

Copenhagen Business School

HD i Finansiering, 2. del

Afgangsprøjet – Forår 2012

En analyse af værdien af risikofaktorer i børsprospekter
- med børsnoteringerne af Cimber Sterling og Pandora som eksempler



Lars Andreas Hansen

181080-XXXX

Vejleder: Carl Agerbech

Indholdsfortegnelse

1	INDLEDNING	4
1.1	BAGGRUND	4
1.2	PROBLEMFORMULERING	5
1.3	AFGRÆNSNING	5
1.4	METODEVALG	6
1.5	BESVARELSENS STRUKTUR	7
2	RISIKOFAKTORERNES RELEVANS	8
2.1	VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER	8
2.2	NUTIDSVÆRDIModelLERNE	9
2.2.1	<i>Sammenhængen med risikofaktorerne.....</i>	<i>9</i>
2.2.2	<i>Følsomheden overfor risikofaktorerne.....</i>	<i>16</i>
2.3	RELATIVE VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER	20
2.3.1	<i>Sammenhængen med risikofaktorerne.....</i>	<i>20</i>
2.3.2	<i>Følsomheden overfor risikofaktorerne.....</i>	<i>21</i>
2.4	DELKONKLUSION	22
3	LOVMÆSSIGE KRAV OG FORMÅLET MED RISIKOFAKTORER.....	23
3.1	GENERELT OM BØRSROSPEKTER	23
3.2	LOVMÆSSIGE KRAV	23
3.3	FORMÅLET MED RISIKOFAKTORERNE	24
3.4	DELKONKLUSION	25
4	MOTIVER FOR EN BØRSNOTERING OG HAKKEORDENSTEORIEN.....	26
4.1	MOTIVER FOR EN BØRSNOTERING	26
4.2	HAKKEORDENSTEORIEN	28
4.3	DELKONKLUSION	28
5	ANALYSE AF BØRSNOTERINGEN AF CIMBER STERLING A/S	29
5.1	VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE AF CIMBER STERLING A/S	29
5.1.1	<i>Historien</i>	<i>29</i>
5.1.2	<i>Fakta om Cimber Sterling</i>	<i>30</i>
5.2	FORLØBET AF BØRSNOTERINGEN OG ANALYSE AF ÅRSAGEN TIL KURSFALDENE	31
5.2.1	<i>Fakta om udbuddet.....</i>	<i>31</i>
5.2.2	<i>Forløb af udbudsprocessen.....</i>	<i>32</i>
5.2.3	<i>Resultatet af børsnoteringen.....</i>	<i>33</i>

5.2.4	<i>Kursfaldene og analyse af årsagen</i>	34
5.3	DISKUSSION AF RISIKOFAKTORERNE I CIMBER STERLINGS PROSPEKT	41
5.4	DELKONKLUSION	44
6	ANALYSE AF BØRSNOTERINGEN AF PANDORA A/S	45
6.1	VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE AF PANDORA A/S	45
6.1.1	<i>Historien</i>	45
6.1.2	<i>Fakta om Pandora</i>	46
6.2	FORLØBET AF BØRSNOTERINGEN OG ANALYSE AF ÅRSAGEN TIL KURSFALDENE	46
6.2.1	<i>Fakta om udbuddet</i>	46
6.2.2	<i>Forløb af udbudsprocessen</i>	47
6.2.3	<i>Resultatet af børsnoteringen</i>	49
6.2.4	<i>Kursfaldene og analyse af årsagen</i>	49
6.3	DISKUSSION AF RISIKOFAKTORERNE I PANDORAS PROSPEKT.....	55
6.4	DELKONKLUSION	56
7	ANALYSE AF RISIKOFAKTORERNES UDFORMNING	58
7.1	KVANTITATIV ANALYSE	59
7.2	KVALITATIV ANALYSE	61
7.2.1	<i>Risici forbundet med udbuddet</i>	61
7.2.2	<i>Risici forbundet med udbyders finansielle forhold</i>	61
7.2.3	<i>Risici forbundet med udbyders virksomhed og branche</i>	62
7.3	DELKONKLUSION	64
8	DISKUSSION AF RISIKOFAKTORERNES VÆRDI	65
8.1	DELKONKLUSION	67
9	FORSLAG TIL BESKRIVELSEN AF RISIKOFAKTORERNE	68
9.1	BEGRÆNSNING TIL VÆSENTLIGE RISIKOFAKTORER.....	68
9.2	KVANTIFICERING AF RISIKOFAKTORER	69
9.3	ANVENDELSEN AF EN RISIKOINDIKATOR.....	71
9.4	DELKONKLUSION	72
10	KONKLUSION	73
11	BIBLIOGRAFI	75
12	BILAG	76

1 Indledning

1.1 Baggrund

De senere år har det danske aktiemarked været ramt af to kontroversielle børsnoteringer i form af flyselskabet Cimber Sterling, der i skrivende stund netop er gået konkurs, og smykkefirmaet Pandora A/S, hvis aktiekurs er styrtstykket i forhold til tegningskursen. Det er i bagklogskabens lys tydeligt hvor store risici, der har været forbundet med en investering i de pågældende selskaber, og investorerne er blevet påført store tab som følge af de to virksomheders deroute. Et tab på en aktie er i sig selv ikke kontroversielt, da aktieinvestering generelt er forbundet med en vis risiko. Det interessante er i stedet, om investorerne i tilstrækkelig grad har været informeret om de reelle risici ved de pågældende aktier, og om det har været muligt for dem at gennemskue disse informationer.

Disse to børsnoteringer har grundet de store kursfald, affødt en ophedet debat i pressen. Flere interessenter har ytret stor utilfredshed med udbydernes informationer til investorerne, og der har sågar været talt om sagsanlæg mod udbyderne. Blandt andet har Dansk Aktionærforening, som varetager de private aktionærs interesser, udgivet en artikel i forbindelse med et stort kursfald i Pandora-aktien. I denne artikel rettes en sønderlemmende kritik mod risikofaktorerne i Pandoras børsprospekt. Følgende citat stammer fra denne artikel:

"Man kan ikke forlange af private investorer, at de er dybdeborende journalister eller har en ph.d.-grad i børsprospekter. Derfor hviler investeringslysten i Danmark på, at prospekter og anden information til markedet er formidlet præcist, retvisende og i et sprog og layout, der er til at forstå. Interessekonflikter og risici, som vi har set i Pandora, bør stå med flammeskrift." (Dansk Aktionærforening 2011)

Med dette citat rammer Dansk Aktionærforening debatten ganske præcist. For netop risiciene ved en investering er centrale at forholde sig til, hvis ellers den gængse teori om, at enhver investor er risikoavers, holder. Idet dette antages at være tilfældet, vil alle investorer kræve et afkast, der afspejler risikoen ved investeringen, men for at kunne vurdere afkastkravets størrelse må risiciene omvendt også være kendte.

I tilfælde af en børsnotering oplyser udbyder om de relevante risikofaktorer i børsprospektet, så investorerne har mulighed for at forholde sig til hvilke risici, der kan påvirke investeringen. Udover en virksomhedsbeskrivelse, informationer om det konkrete udbud og historiske regnskabsoplysninger, indeholder et børsprospekt derfor også et separat risikoafsnit, hvor alle væsentlige risikofaktorer skal

beskrives. Børsprospektet tjener som en slags varedeklaration på selskabet, og er de fleste investorers eneste kilde til information om virksomheden. Netop fordi prospektet er mange investorers eneste informationskilde, er det vigtigt, at informationerne heri er præcise og brugbare for investorerne, for at give dem det mest fyldestgørende beslutningsgrundlag.

Men er det også tilfældet, at informationerne i risikofaktorerne er præcise og brugbare, og beskrives de på en måde, så de er til gavn for investorerne? I lyset af de seneste sager med Pandora og Cimber Sterling er dette interessant at undersøge. For hvis risiciene virkelig havde været tydelige, ville deres børsnoteringer så overhovedet være lykkedes? Sammenholdt med ovenstående kritik fra Dansk Aktionærforening rejser sig derfor spørgsmålet, om informationerne til investorerne i de to børsprospekters risikoafsnit har været fyldestgørende, og var det tydeligt nok, hvilke risici en investering i de to selskaber var forbundet med?

1.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i en gennemgang af børsnoteringerne af Cimber Sterling og Pandora, ønsker jeg derfor at diskutere følgende hovedspørgsmål:

- hvilken værdi har risikofaktorerne i børsprospekter for investorerne?

Besvarelsen af dette spørgsmål følges op med en diskussion af, hvorvidt begivenhederne omkring de to selskabers børsnoteringer fordrer en præcisering af reglerne for risikofaktorerne. Og såfremt en sådan præcisering findes relevant, fremlægges også forslag til, hvad dette eventuelt kan indebære.

1.3 Afgrænsning

Da fokus på besvarelsen er risikoafsnittet i børsprospektet, vil andre dele af prospektet ikke blive inddraget i overvejelserne og vurderingen af risikofaktorerne.

Skæringsdatoen for dataindsamling er sat til den 1.4.2012. Alle informationer fra denne dato og frem til afleveringsdatoen indgår ikke i opgaven.

I afsnit 2 dokumenteres følsomheden af en værdiansættelse vha. de gængse nutidsværdimodeller og relative modeller, der anvendes til værdiansættelse af virksomheder. Det forudsættes, at læseren har kendskab til disse, og teorien bag modellerne vil derfor ikke blive forklaret. Herunder Capital Asset Pricing Model (CAPM). Ydermere tages der i afsnit 2 ikke højde for, at al usystematisk risiko antages bortdiversificeret, og investorerne ifølge CAPM derfor kun kan forvente en risikopræmie for den systematiske risiko. Dette er af hensyn til den antagelse, at mange investorer ikke har tilstrækkeligt

diversificerede porteføljer og ydermere fordi, risikofaktorerne i børsprospekterne ofte inddrager mange usystematiske risikofaktorer.

I besvarelsen omtales både private og professionelle investorer. Den private investor defineres i denne forbindelse som en privatperson, der ikke har som erhverv at arbejde med aktieinvestering. Den professionelle investor er derimod en person, hvis hovederhverv er aktieinvestering. Ydermere diskuteres i afsnit 6 investorernes brug af risikofaktorerne, hvor blandt andet den professionelle investor er repræsenteret. Det var ikke muligt at få et møde med Dansk Aktionærforening, hvorfor undertegnede gør visse antagelser på vegne af den private investor.

Finansielle modeller til opgørelse af diverse risici vil ikke blive anvendt i denne besvarelse, da det primære formål med besvarelsen er at afklare, hvorvidt der er et problem i måden hvorpå risikofaktorerne indgår i børsprospekterne.

Analysen af årsagerne til kursfaldene i Pandora og Cimber Sterling vil ikke være baseret på en decideret værdiansættelse. I stedet begrænses analysen til at omfatte nogle markante kursfald på specifikke dage og en vurdering af baggrunden for disse kursfald. Konklusionerne vil blive draget ud fra egne overvejelser og til dels ud fra aktieanalytikeres udtalelser i pressen.

1.4 Metodevalg

Opgaven er i vid udstrækning baseret på et empirisk studie af risikofaktorerne i børsprospekter. Der tages udgangspunkt i en analyse af børsnoteringerne af Pandora A/S og Cimber Sterling A/S, hvor jeg giver læseren et overblik over de kontroversielle forløb, som selskaberne gennemgik med store kursfald indenfor et kort periode efter deres børsnoteringer. Som en del heraf vil årsagerne til kursfaldene blive afdækket, så jeg efterfølgende bliver i stand til at analysere, hvorvidt de relevante risikofaktorer var inddraget i børsprospekterne, og om risikoafsnittene var anvendelige for investorerne.

I forlængelse af analysen af risikofaktorerne i Cimber Sterling og Pandoras prospekter udbredes empirien til yderligere tre selskabers børsprospekter. Herved opnås et bredere og mere repræsentativt grundlag for den efterfølgende analyse af risikofaktorerne generelle udformning og indhold, som gør mig i stand til at vurdere, om en investor har gavn af at læse risikofaktorerne.

Når det er afklaret, hvorvidt risikofaktorerne er brugbare, bliver det muligt at diskutere deres værdi, hvilket bl.a. sker med udgangspunkt i interviews med tre interessenter, som har med risikofaktorer at

gøre i deres erhverv; en professionel investor, en advokat, der skriver risikoafsnittene og endeligt med Finanstilsynet, som er tilsynsførende myndighed på området.

I besvarelsen anvendes nutidsværdimodeller og relative modeller til værdiansættelse til at vise eksempler på en værdiansættelses følsomhed overfor eventuelle risikofaktorer. Ydermere anvendes hakkeordensteorien til at forklare udbydernes incitament til at blive børsnoteret, ligesom også et studie fra 2006 af Stanley Fawcett & James Brau vedrørende motiverne for børsnoteringer benyttes til at forklare disse incitamenter.

1.5 Besvarelsens struktur

Afsnit 2

Indledningsvist påvises risikofaktorerne indflydelse på værdien af virksomheder, da det er en vigtig forudsætning at forstå sammenhængen mellem disse, for at erkende risikofaktorerne relevans.

Afsnit 3

Dernæst beskrives de lovmæssige krav til risikofaktorerne, da en vurdering af hvorvidt risikofaktorerne har nogen værdi, kræver at man kender formålet med dem og kravene til udformningen.

Afsnit 4, 5 og 6

Herefter beskrives historikken for børsnoteringerne af Cimber Sterling og Pandora. Årsagen til de store kursfald analyseres, og efter årsagen er afdækket diskuteres det, hvorvidt de relevante risikofaktorer var inddraget i prospekterne.

Afsnit 7

Yderligere tre prospekters risikoafsnit analyseres og sammen med risikoafsnittene for Pandora og Cimber Sterling danner de grundlag for en konklusion omkring den generelle udformning af risikoafsnittene.

Afsnit 8

Her diskuteres værdien af risikofaktorerne med udgangspunkt i konklusionerne fra afsnit 4 og 5 samt kendskabet til formålet med risikofaktorerne.

Afsnit 9

Slutteligt vil det blive forsøgt at fremlægge forslag til eventuelle forbedringer, som de foregående afsnit måtte have bevist et behov for.

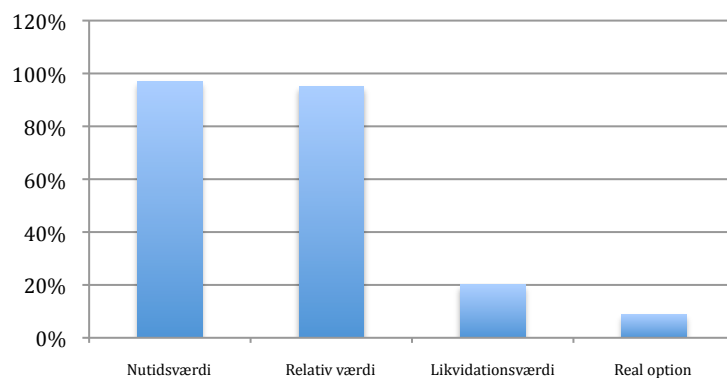
2 Risikofaktorerne relevans

Når værdien af risikofaktorerne skal vurderes, må det først afklares, hvorfor det i det hele taget er relevant for investorerne at have kendskab til risikofaktorerne, og hvilken indflydelse risikofaktorerne har på investorernes investeringsbeslutning. Afsnittet vil være baseret på den professionelle investors metodik til værdiansættelse, da de private investorer oftest er meget intuitive i deres tilgang til aktieinvesteringer. Det ændrer dog ikke på, at de samme overvejelser ville være relevante for den private investor.

Den professionelle investor baserer sine investeringsbeslutninger på en værdiansættelse af virksomheden. Der findes mange metoder til værdiansættelse, men fælles for dem alle er, at de er forbundet med usikkerhed og jo større usikkerhed desto større risiko. Vi vil i dette afsnit se på hvordan usikkerheden kommer til udtryk i værdiansættelserne, og hvor følsomme de er overfor forskellige risikofaktorer.

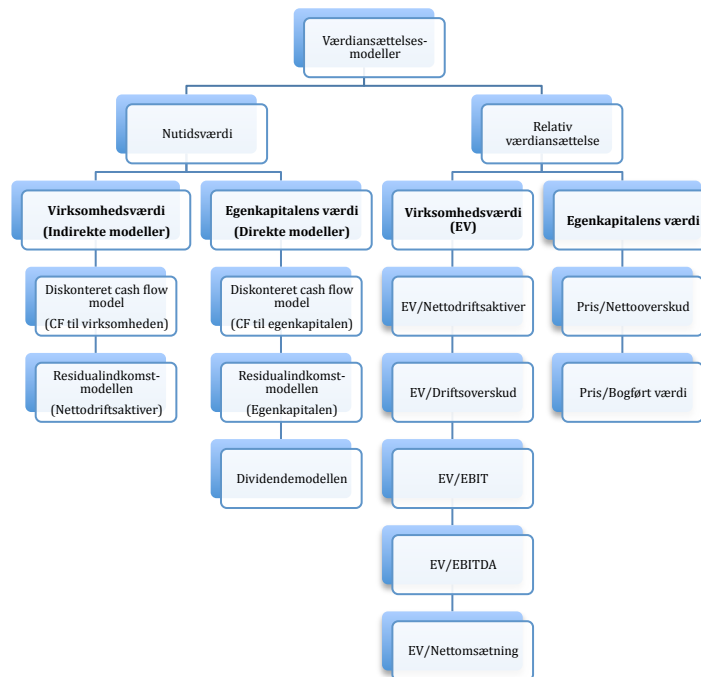
2.1 Værdiansættelsesmodeller

Der findes adskillige metoder til værdiansættelse, men de dominerende metoder er nutidsværdimodellerne og de relative værdiansættelsesmodeller hvilket understreges af at 95% af praktikerne i branchen anvender disse jf. Figur 1.



Figur 1 - Udbredelsen af værdiansættelsesmodellerne(Petersen and Plenborg 2012)

Et overblik over nutidsværdimodellerne og de relative værdiansættelsesmodeller ses af Figur 2 herunder.



Figur 2 - Overblik over værdiansættelsesmodeller (Sørensen 2009)

2.2 Nutidsværdimodellerne

Nutidsværdimodellerne anses af mange for at være den grundlæggende tilgang til prisfastsættelsen af aktier. Som det fremgår af Figur 2 kan nutidsværdimodellerne inddeles i

- direkte modeller, der værdiansætter egenkapitalen
- indirekte modeller, der værdiansætter hele virksomheden inkl. fremmedkapital

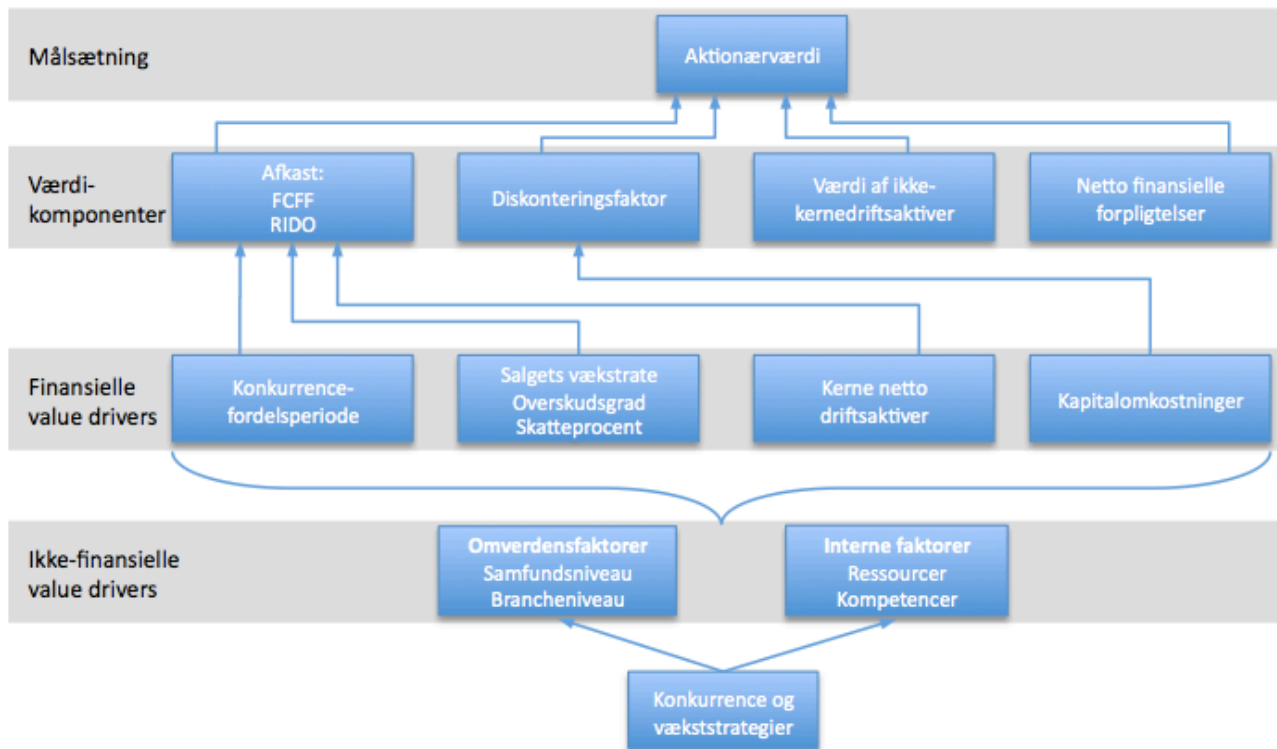
Denne besvarelse tager udgangspunkt i de indirekte nutidsværdimodeller:

- diskonteret cash flow (DCF) modellen, der ved hjælp af de finansielle value drivers budgetterer det fremtidige frie cash flow og nutidsværdien heraf
- residualindkomstmodellen (RIDO), der ved hjælp af finansielle value drivers budgetterer de fremtidige residuale overskud og nutidsværdien heraf

2.2.1 Sammenhængen med risikofaktorerne

Figur 3 viser, at udviklingen i de finansielle value drivers er defineret af de ikke-finansielle value drivers. Det er disse ikke-finansielle value drivers risikofaktorerne stammer fra, og det er derfor de ikke finansielle value drivers, som også beskrives i risikoafsnittene i børsprospekter. For at forstå vigtigheden af disse risikofaktorer, må man derfor have indsigt i, hvordan de påvirker de finansielle

value drivers og dermed værdiansættelsen af en virksomhed. Dette bliver derfor fokus for resten af dette afsnit om nutidsværdimodellernes følsomhed overfor risikofaktorerne.

