

Copenhagen Business School

Kandidatafhandling – Cand.merc Finansiering og Regnskab

Vejleder: Henning Skov Jensen

Dato: 15. august – 2016

Antal anslag: 272.853

Antal sider: 120

## **Attraktiviteten ved en dansk børsnotering for små og mellemstore virksomheder**

**[The attractiveness of a Danish IPO for small and medium-sized enterprises]**

*Et nutidsstudie af danske virksomhedsejeres vurdering af attraktiviteten ved en dansk børsnotering i forhold til alternative kilder til risikovillig kapital og ejerskifte*

**Forfattere:**

**David la Cour Kjærum**

**Kasper Kaae Jacobsen**



## 1 Executive summary

The Danish capital market has recently been subject to several examinations by market participants trying to explain the almost total absence of small and medium-sized enterprises (hereafter SMEs) choosing to go public in Denmark through IPOs. The absence of SME IPOs has been said to reduce national economic growth, which is why the issue has led to numerous reactions from top politicians and the media.

The goal of this paper has been to investigate why Danish SMEs have been reluctant towards completing IPOs on the Danish stock exchange and to examine whether and why other equity transactions have been preferred. Through completed interviews with owners of Danish SMEs, it has been found that the increasing presence of alternative equity investors is challenging the favourable characteristics of the Danish stock exchange's value proposition. This has resulted in a decrease in the attractiveness of being a Danish listed SME.

In line with international theories, it is found that Danish SMEs are aware of the advantages of selling to larger international organizations. Many of these organizations are currently on the prowl for innovative and scalable SMEs and having them invest could potentially increase company growth. In addition, it is found that the Danish capital market is extremely dominated by equity funds - especially private equity funds. This is illustrated by the fact that private equity funds have invested more in Danish companies relative to national GDP than compared to the rest of the EU, with the majority of these investments being in the SME segment.

The preference of SMEs toward other sources of equity financing than the Danish stock exchange is partly due to attractive valuations when completing private transactions, comprehensive compliance costs related to being a publicly traded SME and that alternative sources of equity financing can contribute with lucrative knowledge and networks. In addition, various SMEs express concerns about potential legal consequences of being a public company.

Although the stock exchange and an IPO can make up a quality stamp of the listed companies and enhance public awareness, these features have been found to be less attractive at the Danish stock exchange compared to other more internationally oriented stock exchanges. Although the stock exchange may be the only source of equity financing where the original owners can maintain complete control of the company, alternative sources of equity seems to be favoured among the Danish SMEs both when obtaining financing and completing divestments of equity interests through M&A transactions.

## Indholdsfortegnelse

|                                                                              |                                                                               |           |
|------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b>                                                                     | <b>Executive summary</b>                                                      | <b>1</b>  |
| <b>2</b>                                                                     | <b>Indledning</b>                                                             | <b>4</b>  |
| 2.1                                                                          | Motivation for afhandlingens fokus                                            | 5         |
| <b>3</b>                                                                     | <b>Problemformulering</b>                                                     | <b>6</b>  |
| 3.1                                                                          | Underspørgsmål og struktur                                                    | 7         |
| <b>4</b>                                                                     | <b>Afgrænsninger</b>                                                          | <b>8</b>  |
| <b>5</b>                                                                     | <b>Metode</b>                                                                 | <b>10</b> |
| 5.1                                                                          | Det kvalitative interview gør det muligt at arbejde induktivt                 | 10        |
| 5.2                                                                          | Undersøgelsesdesign                                                           | 11        |
| 5.3                                                                          | Begrænset stikprøve kan resultere i "inferensbias"                            | 14        |
| 5.4                                                                          | Interviewspørgsmål og rapportering                                            | 17        |
| <b>6</b>                                                                     | <b>Litteraturstudie</b>                                                       | <b>18</b> |
| 6.1                                                                          | 4 danske undersøgelser af noteringstørken blandt danske SMV'er                | 19        |
| 6.2                                                                          | Internationalt fald i børsnoterede SMV'er                                     | 23        |
| <b>Afsnit 1 – Børsen, dens value proposition og alternativerne</b>           |                                                                               | <b>26</b> |
| <b>7</b>                                                                     | <b>Virksomhedens livscyklus, vejen til risikovillig kapital og ejerskifte</b> | <b>26</b> |
| 7.1                                                                          | De 2 danske markedspladser for børsnoterede selskaber                         | 27        |
| 7.2                                                                          | Det optimale investervalg kan ikke generaliseres                              | 28        |
| <b>8</b>                                                                     | <b>Børsens value proposition</b>                                              | <b>32</b> |
| 8.1                                                                          | Ejerskabets sammensætning differentierer børsen fra privat ejerskab           | 32        |
| 8.2                                                                          | Børsnoterede selskaber har adgang til egen valuta                             | 33        |
| 8.3                                                                          | Børsnoteringen kan forbedre selskabets kommercielle profil                    | 34        |
| 8.4                                                                          | Børsen kan give fordelagtige prissætninger og finansieringsvilkår             | 35        |
| Afsnit 1 - Sammenfatning                                                     |                                                                               | 36        |
| <b>Afsnit 2 – Det danske egenkapitalmarked og SMV'ernes transaktionsvalg</b> |                                                                               | <b>37</b> |
| <b>9</b>                                                                     | <b>Børsnoterede SMV'er, de strategiske købere og en vurdering af EOS</b>      | <b>37</b> |
| 9.1                                                                          | Børsen benyttes til vækst, soliditet, opkøb og forbedret profil               | 39        |
| 9.2                                                                          | Stigende tendens mod ejerskifte til udenlandske strategiske købere            | 41        |
| 9.3                                                                          | Innovationsbehov kan accelerere strategiske opkøb                             | 44        |

|           |                                                                                         |            |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>10</b> | <b>Kapitalfondene reducerer SMV'ers behov for børsen.....</b>                           | <b>47</b>  |
| 10.1      | Blomstrende dansk PE sektor overtager SMV-segmentet .....                               | 50         |
| 10.2      | Den store mængde VC kapital investeres internationalt .....                             | 55         |
| 10.3      | Kapitalfondene kan være en katalysator for antallet af børsnoteringer .....             | 57         |
|           | Afsnit 2 - Sammenfatning .....                                                          | 57         |
|           | <b>Afsnit 3: SMV'ernes holdning til attraktiviteten ved en dansk børsnotering .....</b> | <b>58</b>  |
| <b>11</b> | <b>Internationale børsnoteringer, kvalitet og renommé .....</b>                         | <b>59</b>  |
| 11.1      | Brancher og klynger giver bedre investeringslandskab.....                               | 62         |
| 11.2      | Attraktiv indirekte markedsføringseffekt ved en børsnotering .....                      | 64         |
| 11.3      | Uheldig udvikling på den danske vækstbørs har skadet børsens renommé .....              | 67         |
| <b>12</b> | <b>Privat vs. offentligt ejerskab.....</b>                                              | <b>71</b>  |
| 12.1      | Stor forskel på transaktionsprocessen og efterfølgende governance krav.....             | 73         |
| 12.2      | Fondene foretrækker privat ejerskab.....                                                | 83         |
| <b>13</b> | <b>Værdiansættelsen på tværs af offentlig og private transaktioner .....</b>            | <b>86</b>  |
| 13.1      | Prissætningen på tværs af transaktionstyper.....                                        | 86         |
| <b>14</b> | <b>Omkostningerne ved privat vs. offentligt ejerskab .....</b>                          | <b>100</b> |
| 14.1      | Børsnoteringsprocessen og livet på børsen er kompliceret og krævende.....               | 101        |
| 14.2      | Gratis og nemt at lave kapitalrejsninger ved fondsejerskab .....                        | 109        |
|           | Afsnit 3 – Sammenfatning og diskussion af børsens value proposition.....                | 112        |
| <b>15</b> | <b>Konklusion .....</b>                                                                 | <b>115</b> |
| <b>16</b> | <b>Perspektivering.....</b>                                                             | <b>119</b> |
|           | <b>Litteraturliste.....</b>                                                             | <b>121</b> |
|           | <b>Bilag: .....</b>                                                                     | <b>129</b> |

## 2 Indledning

Aktiemarkedet og specielt markedet for børsnoteringer har altid påkaldt sig stor interesse fra både medier og fagfolk. Derfor har der også været et særlig stort fokus på de seneste års noteringstørke på den danske fondsbørs (Nasdaq Danmark). Således er der siden år 2009 blevet noteret 15 virksomheder på de danske lister, hvor der til sammenligning er blevet noteret 118 selskaber på Nasdaqs søsterbørs i Sverige<sup>1</sup>. I den forbindelse er det primært manglen på børsnoteringer af små og mellemstore virksomheder, der har vækket opsigt. Samtidig er der oplevet et stigende antal transaktioner mellem danske SMV'er og alternative kilder til fremskaffelse af egenkapital heriblandt ved helt eller delvist frasalg.

I 2015 kunne man således læse følgende i avisen Børsen:

*”Det danske børsmarked for små og mellemstore virksomheder er stendødt”<sup>2</sup>. ”Danmarks børskultur handler om det næsten totale fravær af børsnoteringer i blandt mindre og mellemstore virksomheder”<sup>3</sup>*

I Danmark findes der ca. 300.000 registrerede virksomheder, hvoraf 98,6% har under 50 ansatte, hvilket svarer til ca. 1/3 af landets samlede beskæftigelse<sup>4</sup>. Tal fra Dansk Industri viser endvidere, at Danmarks mindre virksomheder skabte fire gange så mange jobs som de store virksomheder i perioden fra 2002 til 2008<sup>5</sup>.

Det begrænsede antal børsnoteringer af danske SMV'er har givet anledning til bekymring hos både politikere og fagfolk. Bekymringen skyldes særligt, at børsen betragtes som en katalysator for vækst og at den manglende aktivitet dermed kan have en hæmmende effekt på dansk BNP-vækst og jobskabelse. Nasdaq Sverige har i 2013 foretaget en undersøgelse, der viste, at svenske børsnoterede selskaber, efter gennemførelse af børsnoteringen, har øget antallet af ansatte med 36,5% årligt. Til sammenligning var den gennemsnitlige vækst på 1,5% for de resterende private svenske virksomheder<sup>6</sup>. Yderligere har en international undersøgelse af børsnoterede selskaber, udarbejdet af EUs ”IPO task force” vist, at 92% af jobskabelsen sker efter gennemførelse af børsnoteringen<sup>7</sup>.

Begrænsninger på SMV'ers adgang til kapital kan således udgøre en betydelig væksthæmmer og potentielt skade landets nationale økonomi. Børsmarkedet har historisk set været stedet hvor, selskaberne har kunnet

---

<sup>1</sup> Herudover har der, i samme periode, været 151 noteringer på den mindre børs ”Aktietorvet” (Se Excel data fil 1, ark 3)

<sup>2</sup> (Praefke, 6. November 2015)

<sup>3</sup> (Henriksen, 12. maj. 2015)

<sup>4</sup> (Freytag, et al., 2014 s. 17)

<sup>5</sup> (Pedersen, Januar 2012)

<sup>6</sup> (NASDAQ, September 2013 s. 4)

<sup>7</sup> (EU IPO, 23. March 2015 s. 4)

finansiere sig, hvor velstanden og ejerskabet bliver fordelt på flere hænder, samt bidraget som en forankrende faktor i forbindelse med at fastholde de danske selskabers hovedsæder og arbejdspladser i Danmark<sup>8</sup>.

Som direkte konsekvens til det manglende antal SMV-børsnoteringer, har flere danske markedsinteressenter over de seneste år behandlet emnet. Problemstillingen er dermed blevet belyst igennem en række undersøgelser, som har skabt betydelig mediebevågenhed.

Senest har problematikken givet anledning til en direkte reaktion fra Danmarks erhvervs - og vækstminister Troels Lund Poulsen, der i et interview med børsen udtaler:

*”Om fem år skal vi have et etableret marked for børsintroduktioner i Danmark for små og mellemstore virksomheder. Det bliver et mål, som jeg stiller op nu, og som jeg også vil kunne blive målt på”<sup>9</sup>*

Danske børsnoteringer af SMV’er er således et særdeles aktuelt emne, der ligger højt på dagsordenen såvel politisk som i erhvervslivet.

## 2.1 Motivation for afhandlingens fokus

Arbejdet med en konkretisering af problemfeltet er sket i tæt dialog med Nasdaq Danmark, der har bidraget som løbende sparringspartner igennem hele afhandlingens forløb. Igennem sparringen er der i høj grad fokuseret på, hvorledes afhandlingen kan skabe værdi for den videre diskussion af det danske børs klima. Da flere markedsinteressenter allerede har foretaget nutidige og dybdegående undersøgelser blandt rådgivere, investorer og eksperter, er det vurderet, at et sådant fokus ikke vil bidrage til en bedre forståelse af emnet.

I det løbende arbejde er det imidlertid fundet, at problemstillingen ikke kun er forankret til det danske marked, men ligeledes opleves på en lang række europæiske og amerikanske børs<sup>10</sup>. Senest har EU-Kommissionen i marts 2015 udarbejdet en task-force rapport med titlen ”Rebuilding IPOs in Europe”<sup>11</sup>. Ligesom Nasdaq Danmarks rapport, sætter denne et stort fokus på, hvordan det kan gøres mere attraktivt for SMV’er at være børsnoteret. Problemstillingen er altså ikke forankret til det danske børs marked, om end det erkendes, at dette kan være ramt hårdere end i andre lande.

Den danske debat har i høj grad koncentreret sig om en sammenligning med Danmarks nordiske naboer, hvor antallet af børsnoteringer af SMV’er, særligt i Sverige, er buldret frem og i langt mindre grad en sammenligning

---

<sup>8</sup> (NASDAQ DK, 2014 s. 2)

<sup>9</sup> (Praefke, 13 november 2015)

<sup>10</sup> (EU IPO, 23. March 2015 s. 8 og s. 68) og (Ritter et. al., 2013 s. 2)

<sup>11</sup> (EU IPO, 23. March 2015)

med det globale fald i antallet af SMV'er, der vælger børsen. Dette har skabt en nysgerrighed for at undersøge, hvorvidt der er tale om en generel manglende efterspørgsel efter at kunne foretage en børsnotering blandt de danske SMV'ers virksomhedsejere. Muligvis grundet, at alternative måder til fremskaffelse af risikovillig kapital fremstår mere attraktive, og om dette kan forklare faldet i antal børsnoteringer.

Denne undren er endvidere forstærket af, at de nævnte undersøgelser og den generelle mediedækning primært er centreret omkring noteringsprocessen, børsen som markedsplads og de dertilhørende politiske regulativer. Samtidig er undersøgelserne baseret på svar fra rådgivere og investorer og i et begrænset omfang svar fra virksomhederne selv.

Det begrænsede fokus på SMV'ernes holdning til børsen, samt at problemstillingen muligvis ikke er så nationalt forankret som debatten umiddelbart har hentydet, har inspireret til afhandlingens fokus. Der er således etableret en interesse omkring at undersøge attraktiviteten ved en børsnotering i forhold til alternative transaktionstyper, når danske SMV'er ønsker at gennemføre et helt eller delvist ejerskifte eller søger risikovillig kapital til finansiering af den fremtidige drift. Motivationen er yderligere forstærket af Nasdaq Danmarks opbakning til en undersøgelse af dette fokus. Samtidig forventes det, at fokuset kan bidrage til den generelle debat af problemstillingen i Danmark. Afhandlingen er således målrettet såvel politiske som generelle markedsinteressenter omkring det danske egenkapitalmarked.

### 3 Problemformulering

Ovenstående har dannet grundlaget for afhandlingens analytiske fokus og overordnede forskningsspørgsmål:

**Hvorfor fravælges den danske børs til fordel for alternative transaktionstyper, når SMV'er ønsker at fremskaffe risikovillig kapital og/eller gennemføre et helt eller delvist ejerskifte?**

Besvarelsen af forskningsspørgsmålet vil være fokuseret på SMV'ernes holdning til det danske egenkapitalmarked, attraktiviteten ved en dansk børsnotering og hvorfor denne bliver fravalgt. Når der i den forbindelse omtales SMV'er, menes der ejerne af de ikke finansielle små og mellemstore danske virksomheder defineret ved en markeds kapitalisering på maksimum DKK 2 mia.<sup>12</sup> Ved en dansk børsnotering menes endvidere både en børsnotering på Nasdaq Main Market (herefter MM) og den alternative markedsplads First North (herefter FN). Endvidere vil begrebet "transaktionstype/valg" fremadrettet benyttes i forbindelse med SMV'ernes investorvalg, hvad end der er tale om finansiering af risikovillig kapital og/eller gennemførsel af helt og delvist ejerskifte.

---

<sup>12</sup> Samme størrelsesmæssige definition og fokus som Nasdaq benyttede i deres Task-Force rapport, se (NASDAQ DK, 2014 s. 10)

### 3.1 Underspørgsmål og struktur

Afhandlingen er opdelt i 3 delafsnit, der samlet søger at besvare det overordnede forskningsspørgsmål.

Indledningsvist er det essentielt dels at redegøre for SMV'ernes mulige alternativer til en dansk børsnotering i forbindelse med finansiering af risikovillig kapital og/eller gennemførelse af ejerskifte. Dels at undersøge, hvad der i den forbindelse gør en typisk børsnoteringstransaktion særlig attraktivt, herunder hvilken value proposition en børsnotering tilbyder. Dette skal skabe grundlaget for senere at undersøge, om fravalget af en dansk børsnotering skyldes en øget interesse for de alternative transaktionsmuligheder. Herunder at undersøge SMV'ernes generelle holdning til den danske børs og dens value proposition ift., hvad alternative transaktionstyper tilbyder. Dette har resulteret i afhandlingens første fundamentale underspørgsmål:

**Hvilke alternativer er der til en dansk børsnotering, når SMV'er ønsker at fremskaffe risikovillig kapital og/eller gennemføre et ejerskifte, og hvad gør i den forbindelse en børsnotering attraktiv?**

Som tidligere beskrevet, har der globalt set været en tendens til et faldende antal børsnoteringer i SMV-segmentet. Dette har givet anledning til teoretikeres opstilling af 2 primære hypoteser, der forsøger at forklare, hvorfor SMV'er i højere grad end tidligere fravælger en børsnotering. Hypoteserne vil blive gennemgået i kapitel 6.2 og beskriver bl.a., at SMV'er foretrækker at fremskaffe kapital og foretage ejerskifte igennem andre alternative transaktionstyper end en børsnotering. For at besvare det overordnede forskningsspørgsmål, er det derfor vurderet væsentligt at undersøge udviklingen på det danske egenkapitalmarked. Herunder hvilke alternative transaktionsvalg, SMV'erne foretager som substitut til en dansk børsnotering, og hvorledes denne udvikling be- eller af-kræfter hypoteserne. Med egenkapitalmarked menes der, i den forbindelse, de transaktionstyper, som der, i det ovenstående underspørgsmål, vurderes at være alternativer til en børsnotering. Således søges følgende spørgsmål besvaret:

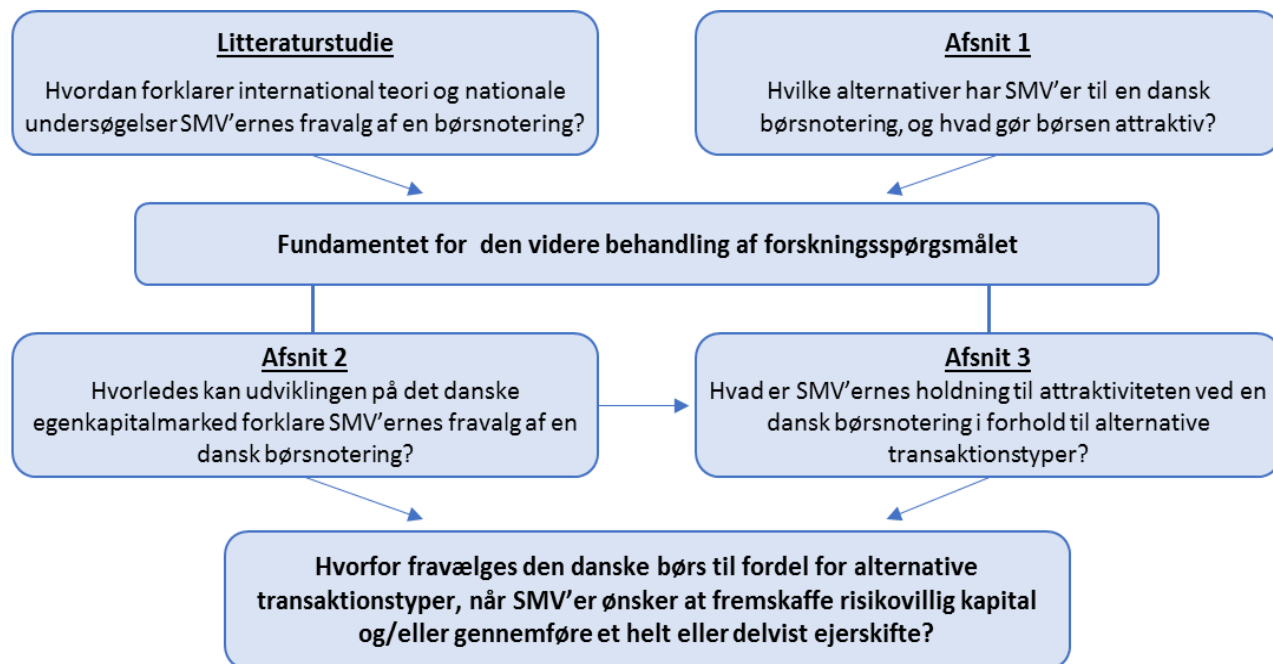
**Hvorledes kan udviklingen i det danske egenkapitalmarked forklare SMV'ernes fravalg af en dansk børsnotering?**

Ovenstående giver et overordnet makrobillede af det danske egenkapitalmarked for SMV-segmentet. For at forstå ræsonnementet bag SMV'ernes transaktionsvalg og fravalget af en dansk børsnotering, er det afgørende at undersøge deres holdninger til den danske børs og dens value proposition. Ikke mindst i forhold til hvad de alternative transaktionstyper tilbyder. For at opnå en dybere forståelse af SMV'ernes holdning til den danske børs, og hvorfor den fravælges, ønskes følgende underspørgsmål besvaret:



## Hvad er SMV'ernes holdning til attraktiviteten ved en dansk børsnotering i forhold til de alternative transaktionstyper?

Samlet set vil ovenstående underspørgsmål, i en naturlig rækkefølge, besvare problemformuleringen ud fra en fundamentalanalytisk tilgang, hvor teori, makro -og mikroforhold samlet vil bidrage til en forståelse af forskningsspørgsmålet. Tilgangen er illustreret i nedenstående figur:



## 4 Afgrænsninger

For at sikre en præcis besvarelse af problemformuleringen har det været nødvendigt at foretage en række afgrænsninger.

Afhandlingens forskningsspørgsmål besvares primært ud fra SMV'ernes transaktionsbeslutninger og udtalelser i medier og interviews i denne forbindelse. Afhandlingen er således praktisk orienteret og er i høj grad struktureret efter SMV'ernes holdninger til en børsnotering. Empiri og teori er således kun inddraget i det omfang det findes relevant i de enkelte analyser, eller kan bidrage til en forståelse af SMV'ernes konkrete overvejelser, i forbindelse med valget/fravalget af en børsnotering. En række af de behandlede emner kan således være genstandsfelt for sin egen isolerede og dybere behandling. Dette er dog fravalgt for, i stedet, at behandle flere emner og belyse den brede holdning til hvorfor en dansk børsnotering fravælges blandt SMV'erne.

Afhandlingen afgrænser sig endvidere fra at undersøge den generelle efterspørgsel efter finansiering blandt de danske SMV'er, og vil udelukkende beskæftige sig med risikovillig kapital i form af direkte investeringer i selskabernes ejerskab. Således er forhold omkring lånefinansiering udeladt, og der vil ikke blive kommenteret på udviklingen i prioritetsgæld så som kredit, bankgæld, virksomhedsobligationer mm. Det kan tænkes, at nutidens lave renteniveau kan bidrage til, at gældsfinansiering, i dag, fremstår særlig attraktivt, når danske SMV'er ønsker at fremskaffe finansiering. Afhandlingen afgrænser sig imidlertid fra at undersøge, hvorvidt den billige gældsfinansiering bidrager til at gøre en børsnotering mindre relevant.

Når der omtales risikovillig kapital og alternativer til en børsnotering, menes der således lignende finansieringsprodukter i kategorien "residual-krav". I det følgende vil finansieringsbegrebet blive brugt i denne forbindelse og ikke i relation til fremmedkapital. Fokus er illustreret i nedenstående figur:

| Eksterne finansieringsmuligheder for SMV'er |                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                             | Niveau af Risiko/Forventet afkast                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|                                             | Lav                                                                                                                                                                             | Lav                                                                                                                                                                                                                 | Middel                                                                                                                                                                                               | Høj                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Type                                        | Aktiv-baseret finansiering                                                                                                                                                      | Gæld og lignende                                                                                                                                                                                                    | "Hybrid" instruments                                                                                                                                                                                 | Egenkapital/risikovillig kapital                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Eks.                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Asset-based lending</li> <li>▪ Factoring</li> <li>▪ Purchase order finance</li> <li>▪ Warehouse receipts</li> <li>▪ Leasing</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Bank lån og Kredit</li> <li>▪ Corporate bonds</li> <li>▪ Securitised debt</li> <li>▪ Covered bonds</li> <li>▪ Private placements</li> <li>▪ Crowdfunding (debt)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Subordinated loans/bonds</li> <li>▪ Participation loans</li> <li>▪ Convertible bonds</li> <li>▪ Bonds with warrents</li> <li>▪ Mezzanine finance</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Børsnotering (IPO)</li> <li>▪ Kapitalfonde <ul style="list-style-type: none"> <li>• Private Equity (PE)</li> <li>• Venture Capital (VC)</li> </ul> </li> <li>▪ Strategisk/Industriel køber (SK)</li> <li>▪ Business Angels og Crowdfunding</li> </ul> |

Figur 1, Egen tilvirkning på baggrund af (OECD, 2015 s. 20)

Grundet afhandlingens omfang er det valgt at fokusere på virksomheder uden for den finansielle sektor. Disse selskaber har været genstand for omfattende reguleringer og direktiver, som kan have betydning for børsnoteringsvalget<sup>13</sup>. Dette ønskes ikke behandlet i afhandlingen, hvorfor fokus på finansielle virksomheder og investeringsselskaber er udeladt.

Der har, blandt de danske undersøgelser af problemstillingen, været særligt fokus på de danske skatteregler og den komplicerede struktur af samme. Skat vil ikke være genstand for yderligere behandling, da et sådant fokus kan være udgangspunkt for en særskilt behandling af det danske kapitalmarked og skats betydning i den forbindelse. Skatteperspektivet er således udeladt i behandlingen af afhandlingens forskningsspørgsmål medmindre det i de konkrete sammenhænge vurderes særligt aktuelt.

<sup>13</sup> Finansielle virksomheder er underlagt en særlig lov (Lov om finansiell virksomhed) og der er en række specifikke regulativer og forordninger bl.a. kapitalkravsdirektivet (CRD) og kapitalkravsforordningen (CRR). F.eks. har Sparekassen Sjælland for nyligt valgt, at blive børsnoteret bl.a. på grund af ugunstige regler ved at være en garantsparekasse.

## 5 Metode

Formålet med afhandlingen er at undersøge, hvorfor SMV'erne fravælger en dansk børsnotering. Dette ønskes besvaret ved at belyse SMV'ernes valg og fravalg i forbindelse med finansiering af risikovillig kapital og/eller ejerskifte, samt en generel vurdering af SMV'ernes holdning til børsens value proposition. I sidste ende er beslutningen om egenkapitalfinansiering og/eller ejerskifte op til ejeren/ejerne af den enkelte virksomhed, hvorfor afhandlingen primært er funderet på en undersøgelse af SMV'ernes udtalelser og generelle meninger om børsen.

### 5.1 Det kvalitative interview gør det muligt at arbejde induktivt

Det er valgt at benytte den kvalitative metode til at belyse SMV'ernes holdninger omkring børsens value proposition. Valget stod imellem, hvorvidt der skulle foretages kvalitative spørgeskemaundersøgelser eller interviews. Kvale, et al., (2009) påpeger det forhold, at den kvalitative spørgeskemaundersøgelse ikke giver respondenterne mulighed for at udfordre den intuitive holdning<sup>14</sup>. Endvidere kan svaralternativerne i en sådan undersøgelse få respondenterne til at acceptere de opstillede dikotomier. Det kvalitative interview giver, i modsætning til spørgeskemaundersøgelser, interviewpersonerne mulighed for, at protestere mod undersøgerens spørgsmål og tolkninger. Derved opnås to ting: For det første reduceres sandsynligheden for, at interviewpersonens svar er baseret på en misforståelse af det stillede spørgsmål. For det andet er det muligt at dykke ned i svarets kompleksitet og stille følgespørgsmål, som kan afsløre sammenhænge, der ikke er antaget på forhånd.<sup>15</sup> Denne styrke ved det kvalitative interview er vurderet at gøre metoden særlig attraktiv for besvarelsen af afhandlingens forskningsspørgsmål.

En kvantitativ analyse kunne også have været benyttet. Fordelen ved denne er, at en kvantitativ analyse kan foretage statistiske generaliseringer fra en stikprøve til hele populationen. På baggrund af udvalgte SMV'er, vil det således være muligt at bevise sammenhænge inden for videnskabelige accepterede statistiske signifikansniveauer. Dette kan f.eks. gøres ved at tage udgangspunkt i regnskabstal og spørgeskemaundersøgelse, for at undersøge hvilke "objektive" karakteristika, der kan vurderes at have betydning for om en børsnotering vurderes attraktiv og dermed fravælges eller ej.<sup>16</sup>

Når denne metode er fravalgt skyldes det primært 3 faktorer; for det første kan der sås tvivl ved, om SMV'erne generelt har den nødvendige viden omkring en børsnotering, til at kunne tage stilling til en sådan spørgeskemaundersøgelse (medmindre de tidligere har haft erfaring fra en børsnoteringsproces). For det andet

---

<sup>14</sup> (Kvale, et al., 2009 s. 135)

<sup>15</sup> (Spliid, 2014 s. 27)

<sup>16</sup> (Spliid, 2014 s. 26)

giver spørgeskemaundersøgelser ikke mulighed for at dykke dybere ned i begrundelsen for svarene, uden en (muligvis endeløs) række af nye spørgeskemaer. For det tredje, er der risiko for, at svarprocenten på en sådan kvantitativ undersøgelse vil være så lav, at der ikke kan udledes nogen egentlige statistiske korrekte/kvalificerede konklusioner. Selvom undersøgelsens robusthed og generaliserbarhed, både i den kvantitative og kvalitative undersøgelse, er afhængig af størrelsen og spredningen på stikprøven, vil den kvantitative undersøgelse være særligt afhængig af størrelsen på stikprøven, specielt i forbindelse med statistiske tests.

En af farerne ved den kvalitative undersøgelse er imidlertid, at denne i særlig grad kan være underlagt forskerbias (det forhold, at undersøgeren personligt påvirker forskningsresultaterne og de derfor i højere grad bliver subjektive end objektive), på grund af den personlige informationsindsamling -og behandling, hvori der indgår væsentlige tolkningselementer<sup>17</sup>. For at minimere forskerbias og styrke argumentationen, henvises der løbende til resultaterne af kvantitative videnskabelige undersøgelser fra udlandet, primært USA og Europa, hvor forudsætningerne for denne metode i højere grad er opfyldt, både i forhold til antallet af observationer, reliabilitet og datavaliditet.

For at styrke undersøgelsen, sammenholdes den kvalitative tilgang løbende med kvantitative observationer på såvel det danske som det udenlandske marked. De kvantitative opgørelser består af SMV'ernes historiske beslutninger, samt deres generelle ræsonnementer for at vælge en børsnotering til eller fra.

## 5.2 Undersøgelsesdesign

Afhandlingen er baseret på en kvalitativ hermeneutisk tilgang, med afsæt i et teoretisk og empirisk funderet grundlag. Der arbejdes kvalitativt hermeneutisk i forbindelse med de gennemførte interview, hvor analyseenheden er ejerne af de danske SMV'er. Denne arbejdsmetode gør, at der tilegnes vigtig viden og information, som bidrager til en løbende erkendelsesproces og konkretisering af de vigtigste faktorer og forhold, der har betydning for besvarelsen af forskningsspørgsmålet. Udgangspunktet for undersøgelsen er funderet på forfatterens viden fra studiet, tilgængelig international faglitteratur -og empiri, samt dialoger med en række forskellige markedsinteressenter<sup>18</sup>.

Selvom der tages udgangspunkt i den deduktive metode, vil der ligeledes arbejdes induktivt. Fordelen ved den kvalitative metode er netop, at forfatterne igennem dialog med interviewpersonerne, kommer i besiddelse af viden omkring emnet, som kan afsløre sammenhænge, der ikke på forhånd er observeret, men som kan være

---

<sup>17</sup> (Andersen, 2010 s. 209)

<sup>18</sup> F.eks. er der foretaget åbne interviews med Nasdaq Danmark og en række rådgivere

relevant at behandle (hermed arbejdes der induktivt). Når der i den forbindelse omtales den kvalitative metode, menes der helt specifikt semistrukturerede interviews.

I gennem de semistrukturerede interviews forsøges det, at forstå temaer fra den daglige livsverden ud fra interviewpersonernes egne perspektiver. På den måde indhentes beskrivelser af interviewpersonernes livsverden med henblik på at tolke betydningen heraf, i relation til de behandlede fænomener<sup>19</sup>. Det er i den forbindelse hensigten at besvare forskningsspørgsmålene ved hjælp af mønstergenkendelse. De mønstre og sammenhænge, der iagttages i de gennemførte interviews, vurderes i forhold til de mønstre som teorierne forudsiger og sammenholdes endvidere med kvantitativ data omkring SMV'ernes historiske investorvalg på det danske marked. Hvis der ikke er konsensus, vil divergensen forsøges at forklares. Det skal understreges, at der ikke er fastlagte kriterier for, hvornår mønstre kan genkendes. Vurderingerne beror således alene på de mulige kausale links mellem de stillede spørgsmål, de indsamlede data og de trufne konklusioner<sup>20</sup>. De indsamlede data omfatter interviews, prospekter, transaktionsdata samt tidsnære udtalelser i nyhedsmedier.

Der skal gøres opmærksom på, at der, qua den metodiske fremgangsmåde, er indgået en cirkulær erkendelsesproces (hermeneutisk spiral). Dette er vigtigt at understrege, da en sådan proces er kendetegnet ved tilnærmelsesvis at være uendelig. Ligesom en række andre rapporter, der beskæftiger sig med samme problemstilling, har bidraget til forståelsen af problemstillingen, vil afhandlingens endelige resultat/konklusion ligeledes være endnu et skridt på vejen. Denne præmis er afgørende, da det i praksis betyder at vidensproduktion, som udgangspunkt, ikke er endegyldig<sup>21</sup>. Modsat kvantitative analyser, er det altså ikke muligt at foretage statistisk generalisering af den totale population. Der kan derimod foretages analytisk generalisering<sup>22</sup>. Således vil der på baggrund af relativt få personers oplysninger søges, at sige noget generelt om SMV'ernes holdning til det danske børsmarked, hvilket medfører at analysen er baseret på inferens.

### 5.2.1 Kontrol af fejkilder kræver kritisk tilgang til intern og ekstern validitet

I forbindelse med dataindsamlingen er det essentielt at minimere fejkilder for at sikre kvaliteten. I den forbindelse er det vigtigt at sikre intern validitet, ekstern validitet og reliabilitet<sup>23</sup>.

**Intern validitet / kredibilitet** testes gennem en kritisk vurdering af, hvorvidt følgeslutningerne er korrekte. Således tages der løbende stilling til årsagsvirkningssammenhængene i de enkelte analyser, for at sikre

---

<sup>19</sup> (Kvale, et al., 2009 s. 45)

<sup>20</sup> (Spliid, 2014 s. 29)

<sup>21</sup> (Andersen, 2010 s. 35-36)

<sup>22</sup> (Hoffmann, 2013)

<sup>23</sup> (Spliid, 2014 s. 30)

troværdigheden af afhandlingens resultater. Dette aspekt er særligt vigtigt, idet det begrænsede danske børsmarked kan resultere i en indgroet opfattelse af, at det danske kapitalmarked i SMV-segmentet ikke fungerer og en børsnotering derfor ikke bliver valgt på trods af, at børsen i virkeligheden kan være en fordelagtig transaktionsmulighed.

Som tidligere nævnt, inddrager analysen i høj grad mønstergenkendelse, hvor flere kilder sammenholdes, for at vurdere, i hvilket omfang der er konvergens. Såfremt der er overensstemmelse mellem flere kilder, styrkes argumenterne for den antagne kausale struktur.

**Ekstern validitet** testes ved at vurdere, om det i virkeligheden er det ønskede, der undersøges, hvilket er forudsætningen for, at resultaterne kan generaliseres. Den eksterne generaliserbarhed kan i visse tilfælde være begrænset til SMV'er i bestemte brancher eller livsfaser (gennemgå i kapitel 7). I sådanne situationer diskuteres det, hvorvidt de enkelte resultater, vurderes at kunne generaliseres, eller om analysen og resultatet kun er relevant for specifikke typer af SMV'er.

Udover at forholde sig kritisk til, hvorledes der kan generaliseres på tværs af brancher og livsfaser, kan dataene styrkes ved triangulering. Denzin (1984) skelner mellem fire former for triangulering<sup>24</sup>:

- Data-triangulering, når der benyttes forskellige datakilder.
- Undersøger-triangulering, når flere undersøgere analyserer det samme fænomen.
- Teori-triangulering, når der bruges forskellige forklarende teorier.
- Metode-triangulering, når der bruges flere forskellige fremgangsmåder.

Disse 4 typer af triangulering benyttes løbende, i større eller mindre grad, til at styrke troværdigheden af analysen. Der er ikke bevidst fokuseret på den ene form, frem for den anden.

En af afhandlingens afgrænsninger er bl.a., at den væsentligste datakilde er beslutningstagerne i de danske SMV'er. Der benyttes dog både primære kilder (interviews) og sekundære kilder (prospekter og nyhedsmedier). Afhandlingen udspringer af en undren der, som sagt, er behandlet af en række andre interessenter, hvorfor der også benyttes undersøger-triangulering. Således refereres der løbende til rapporter fra de resterende undersøgelser.

Der findes en række teorier omkring, hvorfor virksomheder bør vælge at foretage en børsnotering. Endvidere findes der forskellige internationale teorier/hypoteser for, hvorfor SMV'er fravælger børsen. Der refereres

---

<sup>24</sup> (Spliid, 2014 s. 30)

løbende til disse teorier, der inddrages i det omfang det findes aktuelt. Udover den overordnede kvalitative metodiske tilgang, foretages kvantitativ dataindsamling, hvor dette er muligt, for at underbygge og diskutere de konkrete udtalelser, hvormed der benyttes metode-triangulering.

For at sikre kvaliteten af sekundær data, er der udelukkende inkluderet og refereret til studier og empiri udarbejdet af professorer og velansete organisationer såsom Nasdaq, EY, Bain & Company, Deloitte, KPMG, Clearwater International, Finansrådet, DVCA, EVCA osv. Selvom disse kan have skjulte agendaer, så som profit maksimering og international anerkendelse, vurderes de at være pålidelige datakilder. Konkret kritik af data eller teorier, gennemgås ikke yderligere i metodeafsnittet, men bliver løbende diskuteret i forbindelse med anvendelsen i løbet af afhandlingen.

**Reliabiliteten** angiver, hvor sikkert og præcist man måler det, der faktisk måles, herunder i hvor høj grad resultaterne fra undersøgelserne påvirkes af tilfældigheder<sup>25</sup>. Dette er særligt relevant for de foretagne interviews, hvilket behandles i det efterfølgende. I forhold til den resterende data (udover interviews), forsøges det at sikre en høj grad af reliabilitet, ved at vedlægge detaljerede og gennemskuelig dokumentation af data. Således er det muligt, at følge kæden fra undersøgelsesdata til de endelige argumenter og konklusioner.

### 5.3 Begrænset stikprøve kan resultere i "inferensbias"

Afhandlingens primære metodiske tilgang er som sagt funderet på en række semistrukturerede interviews med beslutningstagerne i de danske SMV'er. Da det netop ønskes at behandle den generelle holdning til børsen blandt alle danske SMV'er, kan disse karakteriseres som den totale population. Jf. indledningen findes der i Danmark ca. 300.000 virksomheder, hvoraf 98,6% har under 50 ansatte og dermed indgår i afhandlingens definition af en dansk SMV, med undtagelse af finansielle virksomheder.

Stikprøven vil derfor være ekstremt begrænset set i lyset af den totale population. I alt er der foretaget 19 interviews med forskellige beslutningstagere i de danske SMV'er. Tabel 1 opsummerer interviewpersonerne, hvilken virksomhed de repræsenterer, titel, interviewform samt om respondenterne har været involveret i ejerskifte eller finansiering.

Det er tidligere nævnt, at en af ulemperne ved den kvantitative spørgeskemaundersøgelse kan være, at den enkelte beslutningstager ikke er bekendt med muligheden for, at foretage ejerskifte eller fremskaffe finansiering igennem en børsnotering. Dette kan imidlertid også være en udfordring i forbindelse med det kvalitative interview, da dataindsamlingen begrænses af interviewpersonens konkrete viden om emnet. Ved

---

<sup>25</sup> (Andersen, 2010 s. 83)

udvælgelsen af interviewpersoner er der derfor lagt vægt på, at beslutningstageren i den enkelte SMV, for nyligt har taget stilling til et ejerskifte eller en finansieringsproces. Således er mulige interviewpersoner i første omgang indsnævret til SMV'er, der siden 2013 har gennemført en transaktion.

| Type/Investor valg: |              | Navn:                      | Branche             | Fokus**: | Deltager:               | Titel:                        | Interviewform: |
|---------------------|--------------|----------------------------|---------------------|----------|-------------------------|-------------------------------|----------------|
| PE fond             |              | Maj invest                 | Diversificeret*     | ES       | Erik holm               | Managing Partner              | Telefon        |
|                     |              | Capidea                    | Industri og FGS***  | ES       | Erik Balleby            | Managing Partner              | Personligt     |
|                     |              | Polaris                    | Industri og FGS     | ES       | Henrik Bonnerup         | Partner, CFO                  | Telefon        |
|                     |              | Axcel                      | Diversificeret      | ES       | Nikolaj Vejlsgaard      | Partner                       | Personligt     |
|                     |              | BWB                        | Industri og FGS     | ES       | Jacob Bergenholtz       | Managing Partner              | Telefon        |
| VC fond             |              | Seed Capital               | Life Science & Tech | ES/FI    | Ulla Brockenhuus-Schack | Managing Partner              | Telefon        |
|                     |              | Vækstfonden                | Diversificeret      | ES/FI    | Ulrik Jørring           | Managing Director             | Personligt     |
|                     |              | Northcap                   | Tech                | ES/FI    | Thomas Weilby Knudsen   | Partner                       | Telefon        |
| Virksomheder        | Solgt til PE | Zitcom                     | Tech                | ES       | Stefan Rosenlund        | Stifter og CEO                | Telefon        |
|                     | Solgt til SK | Growth House               | Life Science        | ES       | René Spogård            | Medejer og bestyrelsesformand | Telefon        |
|                     | Solgt til SK | Gametation ApS             | Tech                | ES       | Kristian Ridley         | Stifter og COO                | Telefon        |
|                     | Solgt til SK | Skalflex                   | Industri            | ES       | Poul Jensen             | Adm. Direktør                 | Telefon        |
|                     | Solgt til VC | Blackwood Seven            | Tech                | FI       | Carl Erik               | Stifter og CEO                | Personligt     |
|                     | Solgt til VC | Orphazyme                  | Life Science        | FI       | Christian Quaade        | Strategic alliance director   | Personligt     |
|                     | Solgt til VC | Sekoia                     | Tech                | FI       | Ole Langvad Wessby      | Stifter og CEO                | Telefon        |
|                     | Solgt til VC | Allunite                   | Tech                | FI       | Esben Elmøe             | Stifter og CEO                | Personligt     |
|                     | Solgt til VC | Vivino                     | Tech                | FI       | Heini Zachariassen      | Stifter og CEO                | Telefon        |
|                     | Børsnoteret  | Medical Prognosis Insitute | Life Science        | FI       | Niels Laursen           | CFO                           | Telefon        |
|                     | Børsnoteret  | Ivisys                     | Industri            | FI       | Jakob Kesie             | Stifter og CEO                | Telefon        |

\* Med diversificeret menes, at fonden har et bredt branche fokus og dermed ejer selskaber i mange forskellige brancher

\*\* Hermed menes om ejeren har (haft) fokus på Ejerskifte (ES) eller Finansiering i form af risikovillig kapital (FI)

\*\*\* Forbruger goder og services

**Tabel 1, Personer interviewet i perioden februar – april 2016.**

Da afhandlingen tager udgangspunkt i inferens, er udvælgelsen af interviewpersoner særlig vigtig for analysens validitet. Dette giver anledning til en række overvejelser.

### 5.3.1 Ressourcekrævende interviews har reduceret antallet af respondenter

For at sikre den mest valide analyse og deraf afledte konklusion, er det optimalt, at inddele virksomhederne i et antal kategorier, der afspejler samtlige mulige forretningscases i forbindelse med ejerskifte og finansiering. Kategorierne kan i den forbindelse dække over virksomheder i forskellige livsfaser (se kapitel 7), graden af kapitalbehov, delstørrelser i det definerede SMV-segment, brancher mv. En sådan omfattende inddeling har imidlertid ikke været mulig at foretage i praksis, hvilket primært skyldes 2 faktorer: Dels vil en sådan kategorisering afhænge af, at beslutningstagere, i samtlige kategorier, ønsker at deltage i undersøgelsen, hvilket har vist sig at være svært at opnå. Dels vil omfanget af interviews blive så tidskrævende, at det er vurderet problematisk, i relation til afhandlingens omfang og tidsperspektiv. Om end en mere dekomponeret interviewundersøgelse ville skabe en højere grad af validitet og mere metodisk korrekthed, er det altså vurderet at være for ressourcetungt og usikkert i forhold til den store afhængighed af villige interviewdeltagere.



I stedet er interviewpersonerne inddelt i kategorier alt efter hvilken investortype SMV'en har valgt. Således er der identificeret 4 kategorier; hhv. SMV'er, der inden for de seneste 3 år har foretaget helt eller delvist salg til en strategisk køber, PE fond, VC fond eller gennemført en børsnotering. Som udgangspunkt er det ønsket at tale med ca. 5 respondenter i hver kategori. Da det kun er ønsket at tale med de personer, der har været en del af selve beslutningsprocessen (lederne/ejerne), er det begrænset, hvor mange, der har tid og mulighed for at deltage i undersøgelsen. Dette beskrives også af Kvale, et al., (2009) som en af udfordringerne ved at fortage såkaldte "eliteinterviews"<sup>26</sup>. Ressourcetrækket har altså, til en hvis grad, reduceret antallet af respondenter. Således er fordelene ved det kvalitative interview, eksekveringsmæssigt, også metodens ulempe, idet det kræver længere tid at gennemføre end et spørgeskema. Der er imidlertid oplevet en stor og positiv interesse for emnet, fra stort set alle, der kom med en tilbagemelding, uanset om de kunne deltage eller ej.

På baggrund af ovenstående er fremgangsmåden revideret i relation til mulige interviewdeltagere. Således er der fokuseret på, at interviewene repræsenterer et relativt stort udvalg af selskaber, der enten har foretaget ejerskifte, eller gennemført en finansiering. Der er altså stadig tale om en stratificeret udvælgelse af interviewdeltagerne<sup>27</sup>. Således er der i alt foretaget 19 interviews. Heraf er 10 af de 19 foretaget med beslutningstagere, der har gennemført transaktioner i forbindelse med finansiering af risikovillig kapital og 12 med beslutningstagere, der har foretaget transaktioner i forbindelse med et ejerskifte (se Tabel 1 s. 15). I den forbindelse er kapitalfondene inkluderet som ejere, der foretager enten den ene eller begge transaktioner<sup>28</sup>.

Der har fra start været et ønske at inkludere relativt mange beslutningstagere fra kapitalfonde. Dette skyldes primært 2 faktorer; For det første repræsenterer kapitalfondene en stadig større andel af ejerne af de danske SMV'er<sup>29</sup> (gennemgås i kapitel 10), hvorfor de kan udtale sig på baggrund af et relativt stort og bredt udvalg af SMV'er. Således repræsenterer de interviewede kapitalfonde, til sammen, over 180 danske SMV'er. Hertil kommer, at kapitalfondene løbende forholder sig til og foretager finansiering og ejerskiftetransaktioner, hvorfor deres holdning til attraktiviteten af børsen, kan have stor effekt på antallet af børsnoteringer i SMV-segmentet<sup>30</sup>. For det andet gennemføres der udelukkende interviews med Partnere med stor erfaring og ekspertise. Dette gør respondenterne særligt interessante, da det må formodes, at de er vant til at forholde sig

---

<sup>26</sup> (Kvale, et al., 2009 s. 167)

<sup>27</sup> (Andersen, 2010 s. 112)

<sup>28</sup> Med begge menes der VC fonde, som kan være interesseret i et ejerskifte i forbindelse med exit, men ligeledes kunne benytte en børsnotering til den videre finansiering af det enkelte porteføljeselskab.

<sup>29</sup> Der er specifikt udvalgt kapitalfonde, der har fokus på SMV-segmentet og ikke fonde som Nordic Capital og EQT, der i højere grad har fokus på større selskaber.

