst. Artiklen fokuserer på amerikanske

	investorer.
Timeliness of Investor Relations Data at Corporate Web Sites. Ettredge, Michael og Gerdes, Jr., John Communications of the ACM. Jan2005, Vol. 48 Issue 1, p95-100. 6p. 4 Charts.	Artiklen diskuterer en række punkter, hvorpå virksomheden kan måle og evaluere effektiviteten af deres Investor Relations funktion. Flere målepunkter bliver fremhævet. Virksomheden kan lave et investment thesis map eller en "incident report". Herudover kan man sammenligne standardafvigelsen af analytikernes prognoser for selskabet. Såfremt analyserne har en sammenhæng, så må kommunikationen kendetegnes som god. Artiklen tager derfor udgangspunkt i at virksomheden har analytikerdekning.
Investor Relations: Two-Way Symmetrical Practice Kelly, Kathleen, Laskin, Alexander og Rosenstein, Gregory Journal of Public Relations Research. Apr2010, Vol. 22 Issue 2, p182-208. 27p. 2 Charts.	En undersøgelse, hvoraf 145 medlemmer fra NIRI og PRSA (Public Relations Society of America) viser, at IRO'er udøver symmetrisk tovejskommunikation til en vis grad og arbejdet generelt er præget af den symmetriske dimension. Undersøgelsen fokuserer ikke på small cap virksomheder med færre ressourcer, ligesom artiklens resultat skal ses i en amerikansk kontekst.
Do pennies matter? Investor relations consequences of small negative earnings surprises Frankel, Richard ¹ Frankel, Mayew, William J. og Yan Sun Review of Accounting Studies. Mar2010, Vol. 15 Issue 1, p220-242. 23p. 3 Charts, 2 Graphs.	Artiklen undersøger omkostninger ved Investor Relations for at ledere skal undgå små negative finansielle overraskelser. De operationaliserer Investor Relations udgifter ved brug af conference calls og lign. karakteristika.
Does Disclosure Quality via Investor Relations Affect Information Asymmetry? Chang, Millicent, d'Anna, Gino, Watson, Iain og Wee, Marvin Australian Journal of Management (University of New South Wales). Dec2008, Vol. 33 Issue 2, p375-390. 16p. 6 Charts.	Denne artikel konkluderer, at virksomheder der udøver åbenhed udadtil via deres Investor Relations aktiviteter har højere analytikerdekning, flere institutionelle investorer, mere aktiv handel og en højere markedsværdi. Alle deltagerne i undersøgelsen er alle repræsenteret på børslisten S&P/ASX 300, som på daværende tidspunkt i juni 2005 bestod af 293 virksomheder. Denne børsliste indeholder ASX 200, altså Australiens 200 største virksomheder samt 100 mindre virksomheder. I teksten skriver forfatterne, at disse virksomheder var valgt