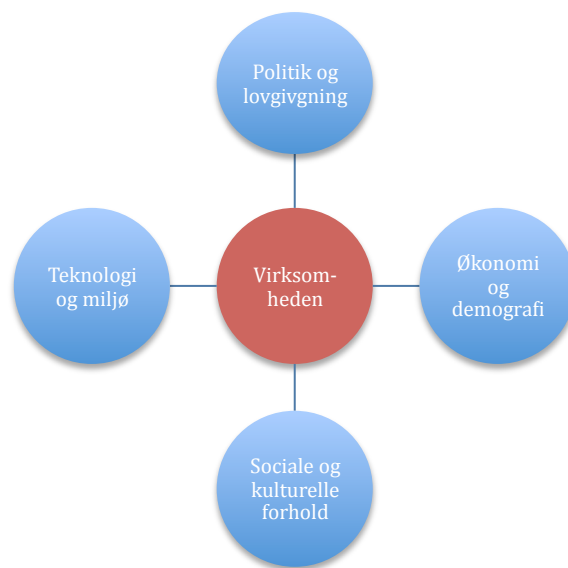


Figur 3 - Sammenhængen mellem aktionærværdi, finansielle og ikke-finansielle value drivers (Sørensen 2009)

De ikke-finansielle value drivers består af både omverdensfaktorer på både samfundsniveau og brancheniveau samt de interne faktorer i form af virksomhedens ressourcer og kompetencer.

2.2.1.1 Omverdensfaktorer på samfundsniveau

En virksomhed er i høj grad underlagt den samfundsmæssige udvikling. Det kan være enormt vanskeligt for en virksomhed at manøvrere i denne udvikling, og det er særligt vanskeligt for virksomheder med aktiviteter i mange forskellige lande og verdensdele, hvor den samfundsmæssige udvikling kan være forskellig. Omverdensfaktorerne på samfundsniveau opsummeres traditionelt i den velkendte PEST-model, som er illustreret herunder.



Figur 4 - PEST-modellen(Sørensen 2009)

Konkrete eksempler på nogle af de mest gængse faktorer fra PEST-modellen ses af nedenstående tabel. Selvom en virksomhed sjældent har nogen indflydelse på nogle af disse faktorer, er den i høj grad påvirket af disse, og alle faktorerne er derfor at betragte som potentielle risikofaktorer, som eventuelt kunne beskrives i et børsprospekts risikoafsnit. Hvorvidt omverdensfaktorerne på samfundsniveau er relevante at inddrage som en risikofaktor i et børsprospekt, må bero på en konkret vurdering af dens potentielle effekt på virksomheden.

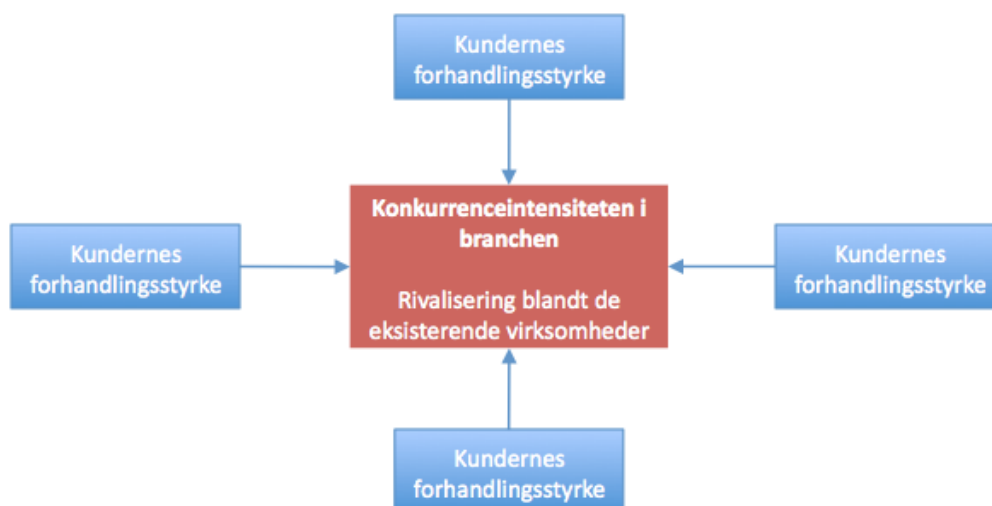
Politik og lovgivning • Skatter og afgifter • Arbejdsmarkedslovgivning • Monopol- og kartellovgivning • Handelsbarrierer • Rentepolitik	Økonomi og demografi • BNP • Inflation • Lønudvikling • Renteudvikling og valutakurser • Befolkningsudvikling og aldersprofil • Geografisk spredning og mobilitet
Sociale og kulturelle forhold • Forbrugsvaner og livsstil • Indkomstfordeling • Uddannelsesniveau • Privatisering af den offentlige sektor • Helbredsforhold	Teknologi og miljø • Produkt- og procesinnovation • Nye patenter og licenser • Produktionsteknologier • Miljøhensyn • Knapthed på ressourcer

Tabel 1 - Faktorer i PEST-modellen (Sørensen 2009)

2.2.1.2 Omverdensfaktorer på brancheniveau

Udover de helt overordnede tendenser på samfundsniveau sker der også en udvikling indenfor den enkelte branche, som en virksomhed vil være underlagt. En branche består af mange aktører lige fra

kunder til leverandører og konkurrenter, og deres indbyrdes styrkeforhold afgør hvor hård en rivalisering der foregår i branchen. Graden af konkurrenceintensitet har indflydelse på den enkelte virksomheds indtjeningsmuligheder og dermed virksomhedens værdi, som en investor forholder sig til. Omverdensfaktorerne på brancheniveau sammenfattes af modellen Porters Five Forces herunder.



Figur 5 - Porters Five Forces (Sørensen 2009)

Tabel 2 herunder opsummerer nogle af de faktorer, som udgør omverdensfaktorerne på brancheniveau.

Konkurrenceintensiteten	• Branchens vækstrate • Antal konkurrenter • Begrænset produktdifferentiering
Adgangsbarrierer	• Stordrifts- og erfaringsmæssige fordele • Store kapitalkrav • Stærk præference hos kunderne pga. produktdifferentiering • Eksklusiv-adgange til distributionskanaler
Leverandørernes forhandlingsstyrke	• Antal leverandører • Adgangen til substituerende produkter • Leverandørens økonomiske afhængighed af virksomheden • Omkostningernes størrelse ift. virksomhedens samlede købsudgifter
Substituerende produkter	• Produktinnovation som kan erstatte virksomhedens produkter
Kundernes forhandlingsstyrke	• Antal kunder i branchen • Hvor nemt det er at skifte leverandør • Adgangen til substituerende produkter

Tabel 2 - Eksempler på omverdensfaktorer på brancheniveau

De risikofaktorer som ligger gemt i omverdensfaktorerne på brancheniveau er ganske svære at definere.

2.2.1.3 Interne faktorer

Virksomhedens position i branchen afgøres i høj grad af de interne faktorer. Disse kan opdeles i virksomhedens værdikæde jævnfør Figur 6. En analyse af værdikæden med henblik på at identificere risikofaktorerne kræver et stort branchekendskab, men usikkerheden omkring denne analyse er trods alt mindre end analysen af omverdensfaktorerne på henholdsvis samfunds- og brancheniveau.



Figur 6 - Porters værdikæde (Sørensen 2009)

Nogle af de risikofaktorer, som ligger gemt i en virksomheds egen værdikæde, kunne være:

- Afhængigheden af nøglemedarbejdere
- Manglende intellektuelle rettigheder eller patentrettigheder
- Afhængighed af enkeltkunder, leverandører eller andre
- Produktionsproblemer
- IT-problemer
- Produktudvikling
- Image og omdømme
- Miljøproblemer

De ikke-finansielle value drivers er således indbegrebet af risikofaktorerne, og de afgør i realiteten en virksomheds værdi. Herunder forklares hvordan de påvirker de forskellige finansielle value drivers, som bruges i DCF og RIDO analyserne til at beregne en virksomheds værdi.

2.2.1.4 Salgets vækstrate

Salgets vækstrate påvirkes af et utal af faktorer, og er vel den af de finansielle value drivers, der indebærer størst usikkerhed, da mange af faktorerne relaterer sig til omverdenen snarere end til selve virksomheden. Salgets vækstrate afspejler som illustreret i Figur 7 således a) branchens salgsvækst og b) virksomhedens konkurrencemæssige position i branchen. Hvis markedsandelene i en given branche er statisk, vil en virksomheds salgsvækst være præcis den samme som branchens. Hvis en virksomhed derimod har oparbejdet konkurrencemæssige fordele og tilegner sig en større del af markedet, kan virksomhedens vækst overstige branchens vækst. Og omvendt hvis virksomheden ikke længere er konkurrencedygtig.



Figur 7 - Faktorer i virksomhedens salgsvækst (Sørensen 2009)

Branchens salgsvækst er drevet primært af forhold i branchens omverden på samfundsniveau jf. den tidligere omtalte PEST-model. Alle disse faktorer er enormt svære at spå om, og forudsigelser om branchens salgsvækst er derfor forbundet med en betydelig usikkerhed særligt på langt sigt.

Virksomhedens konkurrencemæssige position knytter sig til både omverdensfaktorerne på brancheniveau jf. Porters Five Forces og til de interne faktorer fra værdikædeanalysen. Disse forhold er mindre uforudsigelige end omverdensfaktorerne på samfundsniveau, hvorfor det også er nemmere at forudsige påvirkningen fra disse ikke-finansielle value drivers, og samtidig er det dermed også nemmere at definere risikofaktorerne.

Som det ses spiller utallige faktorer i både omverdenen og i virksomhedens interne forhold ind på virksomhedens salgsvækst, og det er derfor ekstremt svært at forudsige denne. Ligeledes er det en svær øvelse at identificere de relevante risikofaktorer, og beskrivelsen af de ikke-finansielle value drivers rummer blot et udsnit af de risikofaktorer som kan påvirke en virksomheds værdi.

2.2.1.5 Overskudsgraden før skat

Overskudsgraden før skat er den næste af value driverne, og den er en smule nemmere at forudsige end salgets vækstrate. Dette skyldes, at den i mindre grad end salgets vækstrate er påvirket af

omverdensfaktorerne på samfundsniveau jf. PEST-modellen. Dog er der enkelte faktorer fra PEST-modellen, som har indflydelse på overskudsgraden såsom:

- Valutakurser
- Renteudvikling
- Råvarepriser

Men ellers påvirkes den primært af de ikke-finansielle value drivers i form af omverdensfaktorerne på brancheniveau jf. Porters Five Forces og de interne faktorer fra værdikædeanalysen. Værdikæden er således afgørende for f.eks. hvilken pris virksomheden kan forlange for sine produkter i kraft af deres kvalitet. Værdikæden afgør også hvor omkostningseffektiv produktionen og administrationen er, og dermed hvor stort overskuddet er per solgt krone. Som sagt har også omverdensfaktorerne på brancheniveau en markant indflydelse på overskudsgraden, da omverdenen i form af konkurrenter, leverandører og kunder naturligvis også er afgørende for den mulige salgspris og indkøbspris.

2.2.1.6 Skatteprocent

Den effektive skatteprocent hænger åbenlyst sammen med omverdensfaktoren skat. Denne er primært politisk drevet, og relaterer sig således til PEST-modellens politiske og lovgivningsmæssige betragtning. Virksomheden har til en vis grad mulighed for at påvirke skattesatsen, ved at flytte omsætningen til de lande med de mest favorable skattevilkår, ligesom det i mange lande også er muligt at forhandle individuelle skattevilkår, hvilket primært gør sig gældende for lande, som ønsker at tiltrække udenlandske investeringer. Men uanset hvad, vil skatteprocenten også udgøre en risikofaktor for en virksomhed, og de ikke-finansielle value drivers fra PEST-modellen har effekt herpå.

2.2.1.7 Kapitalomkostninger

Når investor vha. ovennævnte finansielle value drivers har budgetteret virksomhedens fremtidige frie cash flow eller residuale overskud, tilbagediskonterer han disse med kapitalomkostningerne (WACC). WACC'en har derfor stor effekt på investorernes værdiansættelse.

Omkostningerne til fremmedkapitalen er forbundet med usikkerhed af flere årsager. Blandt andet det generelle renteniveau, som er en af faktorerne i PEST-modellen. Derudover er omkostningerne til fremmedkapitalen også følsomme overfor eventuelle ændringer i virksomhedens indtjening og kapitalstruktur, da en forringet betalingsevne vil øge prisen på fremmedkapitalen. Derfor vil en

negativ udvikling i ovenstående finansielle value drivers ramme virksomheden på både indtjeningsevnen, men også på omkostningerne til fremmedkapitalen.

Udover prisen på virksomhedens fremmedkapital, består WACC'en også af egenkapitalens afkastkrav (r_e).

$$r_e = r_f + \beta \cdot [E(R_m) - r_f]$$

Egenkapitalens afkastkrav afspejler netop den usikkerhed, der knytter sig til de øvrige finansielle value drivers, idet Beta (β) i ovenstående formel vil stige proportionalt med usikkerheden omkring de øvrige finansielle value drivers. Det ses af formelen, at egenkapitalens afkastkrav også påvirkes af en ændring i den risikofri rente (r_f), der drives af en række af omverdensfaktorerne på samfundsniveau (PEST-modellen). Også den sidste faktor i form af markedets afkastkrav kan ændres, men det er svært at definere, hvad der driver denne, og i det hele taget en vanskelig øvelse blot at fastlægge den.

2.2.2 Følsomheden overfor risikofaktorerne

For at illustrere følsomheden i DCF og RIDO modellerne overfor ændringer i de finansielle value drivers foretages herunder en følsomhedsanalyse på Coloplast A/S på baggrund af selskabets seneste årsregnskab per 30. september 2011.

Coloplast A/S er en børsnoteret dansk virksomhed, som udvikler og producerer medicinske hjælpemidler til patienter med lidelser indenfor sygdomsområderne stomi, inkontinens, urologi og sårpleje. Disse sygdomme er alle kendetegnende for den aldrende befolkning, hvorfor demografien, med det stigende antal ældre på verdensplan, taler for pæn vækst i omsætningen. Omsætningen er i øvrigt helt afhængig af statslige tilskud til Coloplasts produkter i form af sygesikringsordninger i de enkelte lande. Knap 75% af Coloplasts omsætning er til det europæiske marked mens USA tegner sig for 17%. (Coloplast A/S 2011)

Virksomhedens overskudsgrad forventes løbende forbedret i takt med at de fortsat høster gevinster fra en nylig udflytning af produktionen til lavtlønslande. Der er ledig kapacitet i produktionen, og en markant udvidelse heraf kan ske til en lav pris, hvilket taler for reduktion af netto driftsaktiverne i forhold til omsætningen, som udtrykkes via nøgletallet aktivernes omsætningshastighed. Investeringscasen baseres altså på både vækst, forbedret indtjening og øget kapacitetsudnyttelse. (Coloplast A/S 2011)

Base-case

Vi starter med base-casen, som tager udgangspunkt i, at alle value drivers (de lysegrå felter) forbliver de samme som i 2010/2011. Dog vil væksten i løbet af fade-perioden flade ud til samme niveau som inflationen, der antages at være 3%. Dette giver en værdi af egenkapitalen på DKK 43.565 mio. og en aktiekurs på DKK 968.

	Historik		Budget					Fade-periode					Terminal
	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016	2016/ 2017	2017/ 2018	2018/ 2019	2019/ 2020	2020/ 2021	→
Tid			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Salgsvækst	8%	7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
Nettoomsætning	9.537	10.172	10.884	11.646	12.461	13.333	14.267	15.123	15.879	16.514	17.175	17.862	18.397
Overskudsgrad før skat	21%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT	1.975	2.549	2.721	2.911	3.115	3.333	3.567	3.781	3.970	4.129	4.294	4.465	4.599
Skat (25%)	494	637	680	728	779	833	892	945	992	1.032	1.073	1.116	1.150
Driftsoverskud efter skat	1.481	1.912	2.041	2.184	2.336	2.500	2.675	2.836	2.977	3.096	3.220	3.349	3.450
Overskudsgrad efter skat	15,5%	18,8%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Aktivernes omsætningsh.	1,84	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98
Nettodriftsaktiver (NDA)	5.147	5.116	5.497	5.882	6.294	6.734	7.205	7.638	8.020	8.340	8.674	9.021	9.292
ΔNDA	-93	-32	381	385	412	441	471	432	382	321	334	347	271
Frit CF til virksomheden	1.574	1.943	1.659	1.799	1.925	2.059	2.204	2.403	2.595	2.776	2.887	3.002	3.179
ROIC	28,5%	37,2%	38,5%	38,4%	38,4%	38,4%	38,4%	38,2%	38,0%	37,9%	37,9%	37,9%	37,7%
Residualoverskud			1.630	1.742	1.864	1.995	2.135	2.257	2.364	2.453	2.551	2.653	2.726
Kapitalomkostninger			8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Tilbagediskonteringsfaktor			0,93	0,86	0,79	0,73	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,43
Frit CF tilbagediskonteret RIDO			1.536	1.541	1.527	1.512	1.498	1.512	1.512	1.497	1.441	1.387	1.360
tilbagediskonteret			1.509	1.493	1.479	1.465	1.451	1.421	1.377	1.323	1.273	1.226	1.260

PV DCFF (Budgetperiode)	14.965
Terminalværdi DCFF	29.238
Enterprise value (DCFF)	44.203
Netto finansielle aktiver	-638
Equity value (DCFF)	43.565

PV RIDO (Budgetperiode)	14.018
Terminalværdi RIDO	25.069
Nettodriftsaktiver	5.116
Enterprise value (RIDO)	44.203
Netto finansielle aktiver	-638
Equity value (RIDO)	43.565

Antal aktier (mio. stk)	45,0
Aktiekurs	968

Best case

Det forventes som sagt, at Coloplast forbedrer sin overskudsgrad. Dette skyldes, at de endnu høster gevinster af udflytningen af produktionen til lavtlønslande, som har reduceret selskabets produktionsomkostninger. Ydermere vil befolkningen aldres hastigt i Coloplasts markeder, hvilket betyder flere patienter indenfor Coloplasts behandlingsområder. Hvis vi derfor antager en vækst på 9% i budgetperioden, en stigning i overskudsgraden til 27% og en forhøjelse af AOH til 2,2, vil aktiekursen stige til DKK 1.235, hvilket er 27,5% højere end base casen.

	Historik		Budget					Fade-periode					Terminal
	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016	2016/ 2017	2017/ 2018	2018/ 2019	2019/ 2020	2020/ 2021	→
Tid			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Salgsvækst	8%	7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	3,0%
Nettoomsætning	9.537	10.172	11.087	12.085	13.173	14.359	15.651	16.903	18.086	19.352	20.513	21.539	22.185
Overskudsgrad før skat	21%	25%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
EBIT	1.975	2.549	2.994	3.263	3.557	3.877	4.226	4.564	4.883	5.225	5.539	5.816	5.990
Skat (25%)	494	637	748	816	889	969	1.056	1.141	1.221	1.306	1.385	1.454	1.497
Driftsoverskud efter skat	1.481	1.912	2.245	2.447	2.668	2.908	3.169	3.423	3.662	3.919	4.154	4.362	4.492
Overskudsgrad efter skat	15,5%	18,8%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Aktivernes omsætningsh.	1,84	1,98	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10
Nettodriftsaktiver (NDA)	5.147	5.116	5.280	5.755	6.273	6.837	7.453	8.049	8.612	9.215	9.768	10.257	10.564
ΔNDA	-93	-32	164	475	518	565	615	596	563	603	553	488	308
Frit CF til virksomheden	1.574	1.943	2.081	1.972	2.150	2.343	2.554	2.827	3.099	3.316	3.601	3.873	4.185
ROIC	28,5%	37,2%	43,2%	44,4%	44,4%	44,4%	44,4%	44,2%	44,0%	44,0%	43,8%	43,6%	43,2%
Residualoverskud			1.835	2.024	2.206	2.404	2.621	2.825	3.017	3.228	3.414	3.578	3.669
Kapitalomkostninger			8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Tilbagediskonteringsfaktor			0,93	0,86	0,79	0,73	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,43
Frit CF tilbagediskonteret RIDO			1.927	1.690	1.705	1.721	1.736	1.779	1.805	1.788	1.798	1.790	1.790
tilbagediskonteret			1.698	1.734	1.750	1.766	1.782	1.778	1.757	1.741	1.705	1.653	1.696

PV DCFF (Budgetperiode) 17.739

Terminalværdi DCFF 38.490

Enterprise value (DCFF) 56.229

Netto finansielle aktiver -638

Equity value (DCFF) 55.591

PV RIDO (Budgetperiode) 17.363

Terminalværdi RIDO 33.750

Nettodriftsaktiver 5.116

Enterprise value (RIDO) 56.229

Netto finansielle aktiver -638

Equity value (RIDO) 55.591

Antal aktier (mio. stk) 45,0

Aktiekurs 1.235

Worst case

Med 75% af omsætningen i Europa og en samtidig afhængighed af statslige sygesikringsordninger, som betaler for patienternes forbrug af Coloplasts produkter, er Coloplast voldsomt eksponeret mod økonomien i eurozonen, der som bekendt vakler gevaldigt for tiden. Derfor kunne man med en vis rimelighed opstille et scenarie, hvor omsætningen dykker grundet pres på de offentlige finanser i Europa. Dog nøjes vi i følgende worst case scenarie med at tage udgangspunkt i en faldende overskudsgrad som følge af

1. forventligt prispres fra sygesikringskasserne og de statslige indkøbere pga. den forværrede europæiske økonomi.

2. forhøjede priser på plast, som er den primære råvare, der anvendes i Coloplasts produkter, pga. fortsat øget efterspørgsel i de store vækstøkonomier.

Ydermere kan det tænkes, at de svækkede europæiske økonomier fører til stigende selskabsskatter hvorfor denne hæves til 27%. Et scenarie kunne se ud som herunder.

	Historik		Budget					Fade-periode					Terminal
	2009/ 2010	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016	2016/ 2017	2017/ 2018	2018/ 2019	2019/ 2020	2020/ 2021	→
Tid			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Salgsvækst	8%	7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
Nettoomsætning	9.537	10.172	10.884	11.646	12.461	13.333	14.267	15.123	15.879	16.514	17.175	17.862	18.397
Overskudsgrad før skat	21%	25%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT	1.975	2.549	2.286	2.446	2.617	2.800	2.996	3.176	3.335	3.468	3.607	3.751	3.863
Skat (27%)	494	637	617	660	707	756	809	857	900	936	974	1.013	1.043
Driftsoverskud efter skat	1.481	1.912	1.669	1.785	1.910	2.044	2.187	2.318	2.434	2.532	2.633	2.738	2.820
Overskudsgrad efter skat	15,5%	18,8%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Aktivernes omsætningsh.	1,84	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98	1,98
Nettodriftsaktiver (NDA)	5.147	5.116	5.497	5.882	6.294	6.734	7.205	7.638	8.020	8.340	8.674	9.021	9.292
ΔNDA	-93	-32	381	385	412	441	471	432	382	321	334	347	271
Frit CF til virksomheden	1.574	1.943	1.287	1.401	1.499	1.603	1.716	1.886	2.052	2.211	2.299	2.391	2.550
ROIC	28,5%	37,2%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	31,2%	31,1%	30,9%	30,9%	30,9%	30,8%
Residualoverskud			1.258	1.344	1.438	1.539	1.647	1.740	1.821	1.888	1.964	2.042	2.096
Kapitalomkostninger			8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Tilbagediskonteringsfaktor			0,93	0,86	0,79	0,73	0,68	0,63	0,58	0,54	0,50	0,46	0,43
Frit CF tilbagediskonteret RIDO			1.192	1.200	1.189	1.178	1.166	1.187	1.196	1.192	1.148	1.105	1.091
tilbagediskonteret			1.165	1.152	1.141	1.130	1.119	1.095	1.061	1.018	980	944	969

PV DCFF (Budgetperiode) 11.752

Terminalværdi DCFF 23.451

Enterprise value (DCFF) 35.203

Netto finansielle aktiver -638

Equity value (DCFF) 34.565

PV RIDO (Budgetperiode) 10.805

Terminalværdi RIDO 19.282

Nettodriftsaktiver 5.116

Enterprise value (RIDO) 35.203

Netto finansielle aktiver -638

Equity value (RIDO) 34.565

Antal aktier (mio. stk) 45,0

Aktiekurs 768

Aktiekursen på DKK 768 er knap 21% lavere end base case og 38% under best case.