<sup>30</sup> Se Interviewbilag, ark "Deltagere figur", for antallet af de respektive kapitalfondes porteføljeselskaber og deres historik i forhold til de forskellige salgstransaktioner.

til nye problemstillinger og ytre deres meninger. Dermed kan kapitalfondenes interviewpersoner indgå i en mere reflekterende dialog, hvilket modsvarer ejerne af de privatejede SMV'er, der i højere grad har fokus på deres konkrete case. Kvale, et al., (2009) beskriver dette ved, at sådanne "eksperter" er tilbøjelige til at have en sikker status, så det i højere grad er muligt at udfordre deres udtalelser med provokationer, der muligvis kan føre til nye indsigter. Dette har imidlertid også været tilfældet for en del af virksomhedsdeltagerne, da en række af personerne ofte har siddet eller sidder i andre positioner, hvor emnet ligeledes var/er aktuelt og derfor også kan udfordre interviewerens.

Som det fremgår af Tabel 1 er interviewene primært med virksomheder inden for Teknologi og Life Science brancherne. Selvom der ikke er oplyst værdi på de transaktioner, som selskaberne har foretaget, vurderes stort set alle selskaberne at have en markedsværdi på mellem DKK 100 og 500 mio. på tidspunktet for transaktionen. Således må det erkendes, at undersøgelsen har en klar bias mod selskaber indenfor de to brancher og i den nedre del af SMV-segmentet. Selvom kapitalfondene i høj grad beskæftiger sig med forskellige størrelser SMV'er og har et diversificeret branchefokus, har fondene oftest en anden agenda end ejerne af de enkelte virksomheder. Således kan den omtalte bias, som udgangspunkt ikke retfærdiggøres ud fra betragtningen, at kapitalfondene repræsenterer SMV'er i de resterende brancher og størrelser. På trods af dette vurderes det dog, at kapitalfondenes deltagelse afhjælper en smule på denne problematik. Da der arbejdes analytisk generaliserende<sup>31</sup>, tages der løbende stilling til den omtalte bias og hvorledes den vurderes at have betydning for analysens resultater.

## 5.4 Interviewspørgsmål og rapportering

I forbindelse med undersøgelsen er der udformet en række standardiserede interviewspørgsmål, som fremgår af Bilag 2. For hvert spørgsmål er det vurderet, hvorledes der kan forventes et meningsfyldt svar fra den interviewede. Således er der udformet 2 "spørgestrukturer", da det giver bedre mening at spørge kapitalfondene til deres generelle opfattelse/holdning til børsen og ikke spørge ind til en enkelt transaktion, som det var tilfældet for virksomhederne. Standardspørgsmålene er generelt stillet til alle interviewpersoner. I visse tilfælde har den interviewede dog udtrykt manglende viden om enkelte spørgsmål, hvormed det er sprunget over eller behandlet kort og overfladisk. I andre situationer afslørede interviewpersonen en stor viden, hvormed samtalen er ledt hen på emner, der ikke var forudset i spørgestrukturen, men som var

---

<sup>31</sup> (Kvale, et al., 2009 s. 289)

relevante for analysen af forskningsspørgsmålet. Således er spørgestrukturen fulgt mht. de opstillede emner, men har ikke nødvendigvis været styrende for den konkrete dialog<sup>32</sup>.

En potentiel fejlkilde i forbindelse med de afholdte interviews, kan være at interviewdeltageren ikke tog interviewene seriøst, da de er foretaget af 2 "unge uerfarne studerende". For at minimere denne fejlkilde er det understreget, at der arbejdes i samarbejde med Nasdaq Danmark, hvilket formodes at have givet en hvis respekt overfor undersøgelsen. Endvidere har interviewer sat sig grundigt ind i hvert enkelt virksomheds specifikke situation forud for interviewet. Udover at være nødvendigt gør det også intervieweren i stand til at indgå i en bedre dialog og fremstå mere professionel. Umiddelbart er det opfattelsen at interviewene er taget seriøst blandt deltagerne, der har taget vigtig tid ud af kalenderen for at deltage.

I lærebøger om kvalitative undersøgelser gives der ofte udtryk for en bekymring for det fænomen, at interviewpersonen tilpasser sit udsagn til det som er "social acceptabelt"<sup>33</sup>. Dette har forfatterne været særligt opmærksomme på, idet medierne i et stort omfang har behandlet problematikken omkring det danske børsmarked for SMV'er. Således kan den offentlige debat og generelle opfattelse, af børsen, have bundfæstet sig i respondenterne, hvormed det kan formodes, at de primært fokuserer på de "socialt accepterede" begrundelser for det begrænsede danske SMV-børsmarked. Det er forsøgt at minimere denne potentielle fejlkilde ved; dels at udfordre respondenternes udtalelser og i visse tilfælde bede dem besvare det enkelte spørgsmål med en antagelse om, at det danske kapitalmarked fungerer optimalt<sup>34</sup>. Dels har respondenterne haft mulighed for at deltage anonymt, både i forbindelse med hele eller dele af interviewet. En række deltagere har ligeledes fået tilsendt de konkrete udtalelser, der er benyttet i analysen, for at godkende den direkte citering<sup>35</sup>. Tillidsforholdet mellem interviewer og interviewpersonerne er således prioriteret højt for at sikre en åben dialog, hvor respondenterne kan ytre sig frit.

For yderligere overvejelser omkring strukturen på interviewspørgsmål og udførsel af interview se Bilag 2.

## 6 Litteraturstudie

Formålet med dette kapitel er at skabe et simpelt overblik over de nyeste danske undersøgelser, der har bidraget og beskæftiget sig med SMV'ernes fravalg af en børsnotering samt de internationale

---

<sup>32</sup> Hvis spørgestrukturen blev fulgt slavisk, uden mulighed for yderligere "sidespring", kunne undersøgelsen ligesåvel være besvaret med en spørgeskemaundersøgelse, da der ikke ville gives mulighed for at arbejde induktivt.

<sup>33</sup> (Collins, et al., 2005 s. 191)

<sup>34</sup> Med optimalt menes der, at det danske børsmarked kan levere kapital og likviditet på niveau med andre børsmarkeder som f.eks. det svenske, som efterhånden er blevet udråbt til best practice i forhold til børs miljø for SMV'er.

<sup>35</sup> (Collins, et al., 2005 s. 191) Beskriver bl.a., at man kan reducere problemet "social desirability" ved at anonymisere interviewene.

teorier/hypoteser, der forsøger at forklare det internationale fald i antal SMV-børsnoteringer. Der er tale om 4 danske undersøgelser, samt 2 internationale teorier. Teori og empiri vedrørende selve børsnoteringsbeslutningen og privat vs. offentligt ejerskab vil ikke blive gennemgået, men løbende refereret til, i det omfang, det findes aktuelt for de konkrete analyser.

## 6.1 4 danske undersøgelser af noteringstørken blandt danske SMV'er

Nasdaq Danmark, Kromann Reumert, Børsmæglerforeningen og Axcel Future (omtales herefter som markedsinteressenterne) har alle udarbejdet rapporter, der adresserer problemstillingen omkring det begrænsede antal SMV-børsnoteringer på det danske marked. Rapporterne fokuserer primært på de udfordringer som SMV'erne møder på det danske kapitalmarked, såfremt de ønsker at blive børsnoteret. Endvidere giver rapporterne en række løsningsforslag til at forbedre det danske børsmarked i SMV-segmentet.

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                              |                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                              |                                                                                                                              |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Rapport fra:</b><br> <b>Nasdaq</b>                                                                                                                                                                                                   | <b>Årstal</b><br><b>2014</b> | <b>Antal deltagere:</b><br> <b>34</b>     | <b>Rapport fra:</b><br><b>KROMANN<br/>REUMERT</b>                                                                                                                                                                                                                                                                              | <b>Årstal</b><br><b>2013</b> | <b>Antal deltagere:</b><br> <b>&gt;30</b> |
| <b>Udfordringer:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Langsommelig, tung og dyr proces</li> <li>▪ Utrænede rådgivere</li> <li>▪ Hård strafferamme</li> <li>▪ Få anker investorer/mangel på fondsmæglere</li> <li>▪ Høj beskatning</li> <li>▪ Manglende analysedækning</li> <li>▪ Begrænset likviditet</li> </ul> |                              |                                                                                                                            | <b>Udfordringer:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Lav likviditet og analysedækning</li> <li>▪ Øget international konkurrence for børs kandidater</li> <li>▪ Intet branche fokus</li> <li>▪ Store krav gør det omkostningstungt</li> <li>▪ Bedre prissætning i M&amp;A transaktioner</li> </ul>                     |                              |                                                                                                                              |
| <b>Rapport fra:</b><br><b>BØRSMÆGLER<br/>FORENINGEN</b>                                                                                                                                                                                                                                                                  | <b>Årstal</b><br><b>2016</b> | <b>Antal deltagere:</b><br> <b>n.a.</b> | <b>Rapport fra:</b><br><b>AXCEL FUTURE</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                     | <b>Årstal</b><br><b>2016</b> | <b>Antal deltagere:</b><br> <b>24</b>   |
| <b>Udfordringer:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Manglende dansk aktiekultur</li> <li>▪ Lav personlig investering i DK</li> <li>▪ Pensionskassers outsourcing giver høj kapitalkoncentration</li> <li>▪ Begrænset likviditet</li> <li>▪ Komplet skattesystem</li> <li>▪ Intet branche fokus</li> </ul>      |                              |                                                                                                                            | <b>Udfordringer:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Lav likviditet i danske SMV aktier</li> <li>▪ Mangel på anker-investorer</li> <li>▪ Mangel på dedikerede investeringsbanker</li> <li>▪ For høje noteringsomkostninger</li> <li>▪ Mangel på reformer</li> <li>▪ Komplicerede skatteregler og asymmetri</li> </ul> |                              |                                                                                                                              |

Figur 2, Identificerede udfordringer på det danske kapitalmarked i relation til børsnoteringer af SMV'er. Egen tilvirkning på baggrund af rapporter fra Nasdaq IPO Task Force (2014), Kromann Reumert (2013), Børsmæglerforeningen (2016) og Axcel Future – IPO Advisory Group (2016). Antal deltagere henviser til den gruppe af interessenter, der har bidraget til udfærdigelsen af de enkelte rapporter.

Figur 2 opsummerer de vigtigste udfordringer, som markedsinteressenterne har identificeret. Det følgende vil kort resumere rapporternes resultater, for gennemgang af de konkrete løsningsforslag henvises til de enkelte rapporter.

### 6.1.1 Nasdaq Danmark's IPO task force resultater

Nasdaq Danmark har over en længere årrække haft fokus på det begrænsede antal børsnoteringer af SMV'er. Dette ledte i 2013 til nedsættelsen af en "IPO task force" bestående af 55 personer, hvoraf 34 rådgivere og andre markedsinteressenter har bidraget med aktiv deltagelse til analysen. Rapporten fokuserer på mindre selskaber defineret som selskaber med en markedsværdi under DKK 2 mia<sup>36</sup>. Formålet med rapporten er at give et bud på, hvorfor der opleves et så beskedent antal SMV-børsnoteringer i Danmark, hvilket er gjort ved at udarbejde en analyse af de barrierer, der eksisterer i Danmark for at børsnotere selskaberne.

For det første vurderes børsprospektudarbejdelsen som en langsommelig, tung og dyr proces og det observeres, at danske corporate finance rådgivere er en smule "rustne" i processen, grundet den manglende aktivitet over de seneste år. Samtidig vurderer rapporten, at børslovgivningen i Danmark er omfattende og selv små overtrædelser af denne, kan medføre betydelige straffe, hvilket kan være med til at afskrække virksomhedsejere fra at lade deres selskab børsnotere.

Dernæst beskriver rapporten, at de danske investorer og investeringsmidler i høj grad er koncentreret på få aktører. Således har der siden finanskrisen været en tendens til at mindre pensionskasser har afgivet deres aktiemandat til større porteføljeforvaltere, som driver en stordriftsforretning og ikke er interesseret i at investere i mindre selskaber, da analysearbejdet ikke kan retfærdiggøre størrelsen på den mulige investering. Dette har mindsket størrelsen af de frie investeringsmidler, der kan investeres i mindre selskaber, og gjort det problematisk for mindre børsnoteringer at fremskaffe en ankerinvestor. Samtidig er de mindre danske fondsmæglerselskaber med egen corporate finance afdeling og dækning af mindre danske selskaber forsvundet. Disse fondsmæglere er blandt andet en betydelig drivkraft for børsaktiviteten af mindre selskaber i Sverige. Samtidig påpeges den danske aktiebeskatning på 42%, der er den højeste i OECD landene, som en barriere for investorinteressen i risikofyldte vækstselskaber, da en eventuel gevinst beskattes hårdt.

En tredje problemstilling omhandler bankers manglende analysedækning af mindre danske selskaber. Aktiehandlen er størst i de store selskabers aktier og ekstremt lille i visse mindre aktier. Da bankerne dækker omkostningerne til analysedækningen af selskaber, og tjener penge på de gennemførte aktiehandler, giver dette et incitament til primært at dække store selskaber med stor handel. Dette forhold beskyldes som én af årsagerne til en begrænset likviditet i mindre virksomheders aktier, hvilket ofte udgør et problem for større investorer, da de dermed kan have udfordringer med at sælge ud.

---

<sup>36</sup> (NASDAQ DK, 2014 s. 10)

### 6.1.2 Kromann Reumert – Mindre nationalt tilhørsforhold og attraktivt M&A marked

I tillæg til Nasdaq selv, har andre danske markedsinteressenter ligeledes behandlet emnet. I 2013 udgav Kromann Reumert rapporten *"Børsnoteringer, Sådan skaber vi vækst"*<sup>37</sup>. Rapporten beskriver at Danmarks økonomi igen er i bedring efter finanskrisen, og derfor burde der opleves flere børsnoteringer. Kromann Reumert pointerer, at Danmark for nylig er kåret til det bedste land at drive virksomhed i<sup>38</sup>, hvilket bør gøre det attraktivt for virksomheder at lade sig børsnotere i Danmark. Det findes derfor paradoksalt, at der eksisterer en næsten total noteringstørke blandt danske SMV'er på den danske fondsbørs. Kromann Reumert har derfor spurgt mere end 30 førende danske og udenlandske eksperter i børsnoteringer, investering og finansiering, og bedt dem give deres bud på, hvad der skal gøres, for at få flere virksomheder til at søge mod børsen. Rapporten peger på 3 primære årsager, der til dels støtter op om Nasdaqs observationer, og til dels tilføjer nye årsager til noteringstørken.

For det første opleves for lav likviditet og analytikerdækning af danske SMV'er. Her nævnes særligt et lavt antal handler i SMV'ernes aktier og høj beskatning af eventuelle gevinster. Samtidig findes det, at blandt alle adspurgte analytikere og banker siger 46%, at en virksomhed skal have en markedsværdi på over DKK 2 mia., før den er interessant at følge og kun hver tiende ønsker at følge virksomheder med en markedsværdi under DKK 1 mia.

For det andet opleves en øget international konkurrence om de potentielle børskandidater. Der ses en tendens til et faldende nationalt tilhørsforhold i blandt virksomhederne, og flere internationale børser begynder at specialisere sig inden for specifikke brancher, for at tiltrække virksomhederne til deres børs. Således er Oslo Børs bl.a. fokuseret på fiske, off-shore, olie og teknologi brancherne og har over de seneste år tiltrukket en række danske SMV'er, indenfor de brancher.

For det tredje stilles der for store krav til børsnoterede selskaber, hvilket gør det for omkostningstungt og ressourcekrævende at være børsnoteret. Her peges særligt på krav fra investorer om kortsigtet vækst, øget oplysningsforpligtelser og regnskabsrapportering. Samtidig nævner 77% af de adspurgte eksperter, at en M&A transaktion ofte fremstår mere attraktiv, da der ofte her kan opnås en mere attraktiv pris for virksomheden.

---

<sup>37</sup> (Kromann-Reumert, 2013)

<sup>38</sup> Analyse foretaget af verdensbanken. På nuværende tidspunkt er Danmark det 3. bedste land i verden målt på, hvor let det er at drive forretning i landet: <http://www.doingbusiness.org/rankings>

### 6.1.3 Børsmæglerforeningen – Høje og komplicerede skatteforhold

Børsmæglerforeningen opsummerer en række af Nasdaqs og Kromann Reumerts observationer og understreger herudover en generel manglende dansk børskultur i relation til f.eks. Sverige. I Sverige kan private personer således investere i aktier igennem en såkaldt investeringssparekonto, som beskattes med 30% af det afkast kontoens portefølje ville have givet, såfremt denne var investeret i statslige svenske udlånsbeviser. 1,8 mio. svenskere benyttede sig af en sådan konto ved udgangen af 2015, og det vurderes at den samlede private formue af kontiene udgjorde SEK 134 mia. ved udgangen af 2013.

Herudover understreges den høje kapitalbeskatning og kompleksiteten af det danske skattesystem at have en effekt på det begrænsede danske børsmarked for SMV'er. Endvidere beskriver rapporten at udenlandske børser kan lokke med favorable vilkår og specialiseret sektor-fokus<sup>39</sup>.

### 6.1.4 Axcel Future – En komparativ analyse med Sverige

Axcel Futures IPO-gruppe består af 24 danske rådgivere og markedsinteressenter. Axcel futures udgangspunkt for behandlingen af emnet, er en sammenligning af det danske og svenske marked. Ønsket er, at identificere hvad svenskerne gør rigtigt og hvordan deres forhold kan implementeres på det danske marked. Således findes det, at det svenske børsmarked er langt mere aktivt indenfor alle virksomhedsstørrelser, og at likviditeten er betydeligt bedre i de svenske aktier end de danske, på nær for store virksomheder, hvor omsætningen per aktie faktisk er højere i Danmark. Ligeledes findes det, at svenske børsnoteringer typisk tilfører mere ny kapital, hvor danske oftere bruges til at købe de eksisterende ejere ud. Samtidig er der i Sverige en større villighed til at børsnote selskaber i tidligere livsfaser. Den høje børsaktivitet i SMV-segmentet i Sverige er yderligere fulgt af høje afkast på de mindre aktier. Således har SMV-aktier, her defineret som virksomheder op til DKK 1,5 mia. i markedsværdi, siden 2001 out-performet det generelle svenske indeks og givet et gennemsnitligt årligt afkast på 17% mod 9% for det samlede svenske marked.

Det findes, at Sverige har et mere aktivt marked for anker-investorer, som køber en betydelig andel af aktierne i SMV-børsnoteringerne, og giver et kvalitetsstempel. Her vurderes det, at der er 15-25 aktive anker-investorer i SMV-segmentet i Sverige mens antallet kun udgør 4-7 i Danmark. Samtidig har den større aktivitet gjort det muligt for investeringsbanker og rådgivere at fokusere på SMV-segmentet. For eksempel er der, i Sverige, 38 investeringsbanker fokuseret på segmentet mens antallet udgør 13 i Danmark. Ligeledes er noteringsomkostninger i % af udbudt kapital lavere i Sverige end i Danmark. Dette skyldes ikke forskelle i regulativer omkring børsnoteringsprocessen men nærmere, at det nationale investorlandskab er så bredt, at

---

<sup>39</sup> F.eks. har London-børsen ændrede børskrav for vækstelskaber indenfor teknologisektoren (Børsmæglerforeningen, 2016 s. 10)

man ved børsnoteringerne ikke behøver at lave internationale udbud og prospekter, men kan nøjes med nationale.

Axcel Future peger på, at det ikke er tilfældigt, at Sverige har et så aktivt SMV-aktiemarked. I Sverige er der siden 1990'erne gennemført en lang række reformer, der har bidraget til at gøre det mere attraktivt at købe aktier og tilbyde risikovillig kapital til SMV'er. For Danmark findes det, at skattereglerne er mere komplicerede end i Sverige, og at der i praksis er en skatteasymmetri med højere beskatning af gevinster end fradrag ved tab. Dette mindsker incitamentet til at investere i mindre virksomheder, hvor der kan være større udsving i afkastet. Derfor placerer vi danskere en større andel af vores opsparing i bolig og i lavt beskattede pensionsfonde, som kun i meget begrænset omfang investerer i børsnoterede SMV'er.

## 6.2 Internationalt fald i børsnoterede SMV'er

Som forklaret i indledningen, er der set en global nedadgående trend i antal børsnoteringer. Faldet skyldes særligt, at mindre selskaber fravælger at blive børsnoteret. Således viser undersøgelser, at antallet af børsnoteringer i USA gennemsnitligt var 310 i perioden 1980-2000, hvilket er faldet til 99 i perioden 2001-2012<sup>40</sup>. For mindre selskaber med en omsætning på under DKK ~300 mio. er denne trend endnu mere markant i perioderne, hvor gennemsnittet er faldet fra 166 til 28 børsnoteringer<sup>41</sup>.

I OECD-landene blev der rapporteret et årligt gennemsnitligt antal børsnoteringer i perioden 1993-2000 på 1.170, hvilket faldt til 670 i perioden 2001-2011. Også her understreges det, at faldet primært skyldes det begrænsede antal børsnoteringer af mindre selskaber<sup>42</sup>.

I forbindelse med ovenstående fald i antal børsnoteringer, særligt blandt mindre selskaber, er der blandt markedsdeltagere og teoretikere beskrevet en række hypoteser/teorier for denne tendens. Disse er mere eller mindre forankret til det konkrete marked og forklarer både ændringer i selskabernes og investorernes præferencer. I forhold til afhandlingens forskningsspørgsmål er særligt 2 forklaringer, på denne globale trend, interessant at undersøge på det danske marked<sup>43</sup>.

---

<sup>40</sup> Antallet af børsnoteringer er efterfølgende steget en smule, således var der 238 og 304 IPO's i hhv. 2013 og 2014. Dette ændrer dog ikke på, at gennemsnittet i perioden 2001-2014 stadig er væsentlig lavere end 1980-2000. (PwC, 2015 s. 8)

<sup>41</sup> (Ritter et. al., 2013 s. 8)

<sup>42</sup> (EU IPO, 23. March 2015 s. 8)

<sup>43</sup> Når andre teorier er fravalgt skyldes det, at disse primært omhandler lokale markedsforskeligheder, som ikke umiddelbart er henførbare til det danske marked og i mindre grad er relevant for afhandlingens forskningsspørgsmål. En af disse er f.eks. det Ritter et. al., (2013) beskriver som "*The regulatory overreach hypothesis*", der henviser til ændrede regulativer på det amerikanske marked (Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX)). EU vedtog senere SOX lignende direktiver, særligt i forhold til børsnoterede selskabers corporate governance regulativer (EU IPO, 23. March 2015 s. 10). Disse er som udgangspunkt kun



### 6.2.1 The Economies of Scope hypotesen – mere attraktivt at foretage trade-sales

En af de førende finansielle professorer indenfor børsnoteringsområdet er Jay R. Ritter<sup>44</sup>. Han og hans kollegaer argumenterer for en fundamental ændring i virksomhedernes vækststrategi, der resulterer i en lavere efterspørgsel efter at foretage en børsnotering. I den forbindelse fremsætter de en hypotese, de kalder, "The Economies of Scope Hypothesis" (herefter EOS). Ritter et. al., (2013) beskriver hypotesen ved:

*"In many sectors of the economy the importance of bringing products to market quickly has increased. Our explanation predicts that independent small companies will have lower profits relative to their potential profits generated as a part of a larger organization that can realize economies of scope and rapidly expand production"<sup>45</sup>*

Ritter et. al., (2013) forklarer, at den værdimaksimerende vækststrategi for mindre selskaber er at fravælge en børsnotering, for i stedet at foretage et "trade-sale" til en større virksomhed, for hurtigere at udnytte og integrere nye teknologier/produkter og opnå skala -og synergifordele. Mindre selskaber defineres i den forbindelse forskelligt og undersøgelsen behandler både mindre virksomheder med en omsætning på under DKK ~325 mio. og DKK ~1.625 mio.<sup>46</sup>

Således argumenteres det, at farten på udviklingen i den teknologiske innovation, har gjort det vigtigt at blive en stor virksomhed hurtigt. Dette skyldes at positive NPV-projekter skal realiseres hurtigt for ikke at gå tabt, og at denne kritiske fart på time-to-market faciliteres bedre, ved at være en større virksomhed end at være en stand-alone børsnoteret virksomhed<sup>47</sup>.

Ritter et. al., (2013) tester hypotesen på det amerikanske marked. Her findes det, at profitabiliteten blandt mindre børsnoterede selskaber har været faldende, i modsætning til større selskaber, hvilket delvist kan være med til at bekræfte EOS. Blandt de virksomheder, der vælger at blive børsnoteret findes det, er et stigende antal blevet opkøbt igennem et trade-sale eller gennemfører selv akkvisitioner kort efter børsnoteringen, hvilket ligeledes vurderes at bekræfte EOS. Hertil foretages en række regressionsanalyser, der delvist påviser,

---

aktuelle for Main Market noterede selskaber og ikke mindre selskaber noteret på First North. Når det er sagt beskriver *The regulatory overreach hypothesis* også, at et fald i analyst dækning af mindre selskaber kan foresage faldet i SMV børsnoteringer, hvilket også er fremhævet af de danske undersøgelser gennemgået i ovenstående.

<sup>44</sup> (Coffee(Jr.), February 1, 2013)

<sup>45</sup> (Ritter et. al., 2013 s. 31)

<sup>46</sup> Små og store selskaber bliver både adskilt ved USD 50 mio. og USD 250 mio. i omsætning (2009 niveau)

<sup>47</sup> (Ritter et. al., 2013 s. 3)

at mindre selskaber er blevet mere sårbare overfor teknologisk udvikling<sup>48</sup>. Ritter, et al., (2012) tester ligeledes det europæiske marked og finder lignende indikationer.

Ifølge EOS har den teknologiske udvikling altså medført en signifikant fordel ved at være en større virksomhed. Udover at give anledning til en stigende tendens til trade-sales blandt mindre selskaber, hvormed en børsnotering bliver fravalgt, kan dette også medføre at selskaberne fravælger en børsnotering indtil de har opnået den nødvendige størrelse til at forblive profitable. I den forbindelse kan privat kapital være den mest attraktive vej til vækst, hvilket fører til næste hypotese for, hvorfor en børsnotering bliver fravalgt af SMV'erne.

### 6.2.2 Større afhængighed af privat kapital

Der er flere steder i litteraturen beskrevet, at faldet i antal børsnoteringer kan skyldes, at efterspørgslen efter offentlig kapital er blevet reduceret pga. en større afhængighed af privat kapital fra f.eks. kapitalfonde.

"Kapitalfonds-branchen" er relativ ny og blev introduceret i 1970'erne, (først rigtigt etableret i Danmark i midten af 1990'erne)<sup>49</sup>. Branchens tilstedeværelse kan have påvirket udviklingen i efterspørgslen efter en børsnotering. I "EU IPO Report – Rebuilding IPOs in Europe" fra 2015, beskrives det således, at venture kapital og private equity er alternativer til en børsnotering. I den forbindelse forklares det, at reducerede regulativer på det amerikanske marked, i forbindelse med private investeringer, kan have resulteret i, at selskaber i højere grad efterspørger privat kapital og venter længere tid (og formodentlig bliver større) før de børsnoteres. Det beskrives, at kapitalfondenes tilstedeværelse til dels, kan være med til at forklare et fald i antal børsnoteringer<sup>50</sup>.

Der sås dog tvivl ved kausaliteten mellem private investeringer og faldet i antal børsnoteringer. Der henvises i den forbindelse til studier, der viser, at kapitalfondenes investeringer kun repræsenterer 4% af den samlede globale markedskapitalisering i 2011<sup>51</sup>.

Allerede i 2007 stillede Spliid (2007) spørgsmål ved om kapitalfondenes stadig stigende tilstedeværelse ville erstatte børsen i Danmark. Dette skyldtes imidlertid primært en række store opkøb og afnoteringer som f. eks. Falck, ISS og TDC, der netop satte fokus på kapitalfondenes rolle som konkurrenter til børserne. I den

---

<sup>48</sup> Det skal understreges at det kausale forhold mellem testen af EOS, foretaget af Ritter et. al. (2013), er relativt tvivlsomt da der blot ses på en historisk udvikling og derfra vurderes om denne kan bekræfte antagelserne bag EOS og ikke direkte tester den kausale sammenhæng mellem den teknologiske udvikling og faldet i antal børsnoteringer. (højst sandsynlig fordi teknologisk udvikling er vanskeligt at måle og dermed teste for).

<sup>49</sup> (DVCA, 2008 s. 4)

<sup>50</sup> (EU IPO, 23. March 2015 s. 24)

<sup>51</sup> (Isaksson, et al., 2013 s. 22-23)

forbindelse blev det understreget, at de volatile aktiekurser og det lave renteniveau reducerer efterspørgslen efter børsen bl.a. pga. større værdisætninger fra strategiske og finansielle købere<sup>52</sup>.

Formålet med denne afhandling er bl.a. at tage stilling til ovenstående undersøgelser, rapporter og teorier i forsøget på at belyse, hvorfor de danske SMV'er fravælger en børsnotering. For at vurdere dette, vil det følgende kapitel kort behandle, hvornår i virksomhedens livscyklus en børsnotering er relevant, hvorledes de resterende transaktionstyper vurderes at komplementere virksomheden i livsstadierne, samt beskrive de attraktive faktorer, der umiddelbart bør differentiere børsen positivt fra alternativerne.

## **Afsnit 1 – Børsen, dens value proposition og alternativerne**

### **7 Virksomhedens livscyklus, vejen til risikovillig kapital og ejerskifte**

Børsen fremstår umiddelbart som en oplagt mulighed for at fremskaffe risikovillig kapital, ved at give eksterne investorer adgang til en del af virksomhedens ejerskab og opnå finansiering til den fremtidige vækst. Salg af egenkapital er imidlertid ikke udelukkende et spørgsmål om finansiering, men i lige så høj grad et spørgsmål om, at sælge ejerskab i forbindelse med et ejerskifte.

En børsnotering kan karakteriseres som en emission/IPO<sup>53</sup> eller blot en notering/listing. En IPO adskiller sig fra en notering idet selskabet får tilført ny kapital til vækst, uden at ejeren forøger sin egen risiko i selskabet. I og med egenkapitalen "kun" har et residualt krav mod virksomheden og de fremtidige pengestrømme, kan egenkapitalen i højere grad benyttes til finansiering af mere usikre og langsigtede projekter. Dette gør egenkapitalen særligt velegnet til finansiering af mere risikofyldte projekter som f.eks. produktudvikling, innovation, markedspenetrering og andre mere risikofyldte vækststrategier<sup>54</sup>. I forbindelse med en emission er der altså ikke tale om et decideret frasal, men et udbyd af nye aktier, der resulterer i en delvis udvanding af det totale ejerskab hos den eksisterende ejerkreds.

Når en børsnotering ikke sker ved en IPO kan det ske ved en notering. I sådan et tilfælde, vil selskabets eksisterende aktiekapital optages til handel på børsen uden udbud af nye aktier. Oftest har der, år forinden en notering, været fokus på at opbygge selskabet, hvormed hovedparten af den overskydende kapital har været fastlåst i selskabet for at opretholde det finansieringsmæssige grundlag for væksten. Således har virksomhedens ejer haft en væsentlig og stigende del af sin kapital opsparet og fastlåst i selskabet. Ved en notering vil kapitalen, for de flestes vedkommende, blive frigivet idet aktierne er blevet likvide og vil kunne

---

<sup>52</sup> (Spliid, 2014 s. 385)

<sup>53</sup> Initial public offering

<sup>54</sup> (Isaksson, et al., 2013 s. 9)

afhændes på børsmarkedet, f.eks. i forbindelse med et helt eller delvist ejerskifte<sup>55</sup>. Når der i det følgende nævnes en børsnotering, adskilles der ikke mellem en IPO eller en notering, medmindre dette nævnes eksplicit.

## 7.1 De 2 danske markedspladser for børsnoterede selskaber

Nasdaq Danmark driver to handelsplatforme hhv. MM og FN. FN bliver i den forbindelse betragtet som et alternativ til MM, for SMV'er med en markedsværdi fra ca. DKK 50 mio. og op. Det skal dog understreges, at der ikke er en nedre grænse på selskabernes størrelse på FN, hvorfor selskaber med en markedsværdi på under DKK 50 mio. også kan blive børsnoteret<sup>56</sup>. FN blev introduceret som en alternativ markedsplads i december 2005, på baggrund af Nasdaqs eget initiativ og regeringens handlingsplan for risikovillig kapital. FN adskiller sig fra MM ved ikke at være et såkaldt reguleret marked i EU-direktivernes forstand og derfor ikke er underlagt den omfattende EU-regulering på børns- og kapitalmarkedsområdet<sup>57</sup>. Fordelen ved FN er således, at denne markedsplads har mindre restriktive krav til det noterede selskab end MM, og på den måde er lettere tilgængelig for SMV'er<sup>58</sup> (se Bilag 4 for oversigt over de mest essentielle forskelle på de to markedspladser krav til det noterede selskab). Både FN og MM kan benyttes til fremskaffelse af vækstkapital, men markedspladserne giver ligeledes en mulighed for at gennemføre et ejerskifte. FN omtales bl.a. som en oplagt exit-mulighed for kapitalfondene, for de selskaber, der endnu ikke er egnede til MM<sup>59</sup>.

MM er opdelt i 3 kategorier, der er defineret ved selskabets markedskapitalisering<sup>60</sup>:

- Large Cap = > 1 mia. € (> DKKm 7.500)
- Mid Cap = 150 mio. – 1 mia. € (DKKm 1.125 - 7.500)
- Small Cap = < 150 mio. € (< DKKm 1.125)

Når danske SMV'er står i en beslutningsproces, angående fremskaffelse af risikovillig kapital eller et helt eller delvist ejerskifte, har de således primært muligheden for at børsnotere selskabet på FN eller MM Small Cap. og den "nedre" del af Mid Cap. Selskaberne har imidlertid en række andre muligheder for at fremskaffe kapital til vækst eller ejerskifte og en børsnotering adskiller sig i den forbindelse markant fra alternativerne.

---

<sup>55</sup> (LETT, 2014 s. 10)

<sup>56</sup> Se Bilag 1 for mailkorrespondance med Peter Legind Hansen fra Nasdaq Danmark

<sup>57</sup> (Fisker, 2006 s. 1) Endvidere skal det oplyses, at FN ikke er en børs i skattemæssig forstand, hvorfor der er særlige regler for beskatning og fradrag. I skattemæssig forstand betragtes investeringer på FN, som investeringer i unoterede kapitalandele. Uanset dette forhold vil FN stadig blive omtalt som en børs.

<sup>58</sup> (Fisker, 2006 s. 5)

<sup>59</sup> (Fisker, 2006 s. 4)

<sup>60</sup> Markedskapitalisering kaldes også markedsværdi eller børsværdi og er et udtryk for værdien af egenkapitalen defineret ved antal aktier multipliceret med kursen på markedet.

## 7.2 Det optimale investorvalg kan ikke generaliseres

Det kan være vanskeligt at udpege den bedste form for investor, da denne vurdering er meget subjektiv og case specifik, hvilket gør det umuligt at komme med en objektiv vurdering af en generel overlegen investortype/ejerskabsform. Når SMV'er skal vurdere deres alternativer i forbindelse med en kapitalforhøjelse eller ejerskifte, er der således fordele og ulemper ved de forskellige investortyper. Hertil kommer, at virksomheden har forskellige livsfaser og det i den forbindelse er sjældent, at den samme investortype passer lige godt i alle livsfaser<sup>61</sup>. Det kan således være vanskeligt at komme med et objektivt og generelt billede af selskabets alternativer til en børsnotering. Dette vanskeliggøres yderligere da muligheden for at tiltrække forskellige investortyper, i forbindelse med finansiering eller ejerskifte, i høj grad vil afhænge af virksomhedens vækstperspektiv, branche, soliditet etc.<sup>62</sup>

Der er generelt identificeret 4 primære transaktionstyper, der, alt efter selskabets specifikke situation, vurderes at være mere eller mindre alternativer til en dansk børsnotering. Alternativerne er hhv. Venture Capital fonde (herefter VC fonde), Private Equity fonde (Herefter PE fonde), Strategiske/industrielle købere (herefter SK'er) og udenlandske børser.

Disse investorer/transaktionstyper er imidlertid ikke alternativer i hele virksomhedens livscyklus, hvorfor nedenstående kort vil behandle, hvornår i virksomhedens forskellige livsfaser de enkelte investorer er reelle substitutter til en dansk børsnotering. Endvidere vil der kort blive redegjort for fravalget af andre investorer, som kun i begrænsede situationer vurderes som substitutter til en dansk børsnotering.

### 7.2.1 Adgang til risikovillig kapital og ejerskifte afhænger af virksomhedens livsfaser

James (1973) beskriver virksomheders livscyklus ud fra 5 livsfaser hhv. 1. Udviklingsfasen, 2. Vækstfasen, 3. Den modne fase, som følges af enten 4.A. Regenereringsfasen eller 4.B. Nedgangsfasen. Miller & Friessen (1984) bekræfter de 5 faser, dog erstattes regenereringsfasen af genoplivningsfasen<sup>63</sup>.

Finansrådet (2014) giver et bud på hvornår i virksomhedens livsfaser, forskellige investortyper er relevante (se Bilag 5 for Finansrådets oversigt over finansieringsmuligheder fordelt på virksomhedens faser). Finansrådet illustrerer ligeledes 5 livsfaser, der dog adskiller sig fra de tidligere nævnte, idet der er tilføjet en seed fase og nedgangsfasen er ekskluderet. Da finansrådets faser i højere grad beskæftiger sig med finansieringsbeslutningen, er der taget udgangspunkt i denne illustration for den videre diskussion. Endvidere

---

<sup>61</sup> (Spliid, 2014 s. 13)

<sup>62</sup> (Finansrådet, 2014)

<sup>63</sup> (Friesen, October 1984) og (James, 1973)

har finansrådet opdelt investorerne efter størrelsen på virksomhedens kapitalbehov. (Se Bilag 5 for forklaring af de enkelte livsfaser).

Figur 3 søger at give et overblik over hvilke investorer, der vurderes som hensigtsmæssige i virksomhedens forskellige livsfaser. Det skal nævnes at Y-aksen kun er et indikativt bud på investorernes aktualitet i relation til kapitalbehovet for den enkelte SMV.

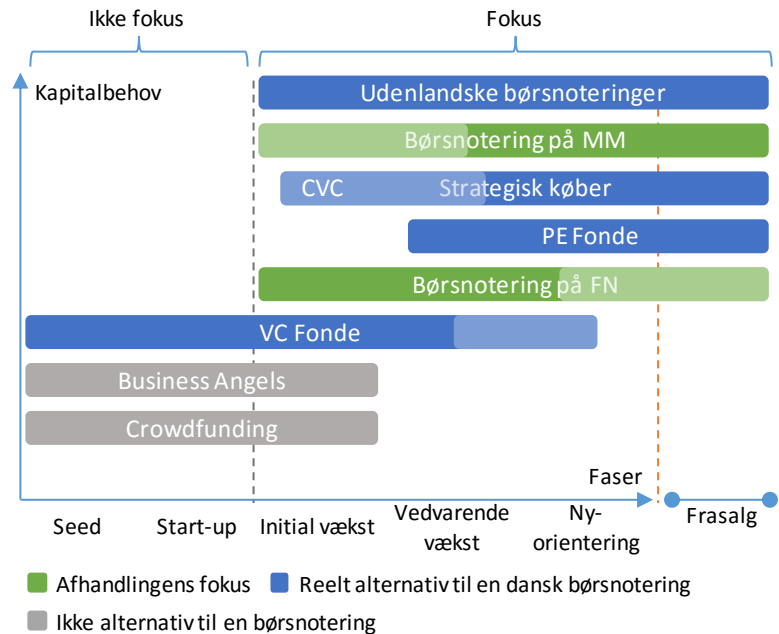
Som tidligere nævnt er det nærmest umuligt at komme med en generaliseret fremstilling af, hvornår de enkelte investorer er relevante i forhold til, hvor virksomheden befinder sig i sin livscyklus.

Umiddelbart er forfatterne dog ikke enige i finansrådets placering af

børsen. Dette skyldes at børsen og i særdeleshed FN kan tilbyde vækstkapital en del tidligere i virksomhedens livscyklus. På Nasdaqs hjemmeside kan der således læses følgende om FN:

*"For investorer tilbyder First North muligheden for at investere tidligt i et selskabs liv, på et tidspunkt med vækst og udvikling"*<sup>64</sup>

Når der nævnes "tidligt i et selskabs liv med vækst og udvikling", vurderes det, at der er tale om virksomhedens initiale vækstfase. Til forskel for MM har FN heller intet krav om 3 års dokumenteret performance. Ser man på de selskaber, der tidligere er blevet noteret på den danske FN, har de en relativt begrænset omsætning og er i nogle tilfælde kun i en fase, hvor selskabet endnu ikke har "Proof-of-Business-Concept" (se Bilag 18). Hertil kommer at Life Science branchen ofte anvender en børsnotering til at finansiere udviklingen af deres produkter og dermed betragter børsen som en finansieringskilde i de helt tidlige livsfaser (se også kommentar fra Peter Legind fra Nasdaq i Bilag 1). Derfor er det vurderet, at FN primært henvender sig til virksomheder i den initiale



Figur 3. Finansieringsmuligheder for risikovillig kapital fordelt på virksomhedens faser, egen tilvirkning med udgangspunkt i Finansrådet (2014), se Bilag 5 for Finansrådets oprindelige illustration. Nogle transaktionsmuligheder er opdelt i 2 nuancer, hvor den mørke illustrerer det primære fokus.

<sup>64</sup> <http://www.nasdaqomxnordic.com/omos/omfirstnorth>

og vedvarende vækstfase. Da MM har højere krav end FN vurderes MM, at være et bedre alternativ senere i virksomhedens livscyklus. Selvom en SMV sjældent kan foretage ejerskifte ved en børsnotering fra dag til dag, kan begge børser anvendes til løbende at frasælge større eller mindre dele af ejerandelen, hvorfor begge børser kan facilitere et ejerskifte. Dette gør også børsen særligt relevant for VC og PE fonde, (betegnes herefter fælles som kapitalfonde), da de kan ejerskifte deres porteføljeselskaber igennem en børsnotering, som det er set med en lang række af de seneste store børsnoteringer i Danmark<sup>65</sup>.

Udbredelsen af internettet og den generelle teknologiske udvikling har gjort det lettere at krydse landegræsner, hvilket også gør sig gældende i relation til en børsnotering. Udenlandske børsnoteringer er således blevet et helt naturligt alternativ til den nationale, hvor særligt London-børsen bliver fremhævet som et populært valg for europæiske selskaber<sup>66</sup>. De udenlandske børser er således også et alternativ og kan resultere i et fravalg af den danske børsnotering.

Der findes en række oplagte alternativer til en børsnotering, særligt i forbindelse med et ejerskifte. Her har virksomheden som udgangspunkt 2 yderligere transaktionsmuligheder hhv. frasalg til en SK'er eller en PE fond. Med en SK forstås en etableret virksomhed, der ønsker at foretage opkøb for at realisere virksomhedens strategiske agenda<sup>67</sup>.

Disse investortyper kan imidlertid også facilitere vækstkapital. PE fonde vil i den forbindelse, typisk have fokus på veletablerede virksomheder, der har vist deres potentiale ved at kunne dokumentere virksomhedens historiske performance. En SK vil primært fokusere på et totalt opkøb (frasalg), men kan også fungere som en partner ved et delvist frasalg. I sådan et tilfælde, vil det fra SMV'ernes side ofte være et ønske om at lave et strategisk samarbejde, der gør det muligt at nå nye markeder eller kompetencer. Således kan SK'ere være attraktive finansieringskilder i forbindelse med særligt nyorienteringsfasen, hvor de kan tilbyde synergier, der, i nogle tilfælde, kan facilitere en langt hurtigere vækst, end et givent selskab selv vil kunne realisere med en børsnotering eller en kapitalfond som medinvestor. Det skal understreges at SK'ere også kan være samarbejdspartnere i de helt tidlige livsfaser, f.eks. i forbindelse med Corporate Venture Capital (CVC), hvor SK'ere investerer i mindre ejerandele for at få adgang til ny teknologi<sup>68</sup>. Denne form for investering er

---

<sup>65</sup> F.eks. OW Bunker (2014), ISS (2014), Matas (2013), Pandora (2010) og Christian Hansen (2010)

<sup>66</sup> (McKenzie, 2015)

<sup>67</sup> Det skal bemærkes at et salg til en SK, potentielt kan resultere i, at virksomheden indtræder i et offentligt ejerskab, hvis køberen er børsnoteret. I det følgende behandles en SK dog som en privat transaktion, der resulterer i privat ejerskab og der skelnes således ikke imellem hvorvidt en SK er børsnoteret eller ej.

<sup>68</sup> (Cumming, 2012)

tilnærmelsesvis ens med VC fondene og VC kapital bliver ofte brugt som en bred betegnelse for både CVC og VC fondes investeringer.

Umiddelbart kan det virke urigtigt at karakterisere kapitalfonde og SK'er som substitutter til en børsnotering. Dette skyldes primært, at de typisk vil være mere aktive i deres ejerskab og at kapitalfonde har en begrænset ejerskabsperiode, hvorefter der skal genereres et afkast. Private og institutionelle investorer, der stiller kapital til rådighed på aktiemarkedet, er dog som udgangspunkt ikke mindre afkastfokuseret og vil ligeledes have mulighed for at tage aktiv del i deres ejerskab, omend denne vil være begrænset af den enkelte investors ejerandel<sup>69</sup>. Både kapitalfonde og SK'ere vil give SMV'erne mulighed for at løfte virksomheden til næste niveau, da de bidrager med kapital og kompetencer, som virksomheden kan have svært ved selv at tilvejebringe.

De første kommercielle investorer indenfor egenkapitalfinansiering er Angel investorer, Crowdfunding og VC fonde. Disse er som udgangspunkt ikke substitutter til en børsnotering, da de primært investerer i de tidligere livsfaser. VC fondene har f.eks. primært fokus på 0-4 år gamle selskaber med en omsætning på mellem DKK 0-5 mio. og under 10 ansatte<sup>70</sup>. Denne størrelse selskaber befinder sig primært i Seed og Start-up fasen (se Figur 3 s. 29), hvorfor VC fonde i mindre grad end PE fonde kan betragtes som et alternativ til børsen. I interviews med 3 af de mest aktive Danske VC fonde var denne holdning delt. Således udtaler Partner Ulla Brockenhuus-Schack fra SEED Capital:

*"VC er typisk mere risikovillig... ...Set fra selskabets synsvinkel, bliver du nok nødt til at have noget vækstkapital ind, inden du kan børsnoteres. Så vi er typisk tidligere investorer i selskabet. Men i de senere fonde kan der være tale om at VC er et alternativ til en børsnotering"*

VC fonde adskiller sig dermed fra en SK og en PE fond ved at tilbyde ny risikovillig kapital og minder dermed i højere grad om en emissionsproces på børsen. Da VC fondenes fokus netop er på vækstkapital vil investorerne ikke købe selskaber i forbindelse med et ejerskifte. Som det også fremgår af ovenstående citat investerer nogle VC fonde på et senere tidspunkt end i de helt tidlige livsfaser, hvorfor VC fondene, som investor, dækker en stor del af virksomhedens livscyklus. Enkelte brancher som f. eks. Life Science og Tech, vil i højere grad end andre have muligheden for både at benytte VC fonde og børsmarkedet i forbindelse med deres tidligste livsfaser. Dette skyldes primært, at sådanne selskaber kan være relativt store inden de når en egentlig vækstfase.

---

<sup>69</sup> Casper Rose, professor på CBS, har flere gange givet udtryk for tvivl ved de institutionelle investorers langsigtede fokus idet de enkelte aktieforvaltere bliver målt på relativ kortsigtet performance. (Deltagelse i forelæsning på CBS)

<sup>70</sup> (Vækstfonden, 2014 s. 2-3)



Business Angels og Crowdfunding vil ikke blive behandlet i denne afhandling. Grunden hertil skyldes bl.a., jf. Figur 3, at de som udgangspunkt ikke har deres primære fokus på virksomheder, der er aktuelle børsnoteringskandidater og primært investerer i selskaber med mindre kapitalbehov. Det skal dog understreges at der, særligt qua globaliseringen, i fremtiden kan være mulighed for at specielt Crowdfunding kommer til at påvirke måden vækstvirksomheder finansieres på. Således begynder man at se Crowdfunding-børser og andre platforme, der parer ekstra risikovillige investorer med entreprenører både nationalt men også på tværs af landegrænser, hvilket på sigt kan resultere i et fravalg af børsen til fordel for sådanne platforme<sup>71</sup>.

## 8 Børsens value proposition

En børsnotering kan bidrage med flere fordelagtige karakteristika, som adskiller den positivt fra de andre alternative transaktionsmuligheder. De følgende delkapitler vil kort redegøre for de vigtigste faktorer, der vurderes at udgøre børsens value proposition og kan være afgørende for, om SMV'er vælger at blive børsnoteret. Selvom forholdene beskrives kort, vurderes de at være fundamentale for senere at kunne forstå og behandle, hvorfor SMV'erne fravælger en dansk børsnotering. Udover nedenstående, er der en række andre forhold, der kan gøre en børsnotering attraktiv. Disse er imidlertid vurderet at være mindre afgørende for børsnoteringsbeslutningen, særligt i relation til, hvad der differentierer en børsnotering fra de alternative transaktionstyper<sup>72</sup>, hvorfor der ikke fokuseres på dem.