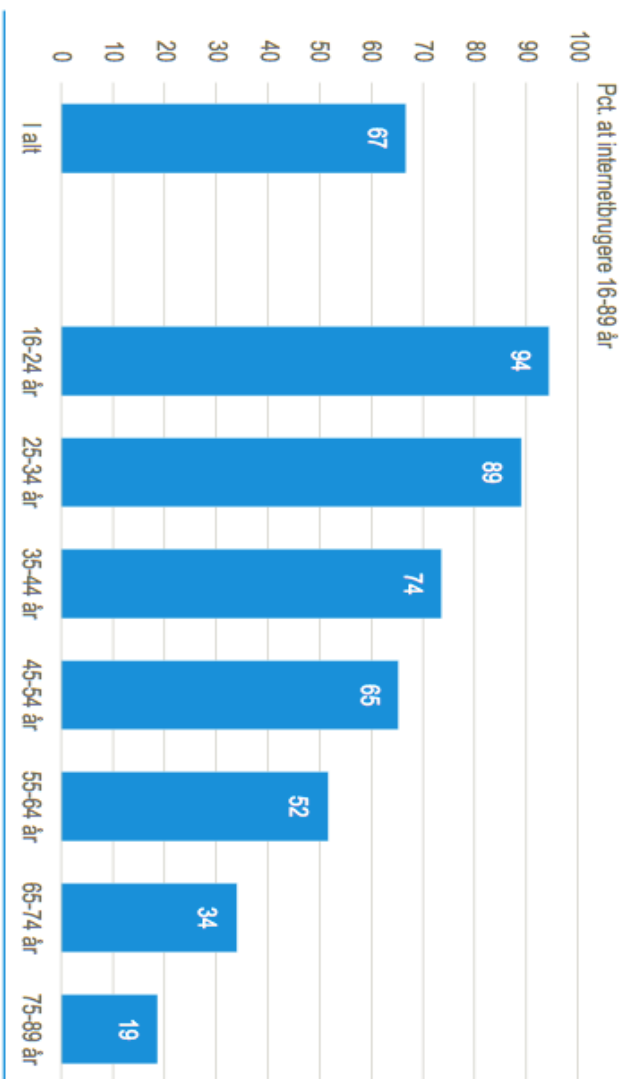
	fordi: <i>"were chosen because of their size and visibility"</i> (side 382). Alle deltagende virksomheder har derfor en høj markedsværdi og synlighed.
Best Practices in Managing Investor Relations Websites: Directions for Future Research Bollen, Laury H, Hassink, Harold F., de Lange, Rindert og Buijl, Saskia Journal of Information Systems. Fall2008, Vol. 22 Issue 2, p171-194. 24p. 1 Diagram, 3 Charts.	Artiklen undersøger Investor Relations hjemmesider. Resultatet er baseret på seks casestudier, hvoraf fire har en hjemmeside af høj kvalitet, mens de sidste to har en hjemmeside af lav kvalitet. Artiklen konkluderer, at fremtidig forskning vedrørende investor relations på internettet bør adressere variabler der reflekterer forskelligheder under ledelsesmæssige kompetencer samt organisatoriske strukturer i en investor relations sammenhæng. Som fremhævet på side 191, så tager artiklen udgangspunkt i store, multinationale virksomheder, hertil er mindre eller ikke-børsnoterede virksomheder fravalgt. Herudover er der udelukkende tale om hollandske virksomheder.
Investor relations meetings: evidence from the top 500 UK companies Marston, Claire Accounting & Business Research (Wolters Kluwer UK). 2008, Vol. 38 Issue 1, p21-48. 28p	Møder med investorer og analytikere bliver anset som en afgørende del af Investor Relations arbejdet. For at undersøge vægtningen af disse møder, har forfatteren indsamlet data fra 2002 og sammenlignet det med data fra 1991. En-til-en møder bliver anset som den væsentligste kommunikationskanal både i 1991 og 2002. Aktiviteten omkring denne mødeform var endvidere steget over perioden. En stor del af en-til-en møderne blev afholdt af virksomheder med for eksempel mange institutionelle investorer eller stor analytikerdekning. Størrelsen af møderne afhang af de samme parametre. Undersøgelsen tager udgangspunkt "Top UK Companies"
What every director should know about investor relations MacGregor, James og Campbell, Ian International Journal of Disclosure & Governance. 2006, Vol. 3 Issue 1, p59-69. 11p.	Som et resultat af nye regler, reguleringer og love er bestyrelsen i højere grad fokuseret på aktiekursen, som et barometer for virksomhedens "performance", og dermed investor relations aktiviteterne,