Nutidsværdimodellerne er som vist meget følsomme overfor de ikke-finansielle value drivers, som altså dækker over et væld af risikofaktorer.

2.3 Relative værdiansættelsesmodeller

De relative værdiansættelsesmodeller er kendetegnet ved, at de i modsætning til nutidsværdimodellerne ikke involverer budgettering, og kun gør sparsomt brug af regnskabsoplysninger, hvorfor de er mindre tidskrævende end nutidsværdimodellerne. Derfor er de relative værdiansættelsesmodeller også ganske populære.

Ligesom nutidsværdimodellerne kan de relative værdiansættelsesmodeller opdeles i

- modeller, der værdiansætter egenkapitalen
- modeller, der værdiansætter hele virksomheden inkl. fremmedkapitalen

I modsætning til nutidsværdimodellerne er det dog gængs praksis blandt investorerne at anvende både de modeller, der værdiansætter hele virksomheden, og de modeller, der værdiansætter egenkapitalen. Således er modellen Pris/Nettooverskud, som også kendes som P/E, en af de mest anvendte relative værdiansættelsesmodeller blandt investorer og analytikere. (Petersen and Plenborg 2012)

2.3.1 *Sammenhængen med risikofaktorerne*

Vi så i det foregående afsnit om nutidsværdimodellerne, at virksomhedens værdi påvirkes af de ikke-finansielle value drivers, der driver udviklingen i de finansielle value drivers, som bruges ved beregningen af virksomhedens værdi. Det samme gør sig gældende for de relative værdiansættelsesmodeller, dog med den forskel, at der kun anvendes én finansiell value driver i form af en multipl. Niveauet for denne multipl fastlægges via en sammenligning med de multipler, som konkurrenterne handles til på følgende vis:

1. Identificer konkurrenter
2. Fastlæg den gennemsnitlige multipl, hvortil disse konkurrenter handles
3. Bestem virksomhedens markedsposition ved hjælp af en analyse af de interne faktorer
4. Fastlæg niveauet for de multipler, som virksomheden bør handles til på baggrund af
 - a. virksomhedens markedsposition
 - b. kendskabet til konkurrenternes multipler

Multiplerne er en forsimplet måde at foretage en værdiansættelse på, da der ikke foretages en egentlig budgettering. Men på trods af dette bør en investor eller analytiker, ved anvendelsen af de relative værdiansættelsesmodeller, fortsat foretage en analyse af elementerne i de ikke-finansielle value

drivers fra det foregående afsnit, da udviklingen i multiplerne drives af omverdensfaktorerne fra PEST-modellen og Porters Five Forces og af virksomhedens værdikæde.

Da multiplerne påvirkes af de samme faktorer som de finansielle value drivers fra nutidsværdimodellerne, betyder det, at også risikofaktorerne er de samme. Til gengæld er det mindre gennemsigtigt, hvilke faktorer der genererer værdiskabelsen eller værdidestruktionen. (Petersen and Plenborg 2012)

2.3.2 Følsomheden overfor risikofaktorerne

Ligesom de finansielle value driver i nutidsværdimodellerne er også multiplerne meget følsomme overfor risikofaktorerne. Men hvor de finansielle value drivers i nutidsværdimodellerne til en vis grad hænger sammen med specifikke kategorier af risikofaktorer, er den enkelte multipel under indflydelse af et sammensurium af alle risikofaktorer, hvilket de kommende eksempler vil vise.

Den 1. november 2011 offentliggør Coloplast sit årsregnskab for 2010/2011. Denne dag lukker aktien i kurs 801,50¹, hvilket derfor må konkluderes at være markedets prissætning af de fremlagte regnskabstal og forventningerne til fremtiden. Der er udstedt 45 mio. Coloplast aktier¹, og med en aktiekurs på 801,50 betyder det, at virksomhedens værdi den 1. november 2011 er DKK 36.067 mio. Der er i denne beregning ikke taget højde for værdien af gælden, som er meget begrænset, hvorfor billedet ikke ændres markant heraf. Når vi kender værdien af virksomheden (EV), kan vi nu beregne, hvilken EV/EBIT-multipel selskabet handlede til den pågældende dag, idet EBIT allerede er udregnet i følsomhedsanalyserne i afsnit 2.2.2. Her blev det realiserede EBIT for regnskabsåret 2010/2011 udregnet til DKK 2.549 mio. Dette giver en EV/EBIT-multipel på 14. Vi antager derfor, at markedet mener, at Coloplast bør handle til denne EV/EBIT multipel, og kan på denne måde se konsekvensen på virksomhedens værdi ved en ændring i EBIT.

I afsnit 2.2.2 blev EBIT beregnet for Coloplast i både base-case, best case og worst case scenarierne. Ved hjælp af disse kan vi se, hvilken virksomhedsværdi Coloplast kan opnå, ved at gange EBIT for første budgetår med den ønskede EV/EBIT multipel på 14, som det fremgår af Tabel 3 herunder. De tre scenarier er påvirket af samme forhold, som i afsnit 2.2.2.

	Base case	Best case	Worst case
--	-----------	-----------	------------

¹ <http://www.coloplast.com/about/investorrelations/shareinformation/historicalprices>

Budgetteret EBIT i 1. budgetår	DKK 2.721 mio.	DKK 2.994 mio.	DKK 2.286
Virksomhedsværdi (EBIT * 14)	DKK 38.094 mio.	DKK 41.916 mio.	DKK 32.004 mio.
Aktiekurs (EV/45 mio. aktier)	DKK 847	DKK 931	DKK 711

Tabel 3 - Scenarier for EV/EBIT multiplen

Der er naturligvis tale om en noget forsimplet scenarieanalyse, og det ville have været mere retvisende at lave et vægtet gennemsnit af de forventede EBIT for budgetårene og samtidig foretage en tilbagediskontering. Dette er dog undladt, da der alene er tale om et eksempel, og fordi praktikerne netop ikke benytter budgettering ved anvendelsen af de relative værdiansættelsesmodeller. (Petersen and Plenborg 2012)

Eksemplet dokumenterer, at der, også ved anvendelsen af de relative værdiansættelsesmodeller, er stor følsomhed overfor de forskellige risikofaktorer. Derfor er det endnu engang understreget at risikofaktorerne bør have stor indflydelse på investors investeringsovervejelser.

2.4 Delkonklusion

Indflydelsen fra risikofaktorerne på virksomhedens værdi er tydelig, og derfor er det meget relevant, at en investor i børsprospektet informeres om de risici, som er væsentlige for virksomheden, så han kan tage højde for dette i sin investeringsbeslutning. Det ses også, at mængden af mulige risikofaktorer er overvældende, og netop derfor er det essentielt, at kvaliteten i udvælgelsen af risikofaktorerne, som præsenteres for investorerne, er høj. Også måden hvorpå risikofaktorernes effekt på virksomheden kommer til udtryk vil være vigtigt for investorerne at have indsigt i, så de kan indarbejde dette i deres værdiansættelse.

3 Lovmæssige krav og formålet med risikofaktorer

For at kunne vurdere a) værdien af risikofaktorerne i et børsprospekt, b) om disse lever op til formålet med afsnittet om risikofaktorer og c) om der er behov for en præcisering af de lovmæssige krav på området, er det en forudsætning, at kende formålet og de aktuelle lovmæssige krav. Derfor indledes besvarelsen med nedenstående beskrivelse af

1. De lovmæssige krav til risikofaktorerne
2. Formålet med risikofaktorerne

Værdien af risikofaktorerne i børsprospekter vil blive diskuteret i et senere afsnit.

3.1 Generelt om børsprospekter

Når et selskab skal børsnoteres udgiver selskabet et børsprospekt. Udover en grundig beskrivelse af udbuddet og de tekniske forhold vedrørende dette, indeholder prospektet typisk en dybdegående beskrivelse virksomheden, dens strategi og dens finansielle forhold samt det marked virksomheden opererer i. Endelig indeholder børsprospektet også afsnittet om risikofaktorer, som investor skal være opmærksom på ved investering i den givne virksomhed. Det er dette afsnit om risikofaktorerne, som behandles i denne besvarelse.

3.2 Lovmæssige krav

Kravene til indholdet i børsprospekter er defineret via EU-direktiv 2003/71 af 4. november 2003. Dette direktiv udmøntes i EU-kommisionens prospektforordning (EU-kommisionen 29. april 2004), der fastlægger gennemførelsesbestemmelserne til ovennævnte direktiv. I prospektforordningen defineres de specifikke krav til prospektets format, opbygning og indhold. Det er således i denne prospektforordning, at kravene til risikofaktorerne formuleres:

"Ved risikofaktorer forstås en liste over risici, som specifikt gælder for udsteders og/ellers værdipapirernes omstændigheder, og som er væsentlige, når der træffes investeringsbeslutninger." (EU-kommisionen 29. april 2004)

"Fremtrædende oplysninger om risikofaktorer, der gælder for udstederen eller dennes branche, gives i en sektion med titlen "risikofaktorer". (EU-kommisionen 29. april 2004)

Disse to afsnit af den 104 sider lange prospektforordning er eneste definition på kravene til risikofaktorer i et prospekt. Formuleringerne er ganske brede og overlader dermed til udbyder at vurdere, hvilke risikofaktorer udbyder mener er relevante, og hvordan risikofaktorerne skal beskrives. Da der samtidig ikke er nogen retspraksis på området, er de specifikke krav til risikofaktorerne begrænsede, og markedet har mulighed for selv at finde frem til konsensus for, hvordan risikofaktorerne udfærdiges.

3.3 Formålet med risikofaktorerne

Med EU-direktivet ønskede man fra EU's side at harmonisere kravene ved udarbejdelse, godkendelse og udsendelse af det fulde børsprospekt, hvor risikofaktorerne er et af mange elementer. Denne harmonisering på tværs af landegrænserne havde til hensigt at fremme det indre marked for risikovillig kapital, hvilket fremgår klart af stk. 4 af præamblen til direktivet:

”Dette direktiv udgør et væsentligt instrument for virkeliggørelsen af det indre marked efter den tidsplan, der er fastsat i Kommissionens meddelelse om handlingsplanen for risikovillig kapital og Kommissionens meddelelse om etablering af en ramme for de finansielle markeder: en handlingsplan, ved at gøre det lettere at få bred adgang til investeringskapital overalt i EU, herunder for små og mellemstore virksomheder (SMV) og nystartede virksomheder, gennem et »fælles emittentpas«. (Den Europæiske Union 4. november 2003)

Direktivet skulle altså fremme muligheden for at tilvejebringe kapital i hele EU på baggrund af tilladelse fra et hvilket som helst medlemslands såkaldt kompetente myndighed. I Danmark er det Finanstilsynet, der godkender prospekter og derfor har rollen som den kompetente myndighed.

EU ønskede med direktivet desuden, at forbedre kvaliteten af de oplysninger, som selskaber, der ønsker at blive børsnoteret i EU, afgiver til investorerne. Investorbeskyttelsen var derfor også et centralt punkt i formålet med direktivet, hvilket tydeliggøres i præambelens stk. 10:

”Formålet med direktivet og dets gennemførelsesforanstaltninger er at sikre investorbeskyttelse og markedseffektivitet i overensstemmelse med de høje reguleringsstandarder, der vedtages i de relevante internationale fora.” (Den Europæiske Union 4. november 2003)

Mens formålet med det fulde børsprospekt er tydeligt, kan det kun læses indirekte af ovenstående citat, hvad meningen med risikofaktorerne er. Det vurderes dog, at ovenstående intention om en forbedret investorbeskyttelse, er kilden til prospektforordningens krav til beskrivelsen af

risikofaktorerne. Chefkonsulent ved Finanstilsynet Henrik Kurtmann, har ansvaret for tilsynets godkendelse af børsprospekter, og han bekræfter, at formålet med risikofaktorerne er at sikre investorbeskyttelsen:

"Børsprospektet har til formål at beskytte investor og oplyse ham om, hvad han investerer i. Risikofaktorerne er et vigtigt element heri. Risikofaktorerne er vigtige for investor at tage i betragtning."
(Kurtmann 2012)

Henrik Kurtmann er i øvrigt ikke bekendt med nogen retspraksis på området, og mener ikke der tidligere har været nogle sager vedrørende prospektansvar, da den danske praksis er, at der typisk indgås et forlig, før man når til en retssag.

3.4 Delkonklusion

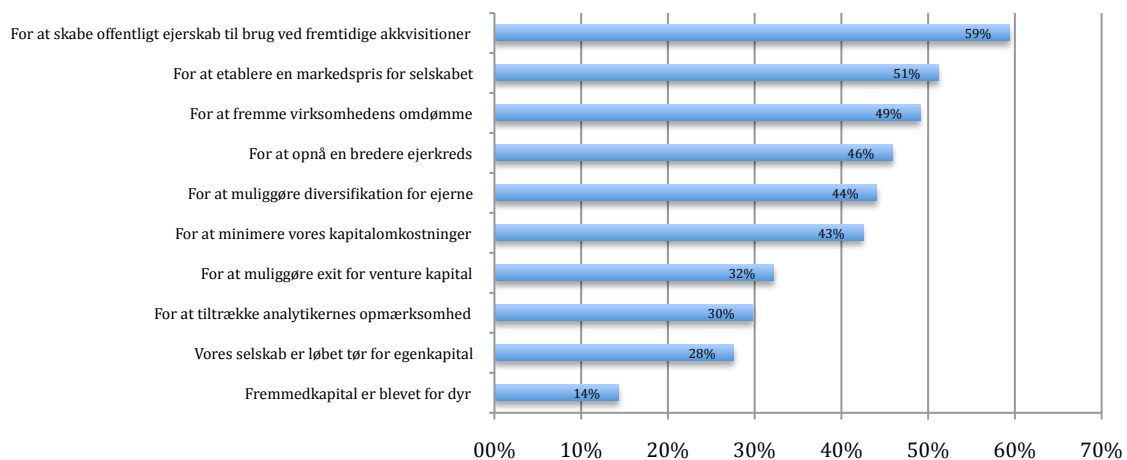
Formålet med risikofaktorerne i et børsprospekt er at beskytte investorerne. Kravene til risikofaktorerne er udledt af EU-lovgivningen, men kravene til risikofaktorerne er forholdsvist bredt formulerede. Sammenholdt med den manglende retspraksis på området betyder det, at der ikke er nogen klar definition eller nogle præcise krav til hvordan afsnittet med risikofaktorer skal udformes.

4 Motiver for en børsnotering og Hakkeordensteorien

Inden selve analysen af de to børsnoteringer af Cimber Sterling og Pandora diskuteres i dette afsnit først hvilke motiver, der får en udbyder til at børsnotere et selskab samt den såkaldte Hakkeordensteori. Et indblik i de mulige motiver for en børsnotering sammenholdt med Hakkeordensteorien er relevante, når det skal vurderes, hvorfor udbyder vælger en børsnotering. Og den kommende analyse af de to børsnoteringer afdækker nogle fællestræk, som gør det interessant at overveje udbyders motiv for børsnoteringerne samt Hakkeordensteorien.

4.1 Motiver for en børsnotering

En børsnotering er dyr og ressourcekrævende, og tilværelsen som et børsnoteret selskab stiller store krav til organisationen i form af bl.a. kontrol, rapportering, kontakt til investorerne med mere. Så hvorfor vælger mange selskaber så alligevel at gå på børsen? De mest typiske årsager er ifølge en undersøgelse foretaget i 2006 af James C. Brau og Stanley E. Fawcett fra Brigham Young University nævnt i figuren herunder (Fawcett and Brau 2006).



Figur 8 - Andel af CFO'er der er enig i at dette er et motiv for en børsnotering (Fawcett and Brau 2006)

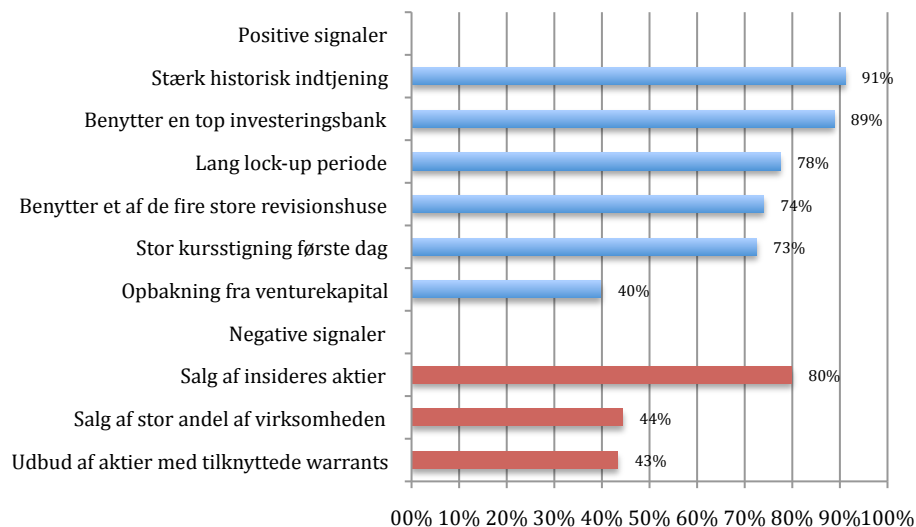
Det ses bl.a. at to af de mest gængse årsager til en børsnotering omhandler insideres ønske om en exit, mens en tredje typisk årsag er, at selskabet er løbet for egenkapital.

1. "For at muliggøre diversifikation for ejerne" (44%)
2. "For at muliggøre exit for venturekapital" (32%)

3. "Vores selskab er løbet tør for egenkapital" (28%)

Insiderne ønsker naturligvis en exit på det tidspunkt, hvor de kan få den højest mulige pris, og årsag 1 og 2 stemmer derfor ikke overens med den gængse teori om det perfekte marked. Hvis en exit er så højt placeret som årsag til en børsnotering, indikerer det, at insiderne ofte sidder med en viden om, at prisen for selskabet i dets nuværende form er på sit højdepunkt. Den tredje årsag tolkes som om et tegn på, at den eksisterende ejerkreds ikke har flere midler at skyde ind i selskabet, men det kan også være et udtryk for en manglende vilje til dette. I så fald kan dette sidestilles med et generelt ønske om en exit jf. årsag 1 og 2. Selvom disse tre årsager ikke nødvendigvis skal opfattes negativt, understreger undersøgelsen dog, at baggrunden for en børsnotering langt fra altid er af positiv karakter.

Et andet element i undersøgelsen bekræfter da også, at markedet typisk vil opfatte en insiders exit som negativt, hvilket må betegnes som en understregning af, at reglen om det perfekte marked ikke holder stik, idet markedet forventer, at insidere ved mere end outsiders. Undersøgelsen dokumenterer da også tydeligt, at insidernes ønske om en exit er et negativt signal til markedet som Figur 9 viser.



Figur 9 - Andel af CFO'er der er enig i at dette er et positivt/negativt signal (Fawcett and Brau 2006)

Insideres handlinger har altså stor signalværdi, hvilket leder os frem til hakkeordensteorien, der netop bygger på antagelsen om at der er asymmetrisk information.

4.2 Hakkeordensteorien

Udtrykket asymmetrisk information dækker over, at et selskabs ledelse ved mere om selskabet end investorerne. Med dette in mente er det også ligetil at konkludere, at markedet tillægger ledelsens handlinger en signalværdi. Ledelsen i et selskab vil oftest tage dette i betragtning, når de skal vælge finansieringsform og prioriterer i realiteten den ene finansieringsform over den anden, hvilket efterlader os med nedenstående hakkeorden(Allen, Myers and Brealey 2008):

1. Frie likvide midler
2. Gældsudstedelse
3. Ny egenkapital

Udstedelse af ny egenkapital er således den sidste finansieringsmulighed som en virksomheds ledelse tyr til, da særligt frie midler men i høj grad også gæld er billigere finansieringsformer end egenkapitalen. Samtidig kan optagelse af yderligere gæld også tolkes som et signal om, at ledelsen har tillid til at selskabet genererer det fornødne cash flow til at servicere gælden, og at gælden ikke øger den finansielle risiko. Når man tyr til udstedelse af yderligere egenkapital, er det derfor et signal om, at ledelsen tror

- At selskabets værdi er overvurderet
- At der ikke kan skabes tilstrækkeligt cash flow til at servicere yderligere gæld

Både hakkeordensteorien og de tidligere omtalte motiver for en børsnotering, er derfor relevante at have i baghovedet, når Cimber Sterling og Pandoras børsnoteringer analyseres herunder.

4.3 Delkonklusion

En børsnotering er et kraftigt signal til markedet og motivet hertil kan af investorerne tolkes på mange måder. Tre af de gængse motiver er, som er relevante at kende ved den følgende gennemgang af børsnoteringerne for Cimber Sterling og Pandora, er at muliggøre diversifikation for ejerne, muliggøre en exit for venturekapitalen og endelig at selskabet er løbet tør for egenkapital.

Hakkeordensteorien fortæller, at selskabet grundet signalværdi foretrækker nogle finansieringsformer frem for andre, og at udstedelsen af ny egenkapitel betragtes som den sidste udvej, hvis ikke man har fri likviditet eller kan udstede gæld.

5 Analyse af børsnoteringen af Cimber Sterling A/S

I dette afsnit og i afsnit 6 analyseres børsnoteringerne af henholdsvis Cimber Sterling A/S og Pandora A/S. At disse to selskaber er udvalgt skyldes, at aktionærerne i begge selskabers tilfælde indenfor en forholdsvis kort periode efter børsnoteringen måtte lægge ryg til store og pludselige kursfald.