### 8.1 Ejerskabets sammensætning differentierer børsen fra privat ejerskab

I forbindelse med en børsnotering skal ejeren være indstillet på at fastholde kontrollen med selskabet i en vis periode. De kommende investorer vil, i langt de fleste tilfælde, kræve, at den oprindelige ejer fortsætter med "hånden på kogepladen" og dermed stadig er afhængig af selskabets fremtidige performance. Dette medfører, at det typisk kun er en del af selskabet, der i første omgang bliver solgt i forbindelse med en børsnotering<sup>73</sup>. Endvidere kræves der et free float i de noterede aktier på hhv. 25% og 10% for MM og FN, der typisk kræver en fordeling på hhv. 500 og 100 investorer<sup>74</sup>.

Når ejerskabet spredes i forbindelse med en børsnotering bliver det altså fordelt på mange hænder, hvilket i høj grad diversificerer en børsnotering fra de alternative transaktionsmuligheder. Det medfører blandt andet, at den eksisterende ejer kan fastholde den kontrollerende ejerandel i selskabet og dermed opnå større

---

<sup>71</sup> Se f.eks. Startup Stock Exchange (SSX), Seedrs og Kickstarter, der etablerede sig i Danmark i 2014

<sup>72</sup> I tillæg til nedenstående nævnes særligt, at en børsnotering giver virksomheden mulighed for at etablere aktiebaseret aflønning og incitamentsprogrammer, og gør det lettere at optage lån pga. bedre egenkapital (soliditet)

<sup>73</sup> (LETT, 2014 s. 11 -12)

<sup>74</sup> Se mailkorrespondance med Peter Legind fra Nasdaq Danmark i Bilag 1

operationel handlefrihed og uafhængighed af enkeltinvestorers godkendelse af planer og strategier<sup>75</sup>. Dette adskiller i høj grad børsnoteringen fra transaktioner med PE fonde, SK'er og tilnærmelsesvis VC fonde (VC fonde indgår typisk krævende aktionæroverenskomster, der i høj grad er med til at give fonden kontrol med selskabet<sup>76</sup>).

Endvidere kan det argumenteres, at en børsnotering giver anledning til en mere stabil og langsigtet ejerstruktur, da aktionærene ikke har nogen tidshorisont på ejerskabet. Den enkelte aktionær kan have en tidshorisont på ejerskabet, men børsens åbne markedsplads medvirker netop til, at aktionæren frit kan sælge sine aktier til anden part uden ressourcetræk på virksomheden. Dette bevirker også, at virksomhedsejeren kan opnå en mere fleksibel exit-løsning, hvor kontrol, personlig risiko og ejerskab løbende kan justeres. Til forskel opererer kapitalfonde med forudbestemte tidshorisonter på ejerskabet, som typisk udgør 3-7 år<sup>77</sup>. Ved udgangen af tidshorisonten skal ejerskabet realiseres og nye investorer indtræde, hvilket typisk resulterer i et betydeligt ressourcetræk på virksomheden.

## 8.2 Børsnoterede selskaber har adgang til egen valuta

Udover at tilbyde et løbende frasal, for ejerne, kan børsmarkedet samtidig benyttes til at foretage ny-emissioner til at fremskaffe finansiering til yderligere udvikling og ekspansion af virksomheden. Ved løbende at kunne udstede nye aktier til markedet, opnår virksomheden en platform hvor der, efter behov, kan hentes risikovillig kapital.

Ligeledes kan ny-emissioner ske i forbindelse med et opkøb. Her kan virksomheden betale købssummen igennem en aktiebetaling i stedet for likvider, hvorfor man kan tale om, at virksomheden opnår en platform til at "printe sine egne penge". Dette bidrager til at gøre børsen til en kraftfuld platform til at ekspandere virksomheden, bl.a. igennem akquisitioner.

En række internationale undersøgelser har undersøgt hvad, der motiverer virksomhedsledere til at foretage en børsnotering. Brau, et al., (2006) finder i deres undersøgelse af 336 CFO'er, i amerikanske ikke finansielle virksomheder, at den vigtigste grund til, at amerikanske store og mindre selskaber gennemfører en børsnoteringen er, at skabe offentlige aktier til brug ved fremtidige opkøb (se Bilag 9). ligeledes har Poulsen, et al., (2008) undersøgt prospekter for 1.074 børsnoteringer i USA i perioden 1995-2004 og finder at hele 36,7% af

---

<sup>75</sup> (LETT, 2014 s. 10)

<sup>76</sup> Igennem interviewundersøgelsen er det fundet, at VC fonde typisk indgår nogle omfattende aktionæroverenskomster, der giver fondens minoritetsejerskab nogle majoritetslignende egenskaber, såsom at kontrollere hvem virksomheden sælges til.

<sup>77</sup> (DVCA, 2008 s. 12-14)– Investeringshorisonten kan være længere, særligt for VC fonde

selskaberne ønsker at benytte børsnoteringen til at foretage opkøb. I en tilsvarende europæisk undersøgelse bekræftes denne holdning dog ikke. Her finder Mittoo (2009), at opkøb er blandt de mindst vigtige årsager til at foretage børsnoteringer i Europa (se Bilag 9).

### 8.3 Børsnoteringen kan forbedre selskabets kommercielle profil

En børsnotering kan også give en blåstempling af virksomheden. Ifølge Carsten Borring fra Nasdaq OMX skyldes det følgende:

*”Det skyldes, at den proces, som selskabet gennemgår inden børsnoteringen, i høj grad er med til at skabe tillid til selskabet, ligesom der fremadrettet er transparens om, hvad selskabet foretager sig. Omgivelserne kender til den øgede eksterne kontrol, det børsnoterede selskab er underlagt, hvilket skaber en øget tryghed omkring selskabet”<sup>78</sup>*

Det at en børsnotering har en positiv signalværdi behandles også i litteraturen, hvor der tales om ”the signalling hypothesis”. Emnet har været genstand for en række forskellige tolkninger og undersøgelser, men tesen er relativ ens; Når en virksomhed udsættes for større krav sender det et positivt signal til dens interessenter<sup>79</sup>. f.eks. skriver Ying et al. (1977) følgende:

*”The listing application provides the final credible signal to investors that the firm has "arrived" as an established concern”<sup>80</sup>*

Signal hypotesen er generelt et spørgsmål om at mindske den asymmetriske information<sup>81</sup>. Forud for en børsnotering skal et selskab gennemgå en omfattende revision af dets aktiviteter, det som Carsten Borring omtaler som ”proces”, for at kunne præsentere selskabet for omverdenen<sup>82</sup>. Herudover vil der fremadrettet være en øget transparens omkring selskabets aktiviteter grundet krav til rapportering. Ved en børsnotering kan ejeren af en veldrevet virksomhed altså reducere graden af asymmetrisk information og signalere, at man ikke er afskrækket af at vise virksomheden frem til omverdenen.

Samtidig kan en børsnotering lede til øget presseomtale og kendskabsgrad samt gøre det nemmere at tiltrække kompetente medarbejdere. Ligeledes kan den potentielle blåstempling af virksomheden medføre, at nuværende og potentielle kunder får et bedre førstehåndsindtryk af virksomheden, hvilket kan bidrage til at

---

<sup>78</sup> Citat Carsten Borring, Nasdaq OMX, (LETT, 2014 s. 10-11).

<sup>79</sup> Se (Papaioannou, et al., 2003 s. 7-8) for en kort gennemgang af behandlingen og empiriske undersøgelser af ”The signalling hypothesis”, vær opmærksom på at dette er et uredigeret udkast af deres artikel.

<sup>80</sup> (Ying, et al., 1977 s. 10)

<sup>81</sup> (Oxford University Press, 2009)

<sup>82</sup> (LETT, 2014 s. 73)

åbne flere nye døre end hvis virksomheden var privatejet<sup>83</sup>. Det kan i den forbindelse forventes, at effekten er større for SMV'er end for store virksomheder, der kan formodes at være mere synlige og anerkendte i deres respektive brancher.

Kvalitetstemplet, signalværdien og markedsføringseffekten har vist sig at være afgørende faktorer når virksomheder foretager en børsnotering<sup>84</sup>. I undersøgelserne af både Brau, et al., (2006) og Bancel, et al., (2009) er "øget omdømme" det 2. hyppigst brugte ræsonnement, blandt de mindre selskaber, for at blive børsnoteret og det 3. hyppigst brugte blandt de større.

#### 8.4 Børsen kan give fordelagtige prissætninger og finansieringsvilkår

Flere undersøgelser påviser, at en børsnotering kan medføre en højere prissætning, end et privat frasalg. Derfor er det også fundet paradoksalt at der, globalt set, er oplevet en faldende trend i antal børsnoteringer imod et stigende antal private frasalg<sup>85</sup>. Paradokset er blevet døbt "valuation premium puzzle". Hvis en børsnotering kan tilbyde en højere værdiansættelse end de alternative transaktioner, gør det alt andet lige børsnoteringen mere attraktiv, hvorfor det ikke virker rationelt, at flere og flere selskaber vælger at gennemføre en M&A transaktion til fordel for en børsnotering.

Flere teoretikere har beskæftiget sig med fænomenet på det amerikanske marked. Brau, et al., (2003) viser i deres empiriske undersøgelse, at virksomheder, der gennemfører en børsnotering generelt er værdiansat 22% højere end dem, der gennemfører en M&A transaktion. Ifølge deres analyse skyldes dette primært, at man ved en M&A transaktion får pengene direkte i hånden ved transaktionens gennemførelse, hvilket mindsker risikoen ved transaktionen, hvorfor en lavere prissætning kan accepteres<sup>86</sup>. Bayar, et al., (2011) undersøger valuation premium puzzle ved at sammenholde tilnærmelsesvis sammenlignelige selskaber, der har foretaget en børsnotering eller en privat transaktion. Her finder de, at der er en signifikant kortsigtet værdiansættelsespræmie ved at blive børsnoteret frem for at sælge virksomheden i en M&A transaktion og, at denne er større for mindre virksomheder<sup>87</sup>. Præmien er generelt estimeret til en median-værdi på 75% (se Bilag 10 for komplet oversigt). Dette er dog under antagelse af, at ejeren kan sælge 100% af selskabet til børsnoteringens udbudskurs, hvilket nærmest aldrig vil kunne lade sig gøre. Det er oftest krævet, at de sælgende aktionærer beholder en betydelig ejerandel i en "lock-up" periode for at sikre, at de også er bundet

---

<sup>83</sup> (LETT, 2014 s. 11)

<sup>84</sup> (Papaioannou, et al., 2003)

<sup>85</sup> (Bayar, et al., 2011 s. 0 - abstract)

<sup>86</sup> Hermed menes, at det ved en IPO ikke vides, hvad den fremtidige prissætning af selskabet vil være og at denne usikkerhed fører til, at ejerne accepterer en lavere prissætning ved et privat opkøb

<sup>87</sup> Virksomheder med en værdiansættelse under USD 50 mio. (Dengang ca. DKK 270 mio.)

til selskabets fremtidige udvikling<sup>88</sup>. Bayar, et al., (2011) undersøger også den langsigtede præmie, under antagelse af, at selskabet sælges til markedskursen 3 år efter børsnoteringen. Her findes ligeledes en signifikant median-præmie på 49%, der endvidere er tæt på at være dobbelt så stor for mindre selskaber (se Bilag 11 for komplet oversigt).

Flere empiriske studier bekræfter således, at der eksisterer en værdiansættelsespræmie ved at gennemføre en børsnotering, i hvert fald på det amerikanske marked. Når en virksomhed kan opnå en højere værdiansættelse, ved en børsnotering, er det ikke kun interessant i forbindelse med ejerskifte. Dette medfører også at virksomheden kan nøjes med at afgive et mindre ejerskab, ved den samme kapitalrejsning. Hvis det danske marked kan facilitere samme prispræmie, som er påvist på det amerikanske marked, kan SMV'erne altså minimere de samlede finansieringsomkostninger ved at blive børsnoteret i forhold til at gennemføre en M&A transaktion.

## Afsnit 1 - Sammenfatning

Når SMV'er skal finansiere den fremtidige vækst eller foretage et helt eller delvist ejerskifte kan en børsnotering være en oplagt mulighed. I Danmark har SMV'erne valget imellem en børsnotering på hhv. nedre del af MM og FN. FN er i den forbindelse målrettet vækstselskaber, der kan være oplagt for SMV'er i de tidligere livsfaser. Selvom SMV'ernes transaktionsmuligheder kan være meget virksomhedsspecifikke er der en række mere eller mindre oplagte alternativer til en børsnotering. Særligt PE fonde og SK'ere er vurderet at udgøre alternativer til børsnoteringen. Qua internettets udbredelse og den teknologiske udvikling, er det blevet lettere at gøre forretning i udlandet. En udenlandsk børsnotering vurderes således også at udgøre en tæt substitut til den nationale børsnotering. VC fonde tilbyder ikke muligheden for et decideret ejerskifte men kan, særligt i Teknologi og Life Science SMV'ers tidlige livsfaser, være et alternativ til børsnoteringen.

En børsnotering tilbyder nogle egenskaber, der adskiller denne transaktionstype markant fra de alternative transaktionstyper. Denne value proposition består primært af 4 faktorer; 1) Børsen giver ejerne mulighed for at rejse kapital og samtidig opretholde den kontrollerende ejerandel, hvilket kan være en udfordring i en transaktion med de alternative investortyper. 2) Børsen giver adgang til "egen valuta", der kan benyttes til yderligere kapitalrejsninger eller akquisitioner. 3) En børsnotering kan give virksomheden et kvalitetstempel overfor omverden og give anledning til en indirekte markedsføringseffekt. 4) Empiriske studier har vist, at børsen kan tilbyde favorable prissætninger, hvilket umiddelbart har vist sig at være særlig lukrativt for de mindste SMV'er.

---

<sup>88</sup> (LETT, 2014 s. 48) Skal også være med til at sikre, at der ikke er tale om en alt for høj grad af asymmetrisk information mellem de eksisterende og de nye ejere.

Ovenstående kapitel, samt litteraturstudiet udgør tilsammen fundamentet for den videre analyse af SMV'ernes fravalg af en dansk børsnotering. Det følgende kapitel undersøger udviklingen på det danske egenkapitalmarked og vurderer, hvad der overordnet set kan forklare de fundne trends og hvorvidt disse trends, kan bidrage til at bekræfte tilstedeværelsen af de to hypoteser på det danske marked.

## **Afsnit 2 – Det danske egenkapitalmarked og SMV'ernes transaktionsvalg**

Nedenstående kapitler redegør for, hvilke transaktionsvalg de danske SMV'er har foretaget. Udgangspunktet for denne makro-undersøgelse er bl.a. at undersøge hvorledes alternative transaktionstyper vurderes at erstatte børsen og derfor have indflydelse på SMV'ernes fravalg af en dansk børsnotering.

SMV'ernes transaktionsvalg beskrives så objektivt som muligt. Udviklingen sammenholdes med udvalgte udtalelser fra de enkelte selskaber, for at forsøge at forklare de enkelte SMV'ers overvejelser i forbindelse med valg af investortype. Udtalelserne vil både have subjektiv karakter i form af citater i medierne, samt mere objektiv og kvantitativ karakter i form af udtalelser fra prospekter og andet materiale. Udtalelserne sammenholdes for at gøre de enkelte observationer så robuste som muligt. Læseren skal dog have sig for øje, at de fleste holdninger er udtrykt i medier og salgsmateriale (prospekter), der søger at sælge en historie og at de enkelte udtalelser derfor er underlagt denne præmis.

## **9 Børsnoterede SMV'er, de strategiske købere og en vurdering af EOS**

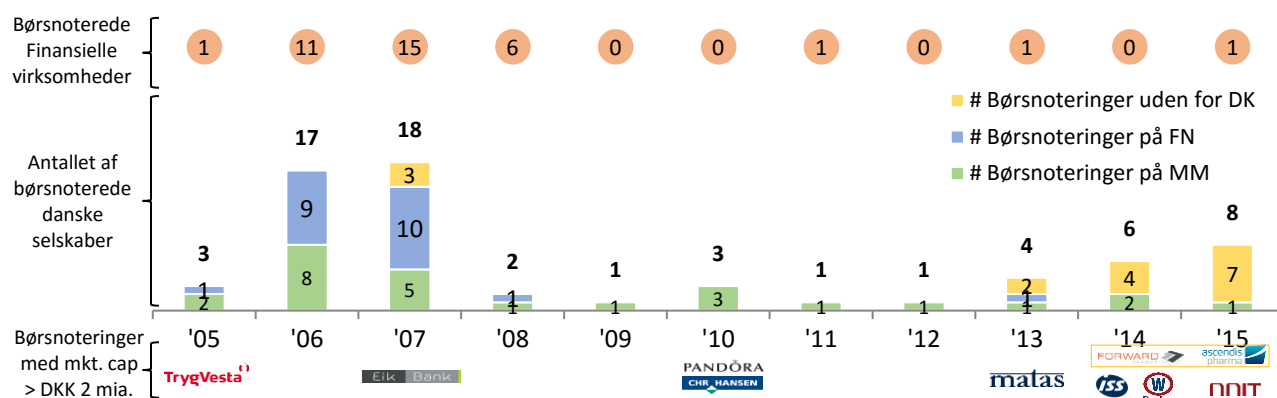
Ud fra Figur 4 er det tydeligt, at antallet af børsnoteringer af danske selskaber var særligt stort i år 2006 og 2007. Udover at være årene inden finanskrisen, hvor børsmarkedet generelt lokkede med relativt høje aktiekurser og deraf afledte værdisætninger, blev FN lanceret i 2005-06, hvilket øgede antallet af børsnoteringer i tidsperioden yderligere<sup>89</sup>.

Perioden 2008-2012 var underlagt finanskrisen og dens efterskælv. Samtlige af Nasdaq's indeks har været nedadgående i disse år med kun moderate stigninger i visse perioder (se Bilag 8). Dette har umiddelbart haft en tydelig effekt på antal børsnoteringer i samme periode. Det er imidlertid ikke unormalt, at antal børsnoteringer falder, når aktiemarkedet generelt er ramt af en nedtur, da dette kan have stor betydning for selskabets værdiansættelse. Således blev samme tendens oplevet i Sverige, der ellers, specielt de seneste år, har haft et blomstrende marked for børsnoteringer af SMV'er (se Bilag 7). Fra Bilag 8 ses det, at kursen på de enkelte indeks særligt siden 2012 har oplevet en opadgående trend. For det danske small og mid-cap indeks er kursen således ved at have nået samme niveau som før krisen, hvorimod det toneangivende C20 indeks allerede i løbet af 2012 nåede før-krise-niveau og er steget markant siden da.

---

<sup>89</sup> Se bilag Bilag 8 for kursudviklingen på de 3 danske indeks Small, Mid og Large-Cap

Der er tilsyneladende en positiv korrelation mellem kursen på de enkelte indeks og antal selskaber, der vælger at blive børsnoteret. Således har Nasdaq Danmark ikke haft problemer med at tiltrække de større selskaber (fremgår ved logo nederst i Figur 4). De svenske indeks er også illustreret i Bilag 8, hvoraf det fremgår, at udviklingen har været radikalt anderledes end de danske. Således har Sverige oplevet en væsentlig større kursstigning på Small og Mid cap. end de danske, og relativt mindre fremgang på hovedindekset end det danske C20. Der er mange faktorer som gør det svært og metodisk forkert, at sammenligne attraktiviteten af de enkelte børser på baggrund af kursudviklingen alene<sup>90</sup>. Alligevel er det interessant, at der ses så tydelig tendens til, at store danske selskaber vælger at blive børsnoteret i Danmark (hvor C20 har klaret sig fænomenalt) og SMV-selskaber vælger at blive børsnoteret i Sverige (hvor de mindre indeks har klaret sig fænomenalt).



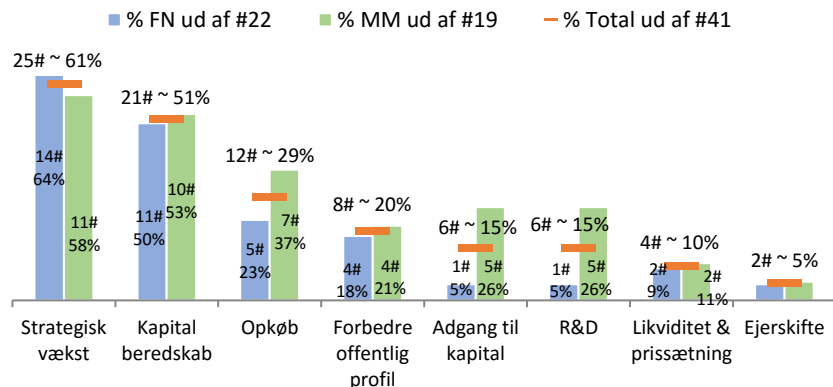
Figur 4. Total udvikling i antallet af danske selskaber, der blev børsnoteret i perioden 2005-2015 med udgangspunkt i data fra NASDAQ Danmark og Dealogic. Finansielle virksomheder, inklusiv investeringsselskaber, er ekskluderet i opdelingen mellem FN og MM og er vist i toppen. Sekundære noteringer som f.eks. Onxeo og Össur er ikke inkluderet. Noteringer igennem en "tom børsskal" som f.eks. DK Company er inkluderet. Selskaber, der er blevet børsnoteret i udlandet er ikke inkluderet, hvis de ikke havde hovedkvarter eller moderselskab i DK forud for noteringen, således er Just-eat's børsnotering i 2014 og Inviso ikke inkluderet. Egen tilvirkning, se datagrundlag i Excel data fil 1, ark 1-3

Siden 2012 har der været en positiv tendens i antal børsnoteringer i blandt danske SMV'er. Selskaberne har imidlertid fravalgt de danske børsplatforme og valgt at lade sig børsnotere i udlandet. Således har 13 danske selskaber siden 2013 valgt at gå på børser i udlandet. Dette behandles senere i afhandlingen.

<sup>90</sup> Med dette menes bl.a., at kursudviklingen kun beskriver den absolutte værdi af selskabet og herudover ikke forklarer hvorvidt selskaberne på de enkelte børser i virkeligheden handles til samme relative værdiansættelser. Hvis indtjeningen er faldet relativt meget i DK i forhold til SE, kan de relative værdiansættelser på de to markeder være ens på trods af større kursfald i DK.

## 9.1 Børsen benyttes til vækst, soliditet, opkøb og forbedret profil

Total set har der siden 2005 været 41 danske børsnoteringer i SMV-segmentet. Selskabernes formål med børsnoteringen fremgår af Figur 5. Umiddelbart lader der til at være god konsensus mellem de danske SMV'ers motiver bag børsnoteringen og de faktorer, der nævnes som de vigtigste i kapitel 8.



Figur 5. Baggrunden for danske SMV'ers børsnotering på det danske MM og FN i perioden 2005-2015. Søjlerne angiver hvor stor en %-andel af de noterede selskaber på hhv. MM of FN, der har nævnt de angivne årsager til at blive børsnoteret. Total angiver antal (#) og hvor stor en %-andel, der samlet set har angivet de respektive årsager. Egen tilvirkning på baggrund af data fra børsprospekterne, se Excel datafil 1, ark 5.

Langt de fleste børsnoteringer er

sket på baggrund af en strategisk vækstagenda. Dette betyder at selskabet har hentet kapital til finansiering af markedsføring, operationelle forbedringer og generel ekspansion på eksisterende eller nye markeder. Af Figur 5 fremgår det endvidere, at der er relativ god overensstemmelse imellem SMV'ernes rationaler for en børsnotering på tværs af de to børser. Det er overraskende, at der ikke er flere selskaber, der nævner adgang til yderligere kapital som motiv for børsnoteringen. Der er dog en mulighed for, at et forbedret kapitalberedskab, i nogles tilfælde, også er et udtryk for muligheden for at foretage kapitaludvidelser.

10% af selskaberne nævner, at de ønskede at få likvide aktier og en løbende prissætning af selskabet, mens 5% nævner, at de ønsker at foretage et ejerskifte i forbindelse med børsnoteringen. Således nævner Jobindex (2007), at den eksisterende ejer ønsker at reducere sin andel i selskabet og Cimber Sterling (2009) nævner ligeledes, at børsnoteringen skal facilitere et generationsskifte. Langt de fleste af de større selskaber, der er blevet børsnoteret har været ejet af kapitalfonde, hvorfor børsen i langt højere grad er benyttet til at foretage ejerskifte i dette segment. Således er 5 ud af de 6 seneste store børsnoteringer, der er illustreret ved logo nederst i Figur 4, børsnoteret i forbindelse med ejerskifte fra en kapitalfond. Umiddelbart har SMV'erne altså ikke valgt en børsnotering i forbindelse med et ejerskifte. Det skal dog nævnes, at selvom det ikke nævnes i prospektet, kan ejerskifte være en del af det langsigtede rationale for at børsnotere selskabet.

### 9.1.1 Markant efterspørgsel efter opkøb er i overensstemmelse med EOS

Da SMV'erne på MM typisk er større og en smule længere i deres livscyklus end selskaberne på FN, giver det mening, at de MM-noterede selskaber i højere grad nævner muligheden for opkøb, som et ræsonnement for selve børsnoteringen. Muligheden for at foretage opkøb er samlet set nævnt af 29% af SMV'erne, og er



dermed det 3. hyppigst benyttede argument for at blive børsnoteret. I et interview med en virksomhedsejer, der tidligere har været medejer af et børsnoteret dansk SMV-selskab understreges det, at muligheden for at "trykke sine egne penge" i forbindelse med opkøb, ifølge ham, gjorde børsen allermest interessant<sup>91</sup>. Selvom det ikke direkte udtrykkes i prospektet, kan et forbedret kapitalberedskab imidlertid også være udtryk for en buffer, der benyttes til opkøb, selvom det ikke nævnes eksplicit i prospektet.

Hvorvidt de 29% er højt eller lavt kan være svært at vurdere. Dette kunne dog være interessant, da et højt niveau umiddelbart vil være med til at styrke argumentet for EOS. Ritter et. al. (2013) beskriver netop, at en stigende tendens til strategiske salg, samt at børsnoterede selskaber fokuserer mere på at foretage opkøb eller blive opkøbt, er med til at bekræfte EOS.

Som det tidligere er nævnt viser en undersøgelse, af amerikanske SMV'er, at muligheden for opkøb er det vigtigste aspekt i forbindelse med en børsnotering. For europæiske SMV'er er det imidlertid blandt de mindst vigtige (se Bilag 9). Umiddelbart vurderes de 29% danske SMV'er, der fokuserer på opkøb i forbindelse med børsnoteringen at være relativt højt.

En børsnotering bidrager på flere måder til selskabets M&A strategi. Dels giver børsnoteringen anledning til et større kapitalberedskab og muligheden for at foretage opkøb med egne aktier. Dels bidrager den offentlige prissætning til at reducere usikkerheden ved virksomhedens "objektive/rigtige" værdi, hvilket gør det lettere at forfølge en værdiskabende M&A strategi. Hsieh et. al. (2011) beskriver i den forbindelse en sammenhæng mellem beslutningen om at blive børsnoteret og selskabets M&A strategi. Det beskrives, at denne sammenhæng både gælder for selskaber, der ønsker at foretage opkøb, og selskaber, der ønsker at blive opkøbt<sup>92</sup>. Således kan en børsnotering give selskabet et objektivt (markedsbestemt) prisskilt, som andre selskaber har lettere ved at tage stilling til, end at foretage "teoretiske/subjektive" værdiansættelser. Hvorvidt den danske børs aktivt vælges for, at få en offentlig prissætning og dermed lokke potentielle købere, er der ikke umiddelbart evidens for. At være børsnoteret kan, modsætningsvist, også facilitere mere eller mindre uønskede/fjendtlige overtagelser som det tilnærmelsesvis blev oplevet med Mols-Linien i 2016<sup>93</sup>. I perioden 2005-2015 er 44 SMV'er blevet afnoteret for handel på enten MM eller FN. Ca. 1/3 af selskaberne er blevet afnoteret i forbindelse med et salg (se Tabel 2 s. 68 for oversigt over baggrunden for de 44 afnoteringer). Således har børsnoteringer af SMV'er historisk set faciliteret et totalt ejerskifte til særligt SK'er men også PE

---

<sup>91</sup> Interview 7, min 39:00

<sup>92</sup> (Hsieh, et al., 2011 s. 1369)

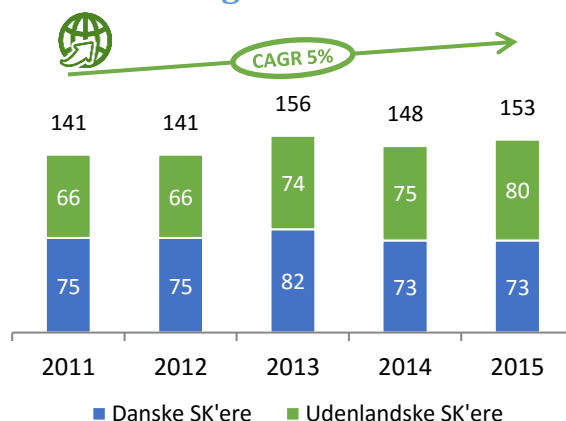
<sup>93</sup> (Rasmussen, et al., 31. Juli 2015)

fonde<sup>94</sup>. Det er værd at bemærke, at der i den angivne periode har været et netto fald i antallet af børsnoterede SMV'er.

Selvom det begrænsede data på det danske marked gør det svært at kommentere på udviklingen i ræsonnementerne<sup>95</sup>, for at blive børsnoteret eller afnoteret, og dermed be- eller afkræfte EOS, vurderes opkøb at have en afgørende betydning for valget af en dansk børsnotering blandt SMV'erne, hvilket delvist bekræfter EOS. For at vurdere EOS yderligere er der foretaget en analyse af antallet af trade-sales af danske selskaber.

## 9.2 Stigende tendens mod ejerskifte til udenlandske strategiske købere

Figur 6 viser udviklingen af strategiske opkøb de seneste 5 år<sup>96</sup>. Antallet af nationale opkøb har været relativt konstant mellem 70-80 transaktioner, hvorimod udenlandske opkøb af danske virksomheder er steget med en CAGR<sup>97</sup> på ca. 5%. Tendensen til såkaldte cross-border transaktioner, vurderes af mange rådgivere at være stigende og give anledning til et voksende globalt M&A marked. Grunden hertil skyldes dels en generel overflod af kapital på balancen, i mange af de større selskaber, samt en let tilgængelig og billig lånefinansiering<sup>98</sup>. Dels en voksende forventning til vækst blandt de enkelte selskabers investorer (på trods af makroøkonomiske indikatorer på global lavvækst)<sup>99</sup>. En analyse af investorernes EPS forventninger, foretaget af Bain, viser således at markedet forventer at europæiske børsnoterede selskaber vokser med 10,4% fra 2014-



Figur 6. Antal danske og udenlandske industrielle opkøb, med data fra Clearwater (2016), egen tilvirkning (CAGR for udenlandske opkøb er angivet øverst)

<sup>94</sup> Se Excel datafil 1, ark 17 for oversigt over slettede selskaber og Nasdaqs oplysninger vedrørende afnoteringen

<sup>95</sup> Forfatterne har kun kunnet komme i besiddelse af deltaljeret data om børsnoterede selskaber, siden Nasdaqs overtagelse af fondsbørsen i 2005.

<sup>96</sup> Figuren er baseret på data fra Clearwater (2016), som har krydstjekket 3 forskellige transaktionsdatabaser hhv. Zephyr, Mergermarket og Thomson Reuters. Disse databaser har en række kriterier, der gør at de helt mindre transaktioner ikke bliver oplyst. Således vil opkøb af helt små selskaber med EV under DKK 25 mio. ikke være inkluderet, samt transaktioner med overtagelsesandele under 30% (Mergermarket kriterie). Mange selskaber oplyser hverken omsætning eller markedsværdi, hvorfor det er svært at lave et desiredet split på SMV-transaktioner og store transaktioner.

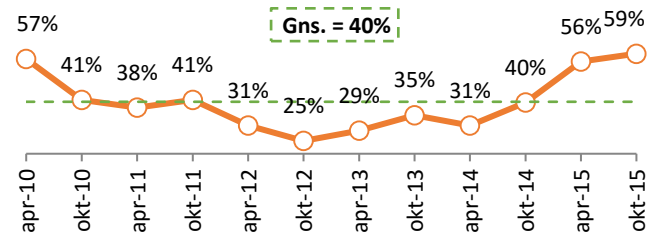
<sup>97</sup> Årlig kumulativ vækstrate (compounded annual growth rate)

<sup>98</sup> (Harding, et al., 2014 s. 1)

<sup>99</sup> (WBG, januar 2016) – Chapter 1

2016, på trods af en historisk vækst på 5,4% fra 1995-2013<sup>100</sup>. Der er således forventninger til vækstrater som i mange industrier kun kan realiseres uorganisk.

Der er altså en øget interesse for strategiske opkøb, specielt fra internationale virksomheder. I en global undersøgelse af 1.600 ledende medarbejdere rapporterede 59% i slutningen af 2015, at de forventede at foretage opkøb i løbet af det næste år, hvilket er det højeste niveau i undersøgelsens historie (se Figur 7). Endvidere havde 70% af dem primært fokus på udenlandske opkøb<sup>101</sup>.



Figur 7. Procent af 1.600 globale selskabsledere, der forventer at deres selskab skal foretage opkøb inden for det næste år, baseret på data fra Ernst and Youngs 13 udgaver af "Global Capital Confidence Barometer" rapporter.

Størrelsen på opkøbene varierer, men langt de fleste opkøb af danske selskaber sker i SMV-segmentet<sup>102</sup>. De danske selskaber må tilsyneladende tilskynde denne udvikling, da flere og flere vælger at sælge selskabet til de internationale SK'er. Dette vidner om en øget interesse for enten at være en del af en større international organisation, eller større fokus på at realisere værdien af selskabet, hvilket er muligt i det nuværende marked, hvor fokus på opkøb er historisk højt blandt SK'er. I en nylig dansk undersøgelse af vækstsekskaber (primært SMV'er), foretaget af EY, giver dette sig også udtryk i, at hele 44% af vækstsekskaberne svarede, at de så en SK som den mest sandsynlige mulighed for at realisere værdien af deres virksomhed. Her er børsen kun vurderet som "mest sandsynlig" blandt 4,5% af vækstsekskaberne<sup>103</sup>, hvilket også underbygger den tidligere observation, at børsen stort set ikke benyttes til ejerskifte blandt SMV'erne.

### 9.2.1 Stigende tendens mod salg til strategiske købere bekræfter EOS

Hvorvidt den stadig stigende tendens til, at SMV'er sælges til internationale SK'ere, vidner om en faldende attraktivitet ved at være børsnoteret og dermed en delvis bekræftelse af EOS, kan ikke udledes. Selvom ovenstående datagrundlag er begrænset peger det, ikke desto mindre, i den retning. EOS forklarer nødvendigheden af at være et større selskab, for at kunne realisere profitable vækstmuligheder inden de går tabt. Selvom ovenstående ikke bekræfter denne kausale forklaring på fravalget af en børsnotering, indikerer udviklingen, at SK'er vurderes som attraktive transaktionsvalg blandt de danske selskaber. Noget kunne altså tyde på, at SMV'erne særligt vurderer internationale SK'ere som bedre og mere værdiskabende ejere. Hvis

<sup>100</sup> (Harding, et al., 2014 s. 3)

<sup>101</sup> (EY, Oktober 2015 s. 16)

<sup>102</sup> Baseret på handler, hvor værdien er offentliggjort viser data fra mergermarkedet, at 86% af transaktionerne i perioden 2010-2015 har en EV under DKK 2 mia. (Se bilags ark)

<sup>103</sup> (EY, 2015 s. 12)

dette er tilfældet, er det som udgangspunkt en bekræftelse af EOS og kan være med til at forklare, at selsaberne ikke ønsker at fortsætte alene, hvorfor en børsnoteret fravælges. Ovenstående ræsonnementer er imidlertid underlagt et relativt begrænset datagrundlag, ikke desto mindre bekræftes denne opfattelse af de danske markedsinteressenter, særligt Kromann Reumert.

Særligt inden for teknologisektoren vurderes det, at mange succesfulde og hastigt voksende danske iværksættervirksomheder sælges til større virksomheder<sup>104</sup>. Der kan altså være en tendens til, at danske iværksættere i højere grad har fokus på den innovative del af virksomhedens livscyklus, for herefter at sælge virksomheden videre til større selskaber, der kan accelerere det konkrete forretningskoncept. I et interview med iværksætteren Kristian Ridley, CEO og stifter af APP-udviklingsselskabet Gametation, forklares det, at han og de resterende medejere havde fokus på et relativt hurtigt exit indenfor en periode på ca. 3 år. I den forbindelse understreger han vigtigheden af at kunne udnytte en SK's internationale salgs- og distributions netværk til at udnytte selskabets vækstpotentiale.

Det kan virke trivielt at konkludere, at serieiværksættere har resulteret i en lavere efterspørgsel efter at blive børsnoteret i SMV-segmentet. Umiddelbart giver det dog mening, at individer der er gode til at innovere og iværksætte, ikke er de mest effektive til at tage en virksomhed til næste niveau og derfor ikke ønsker at forblive ejere i forbindelse med en børsnoteret. I en diskussion om det danske marked og EOS, forklarer en interviewperson fra en kapitalfond følgende:

*"Der er nok også noget om, at det er fint at bygge noget op og sælge det af sted relativt hurtigt... ...Det giver nok sjældent mening at iværksætter skal eje virksomheden når den er stor, det er nok sjældent at iværksætter også er den, der er god til at drive en stor virksomhed, jeg tror det er helt naturligt at når en virksomhed når et vis niveau så skal den sælges videre for ikke at stagnere"*<sup>105</sup>

Et konkret eksempel kunne være serieiværksætteren Frank Rasmussen, der de seneste år har solgt omkring 10 IT- og Teleselskaber til SK'ere, senest med et salg af 50% af Justfone til TDC<sup>106</sup>.

I international litteratur findes ligeledes studier, der beskæftiger sig med forholdet mellem at foretage en børsnoteret eller sælge industrielt. Her understreges det, at der ses en stigende tendens til at entreprenører, der før fokuserede på at børsnotere virksomheder, har ændret fokus mod at foretage private frasalg<sup>107</sup>. Endnu

---

<sup>104</sup> (Clearwater, 2016 s. 5)

<sup>105</sup> Interview 15 min. 39:00

<sup>106</sup> (Jensen, 30. maj 2013) & nylig data på hans transaktioner fra MergerMarket

<sup>107</sup> (James C. Brau, 2003 s. 584)

et konkret eksempel fra Danmark er salget af Universal Robots til det amerikanske børsnoterede selskab Teradyne i 2015. Universal Robots (herefter UR) kunne som udgangspunkt have været en oplagt børsnoteringskandidat øverst i SMV-segmentet<sup>108</sup>, fra Mergermarket kan læses følgende rationale for salget:

*“Teradyne’s engineering and support capabilities and strong financial position will help Universal Robots to accelerate growth of its collaborative robots in new and existing markets, especially in Asia.”*

Det kan ikke udelukkes at salget til Teradyne i sidste ende var et spørgsmål om prissætning, særligt idet selskabet var delvist ejet af Vækstfonden, der har fokus på det bedst mulige afkast. Alligevel vidner rationale om et øget fokus på at accelerere væksten igennem en SK’er, frem for at blive børsnoteret og stå alene. Tendensen kan umiddelbart vurderes at være tiltagende; F.eks. udtalte stifteren af UR, Enrico Krogh-Iversen, at Danmark formodentligt skal være indstillet på at skabe flere virksomheder som UR, der senere bliver solgt til udlandet<sup>109</sup>. Der er altså en tendens til at iværksættere finder det mere attraktivt at sælge til SK’er end at blive børsnoteret, enten i forbindelse med frasal, eller for at accelerere væksten i et større set-up.

### 9.3 Innovationsbehov kan accelerere strategiske opkøb

For at få det danske markeds holdning til EOS, indeholdte interviewundersøgelsen en kvalitativ vurdering af kapitalfondenes meninger om hypotesen. Qua deltagernes mangeårige erfaring indenfor køb og salg af virksomheder og industrien generelt, vurderes de generelt at være gode og pålidelige kilder til at ytre sig om tendenser på det danske marked og dermed også tage stilling til EOS. Svarene er dog underlagt den præmis, at interviewererne forklarede hypotesen og spurgte til interviewpersonernes holdning hertil, uden at den interviewede på forhånd var blevet konfronteret med teorien<sup>110</sup>.

Figur 8 opsummerer respondenternes svar. 4 ud af 7 respondenter kunne genkende tendensen som EOS beskæftiger sig med. Langt de fleste i undersøgelsen var dog skeptiske overfor hypotesen omkring manglende profitabilitet i SMV’erne. En række af respondenterne begyndte hurtigt at tale om innovation i stedet for profitabilitet. Umiddelbart var der altså en holdning til, at større organisationer kan have svært ved at innovere og dermed, i højere grad, køber sig til innovation ved at overtage SMV’er. Samtidig nævnes det, at virksomheder, der befinder sig i en sektor med en kort livscyklus, kan have svært ved at ”nå” en børsnotering og derved har lettere ved at sælge til en SK.

<sup>108</sup> Universal Robotics blev solgt til en EV på ca. DKK 1,9 mio. og er dermed på grænsen af afhandlingens defineret SMV-segment.

<sup>109</sup> (Alsman, 18. Februar 2016)

<sup>110</sup> (Kvale, et al., 2009 s. 194) beskriver det forhold, at hvis ledende spørgsmål stilles til personer, der i den enkelte situation er lette at påvirke, kan svarets validitet bringes i fare. Da der er tale om eliteinterview vurderes dette forhold dog at være et minimalt problem.

Når der argumenteres for, at SK'er står klar til at opkøbe innovative selskaber, kan dette ikke direkte besvare, hvorfor SMV'er fravælger en børsnotering. Men når SK'ere banker på døren hos de danske SMV'er, kan tilbuddet imidlertid være så tillukkende at en børsnotering indirekte bliver fravalgt, da børsnoteringen dermed ikke når ind i overvejelserne. En af respondenterne nævner en rapport fra BCG (Figur 8 citat 3). En opsummering af denne fremgår af Bilag 12. BCG beskriver 3 globale opkøbstrends, hvoraf konsolidering og jagten efter innovation også fremgår. Det specificeres endvidere at denne trend primært er gældende indenfor Medie, Telecom, Health Care og Consumer & Retail brancherne<sup>111</sup>.

Ovenstående, sammenholdt med det stigende antal strategiske opkøb af danske selskaber, kan vidne om en stadig større tendens til strategiske opkøb i SMV-segmentet med udgangspunkt i en innovativ agenda. Globaliseringen og den teknologiske udvikling har, blandt andre faktorer, sået tvivl ved den neoklassiske økonomiske tankegang, da denne ikke beskæftiger sig med innovation. Således er innovation begyndt at have stadig større betydning, hvilket også har resulteret i et nyt økonomisk verdensbillede kaldet "innovation economies"<sup>112</sup>. Innovationens betydning for de større selskaber er voksende og vurderes at få stadig større betydning. Som eksempel herpå har Danske Bank oprettet en innovations-afdeling under navnet "projekt X" som er afskåret fra virksomhedens egentlige forretning. Chefen for projekt X, Simon Haldrup, nævner i et interview, at nogle banker vælger at investere i en masse små selskaber for at få adgang til den nødvendige "grad/mængde" af innovation<sup>113</sup>. Endvidere udtaler partner i Atrium Partners, Peter Mahrt, til børsen:

### Hvordan vurderes Economies of Scope hypotesen?



---

*"Spørger man mange af de større virksomheder, er de nok mere bange for de her garage start-ups som de ikke kender men har potentiale til at disrupte alt, og ikke deres direkte og eksisterende konkurrenter"*

---

*"Konkurrencen er blevet hårdere og kan godt følge argumentet i at verden er mere global, ting går hurtigere, og det kan være svært at være konkurrencedygtig som stand-alone virksomhed"*

---

*"BCG har vist at mange store virksomheder har forsømt den radikale innovation og egentlig har haft brug for at opkøbe en del mindre virksomheder for at få en del af den innovation tilbage igen"*

---

*"Hvis virksomheden er meget tech-dreven og har en relativ kort livscyklus og behovet for innovation er højt osv. Så er det nok ikke sikkert at man kan nå at få en troværdig historie til at kunne lave en børsnotering"*

---

*"Jeg tror ikke det harså meget med størrelse at gøre om man kan forblive profitable, nok mere evnen til at fornysig og her kan det nok egentlig være nemmere i en mindre virksomhed end i en stor tung forretning"*

---

*"Det med at være innovative i store virksomheder kan måske være svært nogle gange, hvis det er konklusionen, så giver det mening at de køber mindre virksomheder, der kan bidrage"*

---

*"Det er nok blevet sværere at drive virksomhed som mindre over de sidste år. Krav til professionalisme og konkurrence er blevet hårdere for alle typer virksomheder, og det kræver både almindelig hård kapital og struktur kapital"*

**Figur 8. Citater fra interviewundersøgelsens kapitalfondsdeltagere vedrørende EOS. Der er ikke spurgt ind til specifikke årsager andet end en forklaring af tesen bag EOS. Forfatterne har altså så vidt muligt undladt at påvirke respondenternes svar. (Se interviewbilag "figur 1" for de konkrete udtalelser)**

<sup>111</sup> (Kengelbach, et al., 2015 s. 8)

<sup>112</sup> (Atkinson, et al., 2012)

<sup>113</sup> (Wittorff, 30. oktober 2015)

*"I rigtig mange industrier sker der en konsolidering, hvor f.eks. etablerede koncerner opkøber teknologivirksomheder for at øge innovationen"*<sup>114</sup>

På det danske marked kan der være tale om, at innovative stiftere af SMV'er ikke forbliver ejere, fordi de i højere grad er specialiseret i start-up fasen og herfra ønsker at profitere relativt hurtigt. Hertil kommer som Ritter et. al. (2012) beskriver det, at disse SMV'er ikke har den fornødne størrelse til at kunne udnytte vækstpotentialet fuldt ud, inden markedet bliver overtaget af nyere produkter og teknologier. I et værdiansættelsesperspektiv, giver det mening at et innovativt selskab som f. eks. Gametation, sælger sin teknologi videre til en SK i stedet for selv at søge kapital ved en børsnotering, for at realisere virksomhedens vækstpotentiale på egen hånd. Når teknologier, produkter og brands, qua den teknologiske udvikling, har en kortere levetid, er det essentielt at vurdere, om ejeren selv kan udnytte virksomhedens fulde potentiale eller om værdien er større i forbindelse med et frasalg. Dette er selvfølgelig en forenkling, men alt andet lige kan meget innovative entreprenører formodentlig opnå en bedre NPV af deres aktiver, ved at sælge helt eller delvist ind i et større selskabs set-up<sup>115</sup>.

Det skal understreges at en række entreprenører selvfølgelig selv ønsker at udvikle deres selskab. I den forbindelse kan det dog være mere fordelagtigt at sælge en del af ejerskabet til en SK, for at sikre virksomhedens fremtid og udnytte synergi -og skalafordele. Selvom en SK primært vil købe majoritetsandele og dermed overtage den sælgende virksomhed, er der imidlertid eksempler på, at danske SMV'er har foretaget et minoritetssalg til en SK, for at indgå i et strategisk samarbejde (som det er illustreret i Figur 3 s. 29, ved nyorientering). I 2015 frasolgte den danske transportvirksomhed Thermo-Transit f.eks. 40% af selskabet til det internationale transport og logistik selskab Girteka Logistics. I den forbindelse udtalte Thermo-Transit følgende:

*"Vi har en klar strategi om at tilbyde totalløsninger til kunderne, og vi har vilje til fortsat at vokse. Med en ny, stærk investor om bord, vil vi fortsat kunne udbygge vores position"*<sup>116</sup>

Ledelsen i Thermo-Transit forklarer, at de måtte have større muskler for at kunne fortsætte selskabets væksteventyr og at Girteka Logistics ville sikre det finansielle fundament for at kunne udbygge danske

---

<sup>114</sup> (Høie, 1. Februar)

<sup>115</sup> Med aktiver menes der både fysiske og ikke-fysiske aktiver i form af teknologier, viden, patenter mv. Med teknologisk udvikling menes der, at produkter får en kortere livscyklus og, som det blev forklaret i forbindelse med EOS, at time-to-market bliver stadig mere afgørende.

<sup>116</sup> (Thermo-Transit)

arbejdspladser<sup>117</sup>. Dette er altså et eksempel på at en SK substituerer en børsnotering og udover kapital bidrager med synergier, der er nødvendige for at realisere den ønskede vækst.

Måske er EOS snarere et spørgsmål om "economies of innovation", der omhandler det forhold at innovative SMV'er fravælger en børsnotering fordi, de kan opnå større værdi ved at sælge deres koncepter til større selskaber, der selv kan have svært ved at innovere og hellere vil risikere at bruge ekstra kapital på opkøb, end at stå i en situation, hvor de bliver overhalet af nye disruptive teknologier og produkter (som det også nævnes i Figur 8 citat 1).

Hertil kommer at en stor del af de danske SMV'er i mindre omfang bliver ejerskiftet indenfor familien. Dette skyldes dels en generel samfundstrend mod en højere grad af individualisering, hvor familiens næste generation i højere grad sætter sine egne mål over familiens og således ikke nødvendigvis er interesseret i at træde ind i familievirksomheden. Dels at globaliseringen har medført dynamiske markedsforhold og et øget konkurrenceniveau i de enkelte brancher, hvilket stiller langt større krav til den enkeltes kvalifikationer for at eje og drive en virksomhed<sup>118</sup>. EY's undersøgelse viser således, at hvor 25% af vækstvirksomheder har overtaget virksomheden fra et familiemedlem, mener kun 8,5%, at det er sandsynligt, at virksomheden igen vil blive generationsskiftet inden for familien<sup>119</sup>. Hvis familien ikke ønsker at opretholde kontrollen over selskabet reducerer det behovet for en børsnotering, da dette netop er en af børsens primære forcer.