	hvorpå man kommunikerer til investor miljøet. Forfatterne hævder, at bestyrelsen bliver nødt til at tage højde for lang- og kortsigtede forhold, når der skal træffes beslutninger. Herudover skal de indse, at Investor Relations skaber værdi for investorerne, og dermed belønne virksomheden, hvis de kan opretholde god investor relations over en lang periode.
Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function Hockerts, Kai og Moir, Lance Journal of Business Ethics. Jun2004 Part 2, Vol. 52 Issue 1, p85-98. 14p.	Artiklen ønsker at undersøge Investor relations rolle set i lyset af den stigende bekymring investorerne har overfor virksomhedens sociale ansvar. Undersøgelsen er udarbejdet på baggrund af interviews med eksperter indenfor IR – heraf de fleste IRO'er – fra i alt 20 forskellige virksomheder. Interviewerne indikerer ifølge forfatterne, at virksomheder er begyndt at indse, at øget åbenhed og rapporting omkring social og miljømæssig performance. IRO'erne fortæller i interviewene, at de forventer en strømning af investorer og analytikere, der i øget omfang vil integrere social og miljømæssige kriterier i deres vurderinger – men kun i et vist omfang. De adspurgte er alle ansatte i store, multinationale virksomheder i Tyskland, Italien, Norge, Schweiz, Holland, England og Frankrig.
INVESTOR RELATIONS, FINANCIAL MARKETING AND TARGET GROUPS Hägg, Claes og Preiholt, Håkan Marketing Management Journal. Fall2004, Vol. 14 Issue 2, p129-133. 5p. 1 Chart.	Når Investor Relations skal involveres på flere niveauer i organisationen for at imødekomme forskellige målgrupper, kan man ifølge forfatterne tale om "Integrated Investor Relations" aktiviteter. Artiklen fremhæver problematikker, som kan opstå når Integrated Investor Relations aktiviteter skal implementeres.
Approaches to investor relations: implementation in the British context Dolphin, Richard R. Journal of Marketing Communications. Mar2003, Vol. 9 Issue 1, p29. 15p.	Undersøgelsen tager udgangspunkt i 18 britiske organisationer og hertil den rolle Investor Relations har opnået som en del af en "marketing communication strategy". Artiklen foreslår, at kommunikation med finansielle interessenter har opnået en væsentlig rolle, som en del af virksomhedens kommunikationsstrategi. Således er investorer i dag et "key

	audience", som man bør kommunikere med. Alle 18 deltagende virksomheder er fra UK , alle velkendte virksomheder.
Institutional Sources of Boundary-Spanning Structures: The Establishment of Investor Relations Departments in the Fortune 500 Industrials. Rao, Hayagreeva og Sivakumar, Kumar Organization Science. Jan/Feb99, Vol. 10 Issue 1, p27-42. 16p. 2 Charts, 1 Graph.	Forfatterne analyserer de foranstaltninger og betingelser, der fører til etablering af investor relations afdelinger blandt Fortune 500 industrivirksomheder i perioden 1984-1994. Resultaterne viser, at "social movement activists" har bidraget til etableringen af Investor Relations. Kontrol fra finansanalytikere har også medvirket til skabelse af disse afdelinger. Artiklen tager udgangspunkt i større amerikanske virksomheder.
Parlez - vous investor relations? Gray, Carol Lippert Financial Executive. Jan/Feb2000, Vol. 16 Issue 1, p26-27. 2p. 1 Color Photograph, 1 Chart.	Denne artikel beskriver, at man i dag kan finde flere sammenhænge mellem amerikanske og europæiske investorer. Globaliseringen mindsker den geografiske barriere, hvorfor man skal være i stand til at kommunikere på tværs af landegrænser. Her bliver internettet et vigtigt værktøj.
CROSS-BORDER INVESTOR RELATIONS Worth the Investment? LaVoie, Donna Financial Executive. Jan/Feb2003, Vol. 19 Issue 1, p32-34. 3p.	Artiklen diskuterer hvorvidt virksomheder bør tiltrække udenlandske investorer ved at notere deres aktie på en udenlandsk børs. Såfremt virksomheden har et stærkt brand og væsentlige aktiviteter i udlandet, så kan udenlandsk børsnotering øge den daglige mængde aktier og reducere volatiliteten. Artiklen tager udgangspunkt i et større tysk bioselskab, der er aktiv på den tyske såvel som den amerikanske børs.
Investor Relations: A Nordic School Approach Pekka Tuominen Corporate Communications: An International Journal Volume 2 · Number 1 · 1997 · pp. 46-55	Artiklen fremhæver, at målet med Investor Relations er at skabe en fælles langsigtet interaktion mellem virksomheden og dets interessenter i det finansielle miljø. Information til investorerne er et nøgle instrument. "Attraktion" er ifølge Tuominen en fremtidig obligation. Hertil opstår der forventninger ved hver part vedrørende potentielle fordele ved udveksling af forholdet over tid. Tillid skabes ud fra den forhistorie man har udvekslet med hinanden, men er også farvet ud fra aktuelle holdninger om fremtiden.