Netop fordi kursfaldene sker kort tid efter børsnoteringen, kan det også med rimelighed antages, at udbyder ved udarbejdelsen af prospektet har været bekendt med den eller de risikofaktorer, der udløste kursfaldet. Derfor bør disse risici i henhold til prospektforordningen også have været tydeligt beskrevet i risikofaktorerne. Denne analyse af om risikofaktorerne var tydeligt beskrevet i de to virksomheders prospekter, vil give et indtryk af om risikofaktorerne er anvendelige for investorerne.

Strukturen i de to afsnit om Cimber Sterling og Pandora vil være som følger:

1. Kort virksomhedsbeskrivelse, så læseren har en vis baggrundsforståelse for virksomhederne.
2. Beskrivelse af forløbet af børsnoteringerne
3. Analyse af årsagen til udvalgte, markante kursfald
4. Analyse af om investor via risikoafsnittet i børsprospektet var informeret om
 - a. risikofaktorerne, der udløste kursfaldet, og
 - b. om man ved gennemlæsningen af risikoafsnittet blev bevidst om deres væsentlighed

Da det ikke er formålet med denne opgave, at foretage en gennemgribende aktieanalyse, vil analysen af årsagen til kursfaldene i vid udstrækning være baseret på forskellige aktieanalytikeres udtalelser i medierne.

5.1 Virksomhedsbeskrivelse af Cimber Sterling A/S

5.1.1 *Historien*

Cimber Sterling A/S er et dansk luftfartsselskab med hovedsæde i Sønderborg. Selskabet er oprindeligt etableret under navnet Sønderjyllands Flyselskab i 1949. De første år bestod selskabets aktivitet af rundflyvninger og post- og forsyningsflyvninger i regionen. Selskabet blev i 1950 overtaget af pilot og flymekaniker Ingolf L. Nielsen, hvis efterkommere indtil børsnoteringen i 2010 ejede virksomheden 100% bortset fra årene 1998-2003, hvor SAS ejede 26% af aktierne.

Da han overtog selskabet i 1950, udbyggede Ingolf L. Nielsen aktiviteterne med luftfotografering, bannerflyvning, skoleflyvning og kystkontrol, således at flåden i 1955 var vokset til 17 fly. I 1955

etableres den første almindelige passagerrute mellem Sønderborg og København, og siden dengang har Cimber Sterlings primære aktivitet været beflyvningen af en række indenrigs- og europæiske udenrigsruter.

Dette er bl.a. sket i samarbejde med SAS og Mærsk Air, med hvem Cimber Sterling fra 1971 til 1995 drev joint-venture selskabet Danair A/S, der havde til formål at udvikle og styrke indenrigsflyvningen i Danmark. Danair blev likvideret i 1995, hvorefter de tre aktionærer var i fri konkurrence om indenrigsflyvningen i Danmark. Kort efter likvideringen af Danair indledte SAS og Cimber Sterling imidlertid et nyt samarbejde om indenrigsflyvningen, som også den del i dag er en hjørnesten i Cimber Sterlings strategi.

En anden væsentlig begivenhed i Cimber Sterlings historie fandt sted i december 2008. Konkurrenten Sterling Airlines var netop gået konkurs, og Cimber Sterling købte i kølvandet af konkursen en række aktiver af konkursboet for den beskedne sum af DKK 9 mio. Herunder den strategisk vigtige licens til at operere Boeing 737 fly. Sidenhen overtog Cimber Sterling også leasing-aftalerne for fem Boeing 737 fly, ligesom man også har ansat en del af det tidligere personale fra Sterling Airlines, da disse har et godt kendskab til driften af Boeing 737. (Cimber Sterling A/S 2009)

5.1.2 Fakta om Cimber Sterling

Beskrivelsen herunder er fra tidspunktet for børsprospektets offentliggørelse den 12. november 2009, idet den efterfølgende analyse omhandler forholdene på dette tidspunkt.

Selskabets hovedaktivitet består af indenrigsflyvning i Danmark og ruteflyvning mellem Danmark og en række europæiske destinationer. Virksomheden beskæftiger sig ligeledes i begrænset omfang med flyvedligehold, udlejning af fly, handel med og udlejning og reparation af reservedele samt udvikling og salg af software til styring af logistikken omkring vedligeholdelsen af flyene.

I alt beflyver Cimber 53 egne ruter, heraf 6 indenrigsruter og 47 udenrigsruter. Selskabet råder over 27 fly, hvoraf de selv ejer 14 fly mens de resterende 13 fly er leaset. Flyflåden fordeler sig på tre typer fly til hhv. korte, lange regionale og lange distancer. Cimber foretager mere end 1.000 flyvninger om ugen og befordrer ca. 2,5 mio. private og forretningsrejsende om året. Selskabet har ca. 830 medarbejdere og omsatte i regnskabsåret 2008/2009 for knap DKK 1,3 mia. Kerneydelserne for Cimber er:

- indenrigsflyvning i Danmark for både forretningsrejsende og privatrejsende.

- direkte ruter fra Danmark til udvalgte, udenlandske destinationer for forretnings- og privatrejsende.
- rutetrafik til danskernes primære leisure-destinationer.

Indenfor alle tre forretningsområder fungerer Cimber som udbyder af kapacitet til andre luftfartsselskaber, forstået på den måde at andre luftfartselskaber, som f.eks. SAS, kan sende deres passagerer med et Cimber fly på ruter, som de andre luftfartselskaber ikke selv dækker. (Cimber Sterling A/S 2009)

5.2 Forløbet af børsnoteringen og analyse af årsagen til kursfaldene

I nedenstående afsnit gennemgås historikken for børsnoteringen af Cimber Sterling.

5.2.1 **Fakta om udbuddet**

Den 12. November 2009 offentliggjorde Cimber prospektet for den planlagte børsnotering på OMX. Udbudsperioden var planlagt til at løbe fra d. 17. November 2009 til d. 25. November 2009 med første noteringsdag d. 27. November 2009. Til at arrangere børsnoteringen havde Cimber valgt SEB Enskilda og Spar Nord. (Cimber Sterling A/S 2009) Fakta vedrørende udbuddet er skitseret i Tabel 4 herunder.

Oprindeligt antal aktier	18.000.000 stk.
Nye aktier	13.750.000 stk.
Eksisterende udbudte aktier	2.900.000 stk.
Udbudskurs	DKK 20-24
Nominel kurs per aktie	DKK 1
Bruttoprovenu	DKK 275-330 mio.
Nettoprovenu	DKK 249,6-302,4
Eksisterende aktionærers ejerandel efter børsnotering	48%-57%

Tabel 4 - Fakta vedrørende Cimber Sterlings udbud (Cimber Sterling A/S 2009)

Baggrunden for børsnoteringen er også beskrevet i prospektet:

"Den primære baggrund for børsnoteringen og udbuddet er at sikre et provenu, der kan være med til at sikre grundlaget for Cimber Sterlings vækststrategi, at finansiere ekspansionen af Cimber Sterlings forretning, at sikre Cimber Sterling en stærkere kapitalisering samt at gennemføre et ejermæssigt generationsskifte." (Cimber Sterling A/S 2009)

I pressen suppleres med følgende udtalelser vedr. baggrunden for børsnoteringen:

"Det handler om vækst. Vi vurderer, at vi står på kanten af en optur, og vi har en ambition om at øge forretningsomfanget." (Jørgen Nielsen, daværende Adm. Direktør i Cimber Sterling)²

"Historisk er vi vokset med i gennemsnit 20 pct. de sidste fem år, og vi kan sige, at den vækst bliver markant større fremover. I år regner vi med en vækst på mindst 25- 30 pct." (Jacob Krogsgaard, daværende Økonomidirektør og kommende topchef i Cimber Sterling)³

Det er altså helt tydeligt, at Cimber Sterling med børsnoteringen har en vækstplan liggende i skuffen, som de mener kræver yderligere kapital at realisere. Et lidt andet indtryk fås imidlertid ved blot at læse, hvordan provenuet ifølge prospektet skal anvendes:

- DKK 75 mio. til afdækning af midlertidige leverandørkreditter
- DKK 125 mio. til forbedring af kapitalisering til at imødekomme eventuelle udsving i omfanget af forretningen
- DKK 50 mio. til at øge muligheden for at indgå hedgingaftaler i relation til flybrændstof og USD
- Yderligere provenu forventes anvendt til yderligere investeringer og omkostninger i relation til vækstplanerne

Samlet set forventes således kun et eventuelt overskydende provenu anvendt til vækst, mens resten relaterer sig til en styrkelse af kapitaliseringen og at opnå mulighed for hedging af flybrændstof og USD. Tvivlen om provenuets anvendelse og baggrunden for børsnoteringen vil blive behandlet senere i denne opgave.

5.2.2 Forløb af udbudsprocessen

Som beskrevet blev børsprospektet offentliggjort d. 12. November 2009. Forud for denne dato og i dagene frem til børsnoteringen er der flere hændelser, der giver anledning til at tro, at markedet tvivlede på selskabet.

Oprindeligt var en børsnotering angiveligt ikke førsteprioriteten for Cimber Sterling. I et interview med børsentv.dk udtaler Adm. Direktør Jørgen Nielsen således, at en børsnotering måske kan være en exit-mulighed men først om nogle år⁴, hvilket understreger, at andre muligheder var foretrukket.

² <http://www.business.dk/boersnyt/cimber-gaar-efter-300-mio.-kr.-ved-boersnotering>

³ Dagbladet Børsen, 10. November 2009

⁴ <http://borsentv.dk/karriere.html?clipid=3822>

Selskabet oplevede imidlertid så stort et likviditetspres, særligt efter at banken afviste at hæve selskabets kassekredit⁵, at børsnoteringen blev udgangen.

Da det ikke lykkedes at hæve kassekrediten, forsøgte Cimber i første omgang at finde eksterne investorer, der kunne tilføre selskabet kapital. I foråret 2009 fortalte Jørgen Nielsen således om selskabets søgen efter investorer⁶ og kapitalfonden Axcel blev af kilder i markedet nævnt som en oplagt køber så sent som i oktober 2009.⁷ Det har tilsyneladende ikke været muligt at finde enkeltinvestorer, der havde interesse i at indskyde kapital i selskabet.

Cimber endte derfor med at forsøge sig med en børsnotering, som måden hvorpå den fornødne kapital skulle rejses, og prospektet udgives derfor den 12. November 2009. Den 23. november 2009, to dage før udbudsperiodens udløb, ser ledelsen og arrangørerne sig imidlertid nødsaget til at øge antallet af udbudte aktier til 27.500.000 og sænke udbudsintervallet til DKK 10-13 kr. per aktie⁸. Herved reduceres de oprindelige aktionærers ejerandel yderligere.

Ifølge selskabsmeddelelse nr. 3/2009, var dette forårsaget af usikkerheden om det forudsatte, generelle opsving i flytrafikken og særligt timingen herfor, der har foranlediget et ønske om en højere risikopræmie hos investorerne.⁸ Jævnfør forklaringen omkring egenkapitalens afkastkrav fra afsnit 2.2.1.7, er dette krav en indikation på at investorerne betragter Cimber Sterling som en mere risikabel investering end selskabet og dets rådgivere havde forventet.

5.2.3 Resultatet af børsnoteringen

Den endelige udbudskurs blev den 27. november 2009 offentliggjort til DKK 10 per udbudt aktie a nominelt DKK 1, hvilket var den laveste pris i det reducerede udbudsinterval. Det samlede bruttoprovenu endte således på DKK 275 mio. og således opnåede selskabet jf. nedenstående det minimale krævede provenu for at gennemføre børsnoteringen.⁹

	Oprindeligt udbud	Resultat af udbud
Oprindeligt antal aktier	18.000.000 stk.	18.000.000 stk.

⁵ <http://www.erhvervsbladet.dk/virksomheder/cimber-sterling-jager-en-kvart-milliard>

⁶ Dagbladet Børsen, 27. Marts 2009

⁷ Dagbladet Børsen, 8. Oktober 2009

⁸ Cimber Sterling A/S, Selskabsmeddelelse nr. 3/2009, 23. November 2009

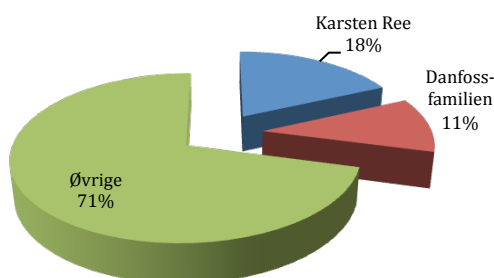
⁹ Cimber Sterling A/S, Selskabsmeddelelse nr. 7/2009, 25. November 2009

Nye aktier	13.750.000 stk.	27.500.000 stk.
Eksisterende udbudte aktier	2.900.000 stk.	0
Udbudskurs	DKK 20-24	DKK 10
Nominel kurs per aktie	DKK 1	DKK 1
Bruttoprovenu	DKK 275.000.000-330.000.000	DKK 275.000.000
Nettoprovenu	DKK 249.600.000-302.400.000	DKK 249.600.000
Eksisterende aktionærers ejerandel efter børsnotering	48%-57%	40%

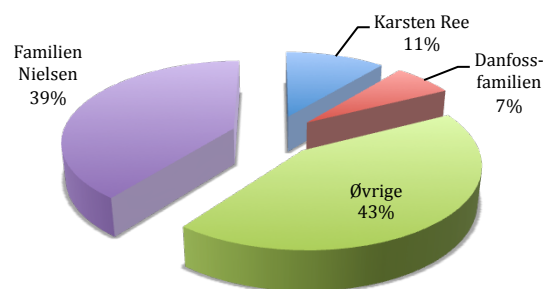
Tabel 5 - Sammenligning af oprindeligt udbud og resultat af udbud (Cimber Sterling A/S 2009) og Selskabsmeddelelse nr. 7

Til gengæld lykkedes det ikke at sælge nogle af de eksisterende aktionærers, familien Nielsens aktier, hvoraf der oprindeligt var udbudt 2.900.000. Ydermere måtte familien Nielsen også acceptere en udvanding af deres ejerandel fra de planlagte 57% til 40%. Alt i alt må børsnoteringen derfor betegnes som en skuffelse.

De nye investorer udgøres af ca. 1.000 aktionærer.⁹ Heriblandt tidligere ejer af Den Blå Avis, Karsten Ree, der har købt 5 mio. aktier svarende til 18% af de nye aktier og 11% den samlede aktiekapitalen¹⁰, og Danfoss-familien, der via holding-selskabet B&MC Holding A/S har købt 3 mio. aktier svarende til 11% af de nye aktier og knap 7% af alle aktierne¹⁰. Dermed ejer de to nye storaktionærer sammen med familien Nielsen, knap 58% af aktierne i selskabet efter børsnoteringen.



Figur 10 - Købere af nye aktier

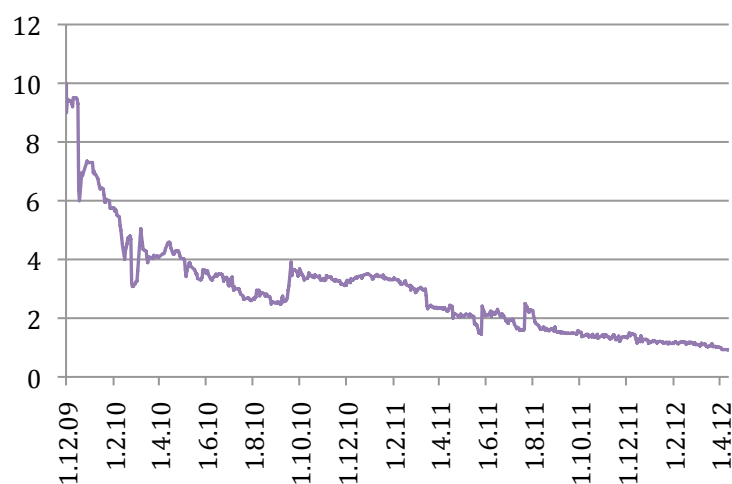


Figur 11 - Aktionærer efter børsnotering

5.2.4 Kursfaldene og analyse af årsagen

Siden børsnoteringen har det med få undtagelser været sort i sort for aktionærerne i Cimber Sterling bedst illustreret ved aktiekursens udvikling herunder.

¹⁰ http://borsen.dk/nyheder/karriere/artikel/1/171425/karsten_ree_koeber_stor_bid_af_cimber_sterling.html



Figur 12 - Cimber Sterlings aktiekurs efterbørsnoteringen (Nasdaq OMX Nordic 2012)

Også sammenlignet med konkurrenterne er der tale om en negativ udvikling, hvilket ses af Figur 13, hvor Cimber Sterlings indekserede aktiekurs er sammenlignet med konkurrenterne **Norwegian**, **Ryanair** og **Easyjet**. så det er ikke et spørgsmål om en generel tendens i markedet men snarere forhold, som knytter sig til Cimber Sterling isoleret set.



Figur 13 - Indekseret aktiekursudvikling for Cimber Sterling og peers fra børsnoteringen til 1.4.2012 (Bloomberg 2012)

5.2.4.1 Første markante kursfald

Allerede på første handelsdag faldt aktiekursen 10% fra kurs 10 til kurs 9, og kostede således aktionærene kr. 45 mio. Dette på trods af at SEB Enskilda, der fungerede som stabiliseringsagent, handlede særdeles aktivt i aktien og var involveret i handler med 460.000 af 1,1 mio. handlede aktier. Derudover var næstrådgiveren Spar Nord involveret i 110.000 handler, så tilsammen handlede de to banker over halvdelen af de handlede aktier. (Nasdaq OMX Nordic 2012) Det, at der er så megen

aktivitet fra stabiliseringsagenternes side, betyder, at markedets reelle prissætning af aktien, først kan vurderes når stabiliseringsperioden er udløbet, men det kan under alle omstændigheder konkluderes, at kursen uden indgriben fra stabiliseringsagenterne ville være faldet yderligere. Men hvordan kan en aktie falde så voldsomt på 1. handelsdag?

Normalt vil den endelige udbudskurs, være udtryk for markedets værdiansættelse af en aktie, men det er tvivlsomt, om dette er gældende i Cimbers tilfælde. Dette skyldes, at 29% af de nye udbudte aktier er aftaget af Karsten Ree og Danfoss-familien, der åbent erkender, at de har investeret af patriotiske årsager snarere end rationelle årsager.

“Det er jo ingen hemmelighed, at selskabet har haft svært ved sælge sine aktier. Der viste sig at være noget tilbage, så fik jeg en snak med dem og kom til at lære dem bedre at kende. Jeg synes, at de var alletiders folk. Jeg gjorde det faktisk med hjertet” (Karsten Ree)¹¹

“Vi er mere på den lokale bane, når det drejer sig om Cimber Sterling, det er vores primære bevæggrund” (Per Have, Direktør for Bitten og Mads Clausen Fonden)¹²

Uden disse storaktionærers opbakning er det således usikkert, om børsnoteringen nogensinde var lykkedes, og de har som minimum været med til at sikre en højere kurs, end hvis de ikke havde deltaget. Derfor repræsenterer 29% af de nye aktionærer således ikke det generelle markeds prissætning af aktien, hvilket selvsagt skævvrider prisen. Dette vurderes at være en del af årsagen til at aktien i første dags handel dykker så dramatisk. At den endelige udbudskurs ikke er udtryk for den reelle markedskurs, leder naturligvis til overvejelsen om, hvorfor markedet prissætter aktien lavere. Svaret på dette spørgsmål ligger formentlig gemt i motivet for børsnoteringen, som derfor diskuteres herunder.

Motivet for børsnoteringen

Flere faktorer medvirker til at så tvivl om motivet for børsnoteringen. Hvis vi starter med at kigge tilbage på de gængse motiver for en børsnotering, springer flere hændelser i øjnene. Som tidligere beskrevet kan tre af motiverne for en børsnotering være:

1. “For at muliggøre diversifikation for ejerne” (44%)

¹¹ http://borsen.dk/nyheder/transport/artikel/1/171541/karsten_ree_til_forsvar_for_dansk_luftfart.html

¹² http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/177388/cimber-aktionær_drevet_af_lokale_hensyn.html

2. "For at muliggøre exit for venturekapital" (32%)
3. "Vores selskab er løbet tør for egenkapital" (28%)

I tilfældet med Cimber er både årsag 1 og 3 aktuelle. Hvis vi starter med motiv nr. 3 herover, bemærkes det, at de seneste periodetal for ifølge børsprospektet udviser en egenkapital på kun DKK 142,4 mio. af en samlet balance på DKK 1.060,8 svarende til en soliditet på 13,4%. Det er meget lavt, særligt når resultatopgørelsen for samme periode udviser et negativt resultat på DKK 11,9 mio. og det seneste årsregnskab gav et negativt resultat på DKK 58,9 mio. Det kan derfor konkluderes, at selskabet op til børsnoteringen er ved at løbe tør for egenkapital, hvorfor motiv nr. 3 givetvis er i spil.

Årsag nr. 1 vurderes også at være aktuel, da familien Nielsen ifølge årsregnskabet for 2007/2008 trak DKK 45 mio. ud i udbytte. Dette er et klart tegn på, at de ønsker at diversificere deres investeringer, og bidrager også til spekulation om deres fortsatte tro på selskabet. Særligt når det tages i betragtning, hvor tyndt kapitaliseret selskabet er herefter, sammenholdt med den høje operationelle risiko indenfor flybranchen, hvilket normalt bør opvejes af en lav finansiell risiko.

I prospektet henvises da også til ønsket om et generationsskifte i ejerkredsen som en af baggrundene for børsnoteringen. Et generationsskifte og ønsket om at diversificere investeringerne havde næppe været aktuelt, såfremt familien Nielsen virkelig troede fuldt og fast på vækstplanerne. I så fald havde de formentlig heller ikke ønsket at sælge ud af deres egenbeholdning i Cimber, som i det oprindelige udbud, hvor de satte 2.900.000, svarende til 16%, af deres egne aktier til salg. En handling, der i øvrigt ifølge de tidligere omtalte motiver for en børsnotering, opfattes som et negativt signal til markedet. Det lykkedes da heller ikke at sælge familien Nielsens egne aktier.

Fra flere sider beskrives Cimbers vækstplaner også som i bedste fald meget optimistiske:

"De kan sagtens sætte flere fly i luften, men spørgsmålet er, om de kan få passagerer til at sætte sig ind i dem. Det lyder som meget aggressive vækst mål og vil betyde, at de skal erobre betydelige markedsandele" (Jacob Pedersen, Luftfartsanalytiker i Sydbank).¹³

"...generelt er der stort set ingen vækst i markedet i øjeblikket." Lars Heindorff, Analytiker i ABG Sundal Collier.¹³

¹³ Dagbladet Børsen, 10. November 2009

“Vi har svært ved at se, at man kan tjene penge på det danske luftfartsmarked, som priserne er i øjeblikket” (Jacob Pedersen, Luftfartsanalytiker i Sydbank).¹⁴

“Ingen tjener penge på danske indenrigsruter mere” Ole Kirchert Christensen, Direktør Travelbroker Nordic.¹⁴

Motivet for børsnoteringen har således næppe været vækstplanerne, og det fremgår da også af prospektet, at det forventede provenu på minimum DKK 275 mio. skal anvendes til andet end vækst (Cimber Sterling A/S 2009):

- DKK 75 mio. til afdækning af midlertidige leverandørkreditter
- DKK 125 mio. til at forbedre kapitalisering og likviditetsberedskab
- DKK 50 mio. til at øge muligheden for hedging af brændstof og USD
- Yderligere provenu anvendes til investeringer og omkostninger i relation til vækstplaner

Provenuet skal altså sikre likviditet til selskabets overlevelse og skal ikke anvendes på en vækstplan. Da provenuet blev netop DKK 275 mio. efterlades heller ingen midler til at realisere den eventuelle vækstplan.