Uanset ræsonnementet, lader det i hvert fald til, at det danske marked og de interviewede verificerer et øget fokus på trade-sales, hvilket uanset om der tale om et direkte eller indirekte fravalg, kan være med til at reducere antallet af børsnoteringer.

## 10 Kapitalfondene reducerer SMV'ers behov for børsen

Kapitalfonde er primært finansieret af professionelle institutioner som f. eks. pensionskasser, banker, forsikringsselskaber eller velhavende individer. Det danske marked for risikovillig kapital er domineret af de store pensionskasser (se Figur 9 over top 5 pensionskasser på formue størrelse). I en række af rapporterne fra kapitel 6.1, argumenteres der for problemstillingen vedrørende disse kæmpe institutioner og deres behov for at placere store summer frem for mindre investeringer i forbindelse med en børsnotering af en SMV<sup>120</sup>.

Internationaliseringen af formueforvaltningen har betydet, at de danske institutionelle investorer har nedbragt

---

<sup>117</sup> (Thermo-Transit)

<sup>118</sup> (FSR, 2009 s. 3)

<sup>119</sup> (EY, 2015 s. 12)

<sup>120</sup> (NASDAQ DK, 2014 s. 14)



deres andel af danske aktier betydeligt<sup>121</sup>. F.eks. har ATP kun 3% af den samlede kapital (ca. DKK 22 mia.) investeret i danske børsnoterede selskaber<sup>122</sup>.

Denne udvikling påvirker imidlertid også den danske kapitalfundssektor. Kapitalfonde med fokus på danske vækstvirksomheder i SMV-segmentet som f. eks. Capidea, Maj Invest, Catacap og Erhvervsinvest ønsker som ofte en tilsagt kapital på mindre end DKK 2 mia. fordelt på 10-20 investorer<sup>123</sup>. Flere kapitalfonde står altså i samme problemstilling som

børsmarkedet for SMV'er, nemlig at investeringsstørrelsen er for lille til at tiltrække de institutionelle investorer. For PE fondenes vedkommende, er denne problematik delvist løst, da regeringen, i 2011, oprettede Dansk

Vækstkapital (DVK). DVK fungerer som en slags "kapital grossist" eller "funds of funds" mellem pensionsbranchen og de danske PE fonde, for at opfylde behovet for store engangsinvesteringer<sup>124</sup>. DVK har for nyligt stiftet sin anden fond DVK II og har på nuværende tidspunkt et samlet tilsagn til PE fonde på ca. DKK 2,7 mia. og DKK 800 mio. til VC fonde<sup>125</sup>. Rationalet bag DVK er bl.a. at stille kapital til rådighed for iværksættere og SMV'er med vækstpotentiale<sup>126</sup>. Når dette sker indirekte igennem bl.a. investeringer i kapitalfonde, må det til en vis grad kunne udledes, at kapitalfondene, fra DVK's side, vurderes at have samme formål som børsen, nemlig at tilbyde risikovillig kapital til vækstvirksomheder.

Umiddelbart lader der til at være en positiv attitude omkring kapitalfondene fra de danske institutionelle investorer f.eks. udtaler Anders Svennesen, Investeringsdirektør i Danica:

*Vi vil gerne investere i Dansk Vækstkapital, da det er vigtigt at støtte op om dansk erhvervsliv, specielt de små og mellemstore virksomheder*<sup>127</sup>

|                                                                                     |                                                                                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  |
| atp=                                                                                | DKK ~700 mia.                                                                       |
| PFA PENSION                                                                         | DKK ~400 mia.                                                                       |
| Danica Pension                                                                      | DKK ~370 mia.                                                                       |
| sampension                                                                          | DKK ~260 mia.                                                                       |
| pka                                                                                 | DKK ~235 mia.                                                                       |

Figur 9. Formuestørrelse på en række af de største pensionskasser i Danmark. Egen tilvirkning på baggrund af data fra årsrapporter, hjemmesider og Finanstilsynet.

<sup>121</sup> (DVCA, 2015 s. 14)

<sup>122</sup> ATP's årsrapport 2015 s.22

<sup>123</sup> (DVCA, 2015 s. 14), med investorer menes der kapitalfondenes LP'er (Limited Partners)

<sup>124</sup> Bl.a. investerer følgende pensionskasser i DVK: ATP, Danica Pension, PensionDanmark, PKA, Nordea Liv og Pension, Sampension, Industriens Pension m.fl. og Vækstfonden.

<sup>125</sup> [www.danskvaekstkapital.dk](http://www.danskvaekstkapital.dk) under "investeringer"

<sup>126</sup> [www.danskvaekstkapital.dk](http://www.danskvaekstkapital.dk) under "om dansk vækstkapital"

<sup>127</sup> (DVCA, 2015 s. 18)

Herudover rapporterer PKA, at de har omkring 10% af deres samlede formue placeret i Kapitalfonde<sup>128</sup>.

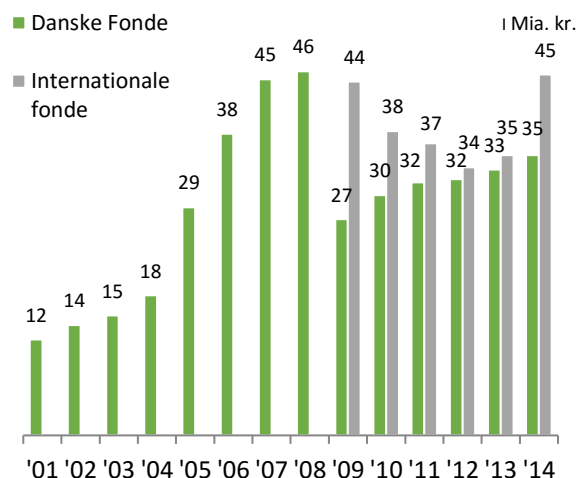
Ligeledes stiftede ATP i 2001 ATP Private Equity Partners, der på nuværende tidspunkt er en af Europas største institutionelle investorer i kapitalfonde<sup>129</sup>. Den store interesse har medført en tydelig positiv tendens i størrelsen af den tilsagte kapital i fondene til investeringer i danske selskaber (se Figur 10).

Ovenstående vedrører udbuddet af kapital fra kapitalfonde og ikke efterspørgslen efter kapitalfonde som investorer eller fravalget af en børsnotering blandt de danske SMV'er. Når der alligevel gøres noget ud af kapitaltilsagnet skyldes det dels, at kapitalfondene netop har lykkedes med at omgå en af de samme

problematikker, som det danske børsmarked oplever ift. de store institutionelle investorer og dels, at der jo er et krav om, at den store mængde tilsagte kapital skal omdannes til aktive investeringer i de danske selskaber. Dette har stor betydning, da kapitalfondene dermed er mere aktive i deres søgen efter attraktive SMV'er, hvorfor de kan formodes at "opsnappe" selskaber, der i realiteten kunne være egnede børs kandidater. I et interview bekræfter en af kapitalfondsdeltagerne denne tendens og siger følgende i forhold til noteringstørken i SMV-segmentet:

*"Jeg kunne godt forestille mig at det gælder, at der er så mange finansielle købere, at mange virksomheder, som kunne være blevet børsnoteret, i højere grad bliver købt op fordi der er finansielle købere til det. Du kan sige det har noget at gøre med, at for de mindre og konsolideringsmodne virksomheder er der en anden type køberinteresse"*<sup>130</sup>

For at undersøge om dette kan være tilfældet, vil der i de følgende del-kapitler redegøres for kapitalfondenes aktivitet på det danske marked og vurderes om denne investortype bliver favoriseret blandt SMV'erne.



Figur 10. DVCAs opgørelse over tilsagt kapital til kapitalfonde, der er aktive i Danmark i mia. kr., Størrelsen på internationale fondes tilsagte kapital til danske investeringer er baseret på en vurdering som DVCA har fra Deloitte. Egen tilvirkning (det skal understreges, at der ikke nødvendigvis er tale om tilgængelig kapital/dry powder) Se data i Excel datafil 1, ark 10.

<sup>128</sup> (DVCA, 2015 s. 17)

<sup>129</sup> [www.atp-pep.com](http://www.atp-pep.com) under "about us"

<sup>130</sup> Interview 13 min 37:00

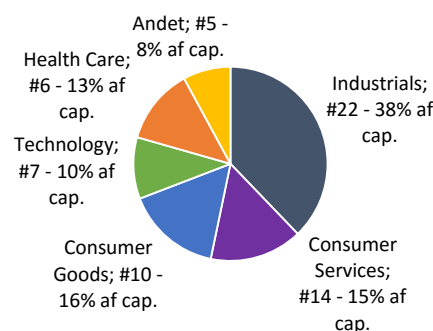
## 10.1 Blomstrende dansk PE sektor overtager SMV-segmentet

Det er tidligere beskrevet, at fravalget af en børsnotering kan skyldes en stadig større efterspørgsel efter kapital fra kapitalfonde. Der blev imidlertid henvist til at kapital fra særligt PE fonde, stadig udgør en relativ lille del af den kapital, der rejses på børsmarkedet. Dette lader dog ikke til at være tilfældet i Danmark.

Figur 11 viser antallet og den samlede værdi af de SMV'er, der er noteret på det danske MM og FN. I alt er der 64 SMV'er med en samlet markedskapitalisering på ca. DKK 25 mia.<sup>131</sup>. Således udgør alene den tilsagte kapital til danske fonde langt mere end den samlede kapitalisering af det danske børsnoterede SMV-segment. Selvom Figur 10 ikke udelukkende omfatter tilsagt kapital til SMV-segmentet og heller ikke nødvendigvis kun bliver investeret i danske selskaber, er det iøjnefaldende at niveauet er så højt i forhold til markedsværdien af SMV'er på den danske børs. Som det ses i det efterfølgende, har PE sektoren også været særlig stor på det danske marked, hvilket kan have stor betydning for de danske SMV'ers overvejelser i forbindelse med både egenkapitalfinansiering og ejerskifte.

Med udgangspunkt i det seneste data fra Danish Venture Capital and Private Equity Association (DVCA), dannes et tydeligt billede af en blomstrende dansk kapitalfondssektor. Dette gælder både den stadig stigende tendens til, at danske SMV'er vælger en transaktion med PE fonde (se Figur 12), størrelsen af danske kapitalfondes tilsagte kapital, samt internationale kapitalfondes tilsagte kapital til investeringer i danske selskaber (se Figur 10). Aktiviteten forventes at fortsætte og en nylig rundspørge foretaget af DVCA viser, at fondene har masser af "tørt krudt" til nye investeringer, hvilket forstærkes af etableringen af DVC II<sup>132</sup>.

**#64 SMV'er på NASDAQ DK med en samlet market cap. på 25,2 mia. DKK**



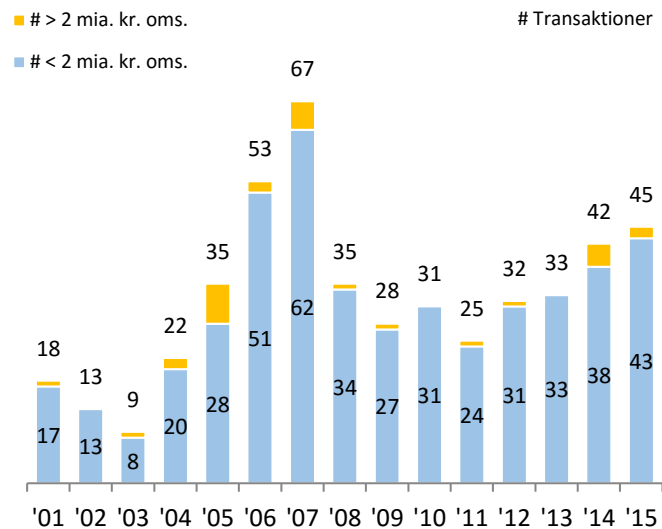
Figur 11. Antal og samlet størrelse på selskaber inden for forskellige brancher på MM og FN. Selskaber med market cap. > DKK 2 mia. samt finansielle selskaber er ekskluderet. Egen tilvirkning, (data fra Nasdaq og Orbis. Kategorien "Andet" er selskaber indenfor Materials, Utilities, Energy og Telecom) Se data i Excel datafil 1, ark 6.

<sup>131</sup> Se Excel datafil 1, ark 6 for liste over de respektive selskaber

<sup>132</sup> (DVCA, 2015 s. 4), med "tørt krudt" (også kaldet dry powder) menes der den del af den tilsagte kapital, der endnu ikke er investeret.

På trods af en generel positiv udvikling i den europæiske kapitalfondssektor<sup>133</sup>, skiller Danmark sig ud ved at være det land i EU med det største gennemsnitlige kapitalfonds-investeringsniveau relativt til BNP i perioden 2011-2015<sup>134</sup>. Dette niveau skyldes primært PE fondenes aktivitet og i mindre grad VC fondenes<sup>135</sup>.

Selvom antallet af transaktioner, med PE fonde, ikke er på niveau med 2006 og 2007, er der en tydelig positiv tendens i antallet af opkøb. Endvidere viser Figur 12, at der altovervejende er tale om opkøb af virksomheder i SMV-segmentet (her karakteriseret som selskaber med en omsætning under DKK 2 mia.<sup>136</sup>).



Figur 12. Antallet af DVCAs registrerede PE opkøb i danske selskaber, både transaktioner fra medlemmer og ikke medlemmer er inkluderet (Verdane og Via Venture opkøb var ikke registreret, men er inkluderet i figuren). Selskaber uden oplyst omsætning er i figuren karakteriseret som selskaber med oms. < DKK 2 mia., egen tilvirkning. Se data i Excel datafil 1, ark 10.

På baggrund af aktiviteten i den danske PE sektor, kan man få det indtryk, at PE fondene i stadig større grad faciliterer den væstkaptital, som SMV'erne ligeledes kunne have rejst ved en børsnotering. Det skal understreges at kausaliteten mellem aktiviteten i PE sektoren og antallet af danske børsnoteringer i SMV-segmentet ikke direkte kan udledes. Hvis SMV'erne i højere grad efterspørger transaktioner med PE fonde og derfor fravælger en børsnotering, står det altså ikke klart om den kausale effekt skyldes et dårligt dansk børsmarked, eller om den øgede aktivitet blandt fondene direkte eller indirekte har resulteret i, at SMV'erne fravælger børsen. Forholdet mellem aktiviteten i PE sektoren og børsmarkedet er dog interessant da man f.eks. har oplevet det modsatte i Sverige. Således rapporterer Clearwater, at den øgede PE aktivitet i Danmark i 2015, bl.a. er drevet af svenske fonde, der oplever trægere forhold på det svenske marked pga. børsens dominans<sup>137</sup>.

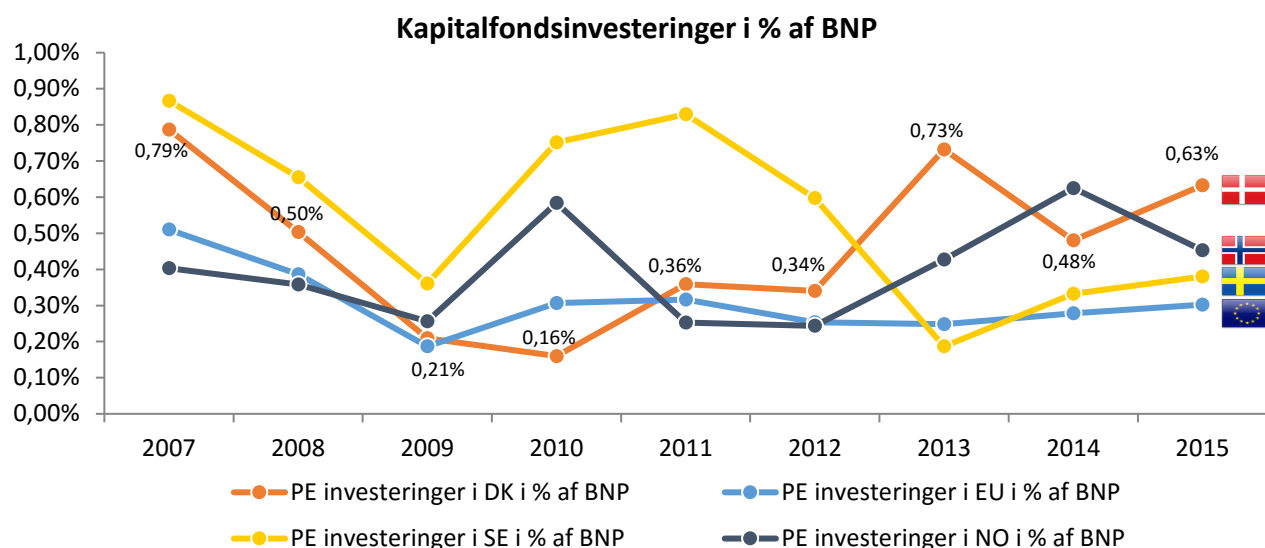
<sup>133</sup> (Bain & Company, 2016 s. 9) - rapporterer en årlig vækst på 5% i værdien af PE transaktioner de sidste 5 år. (EVCA, Maj, 2015) – rapporterer, at antallet af transaktioner over en periode på 5 år er på det højeste niveau (945 transaktioner, se s.29) og, at den inkrementielle rejste kapital har været på et rekord højt niveau de sidste 2 år (se s. 9)

<sup>134</sup> (Invest Europe, 2016 s. 46)

<sup>135</sup> (Invest Europe, 2016 s. 47-48), Invest Europe angiver afhandlingens definition på kapitalfonde som "All Private Equity". Afhandlingens definition af en PE fond angives som "Buyout".

<sup>136</sup> Det er ikke muligt at evaluere størrelsen af opkøbende på baggrund af markeds kapitaliseringen, da størsteparten af transaktionerne ikke har offentliggjorte værdiansættelser. Derfor er der taget udgangspunkt i de opkøbte selskabers omsætning for året for transaktionen.

<sup>137</sup> (Clearwater, 2016 s. 4)

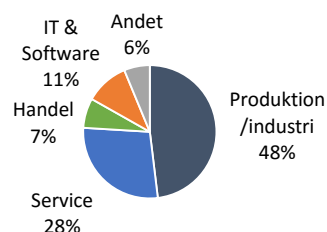


Figur 13. Egen tilvirkning på baggrund af seneste data fra (Invest Europe, 2016). Se data i Excel datafil 1, ark 11.

Figur 13 viser udviklingen i kapitalfondsinvesteringsniveauet i Danmark, Norge, Sverige og EU. Siden 2011 ligger Danmark som nævnt relativt højt i forhold til EU. Det er imidlertid interessant at Danmark, de sidste 3 år, har haft et højt investeringsniveau blandt kapitalfondene, hvor Sverige har oplevet et mere begrænset. Sammenholdes dette med antallet af børsnoteringer i de 2 lande, lader der til at være direkte negativ korrelation mellem kapitalfondenes aktivitet og antal selskaber, der vælger at foretage en børsnotering. Umiddelbart kunne det altså tyde på at danske SMV'er generelt foretrækker et partnerskab med en kapitalfond og i særdeleshed en PE fond frem for at blive børsnoteret og dette tilnærmelsesvis er omvendt Sverige. Det skal imidlertid understreges at denne sammenhæng ikke observeres i 2007, hvor både Sverige og Danmark havde relativt mange børsnoteringer samtidig med et højt niveau af kapitalfondsinvesteringer.

Figur 14 viser de sektorer, hvor PE fondene har været aktive. Det er interessant at PE fondenes opkøb er koncentreret i samme sektorer som de SMV'er, der historisk har valgt at blive børsnoteret på den danske børs (se Figur 11 s. 50). Umiddelbart efterspørger PE fondene altså samme virksomheder, som der historisk har valgt at lade sig børsnotere på den danske børs. "Konkurrencen" mellem de to transaktioner forstærkes yderligere, da egnede børskandidater og PE investeringer i høj grad skal besidde samme egenskaber for at være aktuelle

Total antal transaktioner fra 2010-2015 = 208#



Figur 14. Sektorinddeling af PE fondenes opkøb af danske selskaber i perioden 2010-2015. Data fra DVCA's registrerede PE opkøb i danske selskaber, både transaktioner fra medlemmer og ikke medlemmer er inkluderet (Verdane og Via Venture opkøb var ikke registreret, men er inkluderet i figuren). Se data i Excel datafil 1, ark 10.

investeringskandidater. Således kan man læse følgende om børskandidater:

*”For det første og helt afgørende skal virksomheden være i orden, dvs. være sund, veldreven, have god governance og potentiale”<sup>138</sup>*

Og følgende om f.eks. Erhvervsinvests investeringskandidater:

*”Investerer i mindre og mellemstore, veletablerede dansk-baserede virksomheder med behov for kapital og kompetencer..., ...Der lægges vægt på, at der er tale om sunde og veldrevne virksomheder med et potentiale til yderligere vækst...”<sup>139</sup>*

Der er således et tydeligt sammenfald mellem de selskaber, der i litteraturen betragtes som attraktive børskandidater og de virksomheder som PE fonde leder efter, når deres tilsagte kapital skal forvaltes.

Senest er det beskrevet, at tre danske vindvirksomheder er blevet overtaget af den nordiske kapitalfond, Verdane, som ser et stort potentiale i danske vækstvirksomheder i SMV-segmentet<sup>140</sup>. Endvidere forklarer interviewpersoner fra kapitalfonde følgende:

*”Børsen kan meget nemt blive udkonkurreret af fonde, hvis der er nok fonde til, at du kan lave et marked... ...I gamle dage var der ikke så mange muligheder for at sælge. I dag er der hele VC og PE branchen”<sup>141</sup>*

*”Det er blevet en mere accepteret ejerskabsform, at virksomheder kan være ejet af Private Equity fonde, som jo ikke eksisterede tilbage i 80’erne og start 90’erne”<sup>142</sup>*

Større og øget adgang til alternative kapitalkilder nævnes også af repræsentanter ved en konference, i forbindelse med Axcel Future rapporten, som en af grundene til den lave SMV-aktivitet på den danske børs<sup>143</sup>.

### 10.1.1 Selskabets størrelse gør Private Equity mere attraktivt end en børsnotering

Det vurderes ikke, at PE sektoren tilbyder samme value proposition som børsen og dermed ikke bør betragtes som en komplet substitut til en børsnotering. Som illustreret i Figur 3 s. 29, investerer PE fondene i selskaber, der oftest er i samme livsfase som dem, der bliver børsnoteret. Men et selskab, der søger vækstkapital må

---

<sup>138</sup> (LETT, 2014 s. 7)

<sup>139</sup> [www.erhvervsinvest.dk](http://www.erhvervsinvest.dk) under ”investeringsstrategi”

<sup>140</sup> (Andersen, 2016)

<sup>141</sup> Interview 15 min. 39:00 og 25:00

<sup>142</sup> Interview 19 min. 26:00

<sup>143</sup> Blev nævnt af Glenn Søderholm (Member of the Executive Board and head of Corporate & Institutions) i forbindelse med emnet ”Kapitalformidling i Danmark”

oftest være indstillet på, at afgive majoritetsejerskabet i forbindelse med et salg til en PE fond, hvilket som sagt ikke er tilfældet ved en børsnotering. At dette både kan være en fordel og en ulempe vil blive uddybet senere, men her adskiller PE fondene sig markant fra en børsnotering.

I interviewundersøgelsen er 5 partnere i 5 forskellige PE fonde med fokus på SMV-segmentet spurgt om de betragter kapitalfonden som et alternativ/substitut til en børsnotering når danske virksomhedsejere har brug for vækstkapital. Alle 5 respondenter svarede i den forbindelse nej. Når svaret blev uddybet, var det uden brug af svarmuligheder, hvorfor det var særligt interessant, at der var konsensus omkring holdningen hertil. 4 af respondenterne nævner at de investerer i SMV'er, der som udgangspunkt er for små til at blive børsnoteret. Herudover nævner 4, at der investeres i selskaber, der ikke har en tilstrækkelig professionel governancestruktur til at blive børsnoteret. Følgende citat fra en af interviewpersonerne dækker den generelle holdning godt:

*"Ofte tror jeg, at vi er den eneste mulighed for mange af de selskaber vi køber. De har ofte en størrelse og en marketcap, der ikke gør dem borsegnet. Og de har en platform og struktur omkring professionalisme, rapportering, it-infrastruktur osv. som gør, at de ikke kan komme på børsen. Teoretisk er vi måske et alternativ, men ofte er deres eneste mulighed at finde en PE eller industriel køber."*<sup>144</sup>

Umiddelbart lader det altså til, at PE fondene betragter sig selv som et mellemlid, der kan gøre et selskab klar til en eventuel børsnotering og, at de danske SMV'er ikke er egnede børs kandidater pga. manglende størrelse og infrastruktur. Dette kan også være med til at forklare, at de seneste børsnoterede virksomheder i Danmark har haft en PE fond som majoritetsejer, om end de ikke var i SMV-segmentet.

På baggrund af ovenstående tegner der sig et billede af, at de danske SMV'er favoriserer PE fonde og vurderer dem som mere attraktive investorer end en børsnotering. Hvorvidt udviklingen er et udtryk for en egentlig forfordeling af PE fonde, eller at SMV'erne fristes af det store kapitaludbud i branchen er svært at udlede. Dog må det til en hvis grad kunne konkluderes, at de danske SMV'er mener, at PE fonde er meget attraktive investorer, siden de relativt set er de selskaber, der har solgt mest ejerskab til PE fonde i EU. I en undersøgelse foretaget af EY, nævner hele 57% af danske vækstselskaber, salg til en kapitalfond som en potentiel mulighed og hele 25% ser det som den mest sandsynlige transaktion i forbindelse med et ejerskifte<sup>145</sup>.

---

<sup>144</sup>Interview 16 min. 7:00

<sup>145</sup> (EY, 2015 s. 12)

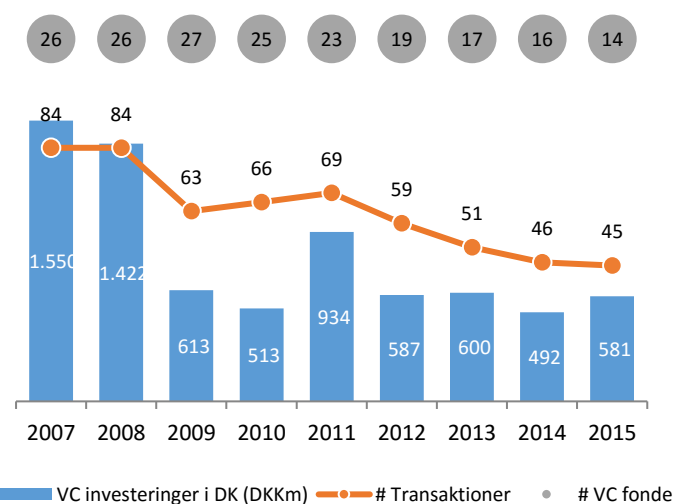
## 10.2 Den store mængde VC kapital investeres internationalt

Antallet af VC fondes investeringer i danske selskaber har ikke oplevet samme positive tendens som PE sektoren. Figur 15 viser udviklingen i antallet og værdien af VC transaktioner i Danmark fra 2007-2014<sup>146</sup>. Både antallet af transaktioner og antallet af danske VC fonde er faldende og er på nuværende tidspunkt på det laveste niveau siden EVCA begyndte sin registrering i 2007. En stor del af forklaringen på denne udvikling er, at danske VC fonde investerer omkring 75% af deres kapital i udlandet, hvilket primært skyldes at Novo og Lundbeck driver de største danske VC fonde og primært investerer i USA<sup>147</sup>. Målt i forhold til BNP og over perioden 2011-2015 ligger Danmark således nr. 2 i forhold til størrelsen af VC investeringer generelt, men ligger nr. 7 i forhold til VC investeringer i danske selskaber<sup>148</sup>.

Som udgangspunkt er der altså ikke tale om mangel på kapital i VC fondene. Selvom der historisk har været en skepsis overfor VC investeringer har der efter en kompetence opbygning og konsolidering af sektoren tegnet sig en positiv holdning til VC kapital blandt de institutionelle investorer<sup>149</sup>.

De danske VC investeringer har historisk været koncentreret indenfor IT og Life Science sektorerne<sup>150</sup>. VC fonde investerer i mange tilfælde i et syndikat med en række tilsvarende fonde eller investorer, endvidere vil det enkelte selskab typisk blive finansieret igennem flere runder, hvor yderligere fonde kan få del i

ejerskabet. Som det også var tilfældet for PE fondene, børsnoterer VC fondene også en række selskaber både i forbindelse med exit, men også som et naturligt led i at finansiere det enkelte selskabs fremtidige drift. Således



Figur 15. Data vedrørende samlet størrelse og antal af VC transaktioner af danske virksomheder i perioden 2007-2014 er rapporteret af EVCA. Antallet af danske VC fonde er oplyst af Vækstfonden. Egen tilvirkning. Se data i Excel datafil 1, ark 12.

<sup>146</sup> Data på danske VC transaktioner er ikke tilgængeligt i samme omfang som PE transaktioner. Datagrundlaget fra EVCA er sammenholdt med diverse rapporter fra vækstfonden. Da der er nogenlunde konsensus mellem de 2 kilder, vurderes data at være relativt retvisende.

<sup>147</sup> (Vækstfonden, 2016 s. 6)

<sup>148</sup> (Invest Europe, 2016 s. 43 og 47), begge opgørelse er vurderet i forhold til BNP og er foretaget som en gennemsnitsbetragtning fra 2011 til 2015.

<sup>149</sup> (Larsen, 11. APR. 2016) & (Hougaard, 2010 s. 107 - 110)

<sup>150</sup> (Hougaard, 2010 s. 107)



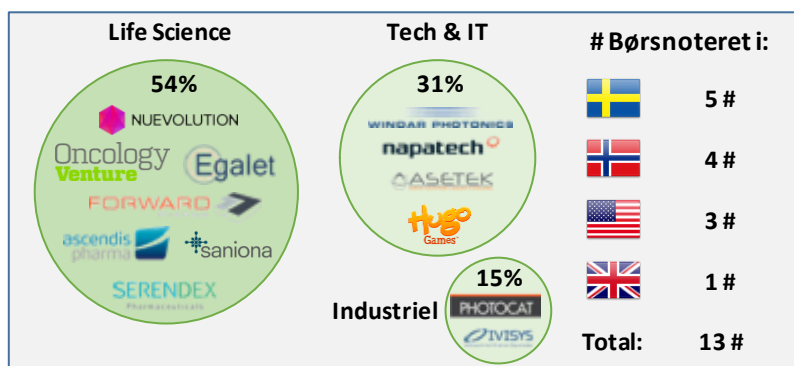
havde de danske selskaber Asetek, Nuevolution, Egalet og Photocat alle VC fonde som medejere forinden deres børsnotering. De blev imidlertid børsnoteret uden for Danmark (se Figur 16). Et naturligt spørgsmål er i den forbindelse, hvorvidt fondene oplever det som et problem at lave en cross-border børsnotering. I et interview med Vækstfonden understreges det, at et bedre dansk børs miljø vil være en stor fordel og, at det vil gøre det mere attraktivt for deres selskaber at blive børsnoteret, både i forbindelse med anskaffelse af ny vækstkapital men også i forbindelse med exit<sup>151</sup>.

En interessant observation, som kun i mindre grad er fremhævet i den offentlige debat er, at de danske SMV'er, der er blevet børsnoteret i udlandet, nærmest udelukkende opererer inden for sektorerne "Life Science" og "Teknologi & IT" (se Figur 16). Det beskrives i selskabernes prospekter, at kapitalen primært skal benyttes til R&D og generel vækstkapital til at understøtte

selskabernes fremadrettede strategier. Der er således tale om selskaber, der er i de tidlige vækstfaser og som primært har VC fonde som alternative investorer til børsnoteringen (se Figur 3 s. 29).

Et spændende aspekt i forbindelse med den øgede konsolidering i VC branchen er, at der kommer mindre konkurrence, fondene imellem. Særligt indenfor Biotech bliver Novo A/S og Lundbeck Emerge nævnt som de eneste mulige investorer. I den forbindelse kunne det være fordelagtigt at bruge en børsnotering til at rejse kapital, da SMV'erne dermed kan undgå noget der, blandt enkelte interviewdeltagere, omtales som kartellignende kapitalrejsningsvilkår.

Det er iøjefaldende at det netop er selskaber i en branche, der i mindre grad har haft PE fondenes fokus, (se Figur 14 s. 52 og Figur 3 s. 29), der vælger at gennemføre en børsnotering. Dette er interessant da det delvist og indirekte fremhæver PE fondenes store betydning for SMV'ernes fravalg af en børsnotering. Endvidere er det interessant da det netop blev forklaret, at den konsoliderede VC branche, kunne give udfordringer for vækst- og særligt Life Science selskabernes forhandlingskraft. Således kan det tyde på, at selskaber i netop de



Figur 16. Danske selskaber, der er blevet børsnoteret på udenlandske børs i perioden 2013-2015. Forward Pharma og Ascendis Pharma, falder udenfor kategorien SMV'er (market cap. på hhv. DKK 5,7 mia. og DKK 2,7 mia.). Egen tilvirkning. Se Bilag 15 for oversigt over SMV'erne, hvornår de er blevet noteret, samt udtalelser fra ledelsens. Se data i Excel datafil 1, ark 2.

<sup>151</sup> Interview med Vækstfonden min. 29:30

tidlige livsfaser og i disse brancher vælger at blive børsnoteret i mangel på "konkurrencedygtige" investorer vilkår blandt særligt VC fondene eller blot kapitalfondene generelt.

### 10.3 Kapitalfondene kan være en katalysator for antallet af børsnoteringer

På trods af, at kapitalfondene kan betragtes som substitutter til børsen kan de imidlertid også betragtes som en katalysator for antallet af børsnoteringer. Kapitalfondene arbejder som sagt med en investeringshorisont på mellem 3-7 år, hvorefter ejerskabet sælges videre ved f.eks. en børsnotering. Således vil den store aktivitet blandt særligt PE fondene, alt andet lige, resultere i en større fremtidig salgsaktivitet og dermed mulig børsnoteringsaktivitet. I Sverige er det bl.a. omtalt, at børsnoteringsboomet blev kickstartet af PE-børsnoteringer<sup>152</sup>.

Efterspørgslen efter at kunne udnytte børsen til exit bekræftes også af kapitalfondene, hvor 5 ud af 7 svarer at børsen vil være mere efterspurgt, hvis markedet fungerede bedre. Der ligger imidlertid ikke skjul på, at dette afhænger af prissætningen, som derfor også behandles særskilt i kapitel 13. Afslutningsvis skal det påpeges, at man i Sverige oplevede rekord høje kapitalfondsinvesteringer i årene 2010-2012, hvorefter kapitalmarkedet blev "overtaget" af børsnoteringer. Hvis dette hypotetisk set er en "kapitalmarkedslivscyklus", kan det måske forventes, at samme tendens vil opleves på det danske marked, da Danmark netop har oplevet sådanne 3 intensive kapitalfondsinvesteringsår (se Figur 13 s. 52). En hypotese kan altså være, at børsen pt. bliver fravalgt pga. tilgængelig kapital fra kapitalfondene men, at der senere vil blive foretaget børsnoteringer fordi der skal kapitaliseres på kapitalfondenes porteføljer (ligesom man til dels har set det i Sverige).

## Afsnit 2 - Sammenfatning

De mindre danske indeks har klaret sig relativt dårligt i forhold til det store C20 indeks, hvilket til en hvis grad kan have betydet at SMV'erne har fravalgt en børsnotering. SMV'erne har primært benyttet børsen til at skaffe vækstkapital og i mindre grad til at foretage ejerskifte, hvilket ellers har været en af de primære årsager til, at de større danske selskaber er blevet børsnoteret, idet de har været ejet af PE fonde.

For de 41 SMV'er, der siden 2005 har børsnoteret sig i Danmark, er opkøb det 3. hyppigst brugte argument herfor. Endvidere har opkøb blandt SK'ere og PE fonde stået for knap 1/3 af de 44 slettede SMV'er i samme periode. Samtidig opleves der en stigende tendens til, at danske SMV'er sælges til internationale SK'ere. Stort fokus på innovation blandt de større virksomheder nævnes som en af de vigtigste årsager til denne udvikling. Umiddelbart vurderer de danske entreprenører SK'ere attraktive, da de kan accelerere selskabernes vækstpotentiale og lader entreprenørerne fokusere på deres spidskompetencer. På trods af et begrænset

---

<sup>152</sup> (Axcelfuture og IPO Advisory Group, 2016 s. 64 øverst)

datagrundlag bekræftes EOS-forklaringen, omkring hvorfor en børsnotering fravælges, dermed delvist på det danske marked.

De danske SMV'er har endvidere favoriseret, at få kapitalfonde som medinvestorer og skiller sig markant ud, ved at være de selskaber i EU hvor kapitalfonde, relativt set, bliver allermest favoriseret som investorer. Der kan dermed være tale om, at kapitalfondssektoren har overtaget SMV-segmentet i Danmark, hvorfor der ses en mindre efterspørgsel efter at blive børsnoteret. Dette ræsonnement illustreres endvidere ved, at de SMV'er, der er uden for kapitalfondenes fokus i højere grad bliver børsnoteret, om end dette sker i udlandet.

Ovenstående kapitel vidner altså om, at udviklingen i alternative transaktionstyper i høj grad kan være med til at forklare, hvorfor danske SMV'er fravælger en børsnotering, hvilket også nævnes af Kromann Reumert. Dette er særligt tilfældet pga. en blomstrende dansk kapitalfondssektor, men også øget interesse for opkøb blandt særligt internationale SK'er.

De følgende kapitler vil se på SMV'ernes generelle holdning til børsens value proposition i forhold til, hvad de alternative transaktionstyper kan tilbyde. Her ønskes det, at vurdere hvilke konkrete forhold, der udover ovenstående "makro tendenser" kan have resulteret i, at den danske børs fravælges.

### **Afsnit 3: SMV'ernes holdning til attraktiviteten ved en dansk børsnotering**

I gennem interviewundersøgelsen er der gennemført interviews med 9 interviewpersoner fra privatejede virksomheder. Alle 9 ser et stort vækstpotentiale for deres virksomhed, 3 er aktive i en konsolideret industri<sup>153</sup> og 7 oplever ikke voldsom priskonkurrence. Samtidig havde 8 et specifikt ønske om at fortsætte i virksomheden efter transaktionens gennemførelse og 2 havde et ønske om at beholde majoritetsejerskabet af virksomheden. Kun 1 af de 9 overvejede at gennemføre en børsnotering i stedet for den respektive transaktion<sup>154</sup>.

SMV'ernes virksomhedsprofiler er relativt ens. Derfor skal det holdes for øje, at undersøgelsen bygger på forholdsvis u-diversificerede virksomhedsprofiler. Dette giver nogle metodiske udfordringer, som også blev nævnt i afhandlingens metodeafsnit.

Herudover inkluderer interviewundersøgelsen 2 børsnoterede danske SMV'er hhv. Ivisys og Medical Prognosis Institute (herefter MPI). Ivisys har direkte fravalgt den danske børs og gennemførte i 2015 en børsnotering på FN Stockholm. MPI blev børsnoteret på den danske FN i 2013, men har i 2016 valgt at flytte sin notering til FN Stockholm.

---

<sup>153</sup> Top 3 markedsaktører er vurderet at have over ca. 50% af det respektive marked, hvor virksomheden er aktiv.

<sup>154</sup> Interviewbilag, ark: "Opsummering af svar fra virksomhederne".

Ud af de 8 interviewede kapitalfonde, er der 1, der i dag ser den danske børs som en attraktiv exit-strategi fra deres investeringer i porteføljeselskaberne. Det er også kun den ene, der har gennemført en dansk børsnotering (Pandora, som er væsentligt større end SMV-definitionen).

Alle interviewpersoner har altså på den ene eller anden måde fravalgt den danske børs. Igennem interviewundersøgelsen er der derfor spurgt ind til interviewpersonernes holdninger og overvejelser omkring den danske børs' value proposition, hvorfor den er fravalgt og hvorvidt den findes attraktiv.

Følgende afsnit er funderet i interviewpersonernes udtalelser og de følgende kapitler og analyser vil være koncentreret omkring de hyppigst omtalte forhold, der påvirker den danske børs' attraktivitet eller manglen på samme.

Først undersøges det, hvorfor stadig flere SMV'er fravælger den danske børs til fordel for udenlandske, som observeret i kapitel 9. I den forbindelse vil det også undersøges hvorvidt børsen tilbyder SMV'erne et kvalitetsstempel. Igennem interviewundersøgelsen er det yderligere oplevet, at SMV'erne er særligt opmærksomme på forskellene mellem privat og offentligt ejerskab. Særligt er de opmærksomme på forskelle i transaktionsprocesserne, den fremtidige governancestruktur, prissætning og omkostningsniveau. Disse forskelle behandles ligeledes i følgende afsnit.

## 11 Internationale børsnoteringer, kvalitet og renommé

Figur 4 s. 38, viste en stigende tendens til, at SMV'erne fravælger den danske børs og i stedet vælger at blive børsnoteret i udlandet (cross-border børsnotering). For at vurdere attraktiviteten af den danske børs, er det essentielt at forstå denne udvikling, da den kan give en forklaring på, hvorfor den danske børs bliver fravalgt af SMV'erne.

Ser man på selskabernes udtalelser til medierne, dannes et tydeligt billede af, at de danske selskabers cross-border børsnoteringer primært skyldes større interesse på de udenlandske børser (se Bilag 15 for udtalelser fra SMV'ers cross-border børsnoteringer). F.eks. skriver VC fonden CAPNOVA følgende om deres børsnotering af porteføljevirkksomheden Photocat:

*"Efter forgæves forsøg i Danmark besluttede Photocat tidligere på året (2015) at søge mod Sverige i jagten på yderligere kapital"<sup>155</sup>*

Martin Rambusch, CEO for Windar Photonics, udtaler følgende:

---

<sup>155</sup> <http://capnova.dk/aktuelt/aktuelt/25112015-photocat-imponerer-paa-svensk-boers.aspx>

*”Vi har forsøgt at rejse kapital i Danmark og har fundet ud af, at det er lettest udenfor landets grænser”<sup>156</sup>*

Og Henrik Kølle, CEO for Hugo Games, udtaler følgende:

*”Den danske aktiekultur er total nedslående. Når jeg kigger på markedet i Danmark, så tror jeg simpelthen ikke på, at det kan lade sig gøre her (at blive børsnoteret)”<sup>157</sup>*

Umiddelbart lader det altså til, at en række SMV'er har forsøgt at finde vækstkapital på det danske børsmarked men, at der ikke har været den nødvendige interesse, hvilket har tvunget selskaberne til at søge mod udlandet. Dette kunne imidlertid skyldes en naturlig skepsis fra de danske investorer overfor selskaber, der ikke vurderes at have den nødvendige kvalitet i relation til deres respektive værdiansættelser. Bilag 17 viser kursudviklingen i de selskaber, der har foretaget cross-border børsnoteringer. De 3 selskaber som er citeret i ovenstående, har ikke umiddelbart været attraktive kortsigtede investeringer, idet afkastet efter 3 måneder har været 0%, 1% og -56% for hhv. Photocat, Windar Photonics og Hugo Games<sup>158</sup>. Således har SMV'erne bl.a. fravalgt den danske børs pga. manglende villighed fra investorer hvilket, på kort sigt, umiddelbart giver mening idet investorerne ikke vil have opnået noget attraktivt afkast.

Ser man på de selskaber, der har klaret sig bedst og umiddelbart været attraktive investeringer, er årsagen til cross-border noteringen primært den manglende likviditet og omsætning i det danske SMV-segment. Således nævner ledelsen fra både Asetek, Oncology og Saniona den manglende likviditet som baggrunden for deres cross-border noteringer. Den manglende likviditet, i SMV-segmentet, er også generelt beskrevet som en af de væsentligste udfordringer, på det danske børsmarked. Dette skyldes at det har negativ indflydelse på kapitaltilgængeligheden på det danske marked, idet en lav likviditet gør det dyrere for investorerne at ændre deres ejerskab i aktien, bl.a. pga. store spreads. Da likviditet, investorinteresse og muligheden for senere kapitalforhøjelser netop er nogle af de primære motivationer for at foretage en børsnotering, vil manglen på samme givetvis gøre børsen mindre attraktiv for SMV'erne. Disse faktorer er netop den service som virksomheden betaler for, igennem de omkostninger, som er forbundet med børsnoteringen<sup>159</sup>.

Globaliseringen og internettet har generelt gjort det lettere for selskaberne at krydse landegrænser, hvilket også gælder i forbindelse med finansiering. Når SMV'er skal vurdere attraktiviteten ved den danske børs, vil det være økonomisk rationelt at lave en cost benefit analyse i relation til alternative børser eller investorer. Hvis

---

<sup>156</sup> Se Bilag 15

<sup>157</sup> Se Bilag 15

<sup>158</sup> Da der er tale om vækstselskaber, ville det være mere korrekt at vurdere den langsigtede performance. Manglende kurshistorik gør dog, at selskabernes langsigtede performance ikke kan vurderes.

<sup>159</sup> (Axcelfuture og IPO Advisory Group, 2016 s. 32)

den danske børs leverer et "ringere" produkt end alternativerne, til samme eller højere omkostninger, vil det være naturligt for SMV'erne at søge kapital et andet sted og dermed fravælge en dansk børsnotering. Øget international konkurrence efter børs kandidater nævnes netop også af Kromann Reumert (2013), som en af udfordringerne for det danske børs marked.

Bilag 14 viser Axcel Futures analyse af likviditeten på det danske marked i forhold til det svenske. Her fremgår det tydeligt, at det danske børs marked i SMV-segmentet klarer sig dårligt i forhold til det svenske. Således har de svenske selskaber mere end den dobbelte daglige omsætning i deres aktier, end de danske selskaber i tilsvarende størrelse. Herudover er de danske køb-salgs-spreads en del større end de svenske, specielt når man sammenligner de FN-noterede selskaber i de 2 lande.

Den begrænsede likviditet på det danske marked har også betydet, at den seneste børsnotering på den danske FN (MPI i 2013) har valgt at flytte til den svenske FN børs. Dette på trods af, at den danske børs og investorerne har leveret den kapital selskabet har efterspurgt:

*"Vi har vel hentet en DKK 40 mio. siden 2013... ...Vældig godt støttet af eksisterende aktionærer. Vi har været udemærket tilfredse med den danske børs... ...Vi flytter nu til stockholm. Vi har fået et indtryk af, at det danske marked ikke er så effektivt som det svenske. Du kan tage en helt tilfældig dag og se på hvor meget der bliver omsat for per selskab på First North i Danmark i forhold til Sverige, der bliver omsat for meget mere i Sverige"*<sup>160</sup>

Endvidere har enkelte selskaber givet udtryk for, at der hellere søges til de alternative investortyper end at forblive på den danske børs. Således forklarer CEO og medejer af Exiqon, Lars Kongsbak, at han ønsker at blive opkøbt af den strategiske køber Qiagen<sup>161</sup>. Dette skyldes primært, at han er frustreret over den ikke-eksisterende danske børs kultur samt, at det strategiske salg gør det muligt med en global eksekvering<sup>162</sup>. Dette er altså et konkret eksempel på, at alternative transaktionstyper kan blive favoriseret pga. den danske børs' manglende "funktionsdygtighed" samt, som det tidligere er beskrevet, at SK'er kan facilitere det nødvendige set-up til at ekspandere virksomheden.

Figur 17 giver et overblik over 10 primære årsager til at fravælge den nationale børs og foretage en cross-border børsnotering<sup>163</sup> (se Bilag 12 for forklaring af de respektive punkter). Umiddelbart er der god konsensus i

---

<sup>160</sup> Interview med MPI min. 35:00

<sup>161</sup> Qiagen er et Hollandsk Biotechselskab, der er verdensførende leverandør af "Sample to Insight-løsninger"

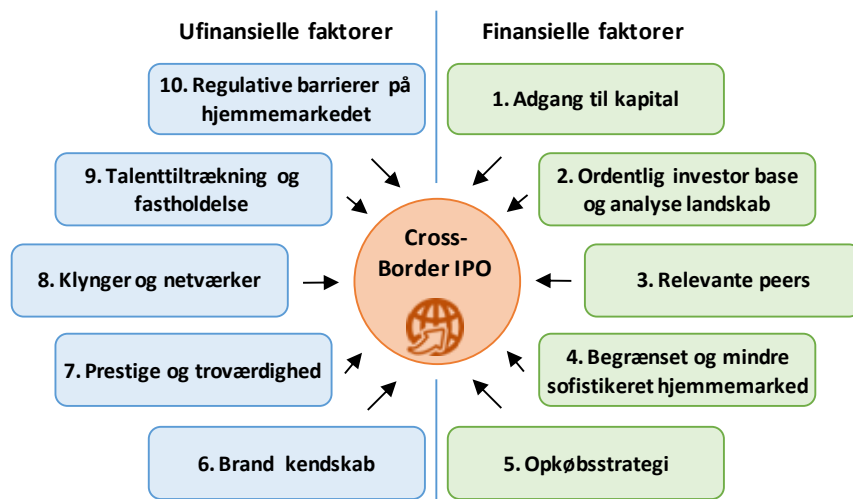
<sup>162</sup> (Ladefoged, 8. April 2016)

<sup>163</sup> (PwC, 2012)

mellem de danske SMV'ers udtalelser, de danske undersøgelser fra kapitel 6.1 og punkterne under finansielle årsager til at foretage en cross-border børsnotering.