	Forfatteren fremfører empirisk bevis for at Investor Relations påkræver, at virksomheder på det finske børsmarked bør udvide deres anvendelsesområder fra simpel offentliggørelse af del- og årsrapporter til mere hyppig, proaktiv, omfattende og diversificeret tovejskommunikation.
Building mountains in a flat landscape: investor relations in the post- Enron era Christopher E. Allen Corporate Communications: An International Journal, Vol. 7 Iss 4 pp. 206 - 211	I Post-Enron æraen skal virksomheder proaktivt forsøge at differentiere sig selv og skabe konkurrencemæssige fordele. Markedet kræver i dag, at virksomheden kommunikerer hurtigere, mere transparent, letforståeligt. Virksomheder skal i dag genskabe tilliden til investoren: <i>"The current hoo-ha over Enron and the role of the accounting profession may well result in new, tighter rules for corporate financial reporting. At the very least, it should encourage investors to look a little harder at the companies they own."</i> (side 211)
The role of the mass media in investor relations Aeron Davis Journal of Communication Management, Vol. 10 Iss 1 pp. 7 - 17 (2006)	Finansielle nyhedsmedier har fået en ændret rolle på finansmarkedet. Hvor de tidligere udgjorde den primære informationskilde til offentligheden, så oplever mediet i dag en dalende effekt i det finansielle miljø. Selvom finansielle nyhedsmedier ikke har den samme effektuerende rolle som tidligere, så bliver de stadig anvendt flittigt i miljøet og har herudover en vis effekt på private investorer.

Sociale netværkssjenester. 2014



12.3 BILAG 3

Facebook

Østjydsk bank	
Victoria Properties	
Viborg Håndbold	x
Vestjysk bank	x
Totalbanken	
Torm A/S	x
Topsil	
TK Development	
Stylepit	x
Strategic Investments	
SSBV Røvsing	
SP group	
Small Cap Danmark	
Skjern Bank	x
SKAKO	
Silkeborg IF Invest	
Scandinavian private Equity	
scandinavian brake systems	
Santa Fe Relocation Service	x
Sanistål	x
salling bank	x
RTX	
Roblon	
Rias B	x
Rella Holding AS	
Prime Office	
parken sport & entertainment	
Nunaminerals	
NTR Holding	
North Media	x