Motivet med børsnoteringen bringes yderligere i tvivl af den tidligere omtalte hakkeordensteori, som fortæller, at frie likvide midler grundet signalværdien er den foretrukne finansieringskilde.

1. Frie likvide midler
2. Gældsudstedelse
3. Ny egenkapital

Mulighed nr. 1 i hakkeordenen var altså ikke tilgængelig for Cimber Sterling til at finansiere deres vækstplan, eller hvad provenuet skulle bruges til. Manglen på frie likvide midler bekræftes af regnskabsoplysningerne i prospektet, som fortæller, at selskabets likvide midler ved udgangen af 1. kvartal 2009/2010 var begrænset til DKK 6,1 mio. og at leverandørerne finansierer selskabet for op til kr. 100 mio. (Cimber Sterling A/S 2009)

¹⁴ Dagbladet Børsen, 29. Januar 2010

Finansiering af driften via egne frie likvide midler var således ikke længere en mulighed for Cimber Sterling. Men hvad så med 2. prioriteten, som dækker over finansiering via gældsudstedelse? Som nævnt i beskrivelsen af forløbet op til børsnoteringen, var Cimber ikke i stand til at rejse yderligere fremmedkapital, så mulighed nr. 2 kunne de heller ikke ty til.

Dermed resterer kun den 3. mulighed i form af ny egenkapital. Den nye egenkapital skal anvendes til at finansiere den fortsatte drift, og det må derfor konkluderes, at den primære baggrund for børsnoteringen næppe var vækstplanerne, men snarere behovet for at styrke likviditeten og derved undgå konkurs. Dette har markedet formentlig gennemskuet, og dermed handles aktien kraftigt ned på første handelsdag.

5.2.4.2 Andet markante kursfald

Mens årsagen til det første markante kursfald krævede en del analysearbejde at forstå, er årsagen til de næste tre kursfald straks mere åbenlyse.

Det andet store kursfald indtræffer den 17. december 2009, hvor Cimber Sterling fremlægger sit første kvartalsregnskab som børsnoteret selskab. Kursen styrteddykkede fra kurs 9,3 til kurs 6,35 svarende til et fald på 31,7%. (Nasdaq OMX Nordic 2012) Tallene i kvartalsrapporten er per 31. Oktober 2009 – altså fra 12 dage før børsprospektet blev offentliggjort. Alligevel adskiller forecast i regnskabet sig markant fra forecast i prospektet.

Forecast for regnskabsåret 2009/2010	Jævnfør prospektet (Udgivet 12/9)	Jævnfør kvartalsrapport ¹⁵ (Afsluttet 31/10)
Omsætning	DKK 1.725-1.775 mio	DKK 1.675-1.725 mio.
EBIT	DKK -10 mio. til -40 mio.	DKK -60 mio.

Udover skuffelsen over nedjusteringen reagerer markedet formentlig også på det tillidssvigt, som ledelsen præsterer ved at offentliggøre et prospekt med nogle regnskabstal, som de er bekendt med vil blive nedjusteret kort efter. Straffen faldt da også prompte i form af et kursfald på 31,7% den pågældende dag.

5.2.4.3 Tredje markante kursfald

Allerede den 24. februar 2010 dykker aktien yderligere 31,7% fra kurs 4,69 til kurs 3,20. (Nasdaq OMX Nordic 2012) Også denne gang skyldes kursfaldet en nedjustering, som dermed er den anden

¹⁵ Cimber Sterling A/S, Delårsrapport maj-oktober 2009/10

nedjustering indenfor fire måneder efter børsnoteringen. Forventningerne til omsætningen nedskrives til mellem DKK 1.545 og 1.605 mio. og EBIT til mellem DKK -200 og -220 mio.¹⁶ Det er stort set de samme faktorer, der gør sig gældende, som ved den foregående nedjustering:

- Stigende prispres pga. øget konkurrence - den gennemsnitlige passagerindtægt falder derfor med 7%
- Reduceret efterspørgsel efter flyrejser - væksten i antal befordrede passagerer var derfor 11% lavere end forventet
- Ekstraomkostninger som følge af en hård vinter, der kostede et højere end forventet antal aflysninger og omkostninger til de-icing m.m.

For at imødekomme det lavere aktivitetsniveau og den lavere indtjening annoncerede Cimber Sterling i samme ombæring, at flyflåden reduceres fra 28 til 23 fly. Dette må betragtes, som en resignation i forhold til de ambitiøse vækstplaner. Dette er naturligvis ekstra problematisk, eftersom børsnoteringen i høj grad blev markedsført på netop vækstplanerne.

5.2.4.4 Fjerde markante kursfald

Herefter går der ca. 3,5 måned før aktien igen den 6. juli 2010, rammes af et markant kursfald. Denne gang i forbindelse med udgivelsen af årsrapporten for 2009/2010.¹⁷ Kursen falder denne gang med 9,1% fra kurs 3,4 til kurs 3,09. (Nasdaq OMX Nordic 2012) Det forgangne år er endt på niveau med forecastet ved seneste nedjustering, hvorfor det ikke er de realiserede tal, der skuffer. Til gengæld nedjusteres EBIT-forventningerne til det påbegyndte regnskabsår 2010/2011 fra mellem DKK -30 mio. og +30 mio. til mellem DKK -20 mio. og -80 mio. Årsagen til nedjusteringen begrundes med to faktorer:

- En styrkelse af USD til DKK/USD 6,00
- En stigning i brændstofprisen til USD 700/ton

Dette forventes tilsammen at påvirke EBIT negativt med DKK 100 mio. Den triste udvikling i EBIT siden prospektets offentliggørelse opsummeres i årsrapporten for 2009/2010.

¹⁶ Cimber Sterling A/S, Selskabsmeddelelse nr. 27/2010, 24. Februar 2010

¹⁷ Cimber Sterling A/S, Årsrapport 2009/2010, 6. Juli 2010

Udvikling i EBIT: Forventning 2009/10, realiseret resultat samt forventning til 2010/11 (DKK mio.)	
EBIT-forventning, prospekt	-10/-40
Færre passagerer	-90
Lavere billetpris	-55
Lavere forbrug af brændstof	10
Højere USD/brændstofspris	-10
Hård vinter m.m.	-15
Øvrigt	-12
EBIT-resultat 2009/10 før særlige indtjeningspåvirkende poster	-197
'Odin' og 'Thor'	140
Vækst i passagerer og salg af tillægsydelser m.v.	107
EBIT-forventning 2010/11 før USD- og brændstofeffekt	50
Højere USD	-75
Højere brændstofspris	-25
EBIT-forventning 2010/11	-20/-80

Tabel 6 - Udvikling i EBIT siden prospektets offentliggørelse (Cimber Sterling A/S, Årsrapport 2009/2010)

Aktiens deroute fortsætter herefter, og trods yderligere en aktieemission, hvor en ukrainsk rigmand trådte ind som storaktionær begærer bestyrelsen selskabet konkurs den 3. Maj 2012.

5.3 Diskussion af risikofaktorerne i Cimber Sterlings prospekt

Ovenfor er årsagerne til kursudviklingen afdækket. I det følgende analyseres og vurderes det så, hvorvidt disse årsager er omtalt som risikofaktorer i Cimber Sterlings børsprospekt, og om dette sker på en måde, som overholder prospektforordningens artikel 2, hvor risikofaktorer defineres, som forhold der gælder specifikt for udsteder, og som er væsentligt, når der træffes investeringsbeslutninger.

Nedenstående faktorer er blevet afdækket som årsagen til kursfaldene, og vi ved derfor, at de er væsentlige. Derfor analyseres det først og fremmest, om disse forhold er afdækket af risikofaktorerne i børsprospektet.

- Eksisterende aktionærers tvivlsomme interesser
- Svigtende vækst
- Faldende efterspørgsel efter flyrejser
- Øget konkurrence
- Likviditetsudsving
- USD-kursen
- Brændstofpriser
- Vejrforhold – herunder særligt vintervejret og dets effekt på flytrafikken

Indledningsvist kan det konstateres, at risikoafsnittet omfatter i alt 49 forskellige risikofaktorer over intet mindre end 13 sider. Der kan stilles spørgsmålstejn ved, om alle 49 vitterligt er væsentlige. En umiddelbar vurdering er, at afsnittet om risikofaktorer er for omfattende og, at det antageligvis er svært at gennemskue hvilke risici, der er væsentlige. Vi gennemgår nu prospektet for at afklare om de ovennævnte risikofaktorer er inddraget.

5.3.1.1 Eksisterende aktionærs tvivlsomme interesser

Som beskrevet i tidligere dele af denne besvarelse har familien Nielsen formentlig ikke haft samme interesse som de nye investorer. De har endda signaleret manglende opbakning til selskabet ved at trække udbytte ud og kort efter gennemføre en børsnotering for at skaffe ny likviditet. Det er derfor positivt, at risikofaktorerne i børsprospektet afdækker dette forhold under afsnittet *"Selskabets Eksisterende Aktionærer kontrollerer en væsentlig del af Aktierne, og deres interesser kan være i modstrid med andre aktionærs interesser, hvilket kan få en negativ betydning for Cimber Sterling"*.

5.3.1.2 Svigtende vækst

Dette forhold tages der højde for i afsnittet *"Cimber Sterlings fremtidige udvikling er i relativt høj grad baseret på vækst"*. Væksten viste sig som beskrevet, at være mere dæmpet end forudsat i prospektet, hvilket var medvirkende til de kraftige kursfald. Risikoen var altså reel, og da aggressive vækstplaner altid medfører en højere grad af risiko end en velkonsolideret forretningsmodel, er det positivt, at denne risikofaktor er inddraget. Afsnittet er dog noget ukonkret, og giver ikke investor megen ide om den faktiske risiko.

5.3.1.3 Faldende efterspørgsel efter flyrejser

Vi har set, at Cimber grundet faldende efterspørgsel efter flyrejser, har haft svært ved at realisere vækstplanerne, og at dette har skadet indtjeningen. Den faldende efterspørgsel er en konsekvens af konjunkturudsving, og det må generelt forventes, at lavkonjunkturer medfører, at der sælges færre privat- såvel som erhvervsrejser. Risikoen for faldende efterspørgsel er beskrevet i afsnittet *"Cimber Sterling er afhængig af udviklingen på det danske marked for indenrigsflyvninger og markedet for flyvninger mellem Danmark og europæiske destinationer"* og afsnittet *"Efterspørgslen efter flyrejser og Cimber Sterlings lønsomhed og evne til finansiering af sin drift har været og vil muligvis fortsætte med at være negativt påvirket af den økonomiske nedtur både globalt og på de lokale markeder"*. Igen er det dog ikke nemt at forholde sig til risikoen, der er beskrevet forholdsvis vagt. Ydermere er forhold som substituerende produkter i form af f.eks. e-møder, som i stigende grad anvendes af erhvervslivet, ikke nævnt.

5.3.1.4 Øget konkurrence

Konkurrencen i flybranchen er intensiv og har jævnfør den tidligere gennemgang af årsagen til kursfaldene også haft konsekvenser for Cimbers indtjening, idet prispresset har udhulet indtjeningen. Derfor er det også væsentligt, at denne risikofaktor er beskrevet under afsnittet *"Cimber Sterling opererer i en konkurrencepræget industri"*.

5.3.1.5 Likviditetsudsving

Likviditetsproblemerne var før og for den sags skyld efter børsnoteringen betydelige. Der herskede stor usikkerhed om selskabets evne til at betale sine udeståender, og idet børsnoteringen må antages at have det primære formål at skaffe likviditet, bør likviditetsproblemerne spille en betydelig rolle i prospektet. Beskrivelsen af denne risikofaktor er da også ganske tydelig, og man kan undre sig over, at prospektet generelt nedtoner dette forhold:

"... Hvis minimumsprovenuet på DKK 249,6 mio. ikke opnås, og selskabet derfor ikke børsnoteres, vil selskabet have et behov for anden finansiering til selskabets fortsatte drift..."

5.3.1.6 Kursen på DKK/USD

I risikofaktorerne forklares ydermere i afsnittet *"Cimber Sterling er udsat for valutakurssvingninger, særligt i forhold til USD"*, at Cimber Sterling er afhængig af kursen på DKK/USD. Dette er særdeles væsentligt, da en meget stor del af selskabets udgifter afholdes i USD. Det er derfor positivt, at disse risici nævnes. Dog er det svært for investor at vurdere, i hvor høj grad det påvirker selskabet, da der kun anvendes begrænsede tal og eksempler. Yderligere konsekvensberegninger burde være muligt, eftersom CEO Jacob Krogsgaard i et interview med børsen.dk udtaler, at en stigning i DKK/USD medfører DKK 50 mio. i øgede omkostninger.¹⁸

5.3.1.7 Brændstofpriser

Effekten af prisstigninger på brændstof kan aflæses tydeligt på Cimbers bundlinie, og bl.a. i 2010/2011 budgetterede selskabet med negative effekter fra brændstofprisen på DKK 25 mio. Der er derfor tale om en ganske væsentlig og målbar risikofaktor, som derfor også bør være og er inkluderet i risikofaktorerne under afsnittet *"Cimber Sterling er udsat for risici, som er associeret med pris på og tilgængelighed af flybrændstof"*. Dog burde det være muligt, at tydeliggøre effekten fra brændstofprisernes udvikling yderligere, da denne er ganske målbar.

¹⁸ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/186834/cimber-chef_dollarkurs_vaelter_laesset.html

5.3.1.8 Vejrforhold

Likviditeten er som beskrevet stram og kapitaliseringen ganske tynd, og netop derfor bør det også inddrages i risikofaktorerne, at selskabet er særdeles sårbart overfor de hændelser, der undertiden lammer flytrafikken. Herunder vintervejret, askeskyer og terrorhandlinger. Disse forhold er også nævnt, men f.eks. vejrets indflydelse er tyndt beskrevet, hvilket kan undre, da Danmark ofte oplever forstyrrelser af flytrafikken som følge af vintervejret. Og effekten af vintervejret i januar/februar 2010 på DKK 15 mio. kan aflæses tydeligt for regnskabsåret 2009/2010 i tidligere opstillede regnestykke. Derfor ville det være ønskeligt, om dette punkt fik større fokus i risikofaktorerne.

5.4 Delkonklusion

Forløbet for Cimber Sterlings børsnotering var usædvanligt, hvor ledelsen før børsnoteringen forgæves havde søgt andre alternativer i form af bankfinansiering og andre investorer. Børsnoteringen blev i høj grad solgt på selskabets vækstplaner men markedet tog dårligt imod aktien, der fire gange indenfor det første år efter børsnoteringen faldt voldsomt.

Det første kursfald skyldtes formentlig, at den endelige udbudskurs ikke afspejlede det generelle markedes prissætning af aktien, da markedet var skeptiske overfor vækstplanerne og havde gennemskuet Cimber Sterlings overlevelseskamp som motivet for børsnoteringen. De næste tre kursfald skyldtes markedets skuffelse over flere markante nedjusteringer, som var forårsaget af en række forskellige risikofaktorer.

Samlet set kan Cimber Sterlings ledelse dog hævde, at de relevante risikofaktorer er beskrevet i prospektet. Til gengæld er det tvivlsomt, om investorerne har været i stand til at gennemskue dette, da omfanget af inddragne risikofaktorer var massivt. Der kan uden tvivl stilles spørgsmålstejn ved, om væsentlighedskriteriet er opfyldt for alle risikofaktorerne, og om de alle gælder specifikt for Cimber Sterling.

6 Analyse af børsnoteringen af Pandora A/S

Efter analysen af Cimber Sterlings børsnotering kigger vi nu nærmere på Pandoras børsnotering. Endnu engang er formålet at afdække, om investorerne via risikoafsnittet er blevet gjort tilstrækkeligt opmærksomme, på de risici, som var forbundet med en investering i Pandora.

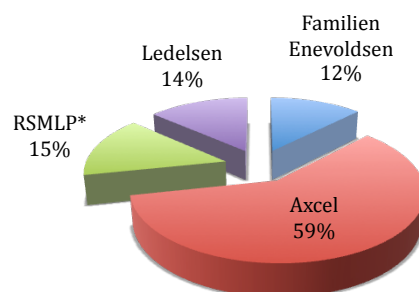
6.1 Virksomhedsbeskrivelse af Pandora A/S

6.1.1 Historien

Pandora er et dansk selskab, der designer, fremstiller og sælger håndlavede smykker. Virksomheden blev grundlagt i København i 1982 af guldsmed Per Enevoldsen og hans hustru Winnie, der i første omgang etablerede en detailbutik i København. Siden starten i 1982 importeredes smykker fra Thailand, som solgtes videre fra butikken i København. Inden længe påbegyndtes engrosforhandling af smykkerne, og i 1987 afvikledes detailbutikken for at fokusere kun på engrosdelen. Virksomheden ansatte sin første designer og i 1989 blev den første kollektion af eget design produceret i Thailand.

Lanceringen af de såkaldte charms-armbånd i 2000 blev et stort hit, og virksomheden påbegyndte i de følgende år en internationalisering, som bl.a. inkluderede en etablering i USA i 2003 og Australien og Tyskland i 2004. USA er i dag virksomhedens største marked med en andel af omsætningen på knap 41%.

For at imødekomme et behov for øget produktionskapacitet etablerede Pandora i 2005 sin egen fabrik i Thailand, som i 2008 blev fulgt op af endnu en fabrik i samme område. I 2010 åbnede yderligere to fabrikker i Thailand. Den kraftige vækst vakte interesse fra eksterne investorer, og i 2008 opkøbte kapitalfonden Axcel 60% af aktierne i Pandora. Allerede to år senere i 2010 blev Pandora børsnoteret på Københavns fondsbørs. (Pandora A/S 2010)



Figur 14 - Aktionærer før børsnotering (Pandora A/S 2010)

*) RSMPL er et selskab ejet af de to grundlæggere af Pandora i USA, Rene Sindlev og Michael Lund Petersen

6.1.2 Fakta om Pandora

Ligesom for Cimber Sterling A/S vil nedenstående beskrivelse tage udgangspunkt i fakta om virksomheden, som den så ud på tidspunktet for børsnoteringen, da den efterfølgende diskussion af risikofaktorerne foretages ud fra prospekttidspunktet.

Pandora sælger i dag via et stort netværk af mere end 10.000 forhandlere i 47 lande, fordelt over 6 kontinenter. Udover de almindelige forhandlere sælges smykkerne også via virksomhedens mere end 262 egne konceptbutikker. De største markeder og deres andele af omsætningen er i dag USA (40,8%), Storbritannien (13,2%), Australien (12,5%) og Tyskland (11,8%). Pandora omsatte i 2009 for DKK 3.461 mio. mens omsætningen alene i 1. halvår beløb sig til DKK 2.581 mio. hvilket understreger den væksthistorie, som selskabet i høj grad er eksponent for. Antallet af ansatte var efter 1. halvår 2010 på knap 3.900.

Virksomhedens målgruppe er kvinder mellem 25 og 50 år. Til forskel fra mange af konkurrenterne er Pandoras produkter fremstillet af ædle metaller såsom guld og sølv. Alle smykker designes på hovedkontoret i Danmark, mens produktionen som beskrevet fortsat finder sted i Thailand. Hovedproduktet er de såkaldte charms-armbånd med tilhørende charms, som udgør næsten 90% af omsætningen, men sortimentet dækker også over ringe, armbånd, halskæder, vedhæng og øreringe. Salget af andre produkter end charms-armbåndene ønskes udviklet over de kommende år for at opnå en bedre diversificering på produktgrupperne. (Pandora A/S 2010)

6.2 Forløbet af børsnoteringen og analyse af årsagen til kursfaldene

6.2.1 Fakta om udbuddet

Sammen med en stribe emissionsbanker offentliggjorde Pandora den 20. september 2010 børsprospektet og indledte dermed udbuddet af aktier, der skulle løbe fra den 23. september til den 5. oktober med første noteringsdag den 5. Oktober. (Pandora A/S 2010) Fakta om udbuddet er skitseret i Tabel 7.

	Udbud
Oprindeligt antal aktier	125.500.000 stk.
Nye aktier	3.428.571
Eksisterende udbudte aktier	44.552.909 stk.
Udbudskurs	DKK 175-225
Nominal kurs per aktie	DKK 1
Bruttoprovenu	DKK 600-771 mio.
Nettoprovenu	Ca. DKK 560 mio.

Eksisterende aktionærers ejerandel efter børsnotering	57,5%-62,5%
--	-------------

Tabel 7 - Fakta om Pandora A/S udbud (Pandora A/S 2010)

Det ses i tabellen, at der i høj grad er tale om, et udsalg af eksisterende aktionærers aktier. De få nye aktier vil give et i den sammenhæng beskedent provenu på DKK 600 mio., der alene skal anvendes til opkøb af resterende aktier i de lokale distributionsselskaber i hhv. Australien og Tyskland, hvilket skal sikre en bedre kontrol med distributionsnetværket og en mere enkel koncernstruktur.

Motivet for børsnoteringen synes således primært at være, at de eksisterende aktionærer ønsker at realisere en gevinst, hvilket ikke afkræftes i en pressemeddelelse vedr. planerne for børsnoteringen, hvorfra følgende motiv beskrives:

*"Den påtænkte børsnotering forventes at være et væsentligt skridt i PANDORAs udvikling og vil skabe et stærkt grundlag for fremtidig vækst ved at øge selskabets synlighed, forbedre selskabets evne til at tiltrække og fastholde nøglemedarbejdere, skabe adgang til kapitalmarkederne, hvis dette skulle blive nødvendigt, samt skabe en bredere aktionærkreds."*¹⁹

6.2.2 Forløb af udbudsprocessen

Op til børsnoteringen er der enkelte kritiske røster, som udtaler sig i medierne. Flere investorer rejser således tvivl om substansen i selskabet og påpeger i medierne, at der er grund til at forholde sig kritisk til Pandoras børsnotering og det fastsatte prisinterval.