At virksomhederne søger til udlandet for at blive børsnoteret kan imidlertid også skyldes andre essentielle forhold, som i langt mindre grad er behandlet i den offentlige debat. I den forbindelse

er det igennem interviewundersøgelsen fundet, at specielt brandkendskab, klyngeforhold og prestige er relevante når danske selskaber overvejer, hvor de skal børsnoteres.



Figur 17. 10 primære årsager til cross-border børsnoteringer. Egen tilvirkning på baggrund af (PwC, 2012) s. 17.

### 11.1 Brancher og klynger giver bedre investeringslandskab

Klynger og netværk kan have betydning for, hvor og om et selskab finder en børsnotering attraktiv. Manglende branchefokus nævnes også af både Børsmæglerforeningen og Kromann Reumert, som en aktuell problemstilling ved den danske børs. MPI har i 2016 valgt at flytte sin notering til den svenske børs. I den forbindelse udtaler MPI's CFO at en af årsagerne til denne overflytning er, at MPI er alene i deres segment i Danmark og at de i Sverige vil indgå i en gruppe af ca. 17 selskaber, der er aktive i samme segment<sup>164</sup>.

Det vurderes umiddelbart, at der hvor "klyngeforholdet" har betydning, er ved investorernes forståelse for selskabets branche, hvilket kan give en bedre værdiansættelse og interesse for selskabets aktier (likviditet). Det er klart, at en børs med mange biotekselskaber, skaber en mere sofistikeret investorskare indenfor netop denne branche, hvilket gør det lettere for selskabet at kommunikere med markedet og opnå en mere "korrekt" prissætning. I et interview med Seed Capital, som bl.a. har været engageret i børsnoteringen af Napatech, forklarer Ulla Brockenhuus-Schack:

*"Napatech har egentlig ikke været en god børsnotering, fordi det er et højteknologisk produkt som markedet egentlig ikke har forstået. Så selvom de har en pæn omsætning, så havde de i lang tid en rigtig dårlig valuation, fordi investorerne simpelthen ikke forstod produktet... Man bliver nødt til at kigge på, hvad det er for en børs*

<sup>164</sup> Interview med MPI min. 38:00

*og analytikere der følger selskaberne, for hvis ikke de forstår produktet er det svært at forklare hvis der er afvigelser fra de planer der er lagt frem”<sup>165</sup>*

I interview med Orphazyme gives der også udtryk for dette forhold, og det nævnes at den store biotechklynge i USA kan gøre en amerikansk børsnotering særlig interessant<sup>166</sup>. Dette bekræftes af udtalelser fra Oncology Venture, der mener, at selskabet, og dets medejer MPI, egentlig hører til i USA<sup>167</sup>. ”Klyngeforholdet” har altså betydning for børsens attraktivitet og særligt for valget af en cross-border børsnotering.

Ser man på SMV-segmentet på den danske børs, er det tydeligt, at den bærer præg af virksomheder inden for den industrielle sektor (se Figur 11 s. 50). Hos flere af de danske kapitalfonde, er der en generel holdning til, at selskabets equity story<sup>168</sup> er en ekstrem vigtig faktor, når det skal vurderes om børsen er en attraktiv exit-strategi. Således mener de fleste af interviewpersonerne, at en virksomhed med et let forståeligt og evt. velkendt produkt vil være mere sandsynligt at sælge ved en dansk børsnotering. I et spørgsmål vedrørende, hvornår børsen fremstår som en attraktiv exit-mulighed svarer Erik Holm fra Maj Invest f.eks.:

*”Virksomhedens karakter er afgørende. Det er ikke alle virksomheder, der er lige nemme at forklare omverdenen. Så de skal have en forretningsmodel og et forretningssystem, som er velegnet til at kommunikere i forbindelse med en børsnotering - det skal være noget folk kan forstå”<sup>169</sup>*

En forklaring på at de danske børsnoterede SMV’er primært er indenfor sektorerne industri og forbrugerservices og goder, kan altså være at selskaberne er mere velegnet til den danske børs, fordi de har en forretning, der er lettere at kommunikere til det danske investormiljø (se Figur 11 s. 50 for branchefordeling af børsnoterede SMV’er).

Umiddelbart tyder det altså på, at branchen har stor betydning for, om en virksomhedsejer overvejer en børsnotering og i særdeleshed på hvilken børs. Hvorvidt den danske børs i højere grad kan facilitere børsnoteringer i industri, service og forbrugsvaresektoren, er imidlertid svært at vurdere. På trods af, at det på nuværende tidspunkt primært er selskaber i dette segment, der er børsnoteret, har der ikke været nogle nylige SMV-børsnoteringer i disse segmenter. Dette kan, som tidligere beskrevet, skyldes at PE fondene netop er meget aktive investorer i disse segmenter og, at SMV’erne netop har valgt at gennemføre stadig flere

---

<sup>165</sup> Interview med Seed Capital min. 21:00

<sup>166</sup> Interview med Orphazyme min. 50:00

<sup>167</sup> Se udtalelser fra Oncology Venture og Napatech i bilag Bilag 15

<sup>168</sup> Med equity story menes der den historie som investorerne køber sig ind i ved, at investere i selskabet og inkludere; selskabets historie, fremtidsudsigter, produktforklaring mm.

<sup>169</sup> Interview med Maj Invest min. 14:00



transaktioner med PE fonde over de seneste år. Dette kan altså være en væsentlig årsag til, at der ikke er set nogle SMV-børsnoteringer på den danske børs inden for disse sektorer.

## 11.2 Attraktiv indirekte markedsføringseffekt ved en børsnotering

En del af børsens value proposition er, at en børsnotering kan forbedre virksomhedens offentlige og kommercielle profil. I blandt de danske SMV'er, blev dette også fundet at være den 4. hyppigste årsag til at lade sig børsnotere på den danske børs (se Figur 5 s. 39). I MPI's prospekt kan følgende læses:

*"Formålet med at optage MPI til handel på First North Danmark er, at få blåstemplet MPI over for internationale samarbejdspartnere, og herigennem skabe øget interesse, hvilket kan hjælpe til at synliggøre selskabets potentiale overfor medier, investorer og andre interessenter"<sup>170</sup>*

I et interview med Niels Laursen, CFO i MPI, forklarer han at børsnoteringen særligt har hjulpet selskabet med at komme ind på det amerikanske marked og, at MPI kan mærke, at selskabet efterfølgende er blevet behandlet anderledes og mere alvorligt<sup>171</sup>. Peter Buhl, CEO, verificerer dette i et interview med Medwatch, hvor han er citeret for følgende:

*"I gamle dage, når man skulle diskutere med partnere, så kom snakken først ind på, hvor MPI ville være næste år, hvordan så regnskaberne ud, var man en sund virksomhed. Når man bliver børsnoteret, så tager man et skridt videre fra den slags diskussioner. Det er en blåstempling, som bestemt virker."<sup>172</sup>*

En dansk børsnotering kan altså give et selskab den prestige og troværdighed, der kan være afgørende når selskabet skal gøre forretninger med sine interessenter. Dette punkt fremgår også af Figur 17 punkt 7.

En af udfordringerne ved at være et relativt nystartet innovativt selskab, kan være at tiltrække den nødvendige arbejdskraft, som er afgørende for



Figur 18. Ud af 17 respondenter, svarede 9 ja til, at det betragtes som et kvalitetsstempel når en virksomhed er børsnoteret. Se interviewbilag, ark "samlet figur 1".



Figur 19. Ud af 10 virksomhedsejere svarede 3, at det var attraktivt at opnå en større offentlig synlighed. Se interviewbilag, ark "Virksomheder".

<sup>170</sup> MPI (2014) s. 11

<sup>171</sup> Interview med MPI, min. 44:40

<sup>172</sup> (Kailay, 13 maj 2014)

at realisere selskabets vækstpotentiale i en tilstrækkelig fart. Jakob Kesje, CEO i Ivisys, forklarer bl.a., at en relativt ny virksomhed, som Ivisys, har lettere ved at skaffe medarbejdere efter deres børsnotering, fordi de føler sig mere sikre på virksomhedens fremtid<sup>173</sup>. Dette er altså et praktisk eksempel på, at en børsnotering, også blandt medarbejderne, signalerer, at selskabet ikke er en døgnflue men en going concern.

Figur 18 og Figur 19 viser dog, at interviewpersonernes holdning er splittet omkring, hvorvidt det er et kvalitetsstempel at være børsnoteret i Danmark. Når kun ca. halvdelen af de adspurgte mener, at børsen er et kvalitetsstempel, kan det skyldes flere forhold og resultatets robusthed kan også udfordres i forbindelse med stikprøvens størrelse. Den danske skepsis overfor kvaliteten af børsnoterede selskaber, er imidlertid nævnt flere steder. På Axcel Future konferencen fremhæves det bl.a., at man i Danmark vurderer, at være mindre stolt over at være børsnoteret end man er i Sverige<sup>174</sup>. Udover episoder som f.eks. O.W. Bunker casen, nævner en lang række af de interviewede således, at udviklingen på FN har haft stor betydning for holdningen til børsen og attraktiviteten af FN generelt (uddybes senere).

### 11.2.1 Større offentlig synlighed kan være mere attraktivt i udlandet

Den generelle holdning blandt de interviewede er umiddelbart, at den offentlige synlighed i forbindelse med en børsnotering er mindre attraktiv. Således nævner kun 3 ud af 10 adspurgte virksomhedsejere, at en større synlighed er attraktiv. En af grundene hertil kan bl.a. være, at en række af selskaberne er nichevirksomheder, der kun har behov for at være synlige i deres specifikke branche og ikke i den generelle offentlighed. Endvidere kan teknologivirksomhederne benytte sig af andre medier til at opnå synlighed. F.eks. forklarer Heini, CEO og stifter af Vivino, at deres app får masser af opmærksomhed og, at en børsnotering som udgangspunkt ikke vurderes at kunne bidrage yderligere til app'ens synlighed. Der skal her gøres opmærksom på, at der er en naturlig bias i undersøgelsen grundet det begrænsede antal deltagere. Man kunne således forestille sig, at selskaber indenfor consumer goods ville have mere gavn af børsens indirekte markedsførings effekt.

Esben Elmøe, stifter og CEO af teknologivirksomheden AllUnite forklarer, at det, der er mest interessant for et selskab som AllUnite, med et internationalt fokus, er at ramme de internationale medier, hvilket man som udgangspunkt ikke gør igennem en børsnotering i Danmark. Endvidere forklarer han, at der kunne være god grund til at børsnotere sig i London i stedet for i Danmark, fordi man rammer et større publikum hvis man bliver omtalt i de engelske medier frem for de danske<sup>175</sup>. Han uddyber ved at forklare, at de engelske og mere

---

<sup>173</sup> Interview med Ivisys, min. 15:20

<sup>174</sup> AxcelFuture conference, oplæg af Glenn Søderholm

<sup>175</sup> AllUnite interview, min. 27:30

specialiserede medier i højere grad smitter af på andre landes medier og markeder, hvorimod de danske nærmest kan betragtes som totalt forankret til det nationale publikum.

Denne holdning er han ikke alene med; i 2014 blev den danske IT virksomhed Trifork afnoteret og selskabets CEO, Jørn Larsen, forklarede i den forbindelse, at Trifork var på vej ud i Europa og ønskede i den forbindelse, at være børsnoteret på en international børs. Endvidere forklarer han, at det er nemmere at foretage opkøb med egne aktier, hvis man er noteret på en international og kendt børs som f.eks. London fremfor den danske<sup>176</sup>. Da opkøb, har stor betydning for beslutningen om at blive børsnoteret, gør det alt andet lige den danske børs mindre attraktiv, hvis den ikke betragtes som en børs, der, i tilstrækkelig grad, kan facilitere dette aspekt.

### 11.2.2 Internationalt ejerskab gør den nationale børsnotering mere irrelevant

Mange af de danske vækstselskaber har en ejerkreds, der inkluderer internationale VC fonde. Den internationale spredning i ejerskabet kan gøre det mindre vigtigt, hvor selskabet bliver noteret. En rådgiver til det danske biotech selskab Unibio, som forventer en børsnotering i London i løbet af 2016, fortæller følgende til børsen:

*"Det er et internationalt projekt. Vi har allerede investorer fra England, USA og Afrika, og derfor giver en notering i England god mening. Det støtter op om selskabets internationale profil"*<sup>177</sup>

Argumentet bruges ligeledes af CEO for Nuevolution, Alex Haarhr Gouliaev, i forbindelse med børsnoteringen i Stockholm:

*"Over 50 pct. af selskabet er allerede ejet af svenske aktionærer, så for os er det ikke et stort spring. Det er meget naturligt i et eller andet omfang, at vi placerer os i Stockholm"*<sup>178</sup>

Og i forbindelse med en dialog vedrørende, hvorfor Napatech blev børsnoteret i Norge:

*"Det var sådan set fordi de havde norske investorer med inde bl.a. Northzone"*<sup>179</sup>

Umiddelbart lader det altså til at en række af de egenskaber, der er med til at gøre en børsnotering attraktiv, vurderes at være mere attraktive i udlandet end på den danske børs. På den baggrund må det formodes, at selskaber med et stort internationalt potentiale, kan få mere ud af børsens indirekte markedsføringseffekt ved at lade sig børsnotere på andre mere internationale børser end den danske. Endvidere kan udenlandske

---

<sup>176</sup> (Ritzau-Finans, 9. Januar 2014)

<sup>177</sup> (Nicolai Østergaard, 12. MAJ 2015)

<sup>178</sup> (LYNGE, 23.11.15)

<sup>179</sup> Interview med Seed Capital, min. 20:50

børsers branchefokus også få stor betydning for, om den danske børs bliver fravalgt. Herudover kan en international spredning i SMV'ernes ejerkreds, pga. VC investorernes investeringer i tidligere livsfaser, medføre at virksomheden får et mindre tilhørsforhold til Danmark og dermed den danske børs.

Som nævnt, er den 4. hyppigste årsag til at SMV'er har ladet sig børsnotere i Danmark, et ønske om at få en forbedret kommerciel profil. Denne meningsmåling er dog primært baseret på SMV'er, der blev børsnoteret i 2006 og '07. Efter finanskrisen er der givet udtryk for, at udviklingen på FN har haft en del af skylden for en siden fremherskende skepsis overfor det danske børs miljø, både blandt SMV'erne og kapitalfondene. Dette uddybes i nedenstående.

### 11.3 Uheldig udvikling på den danske vækstbørs har skadet børsens renommé

Figur 4 på s. 38 viser, at der som udgangspunkt var en stor interesse for FN i forbindelse med lanceringen. Således blev der noteret 21 ikke finansielle selskaber fra 2005-2008, hvor der på MM i samme periode blev noteret 16 selskaber. Selvom FN oplevede stor interesse i forbindelse med introduktionen og i samme periode fik rejst kapital til en samlet værdi på knap DKK 600 mio. til de danske SMV'er (se Bilag 18), blev FN desværre ikke den succeshistorie man kunne have håbet. I årene efter 2008 er 14 SMV'er således blevet slettet fra FN som følge af konkurs, aktivt valg eller ekskludering. Figur 20 viser udviklingen i til- og afgang på FN og Tabel 2 giver et overblik over baggrunden for de slettede selskaber på både FN og MM.

Udviklingen i slettede selskaber kan delvist henføres til en række konkurser i løbet af finanskrisen, hvilket gjaldt en bred skare af selskaber, og var derfor ikke specifikt for FN. Procentuelt har antallet af SMV'ers konkurser stort set været ens på FN og MM. Således er ca. 36% af de slettede selskaber på begge børs, i perioden 2005-2015, sket pga. konkurs (på MM oplevede man endvidere en lang række konkurser i den finansielle sektor, som ikke er inkluderet). FN selskaberne blev imidlertid hårdere ramt af krisen end mange andre. 23 af de FN-noterede selskaber rapporterede om underskud i deres 2008, 2008/09 rapporter<sup>180</sup> og ultimo 2009 havde IT selskaberne tabt 90% af kursen relativt til den initiale udbudskurs<sup>181</sup>. Til sammenligning faldt det danske Small, Mid og C20 cap. hhv. 59%, 61% og 25% fra primo 2007 til ultimo 2009<sup>182</sup>. Det er således også tydeligt, at de børsnoterede SMV'er blev ramt relativt hårdt, på kursen, i forhold til de større selskaber. Selvom IT selskaberne og de mindre selskaber på MM som udgangspunkt må formodes at være mere risikofyldte og dermed også må

---

<sup>180</sup> (Hougaard, 2010 s. 103-104)

<sup>181</sup> (Hougaard, 2010 s. 104)

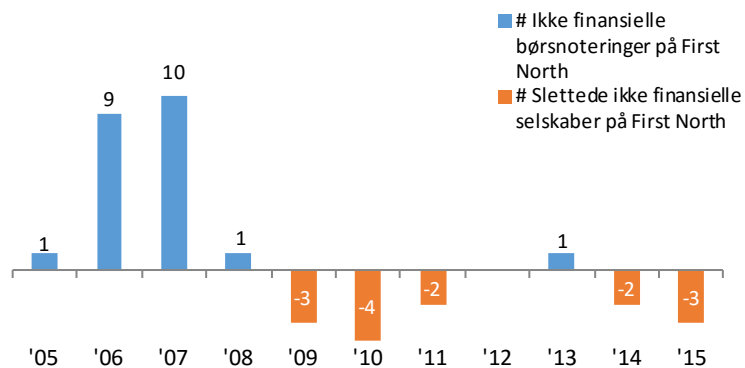
<sup>182</sup> Bloomberg, se data i Excel datafil 1, ark 7 – Perioden vurderes nogenlunde at afspejle toppen og bunden på finanskrisen i relation til kapitalmarkedet.

forventes at være mere konjunkturfølsomme (relativt høj-beta selskaber) er det danske marked ramt særligt hårdt. Således faldt det svenske Small, Mid og "Main" cap. kun hhv. 27%, 14% og 16% i samme periode<sup>183</sup>.

Udover den generelle udvikling i økonomien, har der endvidere været nogle uheldige episoder, i forbindelse med en række børsnoteringer af SMV'er på især FN. Særligt kan den første notering på FN nævnes, Deadline Games, der blot 8 dage efter noteringen mistede en

vigtig samarbejdspartner i USA, hvorefter kursen styrteddykkede og selskabet gik konkurs i 2009. Den tidligere storinvestor i Deadline Games, havde imidlertid reduceret sin position i selskabet fra 39% til 9%. Samme investor var herudover involveret i en række andre noteringer på FN og MM og blev i den forbindelse generelt kritiseret for mangelfuld information til aktiemarkedet<sup>184</sup>. Herudover kan nævnes den finansielle virksomhed, Abaris ejendomme, der blev noteret på FN i maj 2007 og allerede få måneder efter havde 16-doblet aktiernes værdi. Selskabet gik konkurs i januar 2008 efter at have svindlet pantebreve og oppumpet værdierne af selskabets ejendomme<sup>185</sup>.

FN's historik kan have stor betydning, når SMV'er skal overveje deres muligheder for finansiering. Når selskaber i stigende grad flygter fra platformen og en række af de involverede personer bliver betragtet som kontroversielle<sup>186</sup>, kan det skræmme nye børsnoteringskandidater og resultere i, at de danske børser bliver



Figur 20. Antal noteringer og afnoteringer på FN Danmark. Egen tilvirkning på baggrund af data fra Nasdaq Danmark. Se data i Excel datafil 1, ark 18.

| Begrundelse for afnotering af ikke finansielle selskaber i perioden 2005 - 2015 |           |           |           |           |            |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Antal # (% af Total)                                                            | Konkurs   | Anmodning | Regelbrud | M&A       | Total      |
| MM                                                                              | 11# (37%) | 3# (10%)  | 1# (3%)   | 15# (50%) | 30# (100%) |
| FN                                                                              | 5# (36%)  | 7# (50%)  | 1# (7%)   | 1# (7%)   | 14# (100%) |
| I alt                                                                           | 16# (36%) | 10# (23%) | 2# (5%)   | 16# (36%) | 44# (100%) |

Tabel 2. Antal slettede ikke finansielle SMV'er på MM og FN i perioden 2005-2015. Større selskaber er så vidt muligt ekskluderet i opgørelsen, men da markedsværdien har været svingende er kun de allerstørste selskaber som f.eks. Thrane & Thrane og OW Bunker ekskluderet. En række af anmodningerne om afnotering fra MM er vurderet at være i relation til et opkøb. Egen tilvirkning på baggrund af data fra Nasdaq Danmark. Se data i Excel datafil 1, ark 17.

<sup>183</sup> Bloomberg, se data i Excel datafil 1, ark 7

<sup>184</sup> (Erhardtson, 2009)

<sup>185</sup> (Aagaard, et al., 23. Oktober 2014)

<sup>186</sup> (Andersen, 3. Februar 2006)

fravalgt. Direktør Henrik Johnsen, fra det danske FN noterede selskab Mermaid, har givet udtryk for denne bekymring og mener at FN er blevet stemplet som en uprofessionel børs<sup>187</sup>.

Der hvor antallet af slettede selskaber på FN skiller sig særligt ud fra MM, udover opkøb, er på antallet af SMV'er, der aktivt har søgt om at blive afnoteret. Det er derfor interessant at undersøge, hvorfor de FN-noterede selskaber ikke har ønsket at forblive noteret.

Bilag 20 viser udtalelser fra 4 af de 7 bestyrelser, der har valgt at foretage en afnotering<sup>188</sup>. Af udtalelserne fremgår det, at selskaberne ikke mener, at fordelene ved den fortsatte børsnotering står mål med de arbejdsmæssige og økonomiske konsekvenser heraf. Udtalelserne er interessante da de giver udtryk for, at de parametre, som skulle gøre børsen (i dette tilfælde FN) attraktiv, ikke er opfyldt, hvorfor en fortsat notering ikke giver mening for det enkelte selskab. To af selskaberne nævner f.eks., at børsnoteringen er en ulempe i et marked præget af konsolidering og opkøb, hvilket kan virke paradoksalt, da en børsnotering netop gerne skal kunne facilitere en fremtidig opkøbsstrategi.

Den danske FN børs har altså ikke haft en nem opvækst, hvilket har haft betydning for SMV'ernes holdning til den danske børs.

### 11.3.1 FN's historik afholder SMV'er fra børsnotering

I forbindelse med interviewundersøgelsen uddyber hele 7 ud af de 19 respondenter, at historikken bag den danske FN har en afskrækkende effekt og dermed også stor betydning for den fremherskende afholdenhed overfor at blive børsnoteret på FN. Figur 21 opsummerer udtalelserne som primært er afstedkommet når respondenterne er spurgt om deres holdning til, hvad den lave aktivitet blandt danske børsnoteringer i SMV-segmentet skyldes. Det har været overraskende at så mange respondenter, uden at blive spurgt ind til FN, har valgt at understrege FN's betydning for den danske noteringstørke i SMV-segmentet.

Mange af respondenterne, særligt VC fondene, forklarer at de selskaber, der blev børsnoteret på FN ikke var egnede børs kandidater og, at selskaberne, forud for børsnoteringen, havde været på forgæves turné i VC sektoren. Hvis dette er tilfældet, bekræfter det altså også delvist den tendens, der omtales i kapitel 10 vedrørende favoriseringen af kapitalfonde blandt SMV'erne.

---

<sup>187</sup> (RITZAU-FINANS, 01 Juli 2013)

<sup>188</sup> Når der kun er taget udgangspunkt i de 4 og ikke alle 7, skyldes det primært begrænset information. Netbooser valgte at blive overflyttet til den franske børs, KIF havde svært ved, at overholde FN's krav til notering og det har ikke været muligt at finde information på Aqualife's beslutning.

Ud over kommentarerne i Figur 21 er der også i litteraturen beskrevet en generel hovedrysten i VC miljøet, overfor de FN-noterede selskaber i forbindelse med markedspladsens top i 2007<sup>189</sup>. Tager man et nærmere blik på disse selskaber, er der også relativt mange, der reelt set ikke har "proof-of-business-concept" (herefter POC) og dermed heller ikke kan fremvise et egentligt regnskab (se Bilag 18 - Oversigt over noterede selskaber på First North). Hvorvidt sådanne virksomheder er velegnede til en børsnotering, kan være svært at vurdere. FN har netop til formål at tilbyde risikovillig kapital til mindre selskaber og entreprenører. I interviewundersøgelsen, har der været en generel holdning til, at børsnoterede selskaber som minimum skal have POC og derudover skal have en acceptabel størrelse. Således forklarer en af VC respondenterne følgende omkring, hvornår et selskab kan børsnoteres:

*"Det skal være en historie, der er nem at fortælle...  
...en virksomhed med cash flow og kunder vil være bedre at børsnotere. Investorerne har nemmere ved*

*at forholde sig til et rigtigt produkt med rigtige kunder. Herudover har størrelsen direkte korrelation med hvor nemt det er at børsnotere"*<sup>190</sup>

Udtalelsen er ikke overraskende, da "ordentlige" og veletablerede selskaber selvfølgelig, alt andet lige, er lettere at børsnotere. Spørgsmålet er dog om sådanne selskaber ikke i højere grad vil vælge at blive optaget på MM.

Umiddelbart er der konsensus omkring, at den danske FN ikke vurderes som attraktiv, hvilket er overraskende, da denne børs netop, under reducerede reguleringer, giver virksomheden mulighed for at skaffe vækstkapital i

### Interviewpersonernes udtalelser vedrørende First North



---

**Selskaber**

*"Jeg tror egentlig at udviklingen på First North var som forventet. Havde ikke regnet med at det var de bedste virksomheder der ville komme på, da de kan hente penge i andre kanaler. Det er dem der ikke kan få penge andre steder, hvor det er interessant at benytte nye kanaler som First North"*

*"First North kan bare lukke, noteringer skal være på den almindelige small cap. Liste"*

*"det kan også skyldes noget med First North og hvordan dens handel har været. Du er jo på en eller anden måde en del af en pulje af selskaber, hvor du er lidt afhængig af de ander"*

**PE fonde**

*"First North nævnes som noget der har ødelagt børsens renomme"*

*"First North er noget af et skrammebillede for os alle, og de virksomheder der blev noteret her var bestemt ikke bedre end nogle andre"*

**VC fonde**

*"Jeg tror det er svært at børsnotere noget i Danmark, man har lavet et gigantisk selvmål med First North" "Man betragtede engang en børsnotering som et kvalitetsstempel, det var før First North"*

*"Den danske First North introduktion kom på et uheldigt tidspunkt og kom dårligt fra start"*

*"Dem der kom på First North sagde vi nej til og skulle aldrig have fået funding. Men så kom de på First North og snød investorer der ikke havde samme indsigt som os"*

Figur 21. Udtalelser fra undersøgelsens respondenter vedrørende FN Danmark. Intervieweren har ikke spurgt ind til FN og udtalelserne er primært et resultat af spørgsmålet: "Hvad tror du at den lave aktivitet af danske børsnoteringer skyldes? (Se interviewbilag "figur 2" for de konkrete udtalelser)

<sup>189</sup> (Hougaard, 2010 s. 102)

<sup>190</sup> Interview 18, min. 18:00

de tidlige livsfaser. Holdningen er dog markant, f.eks. er citat 2, i Figur 21, fra en IT virksomhed i et tidligt vækststadium, hvorfor denne burde være i FN's "sweet spot".

Der er en hårfin balance på graden af regulering på en alternativ markedsplads som FN. Regulativerne skal være tilpas lempelige til, at det er gunstigt og en reel mulighed for de mindre selskaber at blive børsnoteret. Samtidig skal der være den nødvendige investorbeskyttelse til, at investorerne ønsker at stille kapital til rådighed. I modsætning til en transaktion med VC og PE, hvor investorerne inden for selskabslovgivningens rammer kan aftale sig frem til beskyttelse, har både MM og FN børsernes investorer i realiteten udelukkende det givne regelsæt at holde sig til. Regelsættets udformning er derfor afgørende for særligt FN's funktionsdygtighed<sup>191</sup>. Efter den nærmest katastrofale start på den alternative markedsplads iværksatte Nasdaq d. 1. juni 2007 et revideret regelsæt for FN. De mest radikale ændringer i regelsættet fremgår af Bilag 19 og har bl.a. til formål at forbedre kvaliteten af markedspladsens noterede selskaber og øge tiltroen blandt investorerne. Når et renommé først har lidt skade kan det imidlertid være svært at genskabe tiltroen.

Udviklingen på FN, samt dårlig likviditet og en generel afholdenhed fra at blive børsnoteret lader altså til, at gøre det vanskeligt at betragte en dansk børsnotering som attraktiv, og fravalget af den danske børsnotering forstærkes yderligere af, at SMV'erne ligeledes kan vælge at blive børsnoteret i andre lande. I interviewene nævnes det flere gange, at "perception becomes reality" forstået på den måde, at hvis der ikke sker noget på det danske børsmarked mht. nynoteringer, så overvejer man det heller ikke når man ellers står i en situation, hvor det kunne være aktuelt f.eks. forklarer en af virksomhederne følgende:

*"Antallet af nyintroduktioner er ikke noget vi har set et hav af på det sidste, så det har jo også fjernet sig fuldstændigt mentalt fra mulighedsrummet, man overvejer det jo ikke, man skal se det gennemført før man tror på det"*<sup>192</sup>

Således kan der være tale om, at det danske børsmarked har ramt en ond spiral, der resulterer i, at SMV'erne fravælger en dansk børsnotering i frygt for at noget vil gå galt.

## 12 Privat vs. offentligt ejerskab

Afsnit 2 undersøgte SMV'ernes historiske transaktionsvalg. Her var der en tydelig tendens til, at de private transaktioner er favoriseret frem for den offentlige transaktion igennem en børsnotering. Når en virksomhed gennemfører en privat eller offentlig transaktion, er der adskillige faktorer, der influerer beslutningen. I

---

<sup>191</sup> (Bendtsen)

<sup>192</sup> Interview 11, min. 26:00



interviewundersøgelsen nævner de 9 SMV'er, der har foretaget en privat transaktion, en række årsager til fravalget af en børsnotering. Disse er illustreret i nedenstående figur:



### Hyppigste årsager til at børsen fravælges



Figur 22. Egen tilvirkning på baggrund af 9 interviews med privatejede virksomheder. Se interviewbilag, ark "Samlet figur 2"

Da kapitalfondene har omfattende erfaring med at sælge virksomheder på tværs af alle transaktionstyper (har dog foretaget et begrænset antal børsnoteringer), er de også spurgt ind til attraktiviteten ved en børsnotering. Kapitalfondene nævner følgende grunde til at børsen fravælges, når de sælger en virksomhed:



### Ulemper ved en børsnotering



Figur 23. Egen tilvirkning på baggrund af 8 interviews med kapitalfonde. Se interviewbilag, ark "Samlet figur 2"

Interviewpersonernes holdninger og erfaringer indikerer tydeligt, at der er flere forhold omkring en børsnotering, der kan medføre, at den ikke fremstår attraktiv i forhold til de alternative private transaktioner. Særligt forskellene i transaktionsprocessen, fremadrettet governance, værdiansættelse og omkostninger nævnes som potentielle forhold, der reducerer attraktiviteten ved en børsnotering. Kapitalfondene har selvfølgelig primært fokus på de forhold, der besværliggør ejerskiftet og har betydning for værdiansættelsen, hvorimod de privatejede virksomheder primært har fokus på de strukturelle forskelle på privat og offentligt ejerskab og konsekvenserne af en børsnotering generelt. Det følgende omhandler disse holdninger og bidrager til en diskussion af attraktiviteten ved en børsnotering og det offentlige ejerskab ift. det private ejerskab ved en transaktion med en SK eller en kapitalfond. Først behandles holdningen til selve børsnoteringsprocessen og governance på tværs af transaktionstyperne. Herefter vil det efterfølgende kapitel fokusere på omkostninger og prissætning ved de forskellige transaktioner, som generelt vurderes at have størst betydning for valg af transaktion.

## 12.1 Stor forskel på transaktionsprocessen og efterfølgende governance krav

Når en virksomhed beslutter sig for at forfølge en børsnotering på det danske marked, er det en større proces, der ligger foran ledelsen, medarbejderne og ejerkredsen. De omfattende organisationsforberedelser og selve børsnoteringen kan medføre, at en børsnotering fremstår ressourcekrævende og dermed omkostningstung, hvilket der gives udtryk for i Figur 22.

Som tidligere nævnt, er et af de attraktive forhold ved en børsnotering bl.a., at virksomheden som udgangspunkt har lettere adgang til at rejse ny kapital og få nye investorer, idet ejerskabet dagligt handles på kapitalmarkedet. Således er selskabet ikke i samme grad afhængig af enkelte private investorer og deres investeringslyst, men i højere grad kapitalmarkedet som helhed, f.eks. udtaler Jakob Kesje fra Ivisys:

*"Jeg er lykkelig over at have valgt Børsen, for nu behøver jeg ikke tænke over hvad jeg skal gøre næste gang jeg mangler funding, nu går jeg bare ud til aktionærerne"<sup>193</sup>*

En børsnoteringsproces kan dog også fremstå ressourcekrævende. En virksomhed kan ikke komme udenom, at det generelt er ressourcekrævende at gennemføre en transaktion. Der stilles således betydelige krav ved gennemførelse af alle transaktionstyper og alle er ressourcekrævende. Jf. svarene fra interviewpersonerne i Figur 22, vurderes en børsnoteringstransaktion dog ekstra krævende. Således er den hyppigst argumenterede årsag til, at den danske børs fravælges, at processen er for besværlig.

---

<sup>193</sup> Interview med Ivisys, min. 6:00

Lidt forenklet kan en børsnoteringsproces inddeles i 3 faser 1) At klargøre virksomheden til at kunne blive børsnoteret, 2) At gennemføre selve børsnoteringen og 3) At servicere børsen og aktionærene efter gennemført børsnotering<sup>194</sup>. Det danske advokathus LETT beskriver børsnoteringsprocessen, og kravene hertil, på følgende måde: (Se Bilag 25 for yderligere gennemgang af børsnoteringsprocessen ud fra LETTs erfaringer).



Figur 24. Egen tilvirkning på baggrund af LETT (2014)

Det skal understreges, at ovenstående udgør en opsummering af, hvad det kræver at blive og være børsnoteret på Nasdaq MM. FN er selvsagt ikke reguleret i samme omfang, hvorfor kravene er mindre (se Bilag 4 for de største forskelle i kravene til notering på MM vs. FN). FN tilbyder således lempelige regler både i forbindelse med børsnoteringen og det efterfølgende liv på børsen, hvilket gør processen mindre omfattende.

Figur 24 kan give et indtryk af, at en børsnotering hurtigt kan fremstå ressourcekrævende. Særligt for mindre virksomheder med knapt så udviklede og professionelle organisationer, kan flere af kravene være nye og ressourcekrævende, at skulle forholde sig til. Dette har også givet sig udtryk i interviewundersøgelsen, hvor 7 ud af 9 interviewpersoner i privatejede virksomheder nævner, at en børsnotering er fravalgt fordi processen fremstår for besværlig og omkostningstung og fordi de mener, at deres virksomhed er for lille til at de praktisk kan blive børsnoteret, samt omkostningerne ved det, er for store for deres størrelse. Således udtaler en af interviewpersonerne følgende omkring, hvorvidt de havde overvejet en børsnotering:

*"Det kan jeg ikke sige at vi har. Det skyldes den kompleksitet, der er i det. Og ikke kun når man gør det men også bagefter, omkring rapportering og hvad man må sige og ikke sige osv. Det er vi ikke store nok til, at det giver mening"<sup>195</sup>.*

<sup>194</sup> (LETT, 2014)

<sup>195</sup> Interview 8, min. 17.30

3 af de interviewede kapitalfonde, hvoraf 2 har praktisk erfaring med at foretage en børsnotering, nævner også at arbejdet omkring en børsnotering er mere krævende end ved alle andre transaktionstyper. En interviewperson udtaler følgende omkring børsnoteringsprocessen:

*”Arbejdet i forbindelse med en børsnotering er meget omfangsrigt. I forhold til en almindelig M&A proces går man igennem alt det samme, men så er der bare så meget mere med at bygge prospekt, road-shows, Investor-Relations og virksomheden skal også have bygget nogle funktioner op, som den ikke havde før”<sup>196</sup>*

De omtalte funktioner omhandler, at virksomheden skal være i stand til at rapportere og forecaste tydeligt og præcist, hvilket stiller nogle krav til virksomhedens interne processer, blandt andet økonomistyringen. Dette er også forhold, som LETT (2014) påpeger som essentielle, at have opfyldt, før en virksomhed er borsegnet.

Når en børsnoteringsproces vurderes at være mere krævende end en privat transaktion, vil det også medføre, at der vil være et yderligere ressourcetræk på virksomhedens ledelse, bl.a. i forbindelse med f.eks. road shows, hvilket kan forestilles at være særligt problematisk for SMV’er, som ofte har en lille ledelse, der er dybt beskæftiget i den daglige drift af virksomheden. Således forklarer en af virksomhederne med tidligere erfaring fra en børsnotering:

*”En børsnotering kan foretages relativ simpelt og billigt... ...Det dyre og mest tidskrævende er at køre hele salgsprocessen f.eks. i forbindelse med road shows”<sup>197</sup>*

Større virksomheder kan forestilles, at have en større og mere professionel organisation, som muligvis kan have nemmere ved, at håndtere en børsnoteringsproces, uden at forsømme virksomhedens daglige drift. Der kan således være nogle skalafordele ved børsnoteringsprocessen. Når kapitalfondene spørges ind til, hvilke forhold der er mest essentielle for at en børsnotering er aktuel, svarer alle 8 således også at virksomheden skal have en hvis størrelse og 5 beskriver endvidere, at virksomheden skal have governance og rapportering på plads for, at en børsnotering er aktuel (se Figur 26 s. 87 for komplet oversigt)<sup>198</sup>.

### 12.1.1 Governance er omfattende ved en børsnotering

Som forklaret under børsens value proposition, adskiller en børsnotering sig radikalt, fra de resterende transaktionstyper, ved at den eksisterende ejer i højere grad kan opretholde kontrollen med selskabet, såfremt dette ønskes. Samtidig giver en børsnotering en mere fleksibel exit, både for en kapitalfond og for

---

<sup>196</sup> Interview 13, min. 6:00

<sup>197</sup> Interview 7, min 27:00

<sup>198</sup> Se interviewbilag, ark ”Fonde”

entreprenøren, hvor man kan deltage i en yderligere up-side i virksomheden igennem et minoritets eller fortsat majoritetsejerskab.

Når et selskab bliver børsnoteret går det imidlertid fra privat til offentligt ejerskab og i den forbindelse følger en række krav til selskabets governance, som adskiller sig markant fra det private ejerskab. I den forbindelse vil virksomheden blive udsat for noget kontrol fra de offentlige investorer herunder rapporteringskrav og et juridisk regelsæt, der skal overholdes.

Det kan være vanskeligt at afgøre om selve rapporteringskravene er mere eller mindre omfattende på tværs af privat og offentligt ejerskab. Hvis SMV'er får en SK eller kapitalfond som medejer, kan rapporteringskravene være omfattende og inkluderer bl.a. typisk kvartals, måneds og evt. ugerapporter, samt generel løbende opfølgning og sparring med de nye medejere. Helt afgørende er dog, at rapporteringen fra en børsnoteret virksomhed er omfattet af nogle lovkrav, som primært fremgår af værdipapirhandelsloven med tilhørende bekendtgørelser<sup>199</sup>, og som opretholdes af finanstilsynet og ikke kan fraviges. Reglerne har til formål at sikre en ordentlig og redelig markedsplads. Således skal en børsnoteret virksomhed indstille sig på en ny hverdag, hvor markedet altid skal informeres som den første. Samtidig vil virksomheden blive underlagt en række indberetning -og oplysningsforpligtelser, som nævnt i ovenstående Figur 24 under "livet på børsen".

Ved privat ejerskab kan virksomheden altså også blive udsat for omfattende governanceforhold. Forholdene er dog ikke omfattet af lovkrav, og virksomheden og ledelsen er ikke strafbare, hvis forholdene ikke overholdes. Dette giver noget fleksibilitet i virksomhedens governancestruktur, som kan give nogle fordele ved privat ejerskab. Dette har vist sig, at have stor betydning for SMV'ernes overvejelser i forbindelse med fremskaffelse af finansiering igennem en børsnotering.

### 12.1.2 Ikke værdi i den krævede rapportering til børsen

Den øgede rapportering i forbindelse med eksterne investorer, kan formodes at gøre virksomheden mere professionel og på den måde være værdiskabende for SMV'erne. Generelt foretrækker de interviewede virksomheder dog at undgå rapportering til eksterne investorer. 6 ud af 9 svarer således, at de syntes det er en ulempe at skulle rapportere til andre ejere, der er uden for virksomhedens drift<sup>200</sup>. Her nævnes blandt andet, at det kun er besvær og et forstyrrende element. En interviewperson udtaler følgende omkring rapportering til eksterne investorer:

---

<sup>199</sup> (LETT, 2014 s. 105)

<sup>200</sup> Interviewbilag, ark "virksomheder"

*"Jeg syntes det er en ulempe, fordi alle hele tiden kan se hvad du laver, og der er meget pres omkring, at nå forventningerne hele tiden. Lige nu vil jeg mene, at vi vil kunne udvikle os hurtigere uden ekstern rapportering"*<sup>201</sup>

De resterende 3 har haft gode oplevelser med at rapportere til eksterne investorer, og ser det som en fordel. Alle 3 har gennemført en transaktion med kapitalfonde, hhv. 1 til PE og 2 til VC. Her er holdningen typisk, at fondene bidrager med konstruktive kommentarer og observationer omkring virksomhedens drift, som bidrager til at få bedre styr på forretningen. En interviewperson, der har gennemført en transaktion med en VC fond, udtaler følgende omkring ekstern rapportering:

*"Hos os har det faktisk været en fordel, da det har været med til at strukturere nogle ting, som har været med til at styrke vores processer og givet os et bedre indblik i virksomheden"*<sup>202</sup>

Ligeledes udtaler en anden følgende:

*"Jeg synes det er inspirerende, at HG (PE fonden) er interesseret i hvad der sker. Den månedlige rapportering er med til at man kontinuerligt er tvunget til at tænke over sin strategi og performance"*<sup>203</sup>

Alle 3 nævner dog også, at de ser rapporteringskravene ved børsen som værende for omfattende og, at der ikke er værdi i den ekstra rapportering, der skal gives til børsen ift. fondene, i den forbindelse udtaler en interviewperson:

*"Værdiskabelsen i at lave informationsmateriale og den yderligere rapportering ift. en fond vil nok være så kraftigt aftagende, at den fordel rapportering til fonden faktisk har givet os, nok ikke kan retfærdiggøres ved en børsnotering"*<sup>204</sup>

Således er der altså 3 interviewpersoner, der ser fordele i at rapportere til fonde. Samtidig er der ingen, der finder det fordelagtigt at skulle rapportere til børsen og det offentlige ejerskab. Det ses i stedet som et forstyrrende element og uden den store værdi.

I et interview med Stefan Rosenlund fra teknologivirksomheden Zitcom forklarer han, at virksomheden stod i en situation, hvor han gerne ville fortsætte med at være en del af virksomhedens ejerkreds og ledelse, men de 2 resterende ejere gerne ville sælge deres andel. Han forklarer yderligere, at hans ønske om at forblive aktiv i

---

<sup>201</sup> Interview 8 min. 22:30

<sup>202</sup> Interview 11, min. 29:00

<sup>203</sup> Interview med Zitcom, min. 22:30

<sup>204</sup> Interview 11, min. 31:00

virksomheden kunne opfyldes af hhv. en børsnotering eller en kapitalfond<sup>205</sup>. I den forbindelse blev kapitalfonden favoriseret bl.a. pga. omfattende compliancereglere ved at være børsnoteret.

De omfattende compliance-forhold påpeges også af Nasdaq Danmark (2014) og Kromann Reumert (2013). Her understreges det, at den omfattende rapportering er for omkostningstung at servicere<sup>206</sup>. Kromann Reumert (2013) finder, i deres undersøgelse, at de øgede oplysningsforpligtigelser og regnskabsrapportering udgør 2 af de 3 største ulemper ved en børsnotering. Endvidere beskriver rapporten, at deres undersøgelsesdeltagere vurderer, at lavere compliance-krav i virksomhedens første år på børsen er et af de forhold, der ville have størst stimulus på antallet af danske børsnoteringer<sup>207</sup>. Kromann Reumert (2013) beskriver også at kravene til compliance kan have resulteret i den stigende tendens til private salg, som også observeres i afsnit 2. Således nævner 19% af deres respondenter, at børsnoteringen bliver fravalgt pga., at selve processen er for besværlig og dyr. Der er således god konsensus mellem interviewpersonernes udtalelser og Kromann Reumerts undersøgelse fra 2013.

Endvidere har compliance-kravene også betydet at enkelte selskaber har valgt at forlade børsen. Således forklarer Jens Erik Thorndal, CEO hos Athena følgende i relation til deres afnotering fra FN i 2015:

*"Vi har ingen glæde af at være noteret på børsen. Den eneste glæde er, at vi fire gange om året skal fortælle alle vores konkurrenter, hvordan det går i virksomheden. Det er der ingen af vores konkurrenter, som fortæller os"*<sup>208</sup>

Rapporteringen i sig selv er derfor ikke nødvendigvis det største problem for SMV'erne men i lige så høj grad, at den øgede mængde af offentlig information bliver tilgængelig for konkurrenterne.

### 12.1.3 Kompliceret regelsæt omkring en børsnotering afskrækker SMV'er

Selvom SMV'er med en privat investor i ejerkredsen også udsættes for kontrol og betydelige krav til rapportering, er der ikke en reguleret strafferamme, hvis ledelsen ikke overholder de fremsatte krav. Hvis man som børsnoteret virksomhed ikke overholder sin rapportering og oplysningspligt, indberetter forhold forkert eller undlader det, kan det imidlertid have store konsekvenser for virksomheden og de ansvarlige. F.eks. har

---

<sup>205</sup> Interview med Zitcom, min. 15:00

<sup>206</sup> (NASDAQ DK, 2014 s. 12)

<sup>207</sup> (Kromann-Reumert, 2013 s. 11)

<sup>208</sup> (RITZAU-FINANS, 01 Juli 2013)

højesteret skabt retspraksis omkring, at kursmanipulation straffes med ubetinget fængsel – som hovedregel halvandet år<sup>209</sup>.

Nasdaq OMX og finanstilsynet har som opgave, at overvåge handlerne på den offentlige handelsplads. Findes der usædvanlige forhold, bliver det undersøgt og evt. indberettet til bagmandspolitiet, der foretager den politimæssige efterforskning og starter et eventuelt søgsmål. Således er der, i dansk erhvervsliv, flere eksempler på søgsmål fra bagmandspolitiet grundet overtrædelser af børsens regelsæt.

Et konkret eksempel på sådanne retssager er EBH-sagen. Her blev 8 bankfolk tiltalt for kursmanipulation, mandatsvig og bedrageri. Sigtelsen blev fremsat i 2010 og er baseret på bankens køb af egne aktier i 2008, som anklager mente havde til formål at holde aktiens pris kunstigt oppe<sup>210</sup>. Sagen har stået på indtil april 2016, hvor alle blev frifundet<sup>211</sup> (se Bilag 29 for flere eksempler på sagsanlæg fra bagmandspolitiet).

Interviewpersonerne udviser en generel bekymring omkring forhold som dette. Således er det den 3. hyppigst omtalte årsag til, at børsen fravælges og nævnes af 5 interviewpersoner (se Figur 22 s. 72). To interviewpersoner forklarer følgende:

*”Oplysningspligten er omfattende. Der er strenge, strenge krav. Der bliver man ikke straffet på samme måde med en privat ejer, hvis man ikke opfylder rapporteringskrav”<sup>212</sup>*

*”Jeg er en smule forskrækket over, at man kan blive straffet ret hårdt hvis man handler aktierne forkert eller gør noget andet, der bryder regelsættet. Børsen har et kompliceret regelsæt og man bliver straffet hårdt hvis man overtræder det”<sup>213</sup>*

Flere interviewpersoner giver udtryk for, at regelsættet er kompliceret og de frygter, at man kan komme til at lave en mindre uforsætlig overtrædelse og blive udsat for søgsmål. I den forbindelse er det ikke kun bekymringen ved, at man kan blive straffet hårdt hvis man gør noget ulovligt. Det er ligeledes at man risikerer, at blive anklaget for et forhold, man ikke er skyldig i, og skulle gennemgå en årelang retssag, hvilket ovenstående bank-case er et eksempel på.