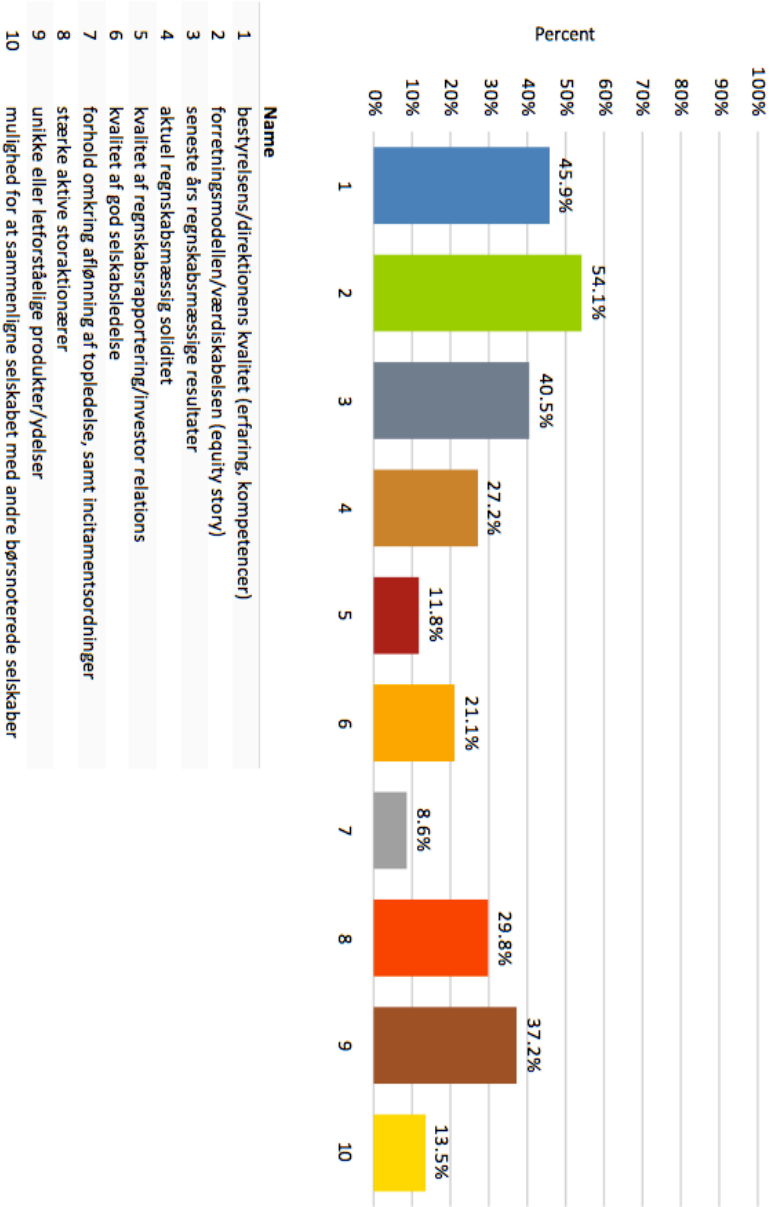
Nordjyske bank	x
Nordicom AS	
Nordic Shipholding A/S	
Nordfyns Bank A/S	x
Newcap Holding A/S	
NeuroSearch A/S	
Møns Bank A/S	
Monberg. & Thorsen B A/S	
Mols-Linien A/S	x
Migatronic B A/S	
Lån og Spar Bank A/S	x
Luxor A/S	
Lollands Bank	x
Land & Leisure A/S	
Kreditbanken A/S	
Intermail	
Højgaard Holding	
Hvidbjerg Bank	x
Harboes Bryggeri	x
H+H International A/S	
Gyldendal	x
Grønlandsbanken A/S	x
Glunz & Jensen A/S	x
German High Street Properties	
Gabriel Holding A/S	
Fynske Bank A/S	
FirstFarms	x
Flügger A/S	x
Fast Ejendom Danmark A/S	
F.E. Bording A/S	
Expedit A/S	
Exiqon A/S	x
Erria A/S	x

Egetæpper	x
DLH AS	x
Djurslands Bank A/S	x
Deltaq A/S	
Dantherm	
Dantax A/S	
Danske Andelskassers Bank	
Copenhagen Network A/S	
Copenhagen Capital A/S	
Columbus A/S	
ChemoMetec A/S	
cBrain A/S	
Brøndby IF	x
Brdr.Hartmann A/S	
Brd. Klee B A/S	
BoConcept Holding A/S	x
Blue Vision A/S	
Bioporto	
Berlin IV A/S	
BankNordik	x
Atlantic Petroleum	
Asgaard Group A/S	x
Arkil Holding A/S	
Andersen & Martini A/S	x
Admiral Capital A/S	
Aarhus Elite B A/S	
Aalborg Boldspilklub A/S	x