Særligt den høje pris, som aktierne udbydes til, den korte regnskabsmæssige historik og uvisheden om hvorvidt væksttallene er oppustede giver anledning til kritik i en artikel bragt i Berlingske Business op til børsnoteringen.²⁰ Det påpeges heri, at udbudsintervallet indikerer en pris på op til 36 gange indtjeningen i seneste regnskabsår for 2009. Også det faktum, at der kun er udarbejdet to regnskaber efter internationale regnskabsregler kritiseres. Men det mest omdiskuterede kritikpunkt var de manglende tal for salget i den enkelte butik, det såkaldte "same-store" sales". Dette tal rensrer salgstallene for nye butiksåbninger og salg til butikernes lagre, og betragtes, som et af de vigtigste nøgletal i detailbranchen.²⁰ Disse synspunkter bakkes op i en artikel i Berlingske Nyhedsmagasin

¹⁹ Pandora A/S, pressemeddelelse den 7. September 2010

²⁰ <http://www.business.dk/detailhandel/storinvestorer-kritiske-over-for-pandora-boersnotering>

senere på måneden²¹, mens et nyt tvivlsspørgsmål rejses af to aktieanalytikere, der påpeger, at Pandora ikke har sikret sine rettigheder på det kinesiske marked.

*”Det tyder jo på, at det kan blive svært at beskytte sig mod efterligninger, og det besværliggør selvfølgelig en indtræden på det kinesiske marked, der ellers har potentialet til at blive et rigtig vigtigt marked for Pandora” (Søren Løntoft, Aktieanalytiker i Sydbank)*²²

*”Det er et så vigtigt marked for Pandora, at jeg simpelthen forudsætter, at de arbejder på at finde en tilfredsstillende løsning inden for en overskuelig tid” (Jens Houe Thomsen, Aktieanalytiker i Jyske Bank)*²²

Det påpeges også, at Pandora kan være et modefænomen, og at selskabets levetid er kort:

*”Vi ser en reel risiko for, at forbrugerne på et tidspunkt vender Pandoras charms-armbånd koncept ryggen, hvilket på grund af den store andel af Pandoras salg vil true omsætning og indtjening”, Søren Løntoft Hansen, Aktieanalytiker i Sydbank.*²³

Der påpeges altså fra flere sider en vis usikkerhed i forhold til væksthistorien, som børsnoteringen sælges på. Med den nævnte skepsis taget i betragtning, er det derfor interessant at vurdere baggrunden for Pandoras børsnotering ud fra hakkeordensteorien og Brau & Fawcetts teori om motiverne for en børsnotering.

6.2.2.1 Baggrunden for børsnoteringen

Hakkeordensteorien tager som beskrevet udgangspunkt i, at markedet er assymetrisk, hvilket vil sige, at insiderne besidder viden om selskabet, som outsiderne ikke har. Hakkeordensteorien siger derfor, at der kun udstedes egenkapital, på det tidspunkt, hvor selskabet mener, at prisen for aktien er minimum på niveau med deres egen vurdering af selskabets værdi. Det samme gør sig naturligvis gældende ved en børsnotering. I Pandoras tilfælde bestod børsnoteringen næsten udelukkende af et salg af eksisterende aktier, og hvis hakkeordensteorien holder, skete børsnoteringen altså på det tidspunkt, hvor Axcel og de øvrige sælgende aktionærer forventede at få den højeste pris for aktierne.

²¹ <http://www.business.dk/ledelse/hemmelighederne-i-pandoras-aeske>

²² <http://www.business.dk/fashion-design/pandora-er-noget-helt-andet-i-kina>

²³ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/192711/eksperter_bliv_ikke_forfoert_af_pandora.html

Det hænger fint sammen med Brau & Fawcetts teori om motiverne for børsnoteringer, der fortæller, at et af de mest gængse motiver for en børsnotering er at muliggøre en exit for venturekapitalen. Og en exit vil typisk ønskes, når det kan ske til en attraktiv pris jævnfør hakkeordensteorien. Dette diskuteres nærmere i afsnit 6.2.4, hvor årsagen til kursfaldene kædes bl.a. kædes sammen med nogle af udbydernes dobbeltrolle ved børsnoteringen.

6.2.3 Resultatet af børsnoteringen

De enkelte kritiske udtalelser fik dog ingen indflydelse på at børsnoteringen blev afsluttet den 5. oktober 2010 som planlagt med nedenstående resultat til følge.

	Udbud	Resultat af udbud
Oprindeligt antal aktier	125.500.000 stk.	125.500.000 stk.
Nye aktier	3.428.571	2.857.142
Eksisterende udbudte aktier	44.552.909 stk.	51.235.702 (inkl. overallokeringsreserve)
Udbudskurs	DKK 175-225	DKK 210
Nominel kurs per aktie	DKK 1	DKK 1
Bruttoprovenu	DKK 600-771 mio.	DKK 600 mio.
Nettoprovenu	Ca. DKK 560 mio.	DKK 560 mio.
Eksisterende aktionærers ejerandel efter børsnotering	57,5%-62,5%	57,4%

Tabel 8 - Oprindeligt udbud og resultat af udbud (Pandora A/S 2010) og Pandora A/S, Selskabsmeddelelse nr. 1, 5. oktober 2010

Alt i alt ender udbuddet med et salg af aktier for mere end DKK 11 mia. og altså en stor gevinst for de eksisterende aktionærer. Den endelige udbudskurs ligger i den høje ende af intervallet og hele overallokeringsretten udnyttes, så antallet af solgte aktier overstiger det forventede. Børsnoteringen må derfor betegnes som en stor succes, der værdiansætter Pandoras egenkapital til ca. DKK 27 mia.

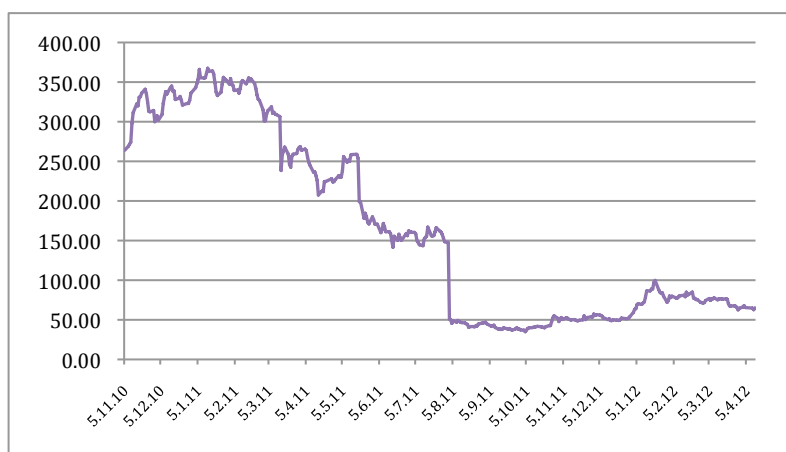
De eksisterende aktionærer ejer via det fælles holding-selskab Prometheus Invest ApS efter børsnoteringen 57,4% af aktierne. De 5000 nye aktionærer, som vælger at købe aktier i Pandora, består primært af institutionelle investorer fra Danmark og udlandet. Denne gruppe tegner sig således for hele 95% af de solgte aktier.²⁴

6.2.4 Kursfaldene og analyse af årsagen

Siden børsnoteringen har aktien fået meget omtale. Indledningsvis af meget positiv karakter, idet kursen i de første måneder efter børsnoteringen den 5. oktober 2010 stiger markant fra kurs 210 til den topper i kurs 367,50 den 13. januar 2011. (Nasdaq OMX Nordic 2012) Denne kursstigning var

²⁴ Pandora A/S, Selskabsmeddelelse nr. 1, 5. oktober 2010

foranlediget af bl.a. et flot kvartalsregnskab samt en opjustering af forventningerne til 2010, hvilket nærmest fik markedet til at flyde over i optimisme. Aktien holder sig trods enkelte udsving i det niveau yderligere en måneds tid, inden forskellige store kursdyk kommer dryppende. Aktien er generelt kendetegnet ved stor volatilitet, men den overordnede trend fra ultimo februar 2011 og frem er nedadgående jf. Figur 15 herunder.



Figur 15 - Aktiekursudvikling Pandora A/S (Nasdaq OMX Nordic 2012)

I nedenstående graf er udviklingen i Pandoras aktiekurs sammenlignet med udviklingen i aktiekursen for **FolliFollie**, **LVMH** og **Tiffany**. Det fremgår tydeligt, at Pandoras aktiekurs har udviklet sig langt værre end det generelle marked, hvorfor årsagen til kursfaldene bør være forårsaget af forhold relateret udelukkende til Pandora.



Figur 16 - Indexeret aktiekursudvikling for Pandora A/S og peers fra børsnoteringen til 1.4.2012 (Bloomberg 2012)

6.2.4.1 Første markante kursfald

Ved fremlæggelsen af årsregnskabet for 2010 den 15. marts 2011 dykker kursen fra kurs 306,5 til kurs 238,4 svarende til et fald på 22%. Regnskabet for 2010 levede ellers omsætningsmæssigt op til forventningerne, og årsagen til kursfaldet forklares af aktieanalytiker Jens Houe Thomsen fra Jyske Bank da også med følgende andre faktorer²⁵:

1. Lavere driftsmarginer, bl.a. som følge af stigende priser på guld og sølv
2. Skuffende forventninger til omsætningen i 2011

De lavere driftsmarginer skyldes som beskrevet bl.a. at priserne på guld og sølv har været stigende, og at det ikke er lykkedes Pandora at forhøje priserne på deres smykker tilsvarende. Dette udhuler overskudsgraden, der som beskrevet er en af value driverne i værdiansættelsesmodellerne, hvorfor egenkapitalens og dermed aktiernes værdi forringes. Pandoras finansdirektør Henrik Holmark erkender da også, at prisen på guld og sølv volder virksomheden problemer, idet en prisstigning på guld og sølv på 10% som en tommelfingerregel påvirker Pandoras marginer negativt med 2%.²⁶ Råvarepriserne er dermed dokumenteret som værende en risikofaktor, der er særdeles relevant for Pandora.

En anden af value driverne i nutidsværdimodellerne er omsætningsvæksten, der i høj grad også har dannet basis for den høje pris på Pandora-aktien. I interviewet med Aktieanalytiker Jens Houe Thomsen nævner han, at markedet forventede en vækstrate på omkring 30%, mens Pandora sammen med årsregnskabet for 2010 melder ud, at de i 2011 forventer en omsætningsvækst på kun 25%. Særligt det vigtige australske marked, har budt på omsætningsmæssige problemer, idet omsætningen i fjerde kvartal 2010 er faldet med 17% i forhold til omsætningen i fjerde kvartal 2009. Dette har stor effekt på værdiansættelsen af selskabet, men måske handlede det i ligeså høj grad om, at ledelsen udviste usikkerhed i forhold til de ambitiøse vækstplaner, og det er naturligt at markedet reagerer herpå.

6.2.4.2 Andet markante kursfald

Efterfølgende retter kursen sig en anelse, men da kvartalsregnskabet for 1. kvartal 2011 bliver fremlagt den 19. maj 2011, reagerer markedet igen ved at sende aktien ned. Igen bliver faldet på ca. 22% fra kurs 254 til kurs 199. Denne gang virker analytikerne dog noget mere forbløffede over kursfaldet, illustreret ved følgende to udtalelser:

²⁵ <http://jyskebank.tv/013000922891088/pandora-aktien-falder-som-en-sten>

²⁶ <http://penge.dk/nyheder/finans/pandoracfo-10-pct-raavarestigning-koster-2-pct-paa-marginer>

"Det er klart, at der var et par sten i skoen, men jeg synes dog grundlæggende, at reaktionen her er vel kraftig, og jeg holder fast i min købsanbefaling, og så ser jeg det her som en glimrende mulighed for at komme ind i aktien på et lavt niveau." (Jens Houe Thomsen, Aktieanalytiker i Jyske Bank)²⁷

"Vi anser dagens kursfald som en markant overreaktion." (Søren Løntoft Hansen, Aktieanalytiker i Sydbank)²⁸

Regnskabet levede da også stort set op til analytikerkorpsets forventninger hvilket ses af nedenstående tabel. På denne baggrund synes de to ovennævnte analytikeres udtalelser da også rimelige.

	Konsensus ²⁹	Realiseret ³⁰
Omsætningsvækst	43,0%	41%
EBITDA-margin	41,2%	40,6%
Nettoresultat	DKK 525 mio.	DKK 515 mio.

Tabel 9 - Sammenligning af konsensus og realiserede tal

Udover at Pandora stort set indfrier analytikernes forventninger, fastholder ledelsen også de tidligere udmeldte forventninger om en omsætningsvækst på 30% og en EBITDA-margin på 40% i regnskabsåret 2011. Men når konsensus blandt analytikerne stort set er indfriet, og forventningerne til fremtiden fastholdes, hvad kan så forårsage så stort et kursfald? Med udgangspunkt i den tidligere diskussion om visse investorers skepsis overfor børsnoteringen, konkluderes det, at der er tale om en svigtende tro på aktien. Der har hele tiden været en vis skepsis overfor aktien og i regnskabsmeddelelsen omtales problemer på de tyske og australske markeder, som giver skeptikerne flere argumenter.

Af regnskabsmeddelelsen ses det, at væksten i Tyskland udgør meget beskedne 4,5% og at omsætningen i Australien falder 7%. Disse to markeder udgør en stor del af selskabets omsætning og betragtes begge som modne markeder. Investorerne ser muligvis den utilfredsstillende udvikling som en indikation på, at Pandoras produkt ikke er langtidsholdbart, og hvis de tyske og australske

²⁷ <http://jyskebank.tv/013057030961597/pandora-styrtdykker-efter-regnskab>

²⁸ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/207874/analytiker_koeb_pandora_nu.html

²⁹ <http://epn.dk/brancher/mode/luksus/article2432673.ece>

³⁰ Pandora A/S, Selskabsmeddelelse nr. 27, 19. maj 2011

markeder er forløbere for en lignende udvikling på andre markeder, vil den forventede høje omsætningsvækst i Pandora udeblive. Denne udvikling kan være en årsag til, at aktien handles ned med 22%.

Det synes særligt at være de udenlandske investorer, der sælger ud, idet udenlandske investeringsbanker såsom Morgan Stanley, Goldman Sachs og Credit Agricole er de primære sælgere. Samtidig tales der i markedet også om, at flere kortsigtede spekulanter, der har satset penge på Pandora, har fået nok og nu forlader aktien.³¹ Det forekommer sandsynligt, at kortsigtede spekulanter reagerer kraftigere på udviklingen i Tyskland og Australien end de mere langsigtede investorer, da udsigten til en hurtig gevinst nu er ved at fordufte.

Den øgede skepsis og de kortsigtede, udenlandske investorers exit kan retfærdiggøre den kraftige reaktion på regnskabsmeddelelsen, og understreger en vigende tro på aktien.

6.2.4.3 Tredje markante kursfald

De to første kursfald er dog bagateller i forhold til begivenhederne den 2. august 2011, hvor Pandora offentliggør en nedjustering af omsætningen, som definitivt skyder de ambitiøse vækstplaner i sæk, samtidig med at den administrerende direktør afskediges.³² Markedet reagerer prompte og hamrer aktien ned med 65% fra kurs 147,2 til kurs 51. Det samlede kursfald på dette tidspunkt udgør altså 86% fra toppen i januar 2011 og 75% fra den endelige udbudskurs ved børsnoteringen.

Årsagen til dette kursfald er åbenlys, da selskabet udsender en regnskabsmeddelelse, som rapporterer om et fald i både omsætning og EBITDA-margin.³³ Den forventede omsætningsvækst nedjusteres fra minimum 30% til 0% og EBITDA-marginen nedjusteres fra minimum 40% til den lave ende af 30'erne. Som beskrevet i foregående afsnit vedrørende det andet kursfald, blev forventningerne til omsætningen og EBITDA ellers bekræftet ved fremlæggelsen af regnskabet for 1. kvartal 2011. Forventningerne har altså ændret sig voldsomt siden den seneste regnskabsmeddelelse, og Pandora rapporterer da også om et kraftigt omsætningsfald i juli 2011 på 30% i forhold til samme periode sidste år. Den skuffende udvikling medfører en fyring af CEO Mikkel Vendelin Olesen, idet der i forbindelse med nedjusteringen henvises til en mangelfuld eksekvering af strategien.

Den faldende omsætning forklares med at Pandora har gennemført prisstigninger på 15%, hvilket kunderne tilsyneladende ikke har taget godt imod. Prisstigningerne blev gennemført, da

³¹ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/207872/pandora_i_frit_aktiefald_paa_over_20_pct.html

³² Pandora A/S, Selskabsmeddelelse nr. 30, 2. august 2011

³³ Pandora A/S, selskabsmeddelelse nr. 30, 2. august 2011

bruttomarginen ellers ville være kommet under pres pga. stigende priser på råvarer i form af guld og sølv. En stigning i råvarepriserne på 10% medfører ifølge selskabsmeddelelsen et fald i bruttomarginalen på 2,5% point. Bemærk i øvrigt, at dette er en stigning i den negative effekt på 0,5%-point i forhold til effekten på 2%, som ledelsen fortalte om i forbindelse med årsregnskabet for 2010, og som beskrevet i analysen af årsagen til det første kursfald. Det kan derfor konkluderes, at det er svært for Pandora, at sende prisstigningerne på råvarerne videre til kunderne.

Med så voldsom en nedjustering er det heller ikke en fjern tanke, at ledelsen i virksomheden og de sælgende aktionærer måske i lang tid har set denne udvikling komme. Hvis man havde troet på de langsigtede vækstmuligheder, burde man vel have oparbejdet en længere historik. En længere historik ville i hvert fald have gjort usikkerheden for de nye investorer mindre, hvorved virksomhedens værdi, i henhold til den tidligere beskrivelse af egenkapitalens afkastkrav, ville være højere. Her er vi igen tilbage ved diskussionen om motiverne for en børsnotering og hakkeordensteorien, som begge vil sige, at udbuddet er sket på det tidspunkt, hvor kursen har været optimal for de sælgende aktionærer.

Særligt når man kigger på de involverede parter i børsnoteringen, antager børsnoteringen en lidt uheldig karakter, hvor de nye investorer muligvis ikke er blevet præsenteret for alle relevante risikofaktorer, som var forbundet med en investering i Pandora. Blandt de store vindere på Pandoras børsnotering befandt sig bl.a. Nordea og FIH, der via deres investering gennem kapitalfonden Axcels høstede milliardgevinster på børsnoteringen³⁴.

Samtidig var disse to banker også blandt emissionsbankerne, og det kan således drages i tvivl, om deres interesse i en gevinst på salget overskyggede for den faglige stolthed ved at lave et retvisende prospekt med de rette risikofaktorer. Derfor kan de have drevet kursen op ved at undlade at fremlægge vigtige informationer. Samtidig har blandt andet Nordeas aktieanalytikere jævnligt anbefalet køb af aktien mens andre har anbefalet salg³⁵, hvilket vækker mistanke om, at aktieanalyserne kan have været farvet af bankens interesser. En ikke helt obskur konklusion kan derfor være, at det store kursfald til dels kan skyldes, at den endelige udbudskurs var for høj, hvilket var drevet af bankernes mange kasketter.

Denne mistanke styrkes af rygter i markedet om, at de sælgende aktionærer har taget store shortpositioner i aktien, fordi de ønsker at afdække sig mod forventede kursfald frem til lock-up

³⁴ <http://www.business.dk/fashion-design/kapitalfond-scorer-14-mia.-kr.-paa-pandoras-boersnotering>

³⁵ <http://www.business.dk/investor/bankers-troaerdighed-truet-efter-pandora-begejstring>

periodens udløb. Således er der i slutningen af maj taget shortpositioner i hele 11% af Pandoras aktiekapital.³⁶ Uanset hvem, der har taget shortpositionerne, understreger det en stor skepsis overfor aktien.

Det er i hvert fald uomtvisteligt, at man i risikofaktorerne bør gøre tydeligt opmærksom på en eventuel problemstilling i forhold til bankernes dobbeltrolle.

6.3 Diskussion af risikofaktorerne i Pandoras prospekt

Indledningsvist forklares det i risikoafsnittet, at de beskrevne risici vurderes som værende de væsentlige risici. Afsnittet om risikofaktorer i Pandoras børsprospekt fylder 12 sider, hvor 24 forskellige risikofaktorer beskrives. Igen kan det alene på baggrund af det høje antal risikofaktorer anfægtes, at de alle er specifikke for Pandora og samtidig væsentlige, som prospektforordningen kræver det.

I Cimber Sterlings prospekt nævnes 48 risikofaktorer på 12 sider. Det vil sige, at Pandora beskriver halvt så mange risikofaktorer på samme plads, hvilket indikerer en mere dybdegående analyse af hver enkelt risikofaktor. Dette er dog ikke indtrykket efter en nærlæsning af risikofaktorerne, som i grove træk er baseret på en lidt luftig snak om risiciene, og hvordan de opstår. (Pandora A/S 2010)

Ved gennemgangen af årsagen til kursfaldene blev følgende følgende risikofaktorer afdækket som årsagen til kursfaldene:

- Stigende råvarepriser
- Svigtende vækst
- Bankernes dobbeltroller

Disse tre risikofaktorer skal derfor som minimum være inkluderet i prospektet, hvilket analyseres herunder. Der er naturligvis flere andre risikofaktorer, som var relevante at inddrage i prospektet, men da det vil kræve insider-viden om selskabet at identificere disse, vil denne analyse alene fokusere på de ovennævnte tre risikofaktorer.

6.3.1.1 *Stigende råvarepriser*

De stigende råvarepriser har som beskrevet haft en særdeles negativ effekt på Pandora. Først blev bruttomarginalen påvirket negativt af de stigende råvarepriser og efterfølgende forsøgte Pandora at

³⁶ <http://www.business.dk/investor/storaktionaerer-mistaenkes-for-at-presse-pandora-ned>

sende prisstigningerne videre til kunderne, hvilket imidlertid var kraftigt medvirkende til at omsætningen faldt med 30% i juli 2011. Det er derfor positivt, at denne risikofaktor tildeles betydelig opmærksomhed under overskriften *"Udsving i prisen eller mangel på råvarer, som Selskabet anvender i sine produkter kan få væsentlig, negativ indvirkning på Selskabets virksomhed, driftsresultat og finansielle stilling"*.

6.3.1.2 Svigtende vækst

Pandoras børsnotering blev i høj grad solgt på den forventede vækst i omsætningen. Denne viste sig imidlertid ikke at indtræffe, hvorfor aktien efterfølgende styrteddykkede. Det er muligt, at vækstplanerne kan relanceres, men foreløbig hersker der stor usikkerhed herom. Det er naturligvis særdeles relevant at risikoen for svigtende vækst beskrives i afsnittet om risikofaktorer under overskriften *"Såfremt Selskabet ikke evner at gennemføre sine vækststrategier, kan det få væsentlig, negativ indvirkning på Selskabets virksomhed, driftsresultat og finansielle stilling"*.