3 ud af 8 af kapitalfondene omtaler ligeledes dette forhold som en af ulemperne ved en børsnotering. Her omtales bl.a., at virksomhedens drift kan blive besværliggjort, bl.a. grundet forward-looking-statements. Det

---

<sup>209</sup> (Brauer, 6. oktober 2005)

<sup>210</sup> (Ritzau, 2. September 2015 )

<sup>211</sup> (Ritzau, 20. april 2016)

<sup>212</sup> Interview 6, min. 17:00

<sup>213</sup> Interview 9, i forbindelse med spørgsmålet: ”Ser du andre fordele eller ulemper i forbindelse med en børsnotering”



forklares således at selskabets ledelse kan blive bange for at komme til at sige noget forkert, grundet frygt for at blive straffet ved en forkert udtalelse. Dette kan give udfordringer i partnerskabet imellem ledelsen og kapitalfonden. En interviewperson fra en VC fond udtaler bl.a.:

*"Du skal virkelig have styr på forretningen og rapportering og hvad der kommunikeres, har du ikke det når du sælger aktier og driver en børsnoteret virksomhed, så eksponerer man sig meget overfor søgsmål"*<sup>214</sup>

Særligt forward-looking-statements kan også gøre det problematisk for iværksættervirksomheder at gennemføre en børsnotering. Igennem interviewundersøgelsen er der talt med 5 interviewpersoner, der har gennemført en transaktion med en VC fond. 3 af de 5 omtaler bl.a., at det kan være særdeles problematisk at afgive forventninger til fremtiden, da driften kan være særdeles volatil. Hertil forklares, at de store kvartalsudsving, som de kan opleve i driften, kan være svære at forklare til offentlige investorer, mens det er nemmere til VC fonde, som er mere forstående<sup>215</sup>. Børsnoterede virksomheder skal netop aflægge årsregnskab efter regnskabsklasse D, hvilket indebærer et lovkrav om en ledelsesberetning inkl. fremtidsforventninger. FN er ikke omfattet af denne regulering, men mindre selskaber, i regnskabsklasse C, skal ligeledes afgive en ledelsesberetning inkl. fremtidsforventninger. Dette medfører at de fleste virksomheder børsnoteret på FN, på trods af lempelige regler alligevel omfattes af denne rapporteringspligt, da regnskabsklasse C omfatter relativt små virksomheder<sup>216</sup>.

At iværksættervirksomhederne frygter at afgive fremtidsforventninger og syntes, det kan være besværligt at forklare kvartalsudsving, virker som en helt rationel bekymring, da de netop er i en vækstfase, der gør den fremtidige udvikling relativ usikker. Denne problematik nævnes også som en af årsagerne til, at virksomhederne foretager cross-border noteringer til børsen, der har mere sofistikerede investorer i deres branche og dermed kan have lettere ved, at forstå afvigelser fra selskabets estimater til fremtiden.

Rapporteringspligten kombineret med de juridiske forhold, kan således tænkes, at afholde flere iværksættervirksomheder fra at foretage en børsnotering. I stedet taler dette forhold for, at det højst sandsynligt vil være mere modne og stabile virksomheder, der vil have et ønske om at blive børsnoteret.

Der er altså nogle forhold omkring governance på tværs af privat og offentligt ejerskab, som medfører, at interviewpersonerne ikke synes, at en børsnotering fremstår nær så attraktivt som privat ejerskab. Yderligere

---

<sup>214</sup> Interview 19, min. 36:00

<sup>215</sup> Interviewbilag, ark "virksomheder"

<sup>216</sup> En virksomhed er omfattet af regnskabsklasse C hvis den har en balance på > DKK 36 mio og/eller, omsætning > DKK 72 mio. og/eller > 50 ansatte.

medfører de juridiske reguleringer, at flere virksomhedsejere faktisk frygter en børsnotering og den offentlige markedsplads. Kapitalfondene er også opmærksomme på compliancekravene ved en børsnotering. 3 af fondene nævner således, at arbejdet omkring en børsnotering er meget mere krævende og 2 nævner at rapportering overfor aktionærerne er en ulempe.

#### 12.1.4 Smart-money bliver favoriseret

Hvis compliancekravene reduceres og de børsnoterede SMV'er får mulighed for at opnå mere aktive og kompetente offentlige investorer, der kan bidrage med værdiskabende sparring, må det forventes, at kunne bidrage til at forbedre attraktiviteten ved en børsnotering. Aktive og kompetente offentlige investorer kan bl.a. opnås igennem flere aktive anker-investorer i det danske erhvervsliv, som ønsker at købe en betydelig ejerandel af den børsnoterede virksomhed. Dette er også nævnt som en af anbefalingerne til et forbedret dansk børsmarked af Nasdaq Danmark (2014). Her nævnes det som en af måderne, at få kvalitetstemplet investeringscasen overfor mindre "free-rider" investorer. Men anker-investorerne kan også være attraktive som sparringspartnere.

En af de væsentlige fordele ved at gennemføre en transaktion med en kapitalfond eller en SK, er at virksomheden kan få en medejer, som har et stort kendskab til industrien og et bredt netværk, der kan bidrage til at udvikle forretningen. Denne type investor, der aktivt bidrager til udviklingen af virksomheden omtales som "smart-money". Selvom de interviewede virksomheder ikke ligger skjul på, at det i sidste ende er kapitalen, der er afgørende for valget af den enkelte investor, forklarer flere af Interviewpersonerne, at de ser det som en stor fordel at få en sparringspartner med konkret viden om industrien og et værdifuldt netværk. En af virksomhederne forklarer følgende:

*"Det handler primært om at få nogle penge ind i virksomheden. Men den anden ting er, at du gerne vil have nogle penge ind, som kan bidrage"*<sup>217</sup>

Børsens value proposition udfordres i den forbindelse:

*"Der kan godt være en chance for, at selv hvis børsmarkedet fungerede optimalt og vi kunne hente alle de penge vi ville og få minoritetsaktionærer ind, hvor vi selv kan beholde kontrollen i selskabet, da kan det stadig godt være, at andre investorer er mere interessante, da smart-money har stor betydning"*<sup>218</sup>

Enkelte nævner også, at adgangen til smart-money er altafgørende for kapitalrejsningen:

---

<sup>217</sup> Interview 8, min. 9:00

<sup>218</sup> Interview 8, min. 9:00

*"Vi ønskede ikke at få penge ind, der ikke kunne bidrage med noget, såkaldte dumme penge, de skulle kunne bidrage med noget - og have et ønske om at bidrage"*<sup>219</sup>

Som det også understreges tidligere har særligt PE fondene været aktive på det danske marked og evt. reduceret SMV'ernes behov for at foretage en børsnotering. Ovenstående indikerer endvidere at kapitalfondenes betydelige netværk og adgang til prominente profiler, gør denne investortype ekstra favoriseret blandt SMV'erne. En kapitalfond udtaler i den forbindelse:

*"Kapitalfonde bliver meget efterspurgt, det er der ingen tvivl om... ...Selvfølgelig betyder pris rigtig meget for sælger, men de kigger også meget på hvad kapitalfonden kan tilføre som partner"*<sup>220</sup>

Når en virksomhed gennemfører en transaktion med en fond eller SK, opnår virksomheden typisk en mere diversificeret ejerkreds end den havde før. Jf. ovenstående kan dette være med til at favorisere disse investorer. Således nævner 5 ud af 9 beslutningstagere i de privatejede virksomheder, at de ved gennemførelse af deres seneste transaktion efterspurgt knowhow til deres industri, samt et værdifuldt netværk fra deres kommende medejer (se punkt 3 i Figur 22 s. 72).

Ved at gennemføre en børsnotering opnår virksomheden ligeledes en diversificeret ejerkreds. Forskellen er dog, at der ikke nødvendigvis indtræder én dominerende storaktionær, men ofte mange minoritetsaktionærer. Disse indtager ikke nødvendigvis, og sjældent, en rolle som aktive investorer, der bidrager som sparringspartner for virksomheden. Det kan således diskuteres, hvor meget værdi en meget diversificeret ejerkreds af minoritetsaktionærer bidrager med.

De to interviewpersoner fra de danske børsnoterede SMV'er, MPI og Ivisys bekræfter, at deres diversificerede aktionærkreds ikke bidrager teknisk til driften, at den faglige sparring sidder internt i virksomheden og, at de har begrænset kendskab til hvem deres aktionærer er<sup>221</sup>.

En børsnotering kan i princippet også bidrage med "smart-money" investorer. Dette sker ofte ved, at virksomheden skaffer en anker-investor, der køber en betydelig ejerandel af virksomheden og bliver repræsenteret i virksomhedens bestyrelse eller giver sparring på anden måde. Når beslutningstagerne finder "smart-money" investorer attraktive og værdifulde for virksomheden, understreger det altså bl.a. vigtigheden af at fremskaffe en anker-investor når virksomheder gennemfører en børsnotering.

---

<sup>219</sup> Interview 11, min. 17:30

<sup>220</sup> Interview 16, min. 7:30

<sup>221</sup> Interview med MPI, min. 31:00 og Interview med Ivisys, min. 28:30

Adgangen til en anker-investor kan endda være særligt vigtigt for SMV'er. Store virksomheder kan, qua deres brand, status og netværk, have nemmere ved at tiltrække kompetencer til virksomheden. Således kan det formodes, at kompetente mennesker med værdifulde netværk, vil finde det mere interessant at sidde i bestyrelsen i en større large cap. eller C20 virksomhed, hvor honorar og prestige er betydelig større, end i en SMV.

## 12.2 Fondene foretrækker privat ejerskab

Det er tidligere argumenteret, at kapitalfondene, qua deres fremtrædende aktivitet på det danske marked, på sigt kan blive en katalysator for antallet af børsnoteringer i SMV-segmentet. En børsnotering giver imidlertid en række udfordringer for kapitalfondene. Som det nævnes under børsens value proposition, vil en sælger sjældent kunne afsætte samtlige aktier i virksomheden, på dagen for børsnoteringen, men indgår typisk i en lock-up periode. Derfor vil sælger også have en betydelig ejerandel af virksomheden i en længere tidsperiode efter børsnoteringen. Regelsættet omkring en børsnotering medfører dog, at driften og samarbejdet imellem kapitalfond og ledelse kan blive udfordret, da alle aktionærer skal have samme information og markedet dermed skal informeres som den første omkring alle kurspåvirkende forhold. Den danske PE fond Axcel har erfaringer med at børsnotere en dansk virksomhed i Danmark og udtaler i den forbindelse:

*"Driften er lettere uden en børsnotering, da man ikke skal have alt det her hemmelighedskræmmeri, men kan have mere åbne diskussioner... .. Som ejer kan vi ikke bare ringe til direktøren og spørge om han ikke lige kan forklare hvad det her forhold er. Det må han ikke svare på som børsnoteret virksomhed, uden at forklare det til alle"*<sup>222</sup>

Lock-up perioden kombineret med børsens regelsæt medfører altså, at en børsnotering kan være en udfordrende transaktionstype i forbindelse med et fuldt ejerskifte.

En attraktiv egenskab ved at sælge en virksomhed til en kapitalfond eller en SK er, at de køber aktierne og typisk betaler for dem ved transaktionens gennemførelse, hvorfor sælger får salgssummen i hånden ved transaktionens gennemførelse. Dette omtaler kapitalfondene typisk som et "clean-cut exit". Her besværliggør lock-up aftalen netop dette forhold ved en børsnotering.

Siden år 2007 har der været 19 danske IPOs i SMV-segmentet. Ved 16 ud af de 19 har den sælgende aktionær og evt. ledende medarbejdere indgået en lock-up aftale vedrørende deres aktiebeholdning<sup>223</sup>. Lock-up perioden ved de enkelte børsnoteringer fremgår af Figur 25. Den gennemsnitlige lock-up periode har udgjort

---

<sup>222</sup> Interview med Axcel, min 34:00

<sup>223</sup> Excel datafil 1, ark 8

18 måneder. Hvis børsnoteringen skal facilitere et totalt ejerskifte, er den lange lock-up periode dermed en udfordring for virksomhedsejerne, da aktierne først kan sælges ca. 18 måneder efter børsnoteringen. Dermed bliver den endelige salgspris kraftigt eksponeret overfor aktiens kursudvikling og alt hvad dette indebærer.

Dette forhold er, i blandt

kapitalfondene, den

hyppigst nævnte udfordring

ved en børsnotering. 7 ud af

8 fonde nævner således, at

lock-up perioden er en

ulempe ved en

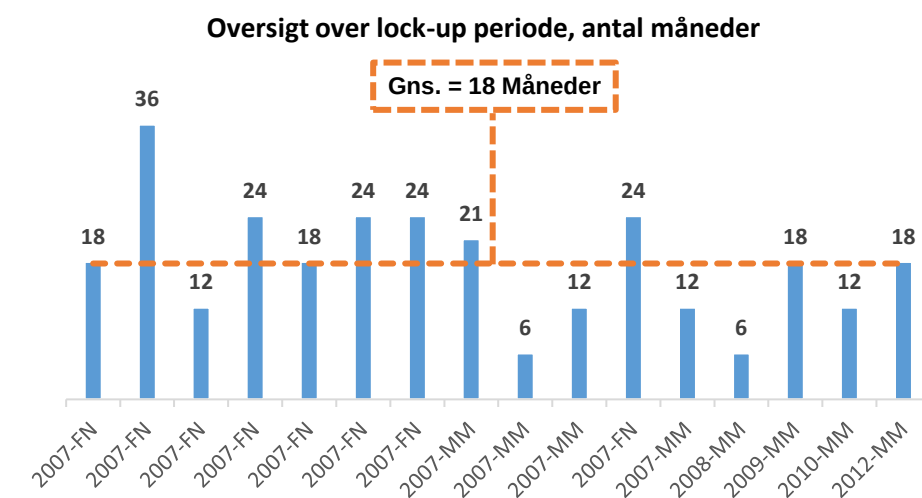
børsnotering, og at denne

skal kompenseres med en

præmie på virksomhedens

værdiansættelse<sup>224</sup>. En af

fondene forklarer:



Figur 25. Lock-up aftaler fra virksomhedernes prospekter. Nogle lock-up aftaler omfatter flere andele af aktiebeholdningen og er struktureret med forfald på forskellige tidspunkter, her er et gennemsnit for aktiebeholdningen anvendt. Se data i Excel datafil, ark 8

*”Vi kan sjældent slippe ud af vores investering day-one. Det er ikke altid så spændende at have en lock-up og ikke kunne sende pengene tilbage til vores investorer”<sup>225</sup>*

Udfordringen for en fond er, at fondens investorer, som alle andre investorer, kræver et afkast af deres

investerede kapital. Således har fondens investorer typisk et minimumskrav til fondens årlige afkast. Hvis en

virksomhed bliver børsnoteret og aktien ikke stiger i værdi i den efterfølgende lock-up periode, da vil fonden

ikke generere noget yderligere afkast i lock-up perioden, hvorfor investeringens samlede afkast falder. Således

uddyber førnævnte:

*”Som kapitalfond har vi en offeromkostning, der typisk hedder 8% p.a. som er markedsstandard for hurdlerate som minimumsforrentning, så det er jo et pejlemærke, at vi skal have minimum 8% afkast af den investering, der er locked-up”<sup>226</sup>*

<sup>224</sup> Interviewbilag, ark ”Fonde”

<sup>225</sup> Interview, 16 min. 13:20

<sup>226</sup> Interview 16, min. 20:30

Samtidig medfører en lock-up periode den udfordring, at hvis ikke alle aktier frigives fra aftalen på samme tid, men over flere stadier, da kan fonden få udfordringer med at opretholde kontrollen over virksomheden. I den forbindelse nævner en anden PE fond følgende:

*"En betydelig del af vores eksistensberettigelse er, at vi kan og skal kunne kontrollere ting. Derfor kan det være et problem at lave de her del-salg, hvor vi alligevel ikke kan sælge så meget ud, af risiko for at miste kontrollen"*<sup>227</sup>

En anden ulempe ved en børsnotering ift. alternative transaktionsmuligheder er, at ejerne ikke kender den endelige prissætning af virksomheden, før ganske kort tid før børsnoteringen gennemføres. Hertil kommer at det heller ikke vides hvorvidt der overhovedet er købere til den, medmindre der er sikret den nødvendige forhåndstegning. 2 ud af 8 fonde nævner dette som en ulempe ved en børsnotering. En VC fond nævner i den forbindelse:

*"Det er en risikofyldt proces, du kender ikke prissætning, både ved notering og efter lock-up periode. Selve eksekveringen af processen er også risikofyldt, man ved ikke om der er købere til virksomheden, før du egentlig når helt til sidst i processen"*<sup>228</sup>

Når en fond sælger en virksomhed til en anden fond eller SK, som betaler ved transaktionens gennemførelse, realiseres investerings afkast dermed med det samme, hvilket eliminerer en del af fondens risiko. Samtidig frigøres afkastet fra investeringen og pengene kan returneres til investorerne, eller geninvesteres i andre aktiver, der opfylder fondenes afkastkrav. Dette bidrager til at gøre andre fonde og SK'ere til attraktive købere af fondes virksomheder.

Kapitalfondene vurderer således, at en børsnotering kun er attraktiv hvis den kan tilbyde en præmie på værdiansættelsen, der kan kompensere for den øgede risiko og afkastkravet ved en potentiel lock-up periode. Præcis hvor meget højere prissætningen skal være for, at fonden vil være indifferent imellem transaktionstyper, kan være svært at kvantificere. Dog er der ingen tvivl blandt kapitalfondene om, at der påkræves en værdiansættelsespræmie grundet ovenstående forhold.

Disse forhold kombineret med, at børsnoteringsprocessen kan forekomme mere krævende end en privat transaktion medfører, at en børsnotering skal kunne noget ekstra i forhold til de alternative transaktioner, før interviewpersonerne vurderer den attraktiv.

---

<sup>227</sup> Interview 13, min. 4:30

<sup>228</sup> Interview 19, min. 34:00

Følgende og afsluttende kapitler omhandler derfor interviewpersonernes holdning til værdiansættelse og omkostningsniveauet, ved en børsnotering i forhold til de alternative transaktionstyper og analyserer, hvorvidt der ser ud til, at være forskelle i virksomhedernes totale finansieringsomkostninger ved de forskellige transaktioner.

## 13 Værdiansættelsen på tværs af offentlig og private transaktioner

Blandt alle interviewpersoner er værdiansættelsen en dominerende faktor i deres overvejelser omkring valg af transaktionstype. Naturligt, betyder værdiansættelse meget for fondene. En kapitalfonds berettigelse i erhvervslivet er at skabe et afkast til sine aktionærer, og den pris porteføljevirkomheden sælges videre til, har afgørende indflydelse på, hvilket afkast investeringen realiserer. I interviewundersøgelsen er værdiansættelsen også fundet at udgøre en af de absolut vigtigste faktorer, når en fond skal gennemføre en transaktion. Således nævner 7 ud af 8 kapitalfonde, at de sælger til den, der kan tilbyde den højeste pris for virksomheden<sup>229</sup>.

Det er ligeledes oplevet, at værdiansættelsen er særdeles vigtig blandt interviewpersonerne i privatejede virksomheder, når de vurderer en transaktion. Interviewpersonerne i denne gruppe er dog ofte fortsat aktive i virksomheden efter transaktionens gennemførelse, hvorfor ovenstående forhold omkring kvalitetstempleet og fremtidig governance mv. i høj grad også er med i deres overvejelser omkring transaktionsvalg.

Værdiansættelsen og omkostningsniveauet på tværs af de alternative transaktionstyper er generelt et kompliceret emne at behandle, særligt uden en konkret case at forholde sig til. En virksomhed er i princippet aldrig mere værd end en køber er villig til at betale, hvorfor prisen aldrig kan generaliseres før en egentlig transaktion har fundet sted. Nedenstående giver dog et forsøg på en behandling af emnet med udgangspunkt i interviewdeltagernes udtalelser og tilgængeligt data på danske og nordiske transaktioner.

### 13.1 Prissætningen på tværs af transaktionstyper

Interviewpersonerne er blevet spurgt ind til deres holdning vedrørende hvilken transaktion, der tilbyder den højeste prissætning af deres virksomheder. Generelt har beslutningstagerne i de privatejede virksomheder haft nemmest ved at besvare dette spørgsmål, da de har forholdt sig til deres specifikke virksomhed, dens situation og hvor de mener, at kunne opnå den højeste pris. Fondene har været mere tilbageholdende med at give et generelt svar. Dette skyldes oftest, at der eksisterer en holdning til, at prissætningen er særdeles afhængig af den specifikke virksomhedscase, og det derfor ikke er muligt at generalisere. Således nævner fondene en række karakteristika de mener, skal være opfyldt omkring virksomheden og dens industri, før en børsnotering vurderes som mulig og attraktiv at gennemføre. Karakteristikaene fremgår af Figur 26 nedenfor.

---

<sup>229</sup> Interviewbilag, ark "Fonde"



## Hvornår kan en virksomhed børsnoteres i Danmark?



Figur 26. Egen tilvirkning på baggrund af 8 interviews med kapitalfonde. Se interviewbilag, ark "Samlet figur 2"

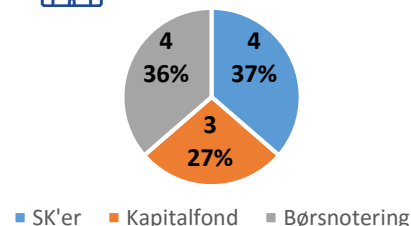
Således betragter fondene de større virksomheder, med en professionel organisation, langsigtet vækstpotentiale og en forholdsvis let kommunikerbar equity story, at være de mest oplagte børskandidater. Modsætningsvis må det så forventes, at fondene umiddelbart fravælger en børsnotering i forbindelse med porteføljeselskaber, der som udgangspunkt ikke opfylder de karakteristika.

11 ud af 19 interviewpersoner har følt det muligt at afgive et generelt svar på hvilken transaktionstype, der giver den bedste værdiansættelse. Deres svar fordeler sig som vist i Figur 27. Der ses en betydelig spredning i de afgivne svar og der er ikke umiddelbart én købertype, der skiller sig ud. Dette underbygger PE fondenes betragtninger om, at der ikke kan gives et generelt svar på hvilken købertype, der tilbyder den højeste prissætning, men at det i stedet er case specifikt.

Ud af de 11 svarer 4, at den højeste pris opnås ved at gennemføre en børsnotering. De taler imidlertid ikke om den danske børs men om udenlandske børser, hvor de har betragtet prisniveauet for konkurrerende selskaber og finder dette niveau meget attraktivt. Således udtaler én af de 4 interviewpersoner følgende:



## Hvor opnås højeste prissætning



Figur 27. Egen tilvirkning på baggrund af svar fra 11 interviewpersoner, se interviewbilag, ark "Samlet figur 2"



*"En børsnotering kan meget vel være den mest attraktive fordi du kan få en meget høj prissætning på børsen. I udlandet bliver vores konkurrenter handlet til høje EBITDA multipler"*<sup>230</sup>

Alle 4 interviewpersoner repræsenterer danske tech-virksomheder. Dette stemmer godt overens med den tidligere fundne tendens til, at de seneste danske virksomheder, der har valgt at gennemføre en cross-border børsnotering blandt andet er tech-virksomheder. Det tyder altså på, at flere tech-virksomheder vurderer prissætningen på de udenlandske børser fordelagtig i forhold til de alternative transaktionstyper, hvilket kan være med til at gøre en børsnotering attraktiv for dette segment. Samtidig er der ingen interviewpersoner, der nævner, at de har tiltro til, at den danske børs kan give den højeste prissætning.

3 kapitalfonde nævner, at de generelt opnår den højeste prissætning ved at sælge deres porteføljevirkomheder videre til en strategisk køber<sup>231</sup>. I blandt kapitalfondene hersker en holdning til, at en børsnotering ikke er en mulig exit-strategi, når de skal videresælge deres virksomheder. Dette skyldes primært de tidligere nævnte forhold såsom manglende likviditet i det danske marked og besværlige forhold omkring børsnoteringsprocessen, hvorfor de danske fonde næsten altid sælger deres porteføljevirkomheder i en privat transaktion. Følgende udtalelse beskriver den generelle holdning blandt PE fondene godt:

*"I Danmark er en børsnotering ikke en exit mulighed for os, medmindre vi virkelig laver en succesfuld investering, som kommer godt op i størrelse"*<sup>232</sup>

VC fonden Seed Capital har tidligere gennemført 2 børsnoteringer af deres porteføljevirkomheder, hhv. Windar Photonics på AIM London og Napatech på Oslo Børs<sup>233</sup>. Umiddelbart kunne det tænkes, at en børsnotering kan fremstå særlig attraktiv som exit-strategi for en VC fond, da de typisk ejer minoritetsposter i deres porteføljevirkomheder. Således vil salget af VC fondens ejerskab typisk ikke, i samme omfang, være lige så begrænset af lock-up aftalen og problemerne vedrørende afståelse af majoritetsejerskabet, som var tilfældet for PE fondene (se kapitel 12.2). Således kunne en børsnotering formodes at være mere fordelagtig for VC fondene, idet den eksisterende ejerkreds kan beholde deres ejerskab samtidig med at VC fonden kan afstå deres. I interview med VC fonden Seed Capital, forklarer Ulla Brockenhuus-Schack imidlertid følgende, da hun spørger ind til om børsen fremstår attraktivt i forbindelse med at sælge en minoritetspost:

---

<sup>230</sup> Interview 3, min. 18:50

<sup>231</sup> Interviewbilag, ark "Fonde"

<sup>232</sup> Interview 16, min 11:30

<sup>233</sup> <http://www.seedcapital.dk/investments/topic/exits>

*"Det kan godt være en gang imellem, men vi får en dårligere pris"*<sup>234</sup>

Det uddybes i den forbindelse, at den dårligere pris primært skyldes, at værdiansættelsen af selskabet generelt er bedre når majoritetsejerskabet frasælges i en transaktion, frem for en minoritetspost.

Fondene beskriver ligeledes, at der eksisterer en synergipræmie i den opnåelige prissætning, når virksomheder handles. De 3 fonde, der nævner strategiske købere som dem, der giver den højeste prissætning, har således alle erfaringer med, at strategiske købere kan betale den højeste pris på grund af de synergieffekter, der kan realiseres imellem virksomhederne. En VC fond nævner:

*"En fond giver nok næppe den højeste pris, da de ikke har nogle synergier. Industriel køber giver nok ofte en bedre pris end fonde pga. den strategiske præmie"*<sup>235</sup>

Der er samtidig konsensus blandt fondene om, at andre fonde typisk kan tilbyde en attraktiv prissætning. Det er således kun når en porteføljevirkomhed fremstår særlig interessant for strategiske købere, at den høje prissætning kan opnås. En VC fond udtaler således følgende omkring, hvor den højeste prissætning fås:

*"Det burde jeg få hos en industriel aktør i et marked, hvor der er flere mulige købere. Når det så er sagt kan en kapitalfond nok bedre regne den hjem"*<sup>236</sup>

Indirekte gives der udtryk for, at hvis der opstår en situation, hvor flere strategiske købere finder virksomheden interessant og kan byde hinanden op, kan man som sælger opnå en favorabel prissætning. Attraktiviteten ved en strategisk køber bekræftes af en PE fond, der siger:

*"Kan man skabe en stor hype kan en børsnotering være super attraktiv og det kan give et løft på multiplen. Omvendt hvis du har en virksomhed i et nichemarked og den er en lækkerbissen for en større industriel spiller, som kan overtage og udnytte synergier, så kan den strategiske præmie være meget højere end ved en børsnotering"*<sup>237</sup>

Når det nævnes, at en virksomhed i et nichemarked kan være særlig attraktiv for en SK, kan det også hænge sammen med den tidligere diskussion vedrørende EOS og, at større selskaber i stadig større stil forventer at opkøbe innovative selskaber. Således kan mindre danske nicheselskaber forvente relativt gode prissætninger fra SK'er pga. søgen efter vækst og innovation, som beskrevet i kapitel 9.

---

<sup>234</sup> Interview med Seed Capital, min. 25:00

<sup>235</sup> Interview 19, min. 39:00

<sup>236</sup> Interview 18, min. 26:00

<sup>237</sup> Interview 14, min. 25:00

Alt i alt er der konsensus i blandt de fleste interviewpersoner om, at den prissætning man opnår, når virksomheden sælges, er særdeles case specifik og afhænger af mange forhold omkring virksomheden og transaktionen. Der er dog ingen interviewpersoner, der nævner den danske børs som det sted, hvor man kan opnå den højeste prissætning.

Ovenstående giver nogle indikationer omkring hvordan prisniveauet opfattes af SMV'erne. Da dette er baseret på et begrænset og subjektivt datagrundlag fra interviewundersøgelsen, kan det imidlertid ikke forventes at være repræsentativt for det generelle værdiansættelsesniveau. Ved gennemgang af de konkrete værdiansættelser, som private og offentlige selskaber handles til, findes dog konsensus om en relativ lav værdiansættelse af børsnoterede danske SMV'er.

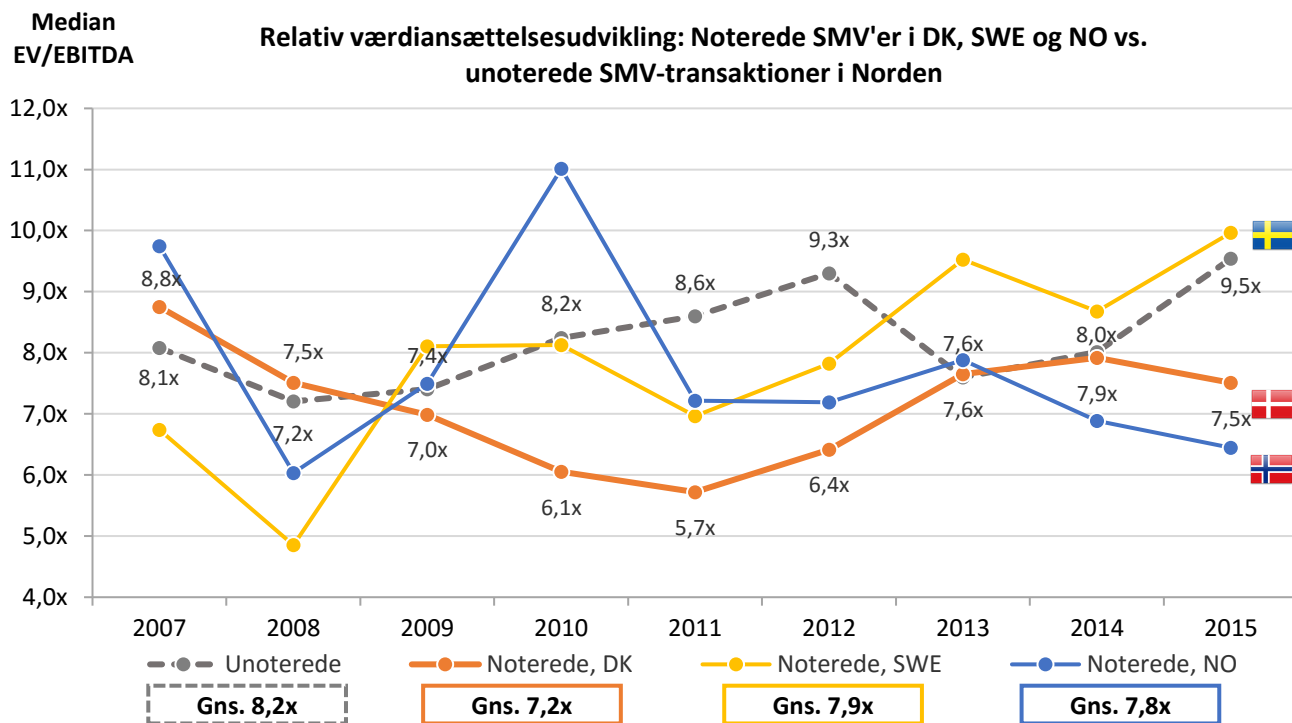
### 13.1.1 Ingen indikationer på at der eksisterer en offentlig prispræmie

I Figur 28 nedenfor ses udviklingen i de handlede EV/EBITDA multipler for de børsnoterede SMV'er på FN og MM i tidsperioden 2007-2015. Denne er sammenlignet med udviklingen i samme relative værdiansættelsesmultiple for de gennemførte private opkøb af unoterede SMV'er i Norden (Danmark, Sverige og Norge). Da data er begrænset til SMV-transaktioner med oplyste salgsværdier, sammenlignes der ikke kun med danske transaktioner, men også med salg af nordiske unoterede SMV'er. Således skabes et større og mere repræsentativt datagrundlag<sup>238</sup>. Analysen indeholder endvidere en sammenligning af samme relative værdiansættelsesniveauer af de børsnoterede SMV'er på de svenske og norske børser, hhv. Stockholm FN og MM samt Oslo Axess og Oslo Bors. Dette er gjort for at give et større sammenligningsgrundlag.

Figur 28 viser, at de børsnoterede SMV'er i Danmark var værdiansat til højere EV/EBITDA multiple end de unoterede i 2007 og 08, men at de efter krisen har været værdiansat til lavere eller identiske multiple-niveauer. Der opleves en særlig stor forskel i efterkriseårene 2010-2012, mens værdiansættelsesniveauet har samlet sig over de seneste 3 år. Analysen viser, at værdiansættelsen på de danske børsplatforme ikke har overgået den for de unoterede private transaktioner siden finanskrisen. Således har den offentlige værdiansættelse, i alle efterfølgende år, været lavere eller ens med værdiansættelsen af de private unoterede transaktioner. Gennemsnitligt har de børsnoterede danske SMV'er i tidsperioden været værdiansat til en EV/EBITDA multiple på 7,2x, mens de unoterede har været værdiansat til 8,2x.

---

<sup>238</sup> Umiddelbart vurderes det, at der er begrænsede strukturelle forskelle i mellem den private prissætning af unoterede virksomheder i Danmark, Norge og Sverige, i mange tilfælde er det de samme SK'er og kapitalfonde, der køber selskaberne på tværs af Norden, hvorfor transaktionerne vurderes at være relativt sammenlignelige på prisniveau. Derimod forventes der at være forskelle i de børsnoterede SMV'ers værdiansættelser på tværs af Danmark og Norden, afhængig af de strukturelle forhold omkring de respektive børser, samt at kursudviklingen i f.eks. Danmark og Sverige har bevæget sig meget forskelligt (se Bilag 8)



Figur 28. Egen tilvirkning på baggrund af offentliggjorte EV/EBITDA multipler fra opkøb af unoterede SMV'er i Norden (Danmark, Sverige og Norge) sammenlignet med de handlede EV/EBITDA multipler for SMV'er børsnoteret på Nasdaq OMX København MM og FN samt de svenske og norske børsplatforme. SMV'er er defineret som ikke finansielle virksomheder med en market cap < DKK 2.000 mio. Den årlig gennemsnitsmultiple er målt ved medianværdien for de respektive år. Alle dataset er afgrænset fra outliers således, at EV/EBITDA multipler uden for intervallet 0x – 30x er ekskluderet. Data stammer fra Bureau van Dijk Zephyr & Orbis og fremgår af Excel datafil 2.

Der er tidligere refereret til udviklingen i de danske og svenske SMV-indeks. Ikke overraskende lader der til at være konsensus mellem udviklingen på indeksene (se Bilag 8) og multiplerne på de børsnoterede selskaber i Danmark og Sverige.

I 2007 observeres det højeste EV/EBITDA multiple-niveau for de danske børsnoterede SMV'er på 8,8x. Jf. tidligere var 2007 samtidig året, hvor der blev gennemført flest SMV-børsnoteringer (se Figur 4 s. 38). Efter finanskrisen er det relative værdiansættelsesniveau faldet betydeligt på de danske børsplatforme og EV/EBITDA multiplerne ligger gennemsnitligt under de svenske og norske. Således er det også forventeligt, at det efterfølgende "lave" relative værdiansættelsesniveau har resulteret i, at de danske SMV'er har fravalgt en dansk børsnotering og foretaget private transaktioner med kapitalfonde og SK'er eller en cross-border børsnotering, som observeret i afsnit 2.

Som beskrevet i relation til børsnoteringsprocessen, kræver særligt PE fondene en værdiansættelsespræmie for, at en børsnotering skal fremstå attraktiv. Analysen finder ikke indikationer på, at de børsnoterede SMV'er

på de danske børser er værdiansat med en sådan præmie ift. de unoterede private transaktioner. Tværtimod er der indikationer på det modsatte.

Der er betydelige usikkerheder inkluderet i analysen, som gør det problematisk at sige noget entydigt og statistisk signifikant omkring værdiansættelsesniveauet. Finansielle virksomheder, outliers med multiple > 30x og virksomheder med negativ EBITDA-indtjening er ekskluderet fra data, men der kan fortsat være betydelige forskelle på hvilke virksomheder, der indgår i analysen. Således kan både industrisammensætningen og virksomhedernes fremtidsudsigter være meget forskellige. F.eks. er de norske børser kendt som en populær klynge for off-shore og shipping virksomheder. De industrier oplever i øjeblikket en betydelig krise, hvorfor det ikke er mærkeligt, at værdiansættelsesniveauet er faldet betydeligt på de norske børser. Samtidig er det unoterede prisniveau målt ved forskellige virksomheder hvert år, da prisniveauet repræsenterer en transaktion med virksomheden, mens prisniveauet for de børsnoterede typisk er målt på de samme virksomheder i hele tidsperioden. Hertil kommer, at en række af SMV'erne ikke nødvendigvis er rentable, f.eks. Life Science selskaber, hvorfor deres værdiansættelsesniveau kun i begrænset grad er repræsenteret i analysen<sup>239</sup>.

Figur 28 skal derfor betragtes som et gennemsnitligt og indikativt billede af prisniveauet i Norden og på de nordiske børser. PwC (2016) finder i en gennemgang af danske transaktioner med unoterede virksomheder siden 2004, at prisniveauet for de unoterede virksomheder faktisk er højere end det fundne i ovenstående analyse (se Bilag 21). Dermed verificerer PwC's analyse, at prisniveauet for de private unoterede transaktioner er høje i Danmark. PwC's analyse inkluderer dog også større virksomheder, hvilket kan bidrage til et højere multiple-niveau. Det vil kræve yderligere analyser af værdiansættelsesniveauet, på tværs af privat og offentligt ejerskab for, at kunne udtale sig signifikant omkring eventuelle forskelle i værdiansættelsesniveauet. Det er dog interessant, at der i høj grad er konsensus mellem det indikative værdiansættelsesniveau i Figur 28, udtalelserne fra interviewene og de danske SMV'ers transaktionsvalg, behandlet i afsnit 2.

Værdiansættelsen må fortsat forventes at være case specifik, hvorfor det ikke kan udelukkes at visse SMV'er vil kunne opnå attraktive værdiansættelser på de danske børser, i forhold til de alternative private transaktioner. Dette kunne f.eks. tænkes at være gældende, hvis virksomheden opfylder de karakteristika som de danske kapitalfonde nævner i Figur 26 s. 87. Hertil kommer, at enkelte interviewpersoner har fremhævet specifikke

---

<sup>239</sup> Dette skyldes at virksomheder med negativ EBITDA og EV/EBITDA multipler på > 30x ikke er inkluderet.

danske børsnoterede SMV'er, der har opnået særligt attraktive værdiansættelser<sup>240</sup>. F.eks. nævnes det danske software selskab Cbrain, der pt. er værdiansat til en EV/EBITDA på 36,6x<sup>241</sup>.

Hvis værdiansættelsen generelt er lavere ved offentligt ejerskab end privat vil det, alt andet lige, gøre børsnoteringen til et mindre attraktivt transaktionsalternativ. Hvis dette er tilfældet vil det nemlig medføre, at SMV'erne skal afgive et større ejerskab af deres virksomhed (sælge flere aktier), for at opnå den samme kapitalfremskaffelse. Når værdiansættelsen samtidig ser ud til at være betydeligt højere på særligt de svenske børser, er det ikke overraskende, at flere danske SMV'er har valgt denne børs til fordel for den danske. Særligt når de tidligere nævnte faktorer angående begrænset likviditet, klyngeforhold, kvalitetstempel og international spredning i ejerskabet tages i betragtning.

At værdiansættelsen ser ud til at være lavere ved offentligt ejerskab, kan skyldes flere forhold. Således er der specifikke forhold ved forskellige købertyper, der kan influere den opnåelige prissætning. Interviewpersonerne er netop opmærksomme på, at værdiansættelsen på tværs af købertyper er case-specifik, men også, at værdiansættelsen på det danske marked er mest attraktivt i blandt fonde og SK'ere. Interviewpersonerne har nogle erfaringer med, hvad der influerer værdiansættelsen på tværs af transaktionstyper. Dette gennemgås i følgende.

### 13.1.2 Kontrol -og synergipræmier giver høje værdiansættelser

Der er generelt forskel på at sælge en majoritet eller minoritets ejerandel i en virksomhed. En investor er typisk villig til at betale en præmie på værdien af virksomheden, for at overtage en kontrollerende ejerandel frem for en ejerandel uden væsentlig indflydelse. Denne præmie på værdiansættelsen omtales kontrolpræmien og udgør typisk 30%<sup>242</sup>. Teoretisk er børsnoterede aktier værdiansat svarende til, at investor overtager en minoritetspost i virksomheden uden kontrollerende indflydelse<sup>243</sup>. Skal investor således overtage en kontrollerende ejerandel, bør sælger kræve en præmie på værdiansættelsen af denne ejerandel. Samme teori gælder for handel med unoterede virksomheder. Dette taler for at SK'ere og PE fonde bør kunne betale en høj værdiansættelse, da de typisk køber kontrollerende ejerandele i virksomhederne. VC fonde køber typisk minoritetsandele i virksomhederne. Dog udarbejdes der altid aktionæroverenskomster i forbindelse med transaktionen, som typisk giver fonden majoritetslignende vilkår. En VC fond udtaler blandt andet:

---

<sup>240</sup> Interview 7, min. 24:00

<sup>241</sup> Thomson One pr. 20-06-2016

<sup>242</sup> (Plenborg, et al., 2012 s. 234)

<sup>243</sup> (Plenborg, et al., 2012 s. 234)

*"Typisk er der både drag along og tag along, fordi du typisk får en dårligere pris, hvis ikke du sælger hele selskabet. .... Vi har stor indflydelse på valg af køber, da det ofte indgår i vores aktionæroverenskomst"*<sup>244</sup>

Når VC fonden opnår sådanne rettigheder, kan der argumenteres for, at de også bør kunne give en prissætning, som inkluderer en kontrolpræmie, selvom de i realiteten kun køber minoritetsejerandele. Når fonde og SK'ere køber en virksomhed, vil de altså typisk overtage kontrollen over virksomheden. Dette giver noget værdi for køber, som investorerne på børsen ikke kan opnå. Dermed kan dette være et forhold, der bidrager til, at der opleves en forskel på prissætningen imellem privat og offentligt ejerskab.

Som tidligere omtalt, kan SK'er typisk betale en høj pris for en virksomhed grundet de opnåelige synergieffekter. Den opnåelige synergipræmies størrelse må forventes at variere betydeligt, afhængig af hvor godt køberen matcher sælgers virksomhed og hvor mange synergieffekter, der kan realiseres ved sammenlægning. EOS forklarer netop at synergipræmien måske er steget, fordi større virksomheder kan nå at realisere værdien af teknologier inden de forældes.

Særligt de danske kapitalfonde er meget opmærksomme på, at denne synergipræmie er attraktiv for deres afkast, og flere fonde har strategier om kun at investere i virksomheder, der potentielt kan sælges til strategiske købere. En PE fond udtaler bl.a. følgende:

*"Vi går ikke ind i noget hvis vi ikke kan se, at der er industrielle købere til det. For hvis det udelukkende er for at exitte til anden kapitalfond, vil du ikke kunne få en ordentlig prissætning. Industriel køber vil altid kunne give en højere pris pga. synergipræmier"*<sup>245</sup>

Når en virksomhed børsnoteres vil den fortsætte som en stand-alone case og dermed ikke kunne realisere synergier med andre virksomheder. Derfor vil denne eventuelle præmie på værdiansættelsen heller ikke kunne opnås af en børsnoteret virksomhed.

### **13.1.3 SMV'erne kan være underlagt en likviditetsrabat ved børsnoteringen**

Et forhold, der i teorien taler for en højere prissætning på børsen er, at virksomhedens aktie bliver let omsættelig og likvid. Dette har værdi for en køber dels fordi kapitalandelen i virksomheden let kan realiseres og dermed er mindre risikofyldt og dels fordi salget kan gennemføres uden, at der pådrages betydelige transaktionsomkostninger. Samtidig er det modsatte gældende for køber af en illikvid aktie, som typisk er tilfældet ved køb af aktier i privat ejerskab. Her vil køber ønske at blive kompenseret for en sådan illikviditet

---

<sup>244</sup> Interview 8, min. 9:00

<sup>245</sup> Interview 12, min. 7:30

igennem en illikviditetsrabat. Studier viser at likviditetsrabatten typisk udgør ca. 30%<sup>246</sup>. Dette er altså samme størrelse som den typiske kontrolpræmie, hvorfor de to i teorien bør udligne hinanden, og derfor ikke influere prissætningen væsentligt på tværs af private og offentlige transaktionstyper.

Som markedsinteressenterne påpeger, er udfordringen på det danske børsmarked bl.a., at der i praksis er opnået en meget beskeden omsætning i SMV'ernes aktier. Derfor kan det diskuteres, hvor likvide de danske SMV'ers aktier er/bliver i forbindelse med en børsnotering og om de derfor også bør handles med en illikviditetsrabat.

Således kan den lave omsætning i de danske SMV'ers aktier altså influere prisen på virksomheden, fordi investorerne vil kompenseres for illikviditeten, hvilket kan resultere i større værdiansættelser ved private unoterede transaktioner end ved en dansk børsnotering.

Umiddelbart lader dette til at være tilfældet på det danske marked og illikviditet kan dermed være en af de primære årsager til, at det ovenstående værdiansættelsesniveau ser ud som det gør. Samtidig er likviditet i aktierne et centralt punkt i børsens value proposition, hvorfor manglen på samme resulterer i et dårligere "produkt" for SMV'erne<sup>247</sup>. Derfor giver det også mening, at flere SMV'er fravælger den danske børs til fordel for udenlandske.

#### 13.1.4 PE fondene har gode vilkår

Den stigende opkøbsaktivitet i blandt de danske PE fonde kan også være årsag til, at værdiansættelserne ser ud til at være højere ved private transaktioner. Som nævnt mener flere interviewpersoner, at fonde generelt betaler en god pris for virksomheden. PE fondene nyder generelt også godt af fordelagtige finansieringsmuligheder, der medfører at de kan geare deres opkøb betydeligt. Siden år 2001 er der således oplevet stigende gældsmultiple (gældsniveau i forhold til virksomhedens EBITDA) ved de europæiske PE fondes opkøb (se Bilag 22). Denne udvikling kombineret med det historisk lave renteniveau (se Bilag 23), giver fondene gode vilkår for at betale høje værdiansættelser og stadig realisere attraktive afkast på deres egenkapital, da fondene kan købe en virksomhed med et begrænset egenkapitalindskud (høj finansiel gearing). Hertil kommer, at den finansielle gearing giver kapitalfondene (primært PE fondene) ekstra kapital og dermed yderligere ressourcer til at investere.

---

<sup>246</sup> (Plenborg, et al., 2006)

<sup>247</sup> Her henvises til starten af kapitel 11 - Internationale børsnoteringer, kvalitet og renommé startende på side 63



Teoretisk bliver der oftest argumenteret for at høj gearing, bør reflekteres i øget finansiel risiko (konkurs risiko) på egenkapitalen og, at gearing derfor som udgangspunkt ikke bør give anledning til en højere prissætning<sup>248</sup>. I deres banebrydende artikel fra 1958 forklarer Miller og Modigliani således, at kapitalomkostningerne i et perfekt kapitalmarked uden skatter ikke er afhængig af kapitalstrukturen og værdien af et selskab derfor ikke er afhængig af kapitalstrukturbeslutningen. På trods af, at Miller og Modigliani fokuserer på forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital, har kapitalstrukturdiskussionen imidlertid også til opgave at forklare, hvordan egenskaberne ved de forskellige finansieringsbeslutninger har betydning for de samlede kapitalomkostninger og dermed også den samlede værdisætning af et givent selskab. Spørgsmålet om hvilken type egenkapital et selskab vælger i forbindelse med både finansiering og frasalg kan derfor have stor betydning for værdiansættelsen, da egenkapitalfinansiering ikke er et homogent "produkt"<sup>249</sup>. Michael C. Jensen (1989) beskriver f.eks., at på trods af, at PE fondenes LBO-transaktioner<sup>250</sup> oftere ender i finansielle problemer, pga. den høje gearing, er konkursrisikoen mindre for selskaber ejet af en kapitalfond end hvis de er børsnoteret<sup>251</sup>. Dette skyldes, at fondene typisk kan håndtere problemerne relativt hurtigt, hvilket også til dels kan kobles til kontrolpræmien, der gør det muligt at tage hurtige beslutninger.

Således kan de nuværende markedsforhold og strukturelle fordele for kapitalfondene, og særligt PE fondene, medføre, at de kan betale højere værdiansættelser, end SMV'erne kan opnå ved en børsnotering. Dette gør det attraktivt at sælge ejerskab til PE fondene, hvilket kan resultere i fravalget af en børsnotering til fordel for kapitalfondene, hvilket er en tendens, der også observeres i kapitel 10.

### 13.1.5 Anker investorer og informationens fremskaffelsesomkostninger

Asymmetrisk information på tværs af transaktionstyperne, kan ligeledes have indflydelse på priseniveauet. Sælger har som udgangspunkt fuld information om virksomheden, men der kan være forskel i købers adgang til, og omfanget af, den tilgængelige information vedrørende den konkrete virksomhed. F.eks. kan køber ved en privat M&A transaktion gennemføre en fuld due diligence af virksomheden, mens offentlige investorer i en børsnoteringstransaktion er begrænset til den information som virksomheden offentliggør.

Chemmanur, et al. (1999) finder netop, at beslutningen om at gennemføre en offentlig eller privat transaktion er et trade-off imellem "informationens fremskaffelsesomkostning (IFO)" og købers diversificering.