33 virksomheder har facebookside

57 virksomheder har ej facebookside

3. Hvad vil du lægge mest vægt på, når du skal overveje evt. deltagelse i emissionen (højst 3 afkrydsninger)



12.5 BILAG 5

	Ja	Nej	Hjemmeside ej tilgængelig
Østjysk bank	X		
Victoria Properties	X		
Viborg Håndbold	X		
Vestjysk bank			x
Totalbanken			x
Torm A/S	X		
Topsil	X		
TK Development	X		
Stylepit	X		
Strategic Investments	X		
SSBV Rovsing	X		
SP group	X		
Small Cap Danmark	X		
Skjern Bank		X	
SKAKO	(X)		
Silkeborg IF Invest	X		
Scandinavian private Equity	X		
scandinavian brake systems	X		
Santa Fe Relocation Service	X		
Sanistål	X		
salling bank			X
RTX	X		
Roblon	X		
Rias B	X		
Rella Holding AS	X		
Prime Office	X		
parken sport & entertainment	X		
Nunaminerals	X		
NTR Holding	X		
North Media	X		
Nordjyske bank		X	

Nordicom AS	X		
Nordic Shipholding A/S	X		
Nordfyns Bank A/S	x		
Newcap Holding A/S	X		
NeuroSearch A/S	X		
Møns Bank A/S	X		
Monberg. & Thorsen B A/S	X		
Mols-Linien A/S	X		
Migatronik B A/S		X	
Lån og Spar Bank A/S	X		
Luxor A/S		X	
Lollands Bank	X		
Land & Leisure A/S	X		
Kreditbanken A/S		X	
Intermail	X		
Højgaard Holding	X		
Hvidbjerg Bank	X		
Harboes Bryggeri	X		
H+H International A/S	X		
Gyldendal	X		
Grønlandsbanken A/S	X		
Glunz & Jensen A/S	X		
German High Street Properties	X		
Gabriel Holding A/S	X		
Fynske Bank A/S	X		
FirstFarms		X	
Flügger A/S	X		
Fast Ejendom Danmark A/S		X	
F.E. Bording A/S	X		
Expedit A/S	(X)		
Exiqon A/S	X		
Erria A/S	X		
Egetæpper	X		

DLH AS	X		
Djurslands Bank A/S	X		
Deltaq A/S	X		
Dantherm	X		
Dantax A/S	X		
Danske Andelskassers Bank	X		
Copenhagen Network A/S	X		
Copenhagen Capital A/S	X		
Columbus A/S	X		
ChemoMetec A/S	X		
cBrain A/S	X		
Brøndby IF	X		
Brdr.Hartmann A/S	X		
Brd. Klee B A/S	X		
BoConcept Holding A/S	X		
Blue Vision A/S	X		
Bioporto	X		
Berlin IV A/S	X		
BankNordik	X		
Atlantic Petroleum	X		
Asgaard Group A/S	X		
Arkil Holding A/S	X		
Andersen & Martini A/S	X		
Admiral Capital A/S	X		
Aarhus Elite B A/S	X		
Aalborg Boldspilklub A/S		X	
11 virksomheder har ej opstillet Corporate Governance i skema			
79 virksomheder har opstillet Corporate Governance i skema			

12.6 BILAG 6

TIME		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
GEO									
Denmark		12,919.72	14,668.87	15,094.84	18,787.41	22,790.95	27,111.91	31,652.36	25,919.26
Romania		278.22	237.01	283.88	878.79	:	:	:	:
Slovakia		888.46	911.56	945.73	980.60	1,016.54	1,120.65	1,210.74	1,256.39

TIME		2002	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
GEO											
Denmark		12,576.70	13,855.52	14,504.76	15,134.13	15,624.03	16,340.14	16,587.36	16,948.42	17,184.37	17,313.46
Romania		833.38	1,430.55	1,824.56	2,066.27	1,866.09	2,068.19	2,203.04	2,083.82	2,159.06	:
Slovenia		:	:	5,233.06	5,992.75	6,078.88	6,513.36	6,676.89	6,757.80	6,825.42	6,883.75