6.3.1.3 Bankernes dobbeltroller

I forbindelse med afdækningen af årsagen til det tredje markante kursfald blev bankernes dobbeltroller bragt på banen. På denne baggrund konkluderedes det også, at disse dobbeltroller udgjorde en væsentlig risiko, som burde være påpeget i risikofaktorerne. Det er dog ikke tilfældet, hvilket må betragtes som stærkt kritisabelt, da der var en åbenlys interessekonflikt, som en investor ville have haft stor gavn af, således at han kunne gå til informationerne i prospektet med en sund kritisk sans.

6.4 Delkonklusion

Pandoras børsnotering var indledningsvist en stor succes, og de første måneder herefter fortsatte succesen med nogle gedigne kurshop. Men efterfølgende oplevede aktien af tre omgange nogle store kursdyk, hvoraf særligt det sidste var dramatisk og sendte aktien ned med 65% på en dag. Årsagen til kursfaldene var særligt den svigtende vækst, men også en forringelse af rentabiliteten. I forbindelse med det sidste kursfald resignerer ledelsen i forhold til de ambitiøse vækstplaner, og nedjusterer disse fra 30% til 0%, blot $\frac{3}{4}$ år efter børsnoteringen.

Det er overraskende, hvis et selskabs salg kan svigte så hurtigt, uden at nogen har set indikationer herpå, og spørgsmålet blev rejst om udbyder har villet indløse sin gevinst på selskabet inden det svigtende salg manifesterede sig i regnskabet. Særligt bankernes dobbeltrolle som både medejere, emissionsbanker og (positivt stemte) aktieanalytikere har fået kritiske røster med på vejen og giver ekstra næring til spekulationerne.

Risikoafsnittet i Pandoras børsprospekt er ligesom Cimber Sterlings præget af et højt antal risikofaktorer og en ukonkret beskrivelse, som gør at investorerne har haft ringe mulighed for at vurdere væsentligheden af de enkelte risikofaktorer. Og særligt uheldigt er det, at risikoen forbundet med bankernes dobbeltrolle intet sted har været påpeget for investorerne, hvorfor risikoafsnittet kun har været delvist fyldestgørende. Det er således min vurdering, at risikoafsnittet i Pandoras prospekt ikke har opfyldt kravene til prospektforordningen.

7 Analyse af risikofaktorerne udformning

I de foregående afsnit er det konstateret

1. At risikofaktorerne er vigtige for investorernes investeringsbeslutning
2. At prospektforordningen har til formål at beskytte investorerne
3. At prospektforordningen stiller krav om at risikofaktorerne gælder for den specifikke virksomhed og at de beskrevne risikofaktorer skal være væsentlige for virksomheden.
4. At forløbet omkring børsnoteringerne af Pandora og Cimber Sterling efterlader en vis tvivl om, hvorvidt risikofaktorerne lever op til hensigten med disse

Nærværende afsnit har til hensigt at teste konklusionen fra forrige afsnit omkring det høje antal risikofaktorer og inddragelsen af mange uvæsentlige risikofaktorer, som skygger for de væsentlige. Derfor inddrages i dette afsnit yderligere tre prospekter, som sammen med Cimber Sterling og Pandora kan give os et indblik i hvordan risikofaktorerne generelt er udformet. Følgende prospekter er anvendt:

- Carlsberg A/S (Carlsberg A/S 2008)
- Zealand Pharma A/S (Zealand Pharma A/S 2010)
- Chr. Hansen A/S (Chr. Hansen A/S 2010)

Hvad angår Carlsberg A/S er der tale om en emission mens de resterende er børsnoteringer. Da reglerne i forhold til risikofaktorer er de samme, er det muligt at anvende både emissioner og børsnoteringer i analysen.

Der gøres opmærksom på, at der er tale om en forholdsvis lille stikprøvestørrelse. Alligevel vurderes stikprøven at være nogenlunde repræsentativ, da antallet af børsnoteringer de senere år har været meget beskedent, og dermed udgør de fem prospekter en stor andel af det samlede antal børsnoteringer. Ydermere er der tale om nogle af de største børsnoteringer og emissioner, hvorfor det rimeligvis kan antages, at udbyderne har haft de fornødne ressourcer til rådighed til at foretage en grundig og selskabsspecifik analyse af risikofaktorerne. Endelig repræsenterer selskaberne i stikprøven vidt forskellige brancher, hvilket er vigtigt for kvaliteten af stikprøven.

Hvis beskrivelsen af risikofaktorerne skal have værdi for investorerne, skal de beskrives på en måde, så investorerne kan vurdere den potentielle effekt på virksomhedens fremtidige indtjening. Udover at sammenligne de kvantitative forskelle i form af antal og sidemæssigt omfang af risikofaktorerne, vil det i nærværende afsnit derfor også blive forsøgt afdækket, hvordan kvaliteten af risikofaktorerne er, og om de har karakter af standardformuleringer. Den kvantitative og kvalitative analyse underbygges slutteligt af interviews med aktører fra branchen om risikofaktorerne og deres værdi for investorerne.

7.1 Kvantitativ analyse

I Tabel 10 herunder ses en oversigt over de kvantitative data på risikofaktorerne i de seks børsprospekter.

	Antal sider	Antal risikofaktorer
Pandora	12	24
Cimber Sterling	13	49
Carlsberg	13	42
Zealand Pharma	14	41
Chr. Hansen	14	36
Danske Bank	14	34
Gennemsnit	13	38

Tabel 10 - Kvantitative data på risikofaktorer (De nævnte selskabers børsprospekter)

Det er iøjnefaldende, at både antal sider og antal risikofaktorer er forholdsvist konsistent på tværs af de forskellige prospekter. Kun Pandora skiller sig ud med et noget lavere antal risikofaktorer, men til gengæld bruges samme antal sider på at beskrive disse. En umiddelbar konklusion ville være, at Pandoras prospekt beskriver risikofaktorerne mere grundigt end de øvrige prospekter. Men som konkluderet i foregående afsnit var risikofaktorerne i Pandoras prospekt ikke af en nævneværdigt bedre kvalitet sammenlignet med Cimber Sterlings risikofaktorer. Dette indikerer altså, at en mere omfangsrig beskrivelse af den enkelte risikofaktor ikke nødvendigvis efterlader investor mere oplyst, hvilket diskuteres i afsnit 7.2.

Det forekommer voldsomt, at man som investor skal oplyses om gennemsnitligt 38 forskellige risikofaktorer, og det er ikke sandsynligt, at alle gælder specifikt for det givne selskab og desuden er væsentlige, sådan som prospektforordningen kræver det. Omfanget af risikofaktorerne er altså for højt, hvilket gør det svært for investorerne, at identificere de mest væsentlige risikofaktorer, hvorfor hensigten med risikofaktorerne er udvandet. Dette underbygges yderligere af oversigten i bilag 1, som

viser alle de risikofaktorer, der fremgår af de fem prospekter. Af oversigten ses også hvilke risikofaktorer, der indgår i de hvilke prospekter. Samlet set er der nævnt 61 forskellige risikofaktorer i de fem prospekter. Disse 61 risikofaktorer har jeg inddelt i tre kategorier:

- Risici forbundet med udbyders virksomhed og branche
- Risici forbundet med udbyders finansielle forhold
- Risici forbundet med udbuddet

En sammentælling viser, at 41 risikofaktorer relaterer sig til udbyders branche og virksomhed, 7 relaterer sig til udbyders finansielle forhold og de resterende 13 vedrører risiciene forbundet med udbuddet. Af de 61 risikofaktorer nævnes 17 i minimum fire af de fem prospekter svarende til at 28% af risikofaktorerne er ens. Der er således indikationer på en pæn andel af genbrug i prospekterne, hvilket yderligere udvander hensigten med risikofaktorerne, da disse jo skulle være specifikke for udbyder. Tendensen med genbrug af risikofaktorer bekræftes af Advokat Regina Andersen, som i et interview udtaler:

"Der er et stort element af genbrug fra tidligere prospekter.... Man vil se på, om der er nogle peers, som har lavet børsprospekter, og hvad de har skrevet om branchen." (Andersen 2012)

Til gengæld tæller det på positivsiden, at 19 risikofaktorer (31%) kun fremgår af ét prospekt. Dette dokumenterer, at der trods tendensen til genbrug, også er inkluderet en del udbyderspecifikke risici. Der foretages altså en analyse af den pågældende virksomheds risikofaktorer, hvilket Regina Andersen også understreger:

"Der laves en form for due diligence, så de ting vi får afdækket i due diligencen af risici, det er nogle ting vi diskuterer, og så sætter vi dem i risikofaktorafsnittet, hvis det er en reel risiko" (Andersen 2012)

Kategorien "risici forbundet med udbyders virksomhed og branche" er med 41 risikofaktorer den mest omfangsrige. Grundet de fem virksomheders vidt forskellige brancher, burde man kunne forvente at forskellige risikofaktorer gør sig gældende. Dog ses det alligevel, at ud af 41 risikofaktorer er 9 nævnt i minimum fire af prospekterne svarende til 22%. Umiddelbart forekommer der derfor at være et overraskende stort sammenfald mellem risikofaktorerne på tværs af brancherne og de enkelte virksomheder. Til gengæld er det også denne kategori, der rummer flest af de risikofaktorer, som kun fremgår af ét prospekt. 14 risikofaktorer nævnes kun i et prospekt, hvilket understreger, at det i høj

grad forsøges at beskrive de udbyderspecifikke risici, som er defineret af udbyders virksomhed og branche. Det kan derfor konkluderes, at der trods en vis ensartethed, også er sket en individuel analyse og beskrivelse af udbydernes risikofaktorer. Alligevel vurderes det, at den høje grad af genbrug og det massive omfang af risikofaktorer gør det svært for investorerne at gennemskue disse.

7.2 Kvalitativ analyse

Selvom omfanget af risikofaktorer og den høje grad af genbrug gør det vanskeligt for investorerne at anvende risikofaktorerne, kan der blandt de mange uvæsentlige risici også gemme sig nogle udbyderspecifikke risikofaktorer, og der er heriblandt naturligvis også nogle meget væsentlige risici, som investor bør tage højde for. Hvorvidt man som investor er i stand til at identificere de udbyderspecifikke og væsentlige risici, afhænger af hvor godt de er beskrevet, og om informationerne er anvendelige for investorerne, forstået på den måde at de skal kunne omsættes til en mulig indflydelse på virksomhedens værdi. Kvaliteten af risikofaktorerne afgøres altså af a) om de væsentlige risici kan identificeres og er forståelige, og b) om de kan omsættes til en mulig indflydelse på virksomhedens værdi. Disse to krav vil være udgangspunktet i den følgende analyse, som deles op i de tre forskellige kategorier af risikofaktorer.

7.2.1 *Risici forbundet med udbuddet*

Beskrivelsen af risici forbundet med udbuddene minder om de gængse regler om forbrugerbeskyttelse, på den måde, at de advarer investorerne om at aktieinvestering er risikofyldt. Herunder eksempelvis, at aktiens markedskurs kan svinge, at den enkelte investor er underlagt flertallets beslutninger, og at udenlandske investorer påtager sig en valutarisiko ved investering i danske aktier. Det vurderes at være temmelig abstrakt for en investor at forholde sig til, da de fleste antages allerede at være bekendt med risikoen, som en aktieinvestering medfører. Men for en uerfaren investor, er disse forhold naturligvis relevante at være opmærksom på, og ud fra et forbrugerbeskyttelsesmæssigt synspunkt vurderes denne kategori af risikofaktorer at være brugbare. Disse er dog primært relevante for den helt uerfarne investor.

7.2.2 *Risici forbundet med udbyders finansielle forhold*

Mens risiciene forbundet med et udbud er meget abstrakte, er risiciene forbundet med de finansielle forhold kendetegnet ved, at de bør være ganske konkrete og målbare, da de relaterer sig til kendte indtjenings- og omkostningsforhold samt til virksomhedens balanceposter. De risici, der oftest går igen i prospekterne, er usikkerhed om adgangen til fremmedfinansiering, råvarepriser, renterisici og valutarisici, som alle er risikofaktorer, hvis effekt på udbyders indtjening er meget målbar. Der er imidlertid ikke nogle af prospekterne, der forsøger at sætte konkrete beløb på risiciene, og derfor sker der kun en begrænset forbedring af investorernes beslutningsgrundlag. En afdækning af de reelle

risici, vil derfor kræve en nærmere gennemgang af regnskabsmaterialet. Såfremt dette heller ikke er fyldestgørende, har de store, professionelle investorer typisk mulighed for at afdække forholdene yderligere på møder med udbyder. De mindre investorer har ikke denne mulighed, og derfor må de affinde sig med ikke at kunne vurdere, hvor væsentlige risiciene i virkeligheden er.

Det nærmeste vi kommer på et forsøg på at sætte tal på er Pandoras prospekt, som beskriver nogle historiske priser på de mest relevante råvarer såsom guld og sølv. Til gengæld nævnes intet om prisudsvingenes effekt på Pandoras indtjening, hvorfor udbyttet for investorerne alligevel er ret begrænset.

7.2.3 Risici forbundet med udbyders virksomhed og branche

Denne kategori af risikofaktorer er som tidligere nævnt den mest omfattende kategori af risikofaktorer, og vurderes også at være den sværeste for udbyder at håndtere. Det er således svært at definere og udmåle disse risikofaktorer, som typisk handler om mere bløde forhold end de ovenstående finansielle risikofaktorer. Dette kan være årsagen til, at det generelle indtryk ved gennemlæsningen af de fem prospekter var, at udbyder forsøger at tage højde for enhver tænkelig ulykke, som kan ramme virksomheden. Det er naturligvis fint at udbyder forsøger at gøre opmærksom på alle tænkelige risici, men problemet er, hvis en overflod af udefinerbare risikofaktorer tager opmærksomheden fra de mest væsentlige risikofaktorer. Dette synes desværre generelt at være tendensen.

En sådan tilgang tjener ikke til investors beskyttelse og opfylder dermed ikke formålet med risikofaktorerne. Nogle af de mindst informative risikofaktorer, som går igen i alle prospekter er følgende:

- Afhængighed af samarbejdsaftaler og underleverandører
- Risiko for lovændringer og myndighedskrav
- Rekrutteringen og fastholdelse af medarbejdere
- Truslen fra konkurrenterne
- Miljøskader og deraf følgende erstatningspligt
- Uforudsete begivenheder såsom brand, naturkatastrofer m.m.

Særligt sidste punkt virker formålsløst, da det vist må være åbenlyst selv for den mest uerfarne investor, at indtjeningen vil blive ramt, hvis f.eks. udbyders fabrik brænder ned. Der tegner sig et billede af en form for ansvarsfraskrivelse fra udbyders side. De øvrige punkter er i mange tilfælde også

hypotetiske scenarier. Og netop dette forhold, at størstedelen af risikofaktorerne beskrives meget ukonkret og fremstår som hypotetiske scenarier, gør, at investorerne sjældent har mulighed for at vurdere, hvor væsentlige de er. For selvom ovennævnte risikofaktorer og mange andre risikofaktorer i mange tilfælde forekommer overflødige, er de i nogle tilfælde yderst væsentlige alt afhængig af den enkelte virksomheds situation. Men hvis en risikofaktor beskrives i hypotetiske vendinger, selvom den er meget relevant og konkret, træder den ikke tydeligt frem blandt den store mængde af risikofaktorer, og derved mister den sin værdi for investorerne. Et godt eksempel herpå er Cimber Sterlings beskrivelse af virksomhedens afhængighed af samarbejdsaftaler:

"... Cimber Sterling har historisk sikret sig en betydelig andel af sine passagerer gennem interline- og code share-aftaler med en række luftfartselskaber, og Ledelsen forventer også, at dette vil være tilfældet fremadrettet. Opsigelsen af en eller flere interline- og/eller code share- aftaler kan påvirke Cimber Sterlings forretning og finansielle stilling og resultater negativt."(Cimber Sterling A/S 2009)

Beskrivelsen nævner intet om, at en samarbejdsaftale med SAS genererer 20% af Cimber Sterlings samlede billetsalg.(Cimber Sterling A/S 2009). Et forhold som udgør en stor risiko for Cimber Sterling, i tilfælde af at SAS valgte at opsiges samarbejdet eller måske endda gik konkurs, og som derfor havde været særdeles relevant at beskrive nærmere i risikofaktorerne.

Ved gennemlæsningen af de fem prospekter synes der kun i særdeles ringe grad at være foretaget denne slags individuelle vurderinger af risikofaktorerne mulige effekt på virksomhedens indtjening.

Mens nogle risikofaktorer er meget relevante men blot er upræcist beskrevet, er der også risikofaktorer, som er på et så teoretisk og hypotetisk plan, at de aldrig vil have værdi for investorerne at blive gjort opmærksomme på. Nogle af dem er nævnt ovenfor såsom uforudsete begivenheder i form af brand, naturkatastrofer m.m., risikoen for lovændringer og risikoen for at virksomheden forårsager en miljøskade. Disse risikofaktorer er alene relevante, hvis udbyder f.eks. ikke har brandsikret sine produktionsfaciliteter tilfredsstillende, hvis udbyder var bekendt med en aktuel debat om eventuelle lovændringer, eller hvis udbyders branche og interne miljøforanstaltninger udgør en ekstraordinær risiko.

Risiciene forbundet med udbyders virksomhed og branche fremstår således meget lidt konkrete og de væsentlige risici træder ikke tydeligt frem blandt alle de øvrige risikofaktorer.

7.3 Delkonklusion

Den kvantitative analyse af risikofaktorerne viste, at antallet og det sidemæssige omfang er overvældende, ligesom der også er tale om en høj grad af genbrug mellem prospekterne. Alene baseret herpå, kan det konkluderes, at ikke alle risikofaktorer, som inddrages i børsprospekterne, er specifikke og væsentlige for udbyderne. Med så højt et antal risikofaktorer kan det være svært for investorerne at gennemskue, hvilke risici de skal fokusere på i deres investeringsovervejelser. Udfordringen med det høje antal risikofaktorer forværres af, at også kvaliteten i beskrivelsen heraf halter. Det skinner i beskrivelserne ikke tydeligt igennem, hvor væsentlige de enkelte risici er, og det forsøges kun i meget sjældne tilfælde at kvantificere disse, hvilket betyder, at den potentielle effekt på virksomhedens værdi ikke kan vurderes. Det vil derfor kræve uddybende samtaler med udbyder at afdække risiciene på en måde, så investor kan indarbejde det i sin værdiansættelse. Set fra en investors synspunkt opnår man ikke en fyldestgørende viden ved gennemlæsning af risikofaktorerne.

8 Diskussion af risikofaktorerne værdi

Afsnit 4 og 5 har påvist, at risikofaktorerne er lidet anvendelige for investorerne. Hvis det er tilfældet, har de så overhovedet nogen værdi, og bruger investorerne dem i deres investeringsovervejelser? Og hvorfor er de udformet på den måde som de er? Disse spørgsmål er vigtige at besvare, for senere hen eventuelt at kunne fremlægge forslag til, hvordan risikofaktorerne kan forbedres og om dette i det hele taget er nødvendigt. Dette vil derfor diskutere disse spørgsmål på baggrund af interviews med følgende interessenter fra branchen:

- Regina Andersen, Partner i advokatfirmaet Bech Bruun. Speciale i bl.a. kapitalmarkedsret og rådgiver på børsnoteringerne af bl.a. Cimber Sterling, TDC og Chr. Hansen. (Andersen 2012)
- Henrik Kurtmann, Chefkonsulent i Finanstilsynet og leder af afdelingen som har ansvaret for godkendelsen af alle børsprospekter. (Kurtmann 2012)
- Steen Walther Jensen, Senior Portfolio Manager i Danske Capital. Steen har ansvaret for forvaltningen af porteføljer af danske aktier på vegne af en række institutionelle investorer, som Danske Capital betjener. (Jensen 2012)

Når man ønsker at vide, om risikofaktorerne har værdi for investorerne, og om de bliver brugt til noget, er det naturligvis nærliggende at spørge investorerne. Som Portfolio Manager i Danske Capital har Steen Walther Jensen godt indblik i hvordan investorerne bruger risikofaktorerne, og han udtaler bl.a. følgende:

"For det første ved jeg det er skrevet af en advokat, så jeg ved også det er en disclaimer. Og det er faktisk det vigtigste jeg har med mig, når jeg læser dem..... Det er jo bare alt ondt i verden, der kan ramme virksomheden, som er nævnt. Så jeg kan jo ikke bruge det til noget modelmæssigt. Men jeg kan prøve at danne mig et indtryk for at forstå business casen." (Jensen 2012)

Men hvorfor er det så at risikofaktorerne udformes sådan, hvis investorerne alligevel ikke kan bruge disse til noget? Dette skyldes, at der i realiteten er tale om en interessekonflikt med investorerne på den ene side og udbyder på den anden side. Hvor investorerne ønsker at få meget præcise informationer og undgå overflødige informationer, så de ved hvad de skal fokusere på, har udbyder en intention om at undgå det såkaldt prospektansvar. Prospektansvaret opstår, hvis udbyder har givet misvisende informationer i prospektet eller undladt at informere om noget, som kan have væsentlig indflydelse på virksomheden. Risikoafsnittet skrives af udbyders advokater, og at udbyders formål med risikoafsnittet er at undgå prospektansvaret, bekræftes af Advokat Regina Andersen:

"Vores opgave som advokat er at sikre, at selskabet ikke kommer til at lide noget prospektansvar, så det er også i det lys risikofaktorerne bliver skrevet" (Andersen 2012)

"Vi vurderer hvad udbyder kan blive holdt ansvarlig for efterfølgende. Det, man kan blive holdt ansvarlig for, tages med. Det man bliver holdt ansvarlig for, er om man giver et andet billede i prospektet end sådan som situationen er." (Andersen 2012)

Dette forklarer hvorfor, risikoafsnittet er så omfangsrigt. Også den ukonkrete beskrivelse af risikofaktorerne kan til dels forklares med dette, da man normalt vil opleve en forøget risiko for at pådrage sig et juridisk ansvar, hvis detaljegraden af informationerne øges. Derfor ønsker man formentlig at anvende forholdsvist brede formuleringer i risikoafsnittet, og det er da heller ikke advokatens formål at sikre sig, at investorerne har gavn af risikofaktorerne:

"Vi gør os ikke store tanker om, hvorvidt investorerne kan forstå, hvad det har af betydning for prissætningen af selskabet" (Andersen 2012)

Der er altså i bund og grund tale om en interessekonflikt mellem investorer og udbydere. For de professionelle investorer, er dette ikke et stort problem, og de har ifølge Steen Walther Jensen alligevel et vist udbytte af risikoafsnittet:

"Jeg flipper altid ned over risikofaktorerne....Min fordel i forhold til Hr. og Fru Jensen er, at jeg kan gå ind og spørge udbyder om forholdene. Så bruger jeg risikofaktorerne til at strukturere spørgsmålene." (Jensen 2012)

Derfor har risikofaktorerne alligevel en vis værdi særligt for de professionelle investorer. Men som Steen Walther Jensen ganske rigtigt påpeger, er der stor forskel på investorerne, da de private investorer ikke har mulighed for at få uddybende informationer fra udbyder. Og risikofaktorernes formål er at beskytte alle investorer, så hvis en stor del af investorerne ikke kan få adgang til de nødvendige informationer, opfylder risikoafsnittet kun delvist sit formål. Hvordan forholder så Finanstilsynet sig til denne problemstilling? Som tilsynsførende myndighed på området, er det Finanstilsynet, der har ansvaret for, at de udgivne prospekter lever op til prospektforordningens krav og formål. Finanstilsynet godkender alle prospekter, og hvordan forholder de sig til risikofaktorerne i de prospekter de godkender?