---

<sup>248</sup> (Brealey, et al., 2014 s. kapitel 17-19) Forklarer bl.a. hvordan afkastkravet på egenkapital bør stige som resultat af finansiel gearing

<sup>249</sup> (Isaksson, et al., 2013 s. 21 nederst)

<sup>250</sup> Leverage Buy Out (LBO) er et udtryk for et højt gearet (belånt) opkøb

<sup>251</sup> (Jensen, 1989 s. 24)

I en privat transaktion sælges virksomheden typisk til én eller få store private investorer. Her er fordelene, at når der sælges til få private investorer, vil IFO blive minimeret, da få investorer frembringer al nødvendig kapital, og få investorer dermed skal opnå viden om selskabet. Ulempen er, at private investorer som udgangspunkt ikke er fuldt diversificeret og derfor kræver et højere afkastkrav, hvilket reducerer prisen. Endvidere vil de private investorer have større forhandlingskraft, hvilket også kan reducere prisen.

De offentlige investorer, vil alle have omkostninger forbundet med at undersøge kvaliteten af selskabet og kan typisk ikke undersøge selskabet nær så godt. Dette medfører høje IFO, og kan resultere i en rabat på værdiansættelsen. På den anden side vil de offentlige investorer typisk være fuldt diversificeret og have begrænset forhandlingskraft overfor sælger af f.eks. en SMV, hvilket kan øge værdien af selskabet.

Trade-off'et, den endelige værdiansættelse og beslutningen om at gennemføre en børsnotering, frem for en privat transaktion, vurderes altså at være et spørgsmål om størrelsen på IFO. Således forventes det, at unge virksomheder vil foretage private transaktioner og ældre vil foretage børsnoteringer, fordi ældre selskaber har mere tilgængelig offentlig information, hvilket reducerer IFO for de offentlige investorer.

At der er forskel på graden af asymmetrisk information på tværs af transaktionstyper bekræftes af en VC fond, som i en diskussion omkring hvilken købertype, der kan tilbyde den højeste pris, giver udtryk for at kapitalmarkedet kan være nemmere at snyde<sup>252</sup>.

I interviewundersøgelsen bekræftes det, at flere virksomheder først afsøger mulighederne i det private transaktionsmarked, før en eventuel børsnotering gennemføres. I forbindelse med den uheldige udvikling på FN udtaler en VC fond:

*"Dem der kom på First North sagde vi nej til og skulle aldrig have opnået finansiering. Men så kom de på First North og snød investorerne, der ikke havde samme indsigt som os"*<sup>253</sup>

Således lader det til, at en række af de danske SMV'er, der umiddelbart er tidligt i deres livscyklus, har opsøgt private transaktioner forinden deres børsnotering, hvilket bekræfter trade-off hypotesen fra Chemmanur, et al. (1999).

Ovenstående bekræfter også vigtigheden i at have en anker-investor i forbindelse med en børsnotering. En anker-investor kan netop investere nogle ressourcer i at fremskaffe den nødvendige information til at vurdere investeringscasen. Siger anker-investoren derefter "god" for investeringen, giver det et væsentligt

---

<sup>252</sup>Interview 18, min 26:00

<sup>253</sup>Interview 18, min 28:30

kvalitetsstempel af virksomheden og mindsker IFO betydeligt blandt de resterende mindre aktionærer. Dermed vil det påvirke trade-off'et og umiddelbart gøre det mere attraktivt at foretage en børsnotering frem for en privat transaktion. Når der opleves et meget begrænset antal anker-investorer på det danske marked, som er villige til at investere i SMV-børsnoteringer, må det altså forventes at have en negativ effekt på attraktiviteten ved en børsnotering.

### 13.1.6 Stor privat konkurrence om SMV'er

Graden af forhandlingskraft hos den private investor kan som sagt være forskellig på tværs af transaktionstyperne og er særligt afhængig af, hvor konkurrencepræget virksomhedens salgsproces gennemføres. Selvom der i ovenstående argumenteres for, at de private investorer typisk vil have en stor forhandlingskraft, kan den øgede interesse, for opkøb, blandt SK'er og kapitalfonde resultere i en mindre forhandlingskraft. Dette kan påvirke trade-off'et og resultere i bedre private værdiansættelser. Særligt interviewpersonerne fra fondene bekræfter dette forhold. En VC fond udtaler følgende omkring deres overvejelser ved exit:

*"Ofte findes køber igennem virksomhedens netværk men vi hyrer også ofte en rådgiver til at afsøge markedet. Vi vil altid gerne have en kompetitiv proces igang for at få den højeste pris"<sup>254</sup>.*

Når det opleves, at de danske kapitalfonde har historisk meget tilsagt kapital og SK'er er på vækst -og innovationsjagt, er det således ikke overraskende, at der kan opstå nogle konkurrenceprægede transaktioner, der bidrager positivt til værdiansættelsen.

Et andet aspekt er, at kapitalfondene kan tilbyde fleksible og skræddersyede aktionæroverenskomster. Ved en diskussion omkring hvilken køber, der kan tilbyde den højeste prissætning nævner en VC fond følgende:

*"Grunden til at de her Unicorns ikke børsnoteres er, at VC fonde kan give en meget høj prissætning. Den måde det fungerer på er, at kommer der en virksomhed, der skal bruge 100 mio. så siger fonden, at de vurderer selskabet til 500 mio. og de vil have 20% ejerandel. Så beder virksomheden om at få en værdiansættelse på 1 mia. og fonden siger så ok, så får i 100 mio. til 10% ejerandel, men så vil vi have pengene 2x igen før i andre kan få noget. Så skal virksomheden faktisk bare være 200 mio. værd før fonden er hjemme med sine penge. Denne værdiansættelse vil man ikke kunne få på børsen"<sup>255</sup>*

---

<sup>254</sup> Interview 19, min. 13:00

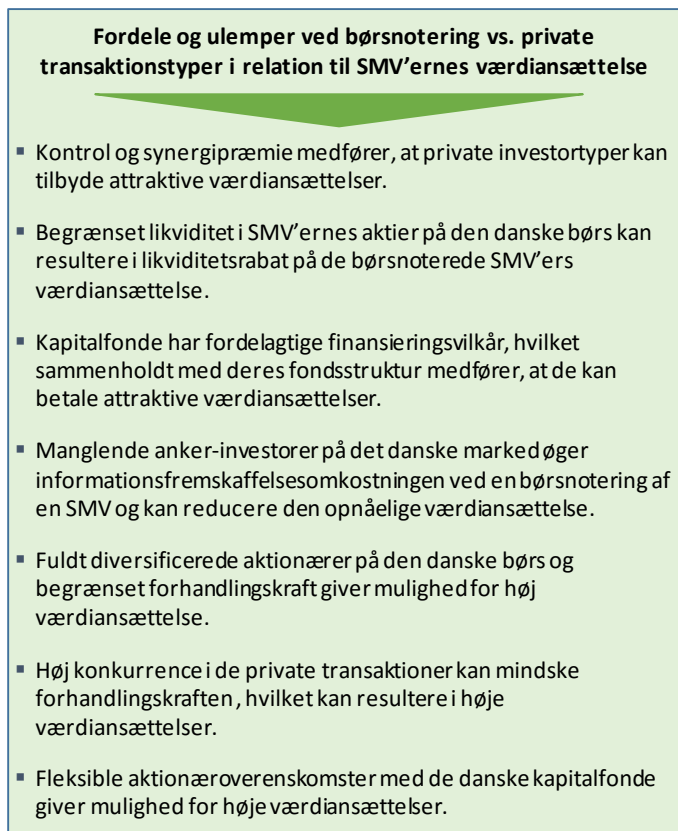
<sup>255</sup> Interview 19, min. 41:00

Det der omtales, omhandler en tendens hvor antallet af de såkaldte "Unicorn"-virksomheder (start-up virksomheder med en værdiansættelse > USD 1 mia.) er steget markant over de seneste år. I USA diskuteres dette emne hyppigt, da mange Unicorns vælger at forblive ejet af VC fondene i stedet for at gå på børsen. Det er oplevet flere gange, at Unicorns er gået på børsen til værdiansættelser betydeligt under den seneste VC finansieringsrunde<sup>256</sup>, og flere diskuterer hvorvidt VC prissætningerne er udtryk for reel værdi eller blot en "papir værdiansættelse"<sup>257</sup>. Således beskyldes værdiansættelserne ofte for at være udtryk for en forhandlingssituation, som inkluderer nogle "dirty" aktionæroverenskomster. Dette medfører imidlertid at VC fondene har en vis fleksibilitet i forbindelse med værdiansættelsen af SMV'erne, hvilket kan resultere i at VC fondene bliver favoriseret frem for en børsnotering.

Ovenstående diskuterer en række forhold, der influerer værdiansættelsen på tværs af privat og offentligt ejerskab. Selvom værdiansættelsen er yderst case-specifik, findes der ingen konkrete indikationer på, at den danske børs tilbyder favorable værdiansættelser af SMV'erne i forhold til de alternative transaktionstyper. Således eksisterer der en række forhold på det danske marked, der bekræfter, at private købertyper, bør kunne betale attraktive værdiansættelser. Samtidig eksisterer der en række begrænsninger, der umiddelbart resulterer i, at værdiansættelsen ved en dansk børsnotering ikke opnår sit "fulde potentiale".

Figur 29 opsummerer de diskuterede forhold, der vurderes at have betydning for prissætningen i forbindelse med private transaktioner og en børsnotering.

Der er tidligere argumenteret for det paradoksale ved at amerikanske selskaber fravælger en børsnotering til fordel for en privat transaktion,



Figur 29. Opsummering af det opnåelige værdiansættelsesniveau baseret på foregående afsnit. Egen tilvirkning

<sup>256</sup> <http://www.inc.com/kimberly-weisul/kleiner-perkins-unicorn-valuations-cant-last.html>

<sup>257</sup> <http://fortune.com/2015/10/22/startup-unicorn-valuation-uber-real-worth/>

på trods af en højere prissætning ved en børsnotering (valuation premium puzzle). Umiddelbart lader det ikke til, at dette paradoksale forhold eksisterer på det danske børsmarked. Modsætningsvis findes en række indikationer på, at de private transaktionstyper tilbyder en mere attraktiv værdiansættelse. Hvorvidt dette er et udtryk for favorable værdiansættelser blandt de private eller en række strukturelle problemstillinger på det danske marked, der medfører dårligere værdiansættelser på de danske børser, er ikke vurderet eksplicit.

Umiddelbart har SMV'er på de svenske børser, særligt de sidste 3 år, oplevet favorable værdiansættelser, hvorfor det også særligt er i 2014 og 2015, at de danske SMV'er har valgt at blive børsnoteret her.

Det relativt lave værdiansættelsesniveau på børsen kan i høj grad hænge sammen med markedsiinteressenternes beskrivelse af det danske kapitalmarked og dermed særligt skyldes; 1) at det danske SMV-børsmarked ikke er særlig likvidt og 2), at der er et meget begrænset antal aktive anker-investorer i SMV-segmentet. Forholdene bidrager begge til, at børsnoterede SMV'er ikke nødvendigvis realiserer deres fulde værdiansættelsespotentiale på de danske børsplatforme og dermed fravælger en børsnotering.

Et væsentligt forhold ved børsens value proposition skulle gerne være, at den offentlige markedsplads kan tilbyde en værdiansættelsespræmie. Hvis dette ikke er tilfældet, er der nogle forhold omkring selve transaktionsprocessen og den fremtidige governance, der medfører, at mange interviewpersoner ikke mener, at børsen vil være attraktiv.

Værdiansættelse og omkostninger hænger ubestrideligt sammen, når attraktiviteten af de forskellige transaktioner vurderes. Begge forhold kan således influere SMV'ernes transaktionsvalg. Følgende afsnit omhandler derfor interviewpersonernes betragtninger omkring omkostningsniveauet ved en dansk børsnotering og en konkret analyse af samme i relation til forholdene ved private transaktionstyper.

## **14 Omkostningerne ved privat vs. offentligt ejerskab**

Som udgangspunkt giver interviewundersøgelsen flere indikationer på, at en børsnotering bliver betragtet som en meget omkostningstung transaktion. Således omhandler de 2 hyppigst benyttede årsager til, at børsen fravælges blandt de privatejede virksomheder, at omkostningsniveauet er for stort. Her refereres både til selve børsnoteringen og det efterfølgende liv som børsnoteret virksomhed. Hertil kommer at 2 af de seneste afnoteringer fra FN (Travelmarket og Athena) beskriver, at fordelene ved at være børsnoteret, ikke kan retfærdiggøre de økonomiske og arbejdsmæssige konsekvenser herved (se Bilag 20).

Som tidligere nævnt, er der også betydelige forskelle på, hvordan de forskellige transaktioner gennemføres og på de krav, der stilles til virksomheden, afhængig af om der gennemføres en privat transaktion eller en

børsnotering. Egenkapitalfinansiering er som sagt ikke et homogent produkt, hvorfor både de direkte og indirekte omkostninger kan være forskellige imellem de alternative transaktionstyper. F.eks. betyder regulativerne ved at være en børsnoteret virksomhed, at der opstår en række indirekte omkostninger, der differentierer denne transaktion fra de private.

Interviewpersonerne er blevet spurgt om deres holdning til hvilken transaktion, de mener, er den mest omkostnings- og ressourcekrævende at gennemføre. Flere mente ikke, at de havde den nødvendige viden til at give et endegyldigt svar. 12 besvarede spørgsmålet og alle vurderede, at en børsnotering er den dyreste transaktion at gennemføre<sup>258</sup>. Jf. ovenstående var der imidlertid delte meninger omkring, om dette skyldes de direkte eller indirekte omkostninger ved at være børsnoteret, hvilket vil behandles i de følgende del-afsnit.

### 14.1 Børsnoteringsprocessen og livet på børsen er kompliceret og krævende

7 ud af 9 interviewpersoner i privatejede virksomheder nævner, at en børsnotering er fravalgt fordi processen fremstår for besværlig og omkostningstung. Endvidere forklarer de, at de efterfølgende omkostninger er for store relativt til virksomhedens størrelse og, at de dermed er for små til at blive børsnoteret (se Figur 22 s. 72). Det skal igen understreges, at interviewpersonerne primært repræsenterer den nedre del af SMV-segmentet (se metode afsnit).

Som beskrevet tidligere, resulterer en børsnotering også i en række nye regulativer, som selskabet løbende skal forholde sig til. Dette kan medføre en omkostning som selskabet ikke ville have i forbindelse med en privat transaktion. En af interviewpersonerne forklarer således følgende:

*”En børsnotering er ikke så interessant pga. compliance-møllen. Jeg kender en dansk konkurrent, der er afnoteret pga. compliance-reglerne. Man skal være stor før det kan betale sig at have et helt team omkring selve compliance”<sup>259</sup>*

I kapitel 12 er det beskrevet, at der stilles en række krav til virksomhederne, når de vil børsnoteres på både MM og FN. I den forbindelse må det formodes, at virksomhederne skal have en professionel og kompetent økonomifunktion, samt have et set-up, der kan rapportere til de offentlige investorer i forbindelse med regnskabsaflæggelse, kvartalsrapportering, meddelelser om fremtidsforventninger osv. Det er formentlig de færreste mindre og unge virksomheder, der har bootstrappet sig frem, som har dette på plads. Derfor vil en børsnotering kræve en betydelig transformering af virksomhedens organisation.

---

<sup>258</sup> Interviewbilag, ark ”virksomheder” og ”Fonde” underspørgsmål ”Hvilken transaktion er dyrest at gennemføre?”

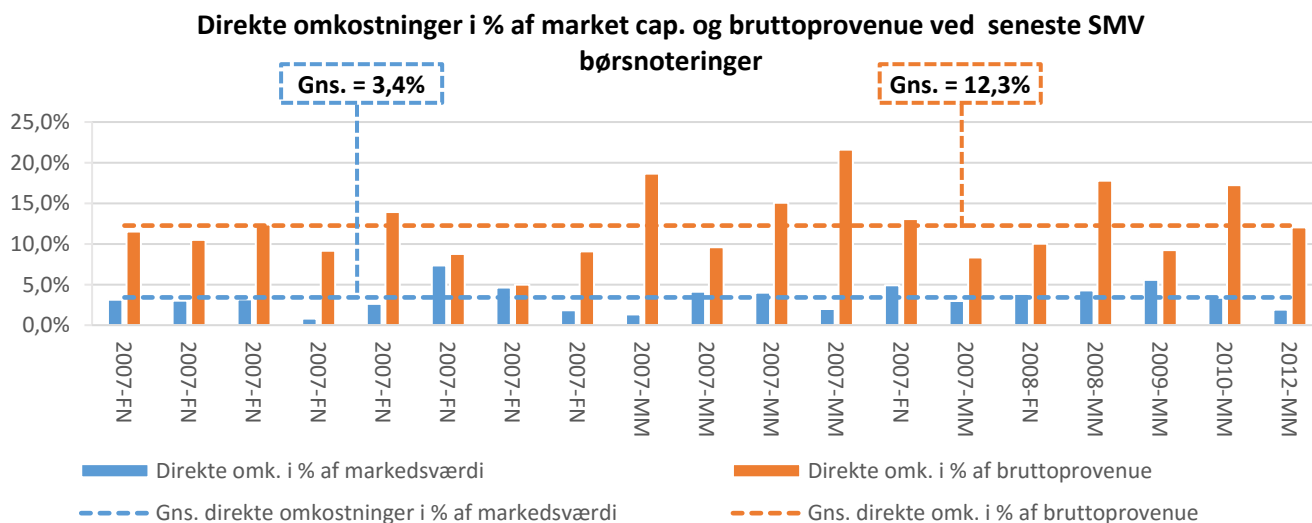
<sup>259</sup> Interview 3, min. 16:30

Forholdene nævnes også af størstedelen af kapitalfondene i forbindelse med en vurdering af hvilke virksomheder, de ser som børsegnede (se Figur 26 s. 87). Således udtaler en interviewperson fra en PE fond, med erfaring fra bestyrelsesarbejde i en række danske børsnoterede SMV:

*"Som kravene er til at være børsnoteret i dag, så er det relativt omkostningskrævende. Hvis du har en virksomhed med 1 mia. i omsætning, så vil jeg vurdere, at det koster 2-3 millioner om året i løbende omkostninger, at være børsnoteret i forhold til ikke at være det. Det at lave en børsnotering er også krævende. Man kommer ikke under et tocifret millionbeløb"*<sup>260</sup>

#### 14.1.1 Betydelige direkte omkostninger ved en børsnotering

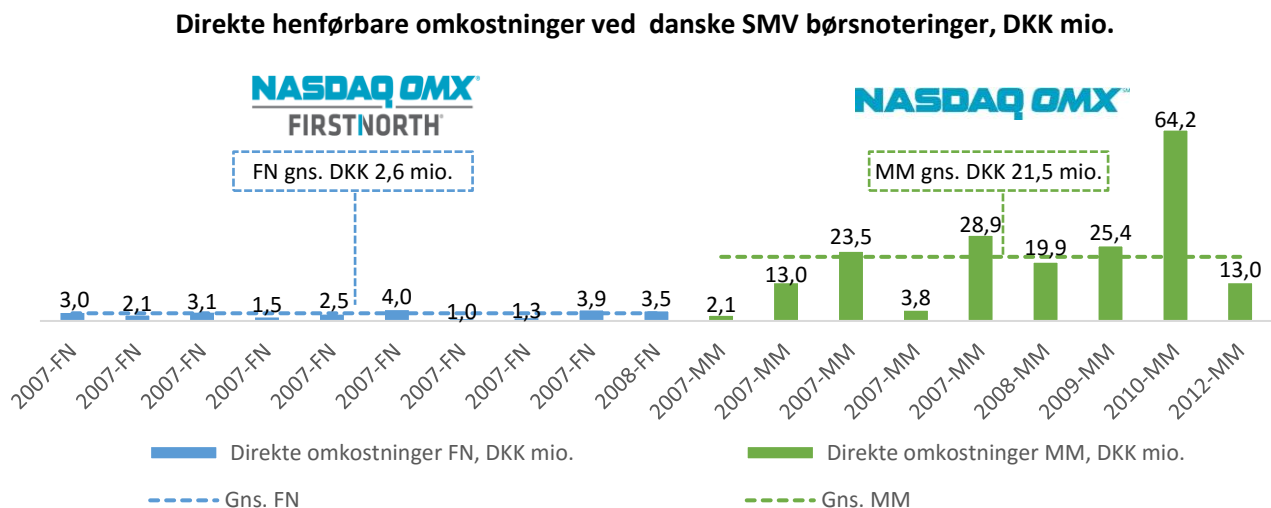
Siden 2007 har 19 SMV'er gennemført en IPO på det danske MM eller FN. De 19 SMV'ers direkte omkostninger i relation til børsnoteringen er vist i Figur 30 nedenfor. Heraf fremgår det, at virksomhederne i gennemsnit har betalt 3,4% af deres markedsværdi, i direkte henførbare omkostninger. Samtidig udgør denne omkostning i gennemsnit 12,3% af bruttoprovenuet, som virksomheden rejste i forbindelse med børsnoteringen. De direkte henførbare omkostninger dækker primært over juridisk, finansiel og revisions rådgivning. Herudover betales en række omkostninger i forbindelse med tryk og print af prospekt, markedsføring af udbuddet, tegningsprovision, registreringsomkostninger hos VP Securities A/S og noteringsgebyr til Nasdaq.



Figur 30. De direkte henførbare omkostninger fra virksomhedernes offentliggjorte prospekter i % af markedsværdien ved dansk IPO (inkl. kapital fra udbuddet) og bruttoprovenuet fra kapitalrejsningen. Gennemsnit beregnet som et simpelt gennemsnit. Egen tilvirkning. Se data i Excel datafil 1, ark 8

<sup>260</sup> Interview 12, min. 18:00

En af fordelene ved FN er netop de reducerede regulativer på denne platform. Således kunne det forventes, at omkostningerne på denne børs er mindre end på MM. Dette bekræftes af data, da forskellene i de direkte henførbare omkostninger i høj grad afhænger af, om virksomheden er blevet børsnoteret på FN eller MM. 10 af de ovenstående 19 virksomheder, der har gennemført en IPO, er blevet børsnoteret på FN imens 9 er børsnoteret på MM. De totale omkostninger fremgår af Figur 31 nedenfor. I gennemsnit har virksomhederne noteret på FN og MM betalt hhv. DKK 2,6 mio. og 21,7 mio. i direkte henførbare omkostninger ved børsnoteringen.



**Figur 31. De direkte henførbare omkostninger ved danske SMV IPOs i DKK mio. oplyst i selskabernes børsprospekter. Egen tilvirkning. Se data i Excel datafil 1, ark 8**

Der ses en betydelig større spredning i omkostningerne ved at børsnotere sig på MM ift. FN. Således har en børsnotering på MM kostet alt fra DKK 2,1 - 64,2 mio. i direkte omkostninger, imens en notering på FN har kostet DKK 1 – 4 mio. Umiddelbart kan intervallerne forventes at være afhængig af størrelsen på det børsnoterede selskab. Således er markedsværdien på de illustrerede IPOs på MM mellem DKK 153 – 1894 mio. (gns. på 635 mio.) og på FN er markedsværdien mellem DKK 22 – 184 mio. (gns. på 86 mio.).

Hvis man ser på SMV'ernes omkostning i forhold til markedsværdien på tværs af FN og MM er de relativt ens. Her har SMV'erne i gennemsnit betalt hhv. 3,3% og 3,5% af virksomhedens markedsværdi. Ift. det rejste bruttoprovenu, udgør omkostningerne 10,0% og 14,4% for hhv. FN og MM<sup>261</sup>. Således har FN, historisk set, tilbudt en billigere børsnoteringsløsning end MM, både i absolutte og relative omkostninger om end omkostningerne relativt til virksomhedens størrelse er forholdsvis ens på tværs af de 2 børs.

<sup>261</sup> Excel datafil 1, ark. 8



Axcel future (2016) finder en tydelig negativ korrelation imellem SMV'ernes størrelse og omkostningens relative størrelse i procent af rejst kapital (se Bilag 26). Denne undersøgelse er gennemført ved at spørge rådgivere og investeringsbanker og gennemgå prospekter for børsnoteringer siden år 2010. Ud fra ovenstående analyse af FN og MM bekræftes dette forhold umiddelbart ikke, da de større SMV'er på MM, faktisk har betalt højere relative omkostninger i forhold til det rejste bruttoprovenue og ca. lige store ift. virksomhedernes markedsværdi. I Bilag 26 er sammenhængen mellem bruttoprovenuet's størrelse og omkostninger i procent af det rejste bruttoprovenue illustreret. Her findes der heller ingen sammenhæng imellem udbuddets størrelse og omkostningernes relative størrelse.

Det tilgængelige data, som analysen er baseret på, viser altså, at de relative omkostninger ved at foretage en børsnotering i SMV-segmentet, som udgangspunkt ikke afhænger af størrelsen på udbuddet eller selskabet. Det findes netop, at de mindre selskaber, børsnoteret på FN har betalt en ca. identisk relativ "børsnoteringspris" ift. de større på MM i relation til selskabernes samlede markedskapitalisering. Ift. det rejste bruttoprovenue, er det ligefrem relativt billigere for de mindre selskaber på FN. Således bør de direkte omkostninger ikke være en afgørende faktor for fravalget af en børsnotering på tværs af selskabernes størrelse i SMV-segmentet, hvilket ellers umiddelbart er tilfældet i interviewundersøgelsen<sup>262</sup>.

Dette indikerer at der, i den analyserede tidsperiode, har været rådgivere på det danske marked, som har kunnet hjælpe mindre virksomheder på børsen til konkurrencedygtige omkostninger. Her skal det bemærkes, at størstedelen af børsnoteringerne blev gennemført i 2007 og før krisen. Flere af de danske markedsundersøgelser peger netop på, at mange af de mindre rådgivere og investeringsbanker, dedikeret til SMV-segmentet, lukkede ned i forbindelse med krisen og ikke længere er aktive på det danske marked. Derfor kan ovenstående analyse ikke udtale sig om, hvorvidt SMV'erne kan opnå samme konkurrencedygtige omkostningsniveau i dag, med de eksisterende rådgivere. Da der er gennemført et meget begrænset antal SMV-børsnoteringer de seneste år, kan det nutidige realiserede omkostningsniveau ikke belyses nærmere.

Axcel Futures omkostningsanalyse er netop baseret på en nutidig rundspørge blandt de eksisterende rådgivere og investeringsbanker. Her tyder det altså på, at de små SMV'er ikke længere bliver tilbudt det samme konkurrencedygtige omkostningsniveau, som de blev i 2007. Er dette tilfældet, ser det ud til, at der i dag eksisterer nogle skalafordele omkring de direkte omkostninger ved en børsnotering, hvilket kan gøre det mindre attraktivt for de små SMV'er at gennemføre en børsnotering.

---

<sup>262</sup> Det skal bemærkes, at analysen ikke har undersøgt omkostningerne i forbindelse med større børsnoteringer end DKK 2 mia. hvorfor analysen ikke kan udtale sig om de relative omkostninger for selskaber udover det definerede SMV-segment.

Hvis dette skift i det relative omkostningsniveau siden år 2007 til i dag er oplevet, er det naturligt, at det er blevet mindre attraktivt for de små SMV'er at gennemføre en børsnotering. Derfor kan det, som de danske undersøgelser påpeger, være afgørende, at de danske rådgivere tilbyder et konkurrencedygtigt omkostningsniveau på størrelse med det der blev observeret i og omkring 2007.

#### 14.1.2 Private transaktionsomkostninger er vanskelige at kvantificere

Det er en stor udfordring at gennemføre en sammenligning af omkostningernes relative størrelse på tværs af transaktionstyper. Dette skyldes, at der sjældent er offentlig data tilgængeligt vedrørende omkostningerne ved at gennemføre en privat transaktion. Derfor kan det være svært at få indikationer på, hvad transaktionsomkostningerne udgør ved denne type transaktion og vurdere børsens attraktivitet i relation til omkostningsniveauet.

Internationalt peges der på, at transaktionsomkostningerne, til den finansielle rådgiver i en privat transaktion, typisk udgør 1-8% af virksomhedens værdi (værdi af egenkapital) og afhænger af virksomhedens størrelse. I den forbindelse påpeges det, at omkostningens relative størrelse er kraftigt aftagende når virksomhederne bliver større<sup>263</sup>. Det vurderes at omkostningen typisk udgør 6-8% af virksomhedens markedsværdi for virksomheder med en værdi på ~DKK 65 – 200 mio., 2-3% for virksomheder med en værdi på ~DKK 650 – 3.250 mio.<sup>264</sup> Til denne omkostning skal tillægges omkostninger til evt. juridisk bistand og revisor i forbindelse med transaktionen. Det skal understreges at disse omkostninger er i forbindelse med et ejerskifte og dermed salg af majoritetsejerskabet. Omkostningerne i forbindelse med finansiering af risikovillig kapital, i en privat transaktion, kan der således ikke kommenteres på.

Hvis omkostningsniveauet er sammenligneligt med det danske marked, ser det umiddelbart billigere ud, for de helt små SMV'er, at gennemføre en børsnotering, da omkostningerne historisk har ligget på omkring 3,4% af virksomhedens markedsværdi ift. 6-8% ved en M&A transaktion (plus evt. andre rådgiveromkostninger). Når der måles på de direkte omkostninger, ved at gennemføre de forskellige transaktioner, er der altså indikationer på, at en børsnotering faktisk kan være billigere i relative direkte omkostninger for de helt små SMV'er med en markedsværdi < ~DKK 650 mio. Ud fra ovenstående bør de større SMV'er med en værdi mellem DKK 650-2.000 mio. være nogenlunde indifferente imellem en M&A transaktion og en børsnotering, når der kun tages højde for de direkte omkostninger, da de ser ud til at være i samme størrelsesorden. Muligvis vil en M&A transaktion fortsat være dyrere for de større SMV'er, når omkostningerne til evt. juridisk og revisionsrådgivning tillægges.

---

<sup>263</sup> <http://www.exits.com/blog/ma-advisor-fees-selling-business/>

<sup>264</sup> Intervallerne er opgivet i USD og er konverteret til DKK med kursen 6,5 DKK/USD

Ovenstående sammenligner imidlertid omkostningerne ved IPOs på den danske børs med omkostningerne ved en privat ejerskiftetransaktion, hvilket som udgangspunkt ikke er direkte sammenlignelige transaktioner. Det kan således tænkes, at omkostninger forbundet med private minoritets/finansierings transaktioner, kan være væsentligt lavere.

At en børsnotering skulle være billigere at gennemføre end de private transaktionstyper bekræftes ikke af interviewpersonerne. Dette skyldes imidlertid også, at der opstår nogle indirekte omkostninger i forbindelse med transaktionen.

#### 14.1.3 De indirekte omkostninger gør en børsnotering til den dyreste transaktion

Ovenstående omkostninger udgør kun de direkte eksterne omkostninger, som virksomheden kan henføre til børsnoteringen og udbuddet. Hertil kommer de interne omkostninger, som organisationen oplever grundet transaktionen. Jf. tidligere skal en virksomhed netop forvente at bruge nogle ressourcer på at transformere organisationens interne funktioner, til at opfylde kravene til den offentlige dokumentation og rapportering i forbindelse med en børsnotering. Dette kan være ressourcekrævende og omkostningstungt. Yderligere vil virksomheden opleve nogle årligt tilbagevendende interne omkostninger direkte relateret til livet som børsnoteret virksomhed. Disse omkostninger skal naturligvis indgå i SMV'ernes overvejelser.

Den tidligere citerede interviewperson, med praktisk erfaring fra børsnoterede SMV'er, vurderer, at de årligt tilbagevendende omkostninger ved en børsnotering udgør DKK 2-3 mio. Dette er ud fra erfaring, som stammer fra SMV'er med en markedsværdi omkring DKK 1 mia.<sup>265</sup> Niels Laursen, CFO i MPI, kommenterer på deres erfaringer med omkostningerne ved at være børsnoteret og nævner, at omkostningerne svinger fordi man oftere skal benytte sig af advokater og revisorer<sup>266</sup>. MPI er en virksomhed med en markedsværdi på DKK 178 mio.<sup>267</sup> og i forhold til, hvad det kræver af organisationen at være børsnoteret nævnes:

*"Vi bruger noget tid på regnskabsaflæggelsen og de krav der er her til, så bruger vi en del tid på at informere markedet med selskabsmeddelelser og fortælle hvad vi laver og hvad vi får ud af det. Vi bruger nok 1 fuldtidsperson på det"*<sup>268</sup>

Det kan diskuteres hvad en fuldtidsperson i denne stilling koster at have ansat. En undersøgelse blandt danske Investor relations medarbejdere viser, at den gennemsnitlige årsløn for en IR direktør/manager udgør DKK

---

<sup>265</sup> Bestyrelsesposter i SP-Group (900 mio.), Brdr. A&O Johansen (1 mia.) og tidligere børsnoteret Louis Poulsen, markedsværdier pr. 22/5-2016.

<sup>266</sup> Interview med MPI, min. 46:00

<sup>267</sup> Markedsværdi pr. 22/5-2016

<sup>268</sup> Interview med MPI, min. 31:00

800.000 – 1 mio.<sup>269</sup> Dette tal er blandt direktører/managere og typisk for større virksomheder. Det virker derfor ikke urimeligt at antage, at en mindre virksomhed som MPI kan klare sig med en mere junior medarbejder støttet af CFO'en, og til en noget lavere årlig omkostning. Således antages det at omkostningen er ca. DKK 500.000 årligt. I tillæg til dette udtaler Niels Laursen også, at de oplever øgede løbende omkostninger til rådgivere grundet børsnoteringsen.

Som virksomhed kommer man ikke udenom, at kravene ved en børsnoterings medfører et øget ressourcebrug, som vil medføre nogle omkostninger. I et interview forklarer medejeren af en privat virksomhed, at han ligeledes sad i bestyrelsen for en mindre finansiell virksomhed, der havde søgt om afnotering netop pga. de løbende omkostninger, som han vurderer at være omkring DKK 2 mio.<sup>270</sup> om året. Ud fra ovenstående interviewpersoners erfaringer virker størrelsesordenen for de årligt tilbagevendende omkostninger for de danske SMV'er at udgøre omkring DKK 500.000 – 3 mio., afhængig af virksomhedens størrelse og dermed rapporteringens omfang.

I et forsøg på at kvantificere disse indirekte løbende omkostninger i relation til virksomhedens markedsværdi er der foretaget en NPV beregning. Dette er gjort simplificeret under antagelse af, at omkostningen kommer til at forblive den samme i al fremtid, selskabet er going concern, ingen skattefradrag og en kapitalomkostning på 10%. Under de antagelser vil de årlige indirekte tilbagevendende omkostninger resultere i en NPV omkostning i niveauet  $(500.000/0,1) - (3.000.000/0,1) = \text{DKK } 5 - 30 \text{ mio.}$  i forbindelse med selskabets børsnoterings og alt efter selskabets størrelse<sup>271</sup>.

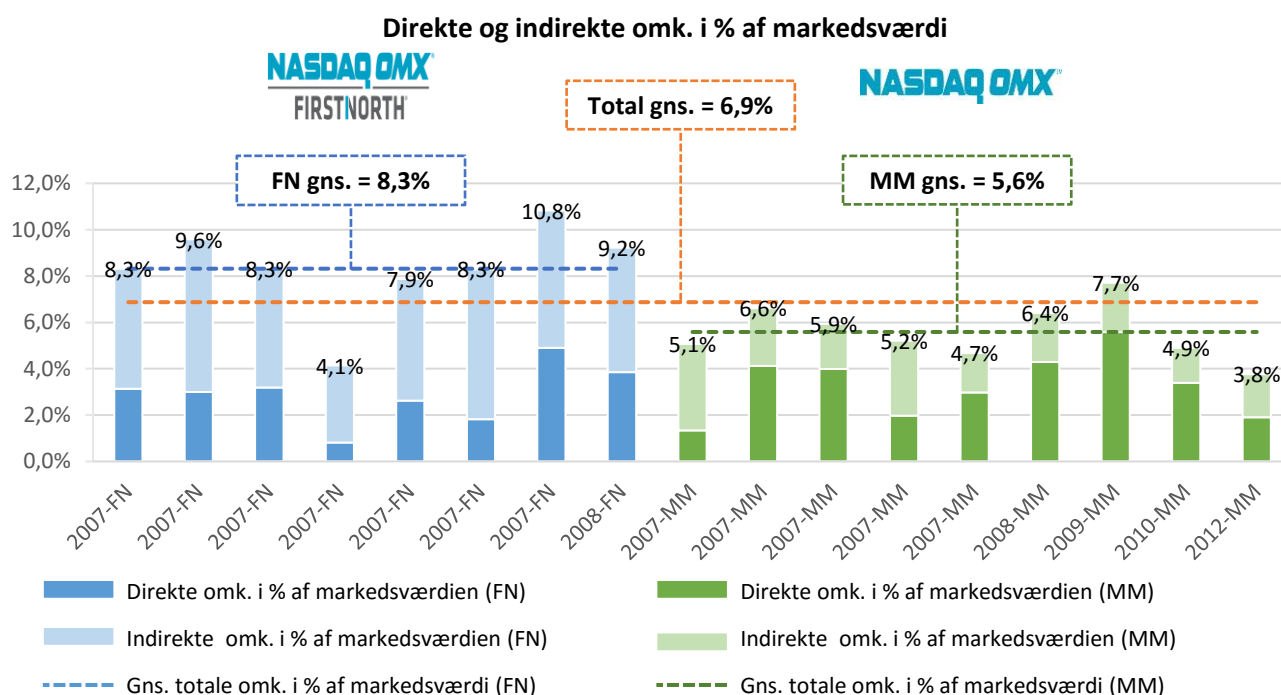
Ved at benytte lineær interpolation, er denne indirekte omkostning tillagt de direkte omkostninger. Således er den kapitaliserede indirekte omkostning på mellem DKK 5 og 30 mio. tildelt SMV'er med en markedsværdi på hhv. 100 og 2.000 mio. og derefter lineært forholdsvist fordelt på alle størrelser imellem<sup>272</sup>. Dermed vil en SMV med en markedsværdi på 1.000 mio. f.eks. få tildelt en årligt tilbagevendende indirekte omkostning på DKK 16,9 mio. Resultat er illustreret i Figur 32.

<sup>269</sup> (Søeberg, 2009)

<sup>270</sup> Interview 9, under spørgsmål "Andre kommentarer"

<sup>271</sup> Her er benyttet formelen for en uendelig løbende annuitet, se (Brealey, et al., 2014 s. 84)  $NPV = \frac{\text{Annuitet}}{\text{kapitalomkostning}}$

<sup>272</sup> Lineær interpolation fordeler således den kapitaliserede omkostning forholdsvist ved følgende formel i DKK mio.  $y = y_1 + \frac{y_2 - y_1}{x_2 - x_1} * (x - x_1) \rightarrow \text{indirekte kapitaliserede omk.} = 5 + \frac{30 - 5}{2000 - 100} * (\text{markedsværdi} - 100)$



**Figur 32. Indirekte omkostninger er tillagt igennem lineær interpolation ved tildeling af indirekte kapitaliserede omkostninger på DKK 5 mio. til SMV'er med markedsværdi på 100 mio. og 30 mio. til SMV'er med markedsværdi på 2.000 mio. Virksomheder med markedsværdi < 70 mio. er pga. brug af lineær interpolation betragtet som outliers i denne analyse og er ekskluderet. Egen tilvirkning. Se data i Excel datafil 1, ark 8**

Ved at inkludere interviewpersonernes betragtninger omkring de indirekte omkostninger ved at være børsnoteret, udgør de gennemsnitlige totale omkostninger nu 6,9% af SMV'ernes markedsværdi. Ud fra interviewpersonernes udsagn findes endvidere nu en negativ korrelation i mellem de totale omkostninger ved en børsnotering ift. virksomhedens markedsværdi (se Bilag 27). Dette bekræftes yderligere ved, at de gennemsnitlige totale omkostninger udgør 8,3% og 5,6% i forhold til SMV'ernes markedsværdi for hhv. de mindre virksomheder på FN og de større på MM.

Denne sammenhæng er selvfølgelig resultatet af den lineære interpolationsmetode. Det skal derfor bemærkes, at ovenstående analyse udelukkende er baseret på de tre beslutningstageres erfaringer og udtalelser og en forsimplet kvantificering af de indirekte omkostninger på tværs af SMV'erne. Således er der en begrænset reliabilitet og validitet i analysen, som er behæftet med stor usikkerhed. Ikke desto mindre, giver kvantificeringen en indikation på, at særligt de indirekte omkostninger kan være store for mindre selskaber, der ikke nødvendigvis har den organisatoriske størrelse og professionalisme til at varetage, hvad selskaberne selv omtaler som "compliance-møllen" ved at være børsnoteret.

Ud fra analysen kan de indirekte og direkte omkostninger, samlet set, løbe op i ca. 6-8% af virksomhedens værdi, for hele SMV-segmentet. Når dette omkostningsniveau sammenlignes med indikationen på omkostningerne ved en privat transaktion, medfører det alt andet lige, at de mindre SMV'er i relation til omkostningsniveauet bør være nogenlunde indifferente omkring transaktionsgennemførelse på tværs af privat og offentligt ejerskab.

De indirekte omkostninger er udelukkende vurderet i forhold til en børsnotering og antager, at en privat transaktion ikke stiller nogle krav til virksomheden efter gennemførelse af transaktionen, og at virksomheden kan fortsætte driften uændret. Dette er imidlertid ikke korrekt, da der også stilles krav til organisationen og rapportering, når der gennemføres en privat transaktion. Som forklaret i kapitel 12.1 vil særligt kapitalfonde stille ekstra krav til rapportering, hvilket også kan resultere i en række indirekte omkostninger. Rapporteringen til kapitalfondene blev dog, af nogle selskaber, vurderet som ekstra værdiskabende i forhold til den rapportering der er forbundet med en børsnotering. Det er derfor en utrolig svær øvelse, at kvantificere omkostningsniveauet på tværs af transaktionstyper og på den baggrund vurdere attraktiviteten ved en børsnotering.

Samtidig er det beskrevet, at en privat transaktion er mindre omfattende at gennemføre. Det kan derfor forestilles, at SMV'erne, i visse tilfælde, vil være i stand til at gennemføre en privat transaktion, uden væsentlig involvering af rådgivere. I et sådan tilfælde vil en privat transaktion være langt billigere at gennemføre.

En årsag til at den danske børs fravælges af SMV'erne kan også være, at ejerne formår at gennemføre en privat transaktion på egen hånd. Dette kan meget vel tænkes, når det holdes op imod, at både kapitalfonde og SK'er kan være meget proaktive i deres søgen på investeringer, vækst og innovation. Således kan det formodes at disse investortyper banker på døren hos SMV'er og tilbyder priser, der gør det attraktivt at takke ja, inden en børsnotering overhovedet bliver overvejet.

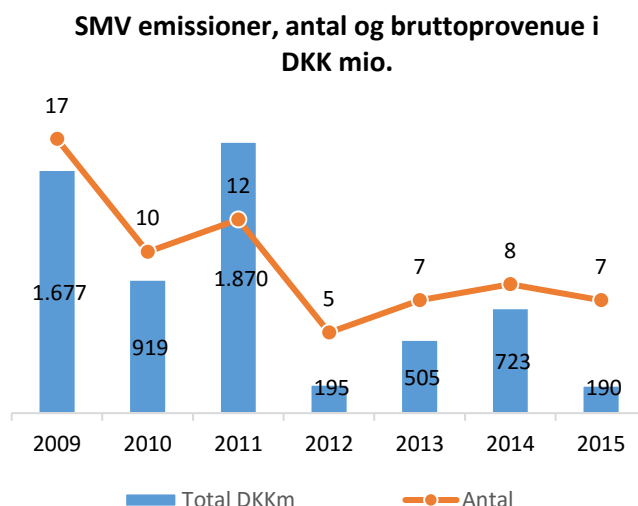
## **14.2 Gratis og nemt at lave kapitalrejsninger ved fondsejerskab**

En vigtig del af børsens value proposition er som sagt at børsnoterede selskaber har muligheden for at foretage yderligere kapitalforhøjelser. Dette kan virksomheden gøre ved at emitte nye aktier i virksomheden, som sælges i markedet. Herigennem kan virksomheden rejse ny kapital til f.eks. at styrke soliditeten eller gennemføre strategiske ekspansionstiltag. Dette var netop også en af de hyppigst nævnte årsag til, at virksomheder vælger at gennemføre en børsnotering jf. Figur 5 s. 39.

Historisk har SMV'erne også benyttet sig af denne finansiering. Figur 33 nedenfor viser, at de børsnoterede SMV'er siden år 2009 har gennemført 66 emissioner (både fortegnings og rettede emissioner), hvor de i alt har

rejst DKK 6,1 mia. Det må betragtes som en betydelig fordel for en virksomhed, at få etableret en platform, hvor der løbende og nemt kan rejses kapital. 4 interviewpersoner nævner også dette forhold som en klar fordel ved at foretage en børsnotering. Udfordringen er imidlertid, at det også kan være en omkostningstung og krævende proces, at gennemføre en ny-emission.

I forbindelse med en ny-emission vil virksomheden blive mødt af en transaktionsproces, der minder om processen ved at blive børsnoteret<sup>273</sup>. Således er der ofte krav til, at et prospekt udarbejdes, hvilket inkluderer ansættelse af rådgivere. Siden år 2009 har de børsnoterede SMV'er gennemført 25 fortegningsemissioner på de danske børs. Omkostningerne i forbindelse med disse fortegningsemissioner er illustreret i Figur 34 nedenfor. I gennemsnit er der rejst DKK 193 mio. i bruttoprovenu per emission. Dette har krævet en gennemsnitlig omkostning på DKK 12,8 mio., svarende til 6,6% af bruttoprovenuet.



Figur 33. Årligt antal rettede og fortegningsemissioner og samlet bruttoprovenu iblandt SMV'er på MM og FN. Egen tilvirkning, se data i Excel datafil 1, ark 16

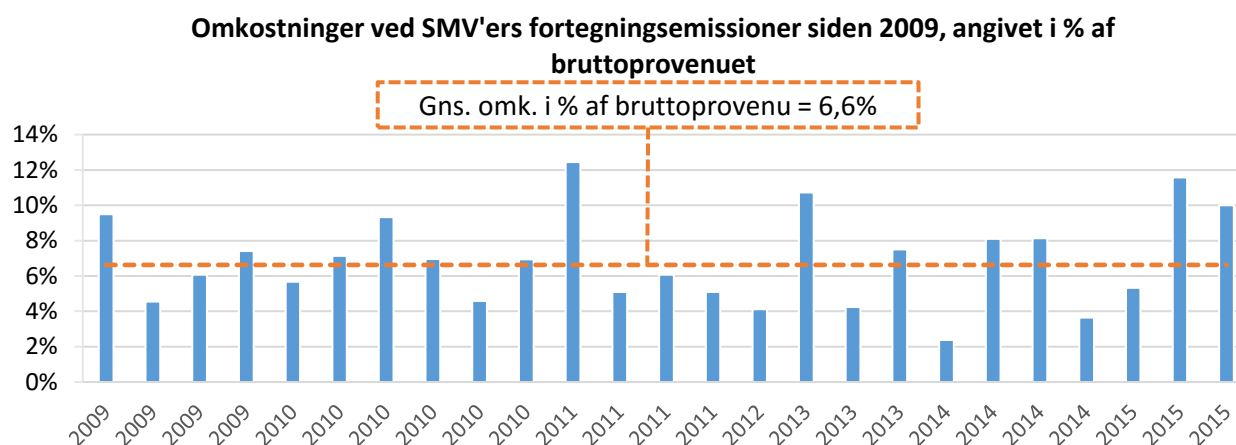
Ovenstående udgør kun omkostningsniveauet ved fortegningsemissioner. Rettede emissioner er ikke inkluderet grundet prospektfritagelse, hvorfor omkostningsniveauet ikke er oplyst<sup>274</sup>.

Således kan det også være omkostningskrævende at gennemføre emissioner efter børsnoteringen. Denne omkostning skal tages i betragtning, når en SMV ønsker at gennemføre en transaktion, særligt hvis ønsket med børsnoteringen er at gennemføre et større antal emissioner i fremtiden. Det kan endvidere forestilles, at SMV'erne ofte står i en situation, hvor der hurtigt er behov for egenkapital, f.eks. i forbindelse med dårlig soliditet ved krisetider eller hvis en strategisk god opkøbskandidat pludselig bliver sat til salg. Hvis et børsnoteret selskab, i sådan en situation, skal nå at kunne eksekvere, har selskabet ikke nødvendigvis tid til at foretage en aktieudvidelse via børsen. Det er i den forbindelse ikke kun et spørgsmål om omkostningerne og

<sup>273</sup> <http://www.dmc.dk/raadgivning/eksempel-paa-forloeb-proces/boersnotering-og-aktieemission/>

<sup>274</sup> Se bilag 28 for reglerne vedrørende prospektpligt hhv. fritagelse.

tiden ved at udfærdige de krævede dokumenter, men ligeså meget at overtale kapitalmarkedet<sup>275</sup>.



Figur 34. Gennemførte fortegningsmissioner i blandt SMV'er på MM og FN i tidsperioden 2009-2015 og de direkte omkostninger forbundet hermed i % af det opnåede bruttoprovenu. Egen tilvirkning, se data i Excel datafil 1, ark 19

En SMV, der har en kapitalfond eller SK i ejerkredsen, kan i den forbindelse opnå en gunstig position. Dette bekræftes delvist igennem interviewundersøgelsen, hvor det ofte er forklaret, hvordan kapitalfondene hurtigt kan tilbyde en kapitalforhøjelse eller på anden vis finansierer porteføljeselskabernes strategier. I en samtale omkring fordelene ved en børsnotering nævner en interviewperson i en PE fond således:

*"Det er en fordel at man kan rejse yderligere kapital til f.eks. akquisitioner. Det kan vi også tilbyde som fond og vi er måske mere attraktive, for vi kan jo i princippet komme med pengene fra mandag til tirsdag"*<sup>276</sup>

Dette forhold bekræftes yderligere af 2 andre PE fonde igennem interviewundersøgelsen. Det lader altså til at være nemt at gennemføre kapitaludvidelser igennem fondsejerskab. Ligeledes vil virksomheden ved fondsejerskab ikke skulle betale transaktionsomkostninger til rådgivere mm., men kan klare kapitaludvidelsen internt i ejerkredsen. Dette medfører, at omkostningerne må forventes at være meget begrænsede, hvis overhovedet eksisterende, ved en sådan transaktion.