"Vi vurderer kun om formalia i forhold til prospektforordningen er overholdt. Vi forholder os ikke til indholdets relevans og korrekthed. Det er udbyders ansvar, at risikofaktorerne er de relevante. Vi kan dog stille kritiske spørgsmål til indholdet og foreslå yderligere risikofaktorer inddraget, hvis vi opdager nogle." (Kurtmann 2012)

Det vil naturligvis kræve store ressourcer og en anden type kompetencer, hvis Finanstilsynet skulle foretage en indholdsmæssig vurdering af prospekterne, og derfor er det ganske forståeligt, at de alene fokuserer på det om formalia er opfyldt. Hvordan risikofaktorerne beskrives og omfanget af disse, er altså i høj grad overladt til markedskræfterne. Det er derfor naturligt og forståeligt, at udbyderne i høj grad benytter risikofaktorerne til at sikre sig mod et eventuelt prospektansvar. Men det forandrer ikke det faktum, at risikofaktorerne i deres nuværende udformning tjener til udbyders frem for investors beskyttelse, og dermed står i skærende kontrast det oprindelige formål med risikofaktorerne.

8.1 Delkonklusion

Risikofaktorerne bruges kun i begrænset omfang af de professionelle investorer, og for den private investor vurderes de at være mere eller mindre ubrugelige, som de er udformet i dag. I stedet anvendes de af udbyder som en ansvarsfraskrivelse for at undgå prospektansvaret, og risikofaktorerne har derfor i realiteten den modsatte effekt af intentionen med disse. Finanstilsynet regulerer ikke indholdet og væsentligheden af risikofaktorerne, og har heller ikke mulighed for dette, da de alene har til opgave at vurdere om formalia er overholdt. Risikofaktorerne har altså kun meget begrænset værdi for investorerne.

9 Forslag til beskrivelsen af risikofaktorerne

Som beskrevet i afsnit 8 har risikofaktorerne begrænset værdi, sådan som de beskrives i dag. Det er derfor relevant at diskutere, hvordan risikofaktorerne kan gøres mere anvendelige for investorerne. Dette er en svær øvelse, da man både skal forsøge at oplyse investorerne om de relevante risici, men samtidig skal budskabet formidles, så enhver investor kan forholde sig til risiciene.

En af de store udfordringer ved beskrivelsen af risikofaktorerne er, at investorerne har vidt forskellig faglig indsigt i de nødvendige finansielle teorier. Hvor en professionel investor med stor ekspertise indenfor værdiansættelse og aktieanalyse vil kunne forstå selv meget komplicerede budskaber, vil den private investor oftest være bedre tjent med, at udbyder holder informationerne på et teoretisk letforståeligt niveau. Anvendelsen af finansielle modeller og begreber vil ofte forvirre den private investor mere end de gavner, og dermed risikerer man, at den private investor helt afholder sig fra at forholde sig til risiciene. Det skal derfor tilstræbes at imødekomme både den professionelle og den private investor. Og da den professionelle investor oftest lokaliserer risikofaktorerne på egen hånd ved gennemlæsning af prospektet og kendskabet til markedet og branchen, vil fokus i nærværende afsnit derfor være på, hvordan den private investor kan tilgodeses.

Ifølge Henrik Kurtmann fra Finanstilsynet kunne en skærpelse af kravene til risikofaktorerne ske via en ændring af implementeringsvejledningen, således at der ikke skal vedtages en ny EU-prospektforordning.

9.1 Begrænsning til væsentlige risikofaktorer

Udbyder bør først og fremmest fokusere på en mere kritisk udvælgelse af de mest relevante risikofaktorer, så de opfylder prospektforordningens krav om, at risikofaktorerne skal være gældende for den specifikke virksomhed og desuden være væsentlige. Det er essentielt for anvendeligheden af risikoafsnittet, at kun de mest relevante risici er påpeget, så man ikke skaber det problem, at investor så at sige ikke kan se skoven for bare træer. Ved at være meget specifik med hvilke risici, der er relevante, giver man investoren mulighed for selv at dykke dybere ned i disse risici, og dermed vurdere i hvilken grad hun mener, den enkelte risikofaktor kan påvirke virksomhedens værdi.

Problemet her er naturligvis, at en vurdering af hvad der er væsentligt, altid vil være subjektiv, ligesom udbyder ikke på forhånd kan vide hvilke risici, der på sigt viser sig at være mest væsentlige. Derfor må det handle om, at identificere de mest relevante og aktuelle risici med udgangspunkt i virksomhedens aktuelle situation og forretningsplan, frem for hvilke risici der kan tænkes at opstå

engang i fremtiden. Med andre ord skal der altså gøres op med advokaternes ide om at risikofaktorerne tjener til beskyttelse af udbyder frem for investor.

Hvad er så en væsentlig risikofaktor? Måske handler det i virkeligheden om, at dette skal defineres tydeligere. Som risikofaktorerne beskrives i dag synes en væsentlig risikofaktor, at være defineret som, en hændelse der teoretisk set kan opstå engang i fremtiden. Hvis det er muligt at indsnævre definitionen af ordet "væsentlig" i prospektforordningen, ville det måske kunne lade sig gøre, at undgå den form for ansvarsfraskrivelse, som risikofaktorerne har karakter af i dag. En anden måde kunne være, at udbyderne i højere grad skelede til de due diligence rapporter, som ifølge advokat Regina Andersen fra Bech Bruun udarbejdes i forbindelse med en børsnotering. Due diligence rapporterne vil formentlig indfange de væsentlige risikofaktorer, og man kunne vælge at begrænse risikofaktorerne i børsprospektet til disse forhold.

På denne måde ville man begrænse antallet af risikofaktorer i prospekterne, hvilket ville gøre det nemmere for investorerne at dykke dybere ned i risikofaktorerne mulige effekt på udbyders indtjening.

9.2 Kvantificering af risikofaktorer

Selvom det lykkedes at begrænse mængden af risikofaktorer, resterer stadig det problem, at den private investor sjældent er i stand til selv at vurdere risikofaktorens mulige effekt på virksomhedens værdi. Dette kunne eventuelt afhjælpes ved i højere grad at forsøge at kvantificere risiciene, og dermed få sat nogle tal på, hvor stor effekt risiciene kan have på virksomheden. Nogle af lettest kvantificerbare risici er valuta-, rente- og råvarerisici, som mange børsnoterede virksomheder lykkedes med at kvantificere i deres årsregnskaber. Og hvis det er muligt at foretage en sådan kvantificering i anledning af et årsregnskab, bør det også være muligt at gøre noget tilsvarende i et børsprospekt.

Et godt eksempel på en virksomhed, som i sit regnskab er meget konkret omkring risikofaktorerne effekt på virksomhedens indtjening, er den børsnoterede finske virksomhed Stora Enso, som i deres regnskab for 2011 oplyser om renterisikoen, at en 1% stigning eller fald i renten vil påvirke de årlige nettorentsudgifter med EUR 11 mio. Effekten fra ændringer i valutakurserne er oplyst i nedenstående tabel.

Annual EBITDA: Estimated Currency Effects

EUR million	As at 31 December 2011						As at 31 December 2010					
	Before Hedges		Hedges		Net Impact		Before Hedges		Hedges		Net Impact	
	10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%	10%	-10%
10% change in the EUR/USD rate	-50	+60	-	-35	-50	+25	-55	+70	+30	-10	-25	+60
10% change in the EUR/GBP rate	-40	+45	+5	-20	-35	+25	-35	+40	+10	-10	-25	+30
10% change in the SEK/USD rate	-40	+45	+5	-15	-35	+30	-30	+35	+30	-	-	+35
10% change in the SEK/GBP rate	-10	+15	+5	-5	-5	+10	-15	+20	+15	-	-	+20
10% change in the SEK/EUR rate	-75	+90	+30	-20	-45	+70	-70	+85	+130	+30	+60	+115

Udover rente- og valutarisiciene beskrives bl.a. også likviditets- og refinansieringsrisiko, risiko på finansielle modparter, råvare- og energiprisrisici og kreditrisiko på kunder. (Stora Enso Oyj 20. februar 2012) Det er således muligt at kvantificere disse risici, hvilket man kunne overveje i højere grad at gøre i børsprospekterne.

Kunne også Cimber Sterling og Pandora have kvantificeret deres risikofaktorer? Svaret er entydigt ja. Begge selskaber omtaler f.eks. valutarisici i deres prospekter. Pandora har salg i mange valutaer og produktion i thailandske bhat, mens Cimber Sterling har udgifter i USD til indkøb af brændstof. Også råvarerisiciene omtales i begge prospekter. Pandora køber bl.a. guld og sølv og Cimber Sterling køber brændstof som korrelerer med olieprisen. Både valutarisici og råvarerisici kunne have været kvantificeret på letforståelig vis, hvilket vi så ovenfor i uddragene fra Stora Ensos årsrapport. Og ganske bemærkelsesværdigt oplyser Pandora, som beskrevet i afsnit, selv i en regnskabsmeddelelse, at en stigning i råvarepriserne på 10% vil medføre et fald i bruttomarginalen på 2,5%.³³ Dette kunne passende have været inddraget i børsprospektet, hvor man samtidig kunne have illustreret de historiske udsving i guld- og sølvprisen. Tilsvarende kunne Cimber Sterling have gjort med brændstofprisen.

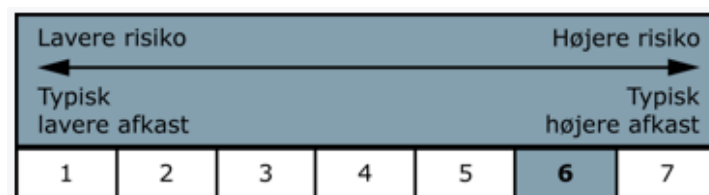
Udover risiciene forbundet med udbyders finansielle forhold kunne også nogle af risiciene forbundet med udbyders virksomhed og branche have været kvantificeret bedre til fordel for investorerne. F.eks. følsomheden af Cimber Sterlings og Pandoras vækstplaner, burde der have været fokuseret meget mere på. Jeg har i afsnit 2.2.2 opstillet forskellige scenarier for Coloplast, og tilsvarende kunne Pandora og Cimber Sterling have opstillet scenarier, hvor vækstplanerne ikke blev realiseret, og hvilken effekt dette så ville have på virksomhedens værdi. Dette ville tjene til beskyttelsen af særligt den private investor, da den private investor næppe selv ville være i stand til at gennemskue konsekvensen af svigtende vækstplaner.

Andre af risiciene forbundet med udbyders virksomhed og branche er også mulige at kvantificere, og herunder gives eksempler herpå.

En kvantificering af risiciene bør ikke volde problemer for udbyderne, da virksomheden formentlig allerede har lavet det nødvendige analysearbejde i forbindelse med den interne budgettering og risikostyring.

9.3 Anvendelsen af en risikoindikator

Mens de professionelle investorer i vid udstrækning selv kan forholde sig til risikoen ved en given investering ud fra en beregning af aktiens beta, er det mindre åbenlyst for en privat investor, hvor i risikouniverset en given aktie placerer sig. En løsning på dette problem findes der inspiration til flere steder i de finansielle markeder. Et godt eksempel er investeringsforeningerne, som ifølge lovgivningen skal placere alle deres fonde på en såkaldt risikoindikator, der udgøres af en skala fra 1-7, hvor 7 er højest risiko. (Økonomi- og Erhvervsministeriet 2011) Figur 17 viser et eksempel på risikoindikatoren, som også illustrerer sammenhængen mellem afkast og risiko.



Figur 17 - Eksempel på risikoindikator³⁷

Et andet eksempel er den såkaldte trafiklysordning, som ligeledes er indført i juli 2011, og som Finanstilsynet håndhæver. Jf. trafiklysordningen skal alle investeringsprodukter og finansielle instrumenter mærkes med grøn, gul eller rød alt efter tabsrisikoen. (Økonomi- og Erhvervsministeriet 2011)

- **Grøn:** Risikoen for at tabe det investerede beløb må betragtes som meget lille, og produkttypen er ikke vanskelig at gennemskue.
- **Gul:** Der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist, og produkttypen er ikke vanskelig at gennemskue
- **Rød:** Der er risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller produkttypen er vanskelig at gennemskue

³⁷ www.danskeinvest.dk

Ved at indplacere en virksomheds aktie på en skala, vil det også blive synligt for den private investor, hvor stor en risiko den givne aktie indebærer. Man kunne passende anvende en beregnet beta på aktien til at placere aktien på skalaen, da denne formentlig alligevel beregnes ved de fleste børsnoteringer. Dermed oversætter man den professionelle investors begreber til noget, som er forståeligt for den private investor.

9.4 Delkonklusion

Der eksisterer som beskrevet flere muligheder for en forbedring af investors beslutningsgrundlag ved at ændre på beskrivelsen af risikofaktorerne. De tre primære fokusområder bør være a) en reduktion i antallet af risikofaktorer, b) en højere grad af kvantificering af risikofaktorerne og c) introduktionen af en risikoindikator. Alle disse muligheder bør være problemfri for udbyderne at implementere, da det ikke kræver ekstra arbejde og dyre konsulenter at udarbejde, idet alle de nødvendige data og analyser laves i forvejen.

10 Konklusion

Risikofaktorerne er særdeles relevante for investorerne at få et fyldestgørende indblik i, da de har en markant effekt på deres værdiansættelse af en virksomhed. Den usikkerhed der knytter sig til de finansielle value drivers, som anvendes til værdiansættelsen, afspejles i egenkapitalens afkastkrav, som øges desto større risikoen er.

Også EU har erkendt at risikofaktorerne er vigtige, og ud fra ønsket om at beskytte investorerne har EU derfor indført en prospektforordning, som fastlægger reglerne for børsprospektets beskrivelse af risikofaktorerne. Det fremgår heraf, at risikofaktorerne skal være specifikke for udbyder og desuden være væsentlige. Derudover er kravene ikke nærmere defineret, hvilket giver en del frihed til udarbejdelsen af risikoafsnittet. Derfor benyttes risikoafsnittet i stedet af udbyder til at foretage en juridisk ansvarfraskrivelse, så de ikke bliver pålagt et prospektansvar.

Analysen af børsnoteringerne af Cimber Sterling og Pandora viste, børsnoteringerne i begge tilfælde blev solgt på historier om vækst, og i begge tilfælde svigtede vækstplanerne, med store tab for investorerne til følge. Både Cimber Sterling og Pandora havde imidlertid i vid udstrækning dækket sig af mod prospektansvaret ved at medtage et væld af risikofaktorer i børsprospekter. De forhold som forårsagede kursfaldene var i store træk beskrevet i risikofaktorerne, men det på en sådan vis at de ikke trådte tydeligt frem blandt de mange øvrige risikofaktorer. Dette gjorde det svært for investorerne at identificere de væsentlige risici, og alene vurderet ud fra Cimber Sterlings og Pandoras prospekter er værdien af risikofaktorerne derfor begrænset.

Oplevelsen med Cimber Sterling og Pandoras risikofaktorer bekræftes ved gennemgangen af yderligere tre prospekter, og det står således klart, at risikofaktorerne også generelt antager en form, som ikke hjælper investorerne til at gennemskue risiciene ved en investering.

Fordi kravene til risikoafsnittet er meget bredt formuleret i prospektforordningen, så udbyderne dermed kan benytte risikofaktorerne som en ansvarsfraskrivelse, kan det derfor konkluderes, at risikofaktorerne har ringe værdi for investorerne. Det vurderes derfor, at der er behov for en præcisering af reglerne for risikofaktorer, så man opnår den tilsigtede investorbeskyttelse frem for den aktuelle udbyderbeskyttelse.

En eventuel løsning på problemet kan være en skærpelse af implementeringsvejledning, hvori Finanstilsynet eventuelt kunne definere tydeligere hvad en væsentlig risikofaktor er, ligesom også et

krav om en form for kvantificering af risikofaktorerne kunne fremsættes. Endelig kunne det også være en mulighed at indføre en risikoindikator, som fortæller investorerne hvor risikabel investeringen er sammenlignet med andre.

11 Bibliografi

Allen, Franklin, Stewart Myers, and Richard Brealey. "Afsnit 19.4 - The Pecking Order of Financing Choices." In *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin, 2008.

Andersen, Regina, interview by Lars Hansen. (2012 йил 24-April).

Bloomberg. *Bloomberg Professional*. 2012 йил 1-April.

Carlsberg A/S. "Børsprospekt af 15. maj 2008." 2008.

Chr. Hansen A/S. "Børsprospekt af 19. maj 2010." 2010.

Cimber Sterling A/S. "Børsprospekt af 12. november 2009." 2009.

Coloplast A/S. "Årsrapport 2010/2011." 2011.

Dansk Aktionærforening. www.shareholders.dk. Jens Møller Nielsen. 2011 йил 19-August.
<http://www.shareholders.dk/art/templates/nyhedsbrev.aspx?articleid=1421&zoneid=1>.

Den Europæiske Union. "Europa-parlamentets og rådets direktiv 2003/71/EF." 4. november 2003.

EU-kommisionen. "Forordning nr. 809/2004." 29. april 2004.

Fawcett, Stanley, and James Brau. "Evidence on what CFOs think about the IPO process: Practise, Theory and Managerial implications." *Journal of Applied Corporate Finance*, 2006.

Jensen, Steen Walther, interview by Lars Hansen. (2012 йил 10-Maj).

Kurtmann, Henrik, interview by Lars Hansen. (2012 йил 27-April).

Nasdaq OMX Nordic. 2012 йил 1-April. www.nasdaqomxnordic.com.

Pandora A/S. "Børsprospekt af 20. september 2010." Børsprospekt, 2010.

Petersen, Christian, and Thomas Plenborg. "Afsnit 9 - Valuation." In *Financial Statement Analysis : valuation, credit analysis and executive compensation*. Pearson Education Limited, 2012.

Sørensen, Ole. In *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. GJellerup, 2009.

Stora Enso Oyj. "Årsrapport 2011, side 101-105." 20. februar 2012.

Økonomi- og Erhvervsministeriet. "Bekendtgørelse nr. 345 af 15. april 2011." *Bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter*. 2011.

—. "Bekendtgørelse nr. 778 af 28. juni 2011." *Bekendtgørelse om form og indhold af central investorinformation for specialforeninger og hedgeforeninger*. 2011.

Zealand Pharma A/S. "Børsprospekt af 3. november 2010." 2010.

12 Bilag

Bilag 1 – Anvendte risikofaktorer i undersøgte børsprospekter

	PA	CS	CA	ZP	CH
Risici forbundet med udbyders virksomhed og branche					
Værdi af virksomhedens brand	X				
Afhængighed af enkeltprodukter	X				
Afhængighed af vellykket produktudvikling	X			XXX	X
Afhængighed af samarbejdsaftaler og underleverandører - generelt		XX	XX	X	XXX
Afhængighed af samarbejdsaftaler og underleverandører – navngivne			X	X	
Kreditrisiko på kunder			X		
Lovændringer og myndighedskrav		XX	X	X	XX
Konkurrencelovgivning			X		X
Afhængighed af myndighedsgodkendelser		X		X	
Ændrede skatter og afgifter	XX	X	X		X
Makro- og socioøkonomiske forhold	X	XX	XX		XXX
Energipriser			X		
Manglende genetableringsplan ved produktionsnedbrud	X				
Risiko for øgede produktionsomkostninger				X	
Sæsonudsving og vejrforhold	X		X		
Rekruttering og fastholdelse af medarbejdere	X	X	X	X	X
Søgsmål mod virksomheden	X				
Usikkerhed om produkters succes på markedet			X	X	
Kontraktlig usikkerhed omkring kundeforhold					XX
Risiko for uforudsete bivirkninger				XX	
Afhængighed af offentlige tilskud				X	
Evnen til at rekruttere forsøgspersoner				X	
Forbud mod dyreforsøg				X	
Trussel fra konkurrenter	X	XXX	XX	X	X
Uforudsete begivenheder (Brand, naturkatastrofer m.m.)		XX	X	X	X
Arbejdsnedlæggelser, strejker m.m.		X	X		
IT-nedbrud		X	X		
Produktansvarskrav og manglende forsikringsdækning			X	X	X
Tilbagekaldelse af produkter			X		X

Miljøskader og dertilhørende erstatningspligt		XX	X	X	X
Igangværende strategiske ændringer	XXX	X	X		
Høje faste omkostninger		XX			
Driftsforstyrrelser		XXX			
Afhængighed af forudbetalinger fra kunder		X			
Stigende luftfartsforsikringspriser		X			
Flyleasing-aftaler genforhandles jævnlgt		X			
Flyulykker		X			
Risici forbundet med virksomhedsovertagelse		X	XXX		
Politisk og juridisk ustabilitet på visse markeder			X		X
Negativ omtale	X		X		X
Beskyttelse af immaterielle rettigheder	X		XX	XXXXXX	X
Risici forbundet med udbyders finansielle forhold					
Regnskabsmæssig værdi af aktiver			X		X
Utilstrækkelige kapitalforhold		X			
Usikkerhed om fremtidige finansielle resultater	X	X		XXX	
Usikkerhed om evnen til at opnå yderligere fremmedfinansiering		X	X	XX	XX
Råvarepriser	X	X	X		X
Renterisici		X	X		X
Valutarisici	X	X	X	X	X
Risici forbundet med udbuddet					
Risici for udsving i markedskursen på aktierne	XX	XX	X	X	XX
Udvanding ved udstedelse af yderligere aktier eller udnyttelse af warrants	X	XX		XX	X
Modstridende interesser blandt aktionærer	X	X	X	X	X
Tvunget til salg for at realisere afkast da der ej udbetales udbytte				X	
Aktieanalytikerens analyser kan påvirke kursen					X
Domme mod selskabet afsagt i investors hjemland kan ej fuldbyrdes i DK		X	X	X	X
Virksomheden kan frit anvende provenuet		X		X	
Risiko for at fortegningsret ved fremtidige udstedelser ikke kan udnyttes i aktionærens hjemland		X		X	X
Tegningsretter bliver værdiløse hvis udbuddet annulleres			XXX		
Ringe likviditet i aktien		XX			
EU-krav om at ingen kontrollerende aktieposter må ejes af					

ikke EU-aktionærer					
Udvanding af eksisterende aktionærer hvis tegningsret ikke udnyttes			X		
Valutarisici for udenlandske aktionærer	X	X	X	X	X