I princippet bliver en fortegningsmission igennem børsen også gennemført internt i ejerkredsen, da der netop er fortegningsret for de eksisterende aktionærer. Her medfører børsreguleringen dog, at ovenstående omkostningsniveau opleves. Dette resulterer dermed i, at der er betydelige forskelle ved at gennemføre kapitalrejsninger i privat og offentligt ejerskab. Ud fra ovenstående omkostningsanalyse virker det umiddelbart

<sup>275</sup> (Spliid, 2007 s. 381)

<sup>276</sup> Interview 13, min. 22:00



mere attraktivt at gennemføre en transaktion til privat ejerskab ift. en børsnotering, hvis ønsket er at foretage yderligere kapitalrejsninger for at realisere virksomhedens strategier.

Det er imidlertid vigtigt at være opmærksom på, at en af de væsentligste faktorer i børsens value proposition netop er, at SMV'er kan opretholde deres ejerskab og kontrol over selskabet. Således kan det forventes, at de private investortyper, ikke er enige i selskabets strategier, hvorfor de ikke vil facilitere finansieringen.

Endvidere kan SK'ere være begrænset af deres egen soliditet og PE fonde af deres dry powder og investeringsmandat. Hvis kapitalfondene allerede har den maksimale finansielle eksponering i selskabet, som tillades ift. deres krav om risikospredning, da kan de være nødsaget til, at afslå yderligere finansiering uanset, hvor favorable den enkelte virksomheds strategiske mulighed må være<sup>277</sup>.

Selvom SMV'ers kapitaludvidelse på børsen kan være dyr, giver den nogle fordele i form af uafhængighed fra de resterende investorer. Hvorvidt kapitalfonde og SK'ere er mere fordelagtige end en børsnotering, når SMV'er ønsker at gennemføre fremtidige kapitaludvidelser, må derfor være en afvejning af mindre omkostninger og hurtigere gennemførelse ift. mere handlefrihed og selvstændighed hos den eksisterende ejer.

### Afsnit 3 – Sammenfatning og diskussion af børsens value proposition

Igennem interviewundersøgelsen er det fundet, at SMV'erne har flere rationelle og velovervejede refleksioner omkring valg af transaktionstype. Herunder hvilke forhold, der påvirker attraktiviteten ved en dansk børsnotering og hvilke forhold, der har bevirket at denne er fravalgt.

For det første er det fundet, at den uheldige udvikling på særligt FN-plattformen har skadet attraktiviteten og renomméet ved den danske børs. Dette har bl.a. medvirket til at flere SMV'er ikke vurderer, at en dansk børsnotering giver et betydeligt kvalitetstempel af deres virksomhed, hvilket ellers skulle være én af de attraktive egenskaber ved at blive børsnoteret.

I relation til dette, er det samtidig fundet, at flere SMV'er finder det mere attraktivt at gennemføre en børsnotering på en udenlandsk børsplatform, som muligvis har formået at skabe en dedikeret klynge af børsnoterede virksomheder inden for samme industri og kan tilbyde et bedre og mere internationalt renommé. SMV'erne har således stærke meninger om, at netop klyngeforholdet ved en børsplatform er attraktivt, da dette samler både investorer og medier med interesse i denne industri og dermed forbedrer både aktiernes likviditet og virksomhedernes markedsførings effekt.

---

<sup>277</sup> (Spliid, 2007 s. 381)

Ligeledes er det fundet, at SMV'erne finder børsnoteringsprocessen og den efterfølgende tilværelse som et børsnoteret selskab for besværligt ift. hvad alternative transaktionsmuligheder tilbyder. Dette er særligt grundet reglementet omkring en børsnoteringsproces og de efterfølgende krav til transparens og løbende rapportering til de offentlige investorer. Yderligere medfører juridiske forhold omkring en børsnotering, at flere SMV'er udviser en generel frygt for at blive ramt af sagsanlæg og hårde straffe.

Samtidig vurderer flere SMV'er, at omkostningerne ved en børsnotering er for store til, at de kan oppebæres af deres små virksomheder, dette både i forbindelse med børsnoteringsprocessen og den efterfølgende tilværelse som børsnoteret virksomhed. Her medfører særligt de mindre omfattende rapporteringskrav til alternative transaktionstyper, at omkostningerne forventes at være mindre og bedre kan oppebæres og retfærdiggøres af en mindre virksomhed.

Disse forhold, sammenholdt med, at flere SMV'er finder det attraktivt at opnå en kompetent sparringspartner med kendskab til virksomhedens industri, i forbindelse med transaktionens gennemførelse, medfører, at de alternative transaktionstyper findes attraktive. Der findes således flere forhold, der medfører, at SMV'erne finder de alternative transaktionstyper mere attraktive end en dansk børsnotering. Samtidig findes indikationer på, at hvis den danske børs kan tilbyde en højere værdiansættelse end alternativer, vil dette betragteligt bidrage til en dansk børsnoterings attraktivitet. Dog mener ingen SMV'er, at den danske børs kan tilbyde den højeste værdiansættelse af deres virksomheder. Alle finder således værdiansættelsen ved udenlandske børser, SK'er og kapitalfonde mere attraktiv.

Interviewundersøgelsen giver altså ikke umiddelbart indikationer på, at børsens value proposition er attraktiv, da de fleste mener at flere af de egenskaber som burde gøre børsen attraktiv er mere attraktive ved alternative transaktionstyper, eller er ikke eksisterende på det danske børsmarked. Understøttet af en række kvantitative undersøgelser, giver interviewundersøgelsen således indikationer på, at flere af de favorable egenskaber ved børsens value proposition bliver udkonkurreret af de alternative transaktionstyper, som forholdene er på det danske marked i dag.

Betyder det så, at der må forventes en fortsat noteringstørke på de danske børser i SMV-segmentet? Ikke nødvendigvis.

Der kan være flere udfordringer ved en dansk børsnotering, og selvom flere af de positive egenskaber ved en dansk børsnotering ser ud til at være udkonkurreret af de alternative transaktionstyper, er en betydelig fordel ved en børsnotering fortsat, at virksomhedsejeren her, som den eneste transaktionstype, kan opretholde fuld kontrol over sin virksomhed. Således vil en børsnotering fortsat være en attraktiv transaktionstype for de

virksomhedsejere, der har behov for en eller flere kapitaltilførsler, men fortsat ønsker kontrol med virksomheden samt at fortsætte som selvstændig stand-alone virksomhed i fremtiden.

Ligeledes er nogle virksomhedstyper ikke oplagte investeringskandidater for kapitalfonde og SK'ere evt. grundet manglende fit eller manglende fokus på den type virksomheder. Dette betyder ikke nødvendigvis, at det ikke kan være en god og sund virksomhed med et going concern potentiale og som kan være en glimrende børsnoteringskandidat. Det kan i stedet blot skyldes, at kapitalfondenes investeringsmandat f.eks. ikke omfatter denne industri. Dette er bl.a. oplevet med de danske Biotechvirksomheder, hvor et betydeligt antal har gennemført børsnoteringer over de seneste år. Det er vigtigt fortsat at have et etableret egenkapitals marked, hvor denne type virksomheder kan opnå den nødvendige finansiering til at videreudvikle virksomheden. Samtidig må det forventes, at de virksomheder, der møder udfordringer med at fremskaffe kapital hos de alternative transaktionstyper, vil finde en børsnotering mere attraktiv.

Spørgsmålet er så om disse virksomheder, vil vælge at gennemføre en dansk børsnotering, eller vil finde udenlandske børsnoteringsplatforme mere attraktive. Igennem de seneste år har sidstnævnte været tilfældet. Igennem interviewundersøgelsen er det dog fundet, at flere af SMV'erne nærer et betydeligt nationalt tilhørsforhold og sådan set vil favorisere en dansk børsnotering, såfremt denne kan tilbyde det samme som udenlandske.

For at dette er tilfældet, er der dog nogle forhold ved de danske børsplatforme, der skal ændres og forbedres. I den forbindelse virker det særligt vigtigt, at de danske børsplatforme kan tilbyde en tilstrækkelig likviditet i SMV'ernes aktier og således også skabe fundamentet for en attraktiv værdiansættelse. Yderligere er der et behov, for at få rettet op på særligt FN's renommé, så den danske børs kan tilbyde et kvalitetsstempel af virksomheden. Et stort skridt i den retning vurderes at være, at få engageret danske anker-investorer i SMV-segmentet, som evt. kan tilbyde kompetent sparring til virksomhedens ledelse og give investeringscasen et kvalitetsstempel, der giver noget tryk hos de mindre private investorer.

Samtidig kan kapitalfondenes store aktivitet blive en fremtidig katalysator for et betydeligt antal SMV-børsnoteringer. Kapitalfondene sælger dog typisk deres porteføljeselskaber til den køber, der tilbyder den højeste pris. Derfor kan de danske børsplatforme ikke forventes at være en attraktiv exit-mulighed så længe værdiansættelsen ikke er konkurrencedygtig med de alternative transaktionsmuligheder.

## 15 Konklusion

SMV'ers fravalg af børsen har været genstandsfelt for en række undersøgelser på både det danske, det europæiske og det amerikanske marked. Flere nutidige danske undersøgelser bidrager til en forståelse af de problemstillinger, det danske kapitalmarked kan være underlagt, som i sidste ende resulterer i, at danske SMV'er fravælger en børsnotering. Afhandlingen tager udgangspunkt i SMV'ernes transaktionsvalg i forbindelse med finansiering af risikovillig kapital og/eller et helt eller delvist ejerskifte og deres holdning til attraktiviteten af de danske børser i forhold til alternative transaktioner med enten PE fonde, VC fonde, strategiske købere eller udenlandske børsnoteringer. I den forbindelse identificeres en række tendenser, der alle kan være med til at forklare, hvorfor de danske SMV'er fravælger den danske børs.

For det første kan globaliseringen og hastigheden på den teknologiske udvikling betyde, at SMV'er i højere grad ønsker at foretage et helt eller delvist frasalg til strategiske købere frem for at blive børsnoteret. Dette skyldes, at konsolideringen ind i en større organisations set-up, kan accelerere virksomhedens vækstpotentiale og profit inden nye produkter eller teknologier udfaser SMV'ernes profitabilitet. De danske SMV'er har over de seneste år i stadig større grad tilskyndet udenlandske strategiske købere og er opmærksomme på, at disse organisationer kan bidrage til at realisere og accelerere SMV'ernes fulde potentiale, f.eks. ved at give adgang til store internationale distributionsnetværk.

Herudover kan SMV'ernes fravalg af børsen, skyldes et øget fokus på frasalg til strategiske købere fordi iværksættere fokuserer mere på virksomhedens tidlige livsfaser og dermed i mindre grad ønsker, at være ejere i virksomhedens senere livsfaser. Dette sammenholdt med en faldende tendens til generationsskifte inden for familien, kan have resulteret i et øget fokus på frasalg til strategiske købere og kapitalfonde frem for at foretage en børsnotering. De strategiske købere vurderes endvidere at være på opkøbsjagt efter vækst og innovation, hvorfor SMV'erne kan have stadig lettere adgang til potentielle strategiske investorer.

For det andet kan det konkluderes, at det danske egenkapitalmarked er særdeles domineret af kapitalfonde og særligt PE fonde. Således er Danmark det land i Europa, hvor der gennemsnitligt, over de sidste 5 år, er investeret mest kapital fra kapitalfonde relativt til landets BNP. Hvorvidt dette har en direkte kausal effekt på SMV'ernes fravalg af en børsnotering er svært at vurdere, da denne europæiske rekord ligeledes kan være resultatet af et dårligt fungerende dansk børsmarked. Ikke desto mindre findes mange indikationer på, at kapitalfondene bliver favoriseret, som investor, blandt de danske SMV'er. Derfor kan den store kapitaltilgængelighed blandt kapitalfondene gøre børsnoteringen til en mindre aktuel transaktionsmulighed.

Hertil er det fundet, at en række af de danske SMV'er, der vælger at blive børsnoteret, hvad enten det er i Danmark eller i udlandet, primært er selskaber, der ikke er i PE fondenes fokus. Endvidere har flere VC fonde forklaret, hvordan mange danske SMV'er, i første omgang henvendte sig til fondene, forud for deres børsnotering. Således kan kapitalfondenes og særligt PE fondenes massive tilstedeværelse på det danske marked, være en af de afgørende faktorer, der bevirker at SMV'erne fravælger en børsnotering og, at børsen i højere grad betragtes som den sidste og mindst attraktive transaktionsmulighed.

Herudover tilbyder de alternative investortyper en række attraktive egenskaber, som en børsnotering kan have svært ved at konkurrere med. Således giver en række SMV'er udtryk for, at de i forbindelse med finansieringen ikke blot ønsker ren kapital, men i høj grad kapital fra investorer, der kan bidrage til videreudvikling af selskabets strategi og drift, såkaldt "smart-money". Der findes dermed indikationer på, at transaktioner med kapitalfonde og strategiske købere bliver favoriseret, fordi disse kan tilbyde viden, netværk og andre synergier, der kan være afgørende for selskabernes udvikling.

Selvom der er indikationer på, at strategiske købere og kapitalfonde favoriseres og, at en dansk børsnotering dermed bliver fravalgt, kan børsen imidlertid tilbyde en række faktorer, der differentierer denne transaktion fra alternativerne. Først og fremmest giver børsen mulighed for egenkapitalfinansiering samtidig med, at den/de eksisterende ejere kan fastholde den kontrollerende ejerandel i selskabet og dermed opnå større operationel handlefrihed og uafhængighed af de nye investorer. Således kan en børsnotering bl.a. give SMV'erne mulighed for at "trykke sine egne penge" igennem gennemførelse af aktieemissioner eller opkøb af andre virksomheder ved udstedelse af nye aktier.

Umiddelbart vurderes denne attraktive egenskab ved børsnoteringen dog ikke at kompensere for en række andre forhold, der gør de alternative transaktioner mere attraktive. Særligt 2 faktorer påpeges at reducere attraktiviteten ved en børsnotering; For det første betyder en børsnotering, at SMV'erne indtræder i en "compliance-mølle" der, udover at være ressourcekrævende, kan resultere i konkrete retssager og bøder, der kan virke intimiderende for ledelsen og ejerne i de mindre selskaber. For det andet kan de private transaktionstyper facilitere hurtig og billig ny kapital i forbindelse med attraktive strategiske muligheder, hvorimod kapitalforhøjelsesprocessen på børsen kan være en dyr og relativ langsommelig proces. Det findes i den forbindelse, at SMV'ernes gennemsnitlige omkostningsniveau har været 6,6% af deres bruttoprovenu i forbindelse med en kapitalforhøjelse på børsen.

En børsnotering kan yderligere skabe en hype omkring og en blåstempling af selskabet. Dette har tidligere været et væsentligt argument for, at de danske SMV'er har valgt, at blive børsnoteret. Igennem

interviewundersøgelsen er det imidlertid fundet, at dette kvalitetstempel ved en dansk børsnotering i høj grad betvivles. Særligt First Norths historik, har resulteret i en tilbageholdenhed overfor en dansk børsnotering i SMV-segmentet. Dette kan også være medvirkende til, at kun 1 af de 11 danske SMV-børsnoteringer i perioden 2013-2015 er gennemført i Danmark, mens resten har søgt mod udenlandske børser.

Fravalget af den danske børs til fordel for de udenlandske skyldes dog flere faktorer. Bl.a. vurderes udenlandske og mere internationale børser at være mere oplagte børsplatforme, for selskaber med et globalt fokus og potentiale. Hertil kommer at enkelte børser tilbyder et særligt branchefokus og klyngeforhold, som kan være med til at forbedre investorforståelsen i de specifikke brancher. Dette kan gøre udenlandske børser mere attraktive, da det gør kommunikationsvilkårene lettere og endvidere kan resultere i bedre likviditet og muligvis højere afledt værdiansættelse i de konkrete brancher.

De væsentligste faktorer i en hver kommerciel beslutning kan relateres til pris og omkostninger, hvilket også understreges i interviewundersøgelsen. Fravalget af en dansk børsnotering kan således også skyldes, at der ikke findes indikationer på, at den danske børs kan tilbyde favorable værdiansættelser i forhold til både de private transaktioner og de nordiske børser. Selvom værdiansættelsen er meget case-specifik findes det, at unoterede private SMV-transaktioner, i perioden 2007-2015, i gennemsnit har handlet til en værdiansættelse, der er 1x EBITDA højere end de børsnoterede. Endvidere har begge nordiske børser, i gennemsnit, kunnet tilbyde bedre værdiansættelser end den danske i samme tidsperiode. Den relativt lave værdiansættelse af de danske noterede SMV'er vurderes i den forbindelse bl.a. at skyldes den relativt dårlige likviditet og mangel på ankerinvestorer.

Uanset baggrunden, vurderes der at være stor konsensus mellem SMV'ernes transaktionsvalg og de transaktionstyper, der tilbyder den højeste prissætning. Derfor kan det lave værdiansættelsesniveau være en af de væsentligste begrundelser for fravalget af en dansk børsnotering. Ingen af de interviewede SMV'er har således givet udtryk for, at den danske børs tilbyder en konkurrencedygtig værdiansættelse.

Hertil kommer at særligt kapitalfondene mener, at børsen skal kunne tilbyde en værdiansættelsespræmie for at være en attraktiv ejerskiftetransaktion, da dette skal kompensere for yderligere besvær og risiko igennem lock-up på ejerskabet og kommunikationsbesvær pga. regulativerne ved en børsnotering.

Herudover giver en række SMV'er udtryk for, at omkostningsniveauet på den danske børs er for højt til, at selskabets tilstedeværelse på børsen kan retfærdiggøres. De direkte omkostninger i forbindelse med en børsnotering er estimeret til gennemsnitligt at udgøre 3,4% af SMV'ens markedsværdi ved børsnoteringen, hvilket dog vurderes at være relativt billigt i relation til mulige rådgivningsomkostninger i forbindelse med en

privat transaktion. Dog giver flere virksomhedsejere udtryk for, at den omfangsrige proces ved en børsnotering og livet som efterfølgende børsnoteret selskab medfører store indirekte omkostninger, som kan fjerne fokus fra driften og gøre en børsnotering mindre attraktiv end private transaktionstyper. Hertil kommer at antallet af danske børsnoteringsrådgivere har været aftagende og det nuværende omkostningsniveau derfor kan være steget. Det findes, at en børsnotering på FN historisk har været forholdsvis billigt relativt til MM. Men når FN lider under et dårligt renommé, der afholder SMV'erne fra at udnytte de lempeligere regulativer på denne børs, hvilket kan resultere i at SMV'erne kun overvejer MM, der har mere omfattende regulativer og et højere omkostningsniveauer.

Den største omkostningsmæssige udfordring for SMV'erne vurderes dog at være de indirekte omkostninger, som opstår grundet compliancekravene ved at være børsnoteret. Således har flere SMV'er valgt at forlade børsen, fordi omkostningerne ikke kan retfærdiggøres af fordelene ved at være en børsnoteret virksomhed. Tillægges et simpelt estimat for de kapitaliserede omkostninger ved at være børsnoteret er omkostningsniveauet væsentligt højere, gennemsnitligt 6,9% af SMV'ens markedsværdi ved notering, og vil være aftagende i forhold til selskabets størrelse. Det indirekte omkostningsniveau ved at være børsnoteret kan altså være afgørende for SMV'ernes fravalg af børsen til fordel for de alternative transaktionstyper.

Alt i alt er der en lang række markedsforhold såsom globalisering og teknologisk udvikling, der både gør alternative transaktionstyper lettere tilgængelige og endvidere kan gøre dem mere attraktive end en lokal dansk børsnotering. Yderligere kan de alternative transaktionstyper tilbyde egenskaber som, igennem afhandlingens analyser, vurderes at udkonkurrere store dele af børsens value proposition. Dog resulterer de alternative transaktionstyper i, at SMV'erne må afstå en stor del af kontrollen over selskabet. Muligheden for at beholde majoritetsejerskabet og kontrollen over selskabet vurderes således, at være børsnoteringens altovervejende differentieringsfaktor i relation til de alternative transaktionstyper. Når der imidlertid opleves en tendens til at SMV'erne fravælger en børsnotering til fordel for alternative transaktionstyper, kan det således også konkluderes, at kontrol over selskabet ikke har stor nok betydning for SMV'erne til, at det kan kompensere for de værdier SMV'erne kan opnå ved en transaktion med en alternativ investortype.

For de SMV'er, der netop ønsker at opretholde ejerskabet og gennemføre en børsnotering, vurderes udenlandske børser at tilbyde bedre børsplatforme i SMV-segmentet, end de danske, som de danske markedsvilkår er i dag, hvorfor den danske børs også i denne situation fravælges.

## 16 Perspektivering

Afhandlingen har haft til formål at undersøge, hvorfor de danske SMV'er fravælger en dansk børsnotering. Debatten vedrørende den danske noteringstørke i SMV-segmentet har dog også i høj grad været fokuseret på det danske kapitalmarked og, hvordan den manglende børsaktivitet kan have en negativ effekt på den danske vækst og jobskabelse. Når der findes indikationer på, at alternative transaktionstyper i høj grad bliver favoriseret og til dels kan være med til at forklare, at børsen bliver fravalgt, kunne det derfor være interessant at undersøge, om disse alternativer kan resultere i samme væksts-kabelse som en børsnotering. Hvis SMV'ernes alternative transaktionsvalg i ligeså høj grad faciliterer dansk vækst og jobskabelse som en børsnotering, kan noteringstørken umiddelbart vurderes at være et mindre problem, end der gives udtryk for. En sådan undersøgelse kan altså bidrage til at vurdere, hvorledes det er et samfundsmæssigt problem, at den danske børs fravælges af SMV'erne. Endvidere kan en sådan undersøgelse være med til at belyse hvilke investortyper, der i virkeligheden bør favoriseres ud fra et samfundsmæssigt og nationaløkonomisk perspektiv.

Når den offentlige debat omhandler, hvordan man får flere danske SMV'er til at blive børsnoteret, kunne det endvidere være interessant at undersøge, hvilke konkrete selskaber, der efterspørger en sådan transaktion. Efter forfatterens vurdering har der været et manglende fokus på den generelle efterspørgsel efter den kapital som børsen tilbyder. Selvom et forbedret dansk kapitalmarked med øget likviditet kan have betydning for børsens attraktivitet og muligvis den værdiansættelse som SMV'erne kan opnå, kan alternative transaktionstyper stadig være mere favorable og muligvis værdiskabende for de enkelte SMV'er. I arbejdet med afhandlingens problemfelt er der således skabt en yderligere interesse for at belyse følgende 2 forhold; Dels om der overhovedet, i de danske SMV'er, er et behov for ekstern risikovillig kapital eller om selskaberne i højere grad efterspørger fremmedkapital i form af banklån. Dette er bl.a. en af afhandlingens afgrænsninger. Dels en dybere undersøgelse af efterspørgslen efter børsens relativt passive kapital i forhold til "smart money" og synergier som alternative investorer kan bidrage med og som i nogle tilfælde vurderes ekstra attraktive, for at realisere SMV'ernes fremadrettede fulde potentiale.

Såfremt SMV'erne i mindre grad har et ønske om at benytte børsen, fordi alternative transaktionstyper er mere værdiskabende, kan det i sidste ende betvivles, hvorvidt den danske noteringstørke i SMV-segmentet er et samfundsmæssigt problem. Modsætningsvist kan en undersøgelse af ovenstående forhold bidrage til at koncentrere forbedringen af det danske børsmarked mod de konkrete typer af virksomheder, som efterspørger den risikovillige kapital som børsen potentielt kan tilbyde. Dette kan skabe fundamentet for en mere konkret vurdering af hvilke faktorer, der skal påvirkes for at forbedre muligheden for en børsnotering. Her kan Afhandlingens observationer bidrage til en generel forståelse af SMV'ernes holdninger, der sammen med de



Øvrige danske analyser kan bidrage til nogle konkrete forbedringsforslag. Afhandlingen har ikke opstillet nogle konkrete løsningsforslag, hvorfor det kunne være interessant med en videre dialog med de resterende markedsinteressenter om, hvordan de faktorer, der er afgørende for fravalget af den danske børs kan forbedres således, at det danske børsmarked bliver mere attraktivt.

## Litteraturliste

**Alsman Stephan** Erhvervslivet manglende tandhjul [Artikel]: Børsen, 18. Februar 2016.

**Andersen Flemming Thestrup** Kapitalfond køber tre danske vindvirksomheder [Online] // [www.euroinvestor.dk](http://www.euroinvestor.dk). - 19. Maj 2016. - 25. Maj 2016. - <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/05/19/kapitalfond-koeber-tre-danske-vindvirksomheder/13374263>.

**Andersen Ib** Den skinbarlige virkelighed - vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne [Bog]: Forlaget samfundslitteratur, 2010. - Årg. 4. udgave, 3. oplag.

**Andersen Lars Otto** Kontroversiel finansmand styrer cBrain [Artikel]: <http://www.computerworld.dk/>, 3. Februar 2006.

**Atkinson Robert D og Ezell Stephen J Dawsonera** The race for global innovation advantage [Bogsektion] // Innovation Economics: Yale University Press, 2012.

**Axcelfuture** Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital [Rapport]: Axcelfuture og IPO Advisory Group, 2016.

**Axcelfuture og IPO Advisory Group** Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital [Rapport]: Axcelfuture, 2016.

**Bain & Company** Global Private Equity Report 2016 [Rapport]: Bain & Company, 2016.

**Bakera H.Kent, Powell Gary E. og Weaver Daniel G.** The visibility effects of Amex listing [Artikel] // Quarterly Review of Economics and Finance, Vol.39(3). - 1999. - s. 341-361.

**Bancel Franck og Mittoo Usha R.** Why Do European Firms Go Public? [Artikel] // European Financial Management: European Financial Management, 2009. - No. 4 page 844–884 : Årg. Vol. 15.

**Bayar Onur og Chemmanur Thomas J.** What Drives the Valuation Premium in IPOs versus Acquisitions? An Empirical Analysis [Rapport]: Forthcoming in the Journal of Corporate Finance, 2011.

**Bendtsen Claus Molbech** Nyt regelsæt for First North [Artikel] // Revision & Regnskabsvæsen: KarnovGroup. - årg. 77. - nr. 6 (66-72).

**Brau James C. og Fawcett Stanley E.** Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice [Artikel] // Journal of Finance. - 2006. - NO. 1 : Årg. 61 side 399-436.

**Brau James C., Francis Bill og Kohers Ninon** The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence [Artikel]: Journal of Business - The University of Chicago, 2003. - no. 4 : Årg. vol. 76.

**Brauer Niels** Hårde straffe for kursmanipulation - Altid ubetinget fængsel [Artikel]: <http://nordjyske.dk/>, 6. oktober 2005.

**Brealey, Myers og Allen** Principles of corporate finance [Bog]: McGraw-Hill, 2014. - Årg. 11E.

**Børsmæglerforeningen** Vækst, Aktiekultur og Børsnoteringer - Analyse og forslag til løsninger [Rapport]: Børsmæglerforeningen, 2016.

**Chemmanur Thomas J. og Fulghieri Paolo** A Theory of the Going-Public Decision [Artikel]: The Review of Financial Studies - The Society for Financial Studies, 1999. - No. 2, pp. 249–279 : Årg. Vol. 12.

**Clearwater** Analyse af det danske M&A-marked for 2015 [Rapport]: Clearwater international, 2016.

**Coffee(Jr.) John C.** Gone With the Wind: Small IPOs, the JOBS Act, and Reality [Artikel]: Columbia Law School, February 1, 2013.

**Collins M., Shattell M. og Thomas S.P.** An exploration of problematic interviewee behaviors in qualitative research [Artikel]: Western Journal of Nursing Research, 2005. - 27, page 188-199.

**Cumming Douglas** "Introduction" & "Corporate Venture Capital in the Twenty-First Century: an Integral Part of Firms' Innovation Toolkit" [Bogsektion] // The Oxford handbook of venture capital: Oxford University Press, 2012.

**DVCA** Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde: Baggrundsrapport. Retningslinjer for ansvarligt ejerskab og god selskabsledelse [Rapport]: Dansk Venture Capital and Private Equity Association (DVCA), 2008.

**DVCA** Kapitalfonde i 2014/15 – Årsskrift om god selskabsledelse i kapitalfonde [Rapport]: Dansk Venture Capital and Private Equity Association, 2015.

**Erhardtson Birgitte** Børsnotering på nettet [Bogsektion] // milliardær klubben. - København : Gyldendalske Boghandel, Nordisk Forlag A/S, 2009. - Årg. 1. udagve, 1. oplag.

**EU IPO** Rebuilding IPOs in Europe, Creating jobs and growth in European capital markets [Rapport]: European IPO Task Force by EuropeanIssuers, EVCA and FESE, 23. March 2015.

**EVCA** 2013 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investment & Divestment [Rapport]: European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA også kendt som "Invest Europe"), Maj 2014.

**EVCA** 2014 European Private Equity Activity – Statistics on Fundraising, Investment & Divestment [Rapport]: European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA også kendt som "Invest Europe"), Maj, 2015.

**EY** De bedste danske vækstskabere – EY Entrepreneurskab Barometer 2015/16 [Rapport]: Ernst & Young, 2015.

**EY** Global Capital Confidence Barometer – Companies embrace sustainable M&A, 13th edition [Rapport]: Ernst & Young, Oktober 2015.

**Finansrådet** Rapport om risikovillig kapital [Rapport]: Finansrådet, 2014.

**Fisker Casper** First North: En alternativ markedsplads for små og mellemstore virksomheder [Artikel] // Revision & Regnskabsvæsen: KarnovGroup, 2006. - nr. 5 : Årg. årg. 75.

**Freytag Per V., Liburd Janne J. og Jensen Susanne** Årsrapport fra Center for Entreprenørskab og Småvirksomhedsforskning 2014 [Rapport]: Center for Entreprenørskab og Småvirksomhedsforskning (CESFO), 2014.

**Friesen Daniel Miller & Peter H.** A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle [Artikel] // Management Science. - October 1984. - No. 10 : Årg. Vol. 30.

**FSR Foreningen af statsautoriserede revisorer** Salgsmodning [Bog]: Forlaget Thomsen A/S, 2009. - Årg. Udgave 1. oplag 1..

**Harding David, Harris Karen og Jackson Richard & Leung, Phil** The renaissance in mergers acquisitions: What to do with all that cash [Rapport]: Bain & Company, Inc., 2014.

**Henriksen Thomas Bernt** Børskulturen er stendød [Artikel]: Børsen, 12. maj. 2015.

**Hoffmann Thomas** [www.videnskab.dk](http://www.videnskab.dk) [Online]. - 5. September 2013. - 2. Marts 2016. - <http://videnskab.dk/kultur-samfund/hvad-i-alverden-kan-man-bruge-kvalitativ-forskning-til>.

**Hougaard Søren** Dansk venture kapital 1984-2009 - Hvad skete og hvem fik det til at ske? [Bog]: Copenhagen School of Entrepreneurship, 2010. - Årg. 1. udgave.

**Hsieh Jim, Lyandres Evgeny og Zhdanov Alexei** A Theory of Merger-Driven IPOs [Artikel] // JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS. - 2011. - No. 5 side 1367–1405 : Årg. Vol. 46.

**Høie Thomas C.** Kapitalfonde vil samarbejde med stiftere [Artikel]: Børsen, 1. Februar.

**Invest Europe** 2015 European Private Equity Activity - Statistics on Fundraising, Investments & Divestments [Rapport]: Invest Europe (EVCA), 2016.

**Isaksson M. og Çelik S.** Who Cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets [Rapport] / OECD Corporate Governance Working Papers, No. 8.: OECD Publishing, 2013.

**James Barrie G.** The Theory of the Corporate Life Cycle, Long Range Planning [Artikel] // Ecole des Hautes Etudes Commerciales and Faculty of Management: McGill University, 1973. - Issue 2, pp. 68-74 : Årg. Vol. 6.

**James C. Brau Bill Francis, and Ninon Kohers** The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence [Artikel] // Journal of Business. - 2003. - no. 4 page 583-612 : Årg. vol. 76.

**Jensen Dan** Telebranchens vilde entreprenør - sådan scorer han kassen igen og igen [Artikel]: [www.computerworld.dk](http://www.computerworld.dk), 30. maj 2013. - Årg. <http://www.computerworld.dk/art/227034/telebranchens-vilde-entreprenoer-saadan-scorer-han-kassen-igen-og-igen>.

**Jensen Michael C.** ECLIPSE OF THE PUBLIC CORPORATION [Rapport]: Harvard Business Review - Harvard Business School, 1989.

**Kailay Stefan Singh** Børsnotering har givet dansk selskab amerikansk ro [Artikel]: <http://medwatch.dk/>, 13 maj 2014.

**Kengelbach Jens [et al.]** From Building Growth To Building Value - Increasing returns with M&A [Rapport]: The Boston Consulting Group (BCG), 2015.

**KPMG** U.S. executives on M&A: full speed ahead in 2016 – Survey findings [Rapport]: KPMG, 2016.

**Kromann-Reumert** Overblik – Børsnoteringer, Sådan skaber vi vækst [Rapport]: Kroman Reumert, 2013.

**Kvale Steinar og Brinkmann Svend** InterView - Introduktion til et håndværk [Bog]: Hans REitzels Forlag, 2009. - Årg. 2. udgave, 2. udgave.

**Ladefoged Lasse** Analyse: Slaget om Exiqon Vally er på vej [Artikel]: Børsen, 8. April 2016.

**Larsen Jonatan Rying** Danmarks største venturefond klar med ny millionfond [Artikel]: Børsen, 11. APR. 2016. - Årg.

[http://finans.borsen.dk/artikel/1/322743/danmarks\\_stoerste\\_venturefond\\_klar\\_med\\_ny\\_millionfond.html?hl=YToyOntpOjA7czo3OiJ2ZW50dXJlJtpOjE7czo3OiJWZW50dXJlJt9](http://finans.borsen.dk/artikel/1/322743/danmarks_stoerste_venturefond_klar_med_ny_millionfond.html?hl=YToyOntpOjA7czo3OiJ2ZW50dXJlJtpOjE7czo3OiJWZW50dXJlJt9).

**LETT** Baggrunden for Project Fly [Bogsektion] // Project Fly - The Satair Takeover Story, from takeoff to landing: LETT, 2011.

**LETT** Børsnoteringer i Danmark: På dansk og for det danske marked [Bog]: LETT, 2014.

**LYNGE LONNI** Nuevolution-direktør: Vi har ramt et godt vindue [Artikel] // MedWatch. - 23.11.15.

**McKenzie Baker &** Cross-Border IPO Index, Full Year 2015 [Rapport]: Baker & McKenzie, 2015.

**Mittoo Franck Bancel og Usha R.** Why Do European Firms Go Public? [Artikel] // European Financial Management. - 2009. - No. 4 : Årg. Vol. 15.

**NASDAQ** An improved climate for IPOS for sweden's growth – problem analysis and proposed action [Rapport]: NASDAQ Sweden, September 2013.

**NASDAQ DK IPO Task Force** Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst, "Analyse & katalog over løsningsforslag" [Rapport]: NASDAQ DANMARK, 2014.

**Nicolai Østergaard Morten Lund Madsen og Stephan Wedel Alsman** Biotek-børsbaby vrager Københavns [Artikel] // Børsen. - 12. MAJ 2015.

**OECD** New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments [Rapport]. - Paris : OECD Publishing, 2015.

**Oxford University Press Edited by Jonathan Law** Signalling hypothesis [Bogsektion] // A Dictionary of Business and Management (5 ed.): Oxford University Press, 2009.

**Papaioannou George J., Travlos Nickolaos G. og Viswanathan K. G.** STOCK LISTING CHANGES: TIMING OR SIGNALING [Rapport]: Preliminary draft, 2003.

**Pedersen Maria Hove** De fleste danske arbejdspladser skabes i MMV'er [Rapport]: Dansk Industri (DI), Januar 2012.

**Plenborg Thomas og Petersen Christian V.** Financial Statement Analysis [Bog]: Pearson, 2012.

**Plenborg Thomas, Petersen Christian og Schøler Finn** Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis? [Rapport]: Ledelse & Erhvervsøkonomi, 2006.

**Poulsen Annette B. og Stegemøller Mike** Moving from Private to Public Ownership: Selling Out to Public Firms versus Initial Public Offerings [Artikel] // Financial Management. - 2008. - Årg. 37 side 81-101.

**Praefke Kenneth** Fondsbørsens nødråb til politikerne [Artikel]: Børsen, 6. November 2015.

**Praefke Kenneth** Minister: Jeg knækker børs krisen på fem år [Artikel]: Børsen, 13 november 2015.

**Praefke Kenneth og Lund-Hansen Christoffer** Børschef sender små selskaber til Sverige [Artikel]: Børsen, 6. November 2015.

**Praefke Kenneth og Lund-Hansen Cristoffer** Lav aktieskat kan få børsflygtninge hjem [Artikel]: Børsen, 19. November 2015.

**PwC** 2014 US Capital Markets Watch - Analysis and trends [Rapport]: PwC, 2015.

**PwC** Equity sans frontières - Trends in cross-border IPOs and an outlook for the future [Rapport]. - PwC , 2012.

**PwC** Er det nu din virksomheds værdi skal realiseres? [Rapport]: PwC - Carsten Yde Hemme og Thomas Krantz, 2016.

**Rasmussen Morten Amtoft og Alsman Stephan Wedel** Småaktionærer vinder terræn i krigen om Mols-Linien [Artikel]: Børsen, 31. Juli 2015.

**Ritter et. al.** Where Have All the IPOs Gone? [Rapport]: Ritter, Jay R. and Gao, Xiaohui and Zhu, Zhongyan, 2013.

**Ritter Jay R., Signori Andrea og Vismara Silvio** Economies of Scope and IPO Activity in Europe [Rapport]. - 2012.

**Ritzau** Bagmandspolitiet dropper kæmpesag om kursmanipulation [Artikel]: <http://politiken.dk/>, 2. September 2015 .

**Ritzau** Begmand til Bagmandspolitiet i EBH-sag [Artikel]: <http://www.business.dk/>, 20. april 2016.

**Ritzau-Finans** Trifork vil afnoteres i København [Artikel]: Børsen, 9. Januar 2014.

**RITZAU-FINANS** Virksomheder flygter fra vækstbørs [Artikel]: <http://finanswatch.dk>, 01 Juli 2013.

**Sibbern Bjørn** Kronik: "Danmark taber job på fastlåst aktieklima" [Artikel]: Børsen, 5. November 2015.

**Spliid Robert** Indledning og Metode afsnit [Bogsektion] // Kapitalfondenes metoder: Copenhagen Business School: Ph.D. skolen for Økonomi og Ledelse, 2014.

**Spliid Robert** Vil private equity erstatte eller komplettere børserne? [Bogsektion] // Kapitalfonde - rå pengemagt eller aktivitet ejerskab. - København : Børsens Folag, 2007. - Årg. 1. oplag 1. udgave.

**Søeberg Ole** DIRF - løn- og karriereundersøgelse [Rapport]: Dansk Investor Relations Forening (DIRF), 2009.

**Thermo-Transit** <http://www.thermo-transit.com/> [Online]. - 5.. Marts 2016. - <http://www.thermo-transit.com/nyheder/thermo-transit-i-padborg-sikrer-fremtiden-som-international-logistikvirksomhed.aspx>.

**Ugebrev for Bestyrelser** Kapitalfondene kommer: Trusler, udfordringer og muligheder [Rapport] : Særudgave af: Ugebrev for bestyrelser til "Bestyrelsens Dag 2006": Kbh. ; Ugebrev for Bestyrelser, Oktober 2006.

**Vækstfonden** Benchmark af venturemarkedet 2015 [Rapport]: Vækstfonden, 2016.

**Vækstfonden** Vanturefinansierede virksomheder i Danmark – Hvem er de? Og hvem er personerne bag? [Rapport]: Vækstfonden, 2014.

**WBG** Global Economic Prospects – spillovers amid weak growth" Chapter 1 [Rapport]: World Bank Group, Flag Ship Report, januar 2016.

**Wittorff Jacob Ø.** Her er Danske Banks særlige udviklingsafdeling: Tag med på besøg i "Project X" [Artikel]: [www.computerworld.dk](http://www.computerworld.dk), 30. oktober 2015.

**Yin Robert K.** Chapter 4. Choices in Designing Qualitative Research Studies [Bogsektion] // Qualitative research from start to finish: The Guilford Press, 2011.



**Ying Louis K. W [et al.]** Stock Exchange Listings and Securities Returns [Artikel] // Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.12(3): Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1977, Vol.12(3), pp.415-432, 1977. - s. 415-432.

**Aagaard Jette og Sandøe Niels** Husker du Abaris-sagen? [Artikel]: <http://finans.dk/>, 23.Oktober 2014.

## **Bilag:**

### **Data bilag (findes på vedlagt USB):**

De følgende Excel bilag findes på den vedlagte USB nøgle. Kilden og måden, hvorpå det respektive data er fundet vil fremgå øverst i de enkelte ark.

### **Interviewbilag**

Langt de fleste interviews er anonymiseret i løbet af opgaven. Dette bilag er fortroligt og er kun tilgængeligt for vejleder og censor. Når der i afhandlingen er refereret til citater, udtalelser og holdninger, er der således henvist til interview 1, 2, 3 osv. I dette bilag fremgår det, hvem der henvises til, når der refereres til disse nummererede interviews. Endvidere er dele af de enkelte interviews transskriberet og det er angivet, hvor langt inde i det respektive udtalelserne finder sted. I den vedlagte mappe, på USB-nøglen, er der adgang til lydfiler, hvor hvert enkelt interview er optaget i fuld længde.

### **Mappe med lydfiler på hvert enkelt interview i fuld længde**

#### **Excel datafil 1**

#### **Excel datafil 2**

## Bilag 1. Mailkorrespondance med Peter Legind-Hansen fra NASDAQ Danmark

Sort = Spørgsmål pr. mail

Blå = Svar pr. mail

1. Hvor stor en markedsværdi har selskaber, der har potentiale til at blive noteret på Firsh North?

Fra omkring 50 mio kr. i Market Cap i henholdsvis Danmark og Sverige. Ivisys var sågar lidt mindre.. Men intet krav om Cap størrelse

2. Er der nogle krav til, hvor længe en virksomhed skal have haft aktiv drift før den kommer på børsen?

First North – nej

Main Market – 3 års regnskaber

Men der skal være en plan for, at de har arbejdskapital for det kommende år fx via de penge de rejser på børsen

3. Er der nogen krav til størrelsen på omsætning eller rentabilitet?

Nej – biotek igen et eksempel på nul omsætning

4. Er der et krav til, hvor mange investorer, et selskab skal have i forbindelse med noteringen?

Der er ikke egentlig krav andet end et passende antal og som tommelfingerregel siger vi i Danmark:

Danmark First north. 10% i freefloat og 100 aktionærer alternativt skal de benytte en market maker som er det sammen som en LP = liquidity provider) så der kan komme et prisbillede i nasdaq ordrebogen for aktien.

Danmark Main Market 25% og 500 aktionærer

## Bilag 2. Interviewguide, One-pager, forberedelse og interviewprocess

### Interviewguide til Kapitalfonde

#### Generelt / Introduktion

1. Vil du kort fortælle lidt om, [Navn] rolle i jeres portefølje selskaber?

#### Fokus: Alternativ til børsen?

2. Betragter du [Navn] som et alternativ/substitut til en børsnotering når danske virksomheder/ejerne har brug for vækstkapital eller ejerskifte?
3. Hvor stor efterspørgsel syntes du, at i oplever efter jeres kompetencer og kapital blandt de danske virksomheder?

#### Fokus: Hvilke overvejelser gør i jer i forbindelse med exit

Nu vil vi gerne spørge ind til processen, når i skal ud af en investering i et porteføljeselskab, og hvilke overvejelser du/i gør jer i den forbindelse?

4. Hvilke transaktionsmuligheder har i som regel mulighed for at gennemføre i forbindelse med exit fra jeres investeringer?
5. Hvilke overvejelser gør i jer i forbindelse med at finde den optimale køber til jeres porteføljeselskaber?

#### Fokus: Overvejede i en børsnotering

De næste spørgsmål vil nu omhandle hvorvidt en børsnotering, er en efterspurgt exit mulighed og hvornår denne vurderes at være attraktiv at gennemføre.

6. Fremstår en børsnotering nogle gange som en attraktiv exit strategi?
  - a. Hvornår mener du børsen fremstår som en attraktiv exit strategi?
  - b. Er der nogle bestemte forhold eller parametre som du vurderer, der skal være opfyldt omkring selskabet, før en børsnotering er mulig og attraktiv?
7. Ville det være en fordel hvis det danske børsmarked fungerede bedre, ligesom i andre lande (London, Norge, Sverige) ville det gøre børsen mere efterspurgt for jer?
8. Tror du det er en ulempe at skulle børsnotere selskaber udenfor Danmark, eller vurdere du at det ikke gør nogen forskel?

#### Specifik situation målrettet [Navn]:

9. Hvis fonden har foretaget nogle særligt interessante transaktioner som er værd at diskutere mere detaljeret.

#### Fokus: Overvejede i en børsnotering part 2

10. Tror du nogensinde en børsnotering bliver jeres førstevalg som exit strategi?
11. Betragter du det som et kvalitetsstempel at en virksomhed er børsnoteret?
12. Hvilke fordele ser du ved at gennemføre en børsnotering, i forhold til andre exit muligheder?
13. Hvilke ulemper ser du ved at gennemføre en børsnotering, i forhold til andre exit muligheder?

#### **Fokus: Køber profiler**

Vi vil gerne høre din holdning til en børsnotering i forhold til alternative exitmuligheder. Vi vil specifikt gerne have dig til at forholde dig til følgende 3 købertyper: 1) industriel aktør, 2) en kapitalfond eller 3) en børsnotering.

14. Rangering:
  1. Er der en af dem, du generelt vil vurdere, er mere attraktiv at sælge til end de andre?
  2. Hvor tror du, at du generelt vil opnå den højeste prissætning ved et salg?
  3. Hvilken transaktion vurderer du, vil være den mest omkostningstunge at gennemføre?
15. Ville det ændre på jeres holdning til, hvilke købertype der er mest attraktive, hvis det danske marked fungerede ligeså godt som f.eks. Sverige?

#### **Fokus: Economies of scope hypothesis:**

Det er generelt blevet observeret, at antallet af børsnoteringer blandt små og mellemstore virksomheder er faldet. Derfor vil vi gerne høre din holdning til en af de teorier der prøver at forklare denne tendens.

Teorien hedder "Economies of scope hypotesen (eller skala fordele hypotesen)" fordi det er blevet observeret at der i løbet af de sidste par år, globalt set, har været en faldende indtjeningsevne i mindre virksomheder.

Teorien forklarer at dette kan skyldes generelle ændringer i økonomien, hvor virksomhederne bliver presset på hurtigheden af produktudvikling og generel time-to-market. Derfor vurderes antallet af børsnoteringer af små og mellemstore virksomheder at være faldet, da det er nødvendigt hurtigt at blive en del af en større virksomhed for at kunne nå hurtigere ud til markedet og ikke miste profitable vækstmuligheder. Med andre ord forklarer teorien en tendens til "get-big-or-be-eaten" og at antallet af industrielle køb derfor er steget og børsnoteringer faldet.

16. Hvad er dine umiddelbare tanker omkring denne teori?

#### **Fokus: afsluttende spørgsmål og løs dialog**

17. Ser du andre fordele eller ulemper i forbindelse med en børsnotering som exit strategi?
18. Hvad tror du at den lave aktivitet af danske børsnoteringer skyldes?

# Interviewguide til Virksomheder

## Generelt / Introduktion

19. Vil du kort fortælle lidt om din rolle i forbindelse med [Navn]transaktion med [Navn]?

### Fokus: Industrien og den fremadrettede situation

Vi vil gerne spørge lidt ind til, hvilken situation [Navn] stod i, ved tidspunktet for transaktionen med [Navn]. Du må derfor gerne have for øje, at de kommende spørgsmål, er relateret til den situation, som [Navn] befandt sig i på salgstidspunktet, og ikke hvordan situationen er idag.

1. Hvordan vurderede du/i på det tidspunkt vækstpotentialet i [Navn]?
2. Stod [Navn] over for nogen væsentlige udfordringer?

### Fokus: Hvorfor blev denne transaktion valgt (Hvad blev efterspurgt)

Nu vil vi gerne spørge ind til selve salgsprocessen, og hvilke overvejelser du/i gjorde jer i den forbindelse?

3. Hvad ønskede i at opnå med transaktionen med [Navn]?

### Fokus: Overvejede i en børsnotering

Nu vil vi gerne spørge ind til, hvorfor andre køberprofiler blev fravalgt. Særligt om i overvejede en børsnotering af [Navn].

Indledningsvist vil vi gerne høre dine umiddelbare tanker vedrørende en rangering af følgende 3 købertyper: 1) industriel aktør, 2) en kapitalfond eller 3) en børsnotering efter følgende:

1. Hvilken af disse vurderer du generelt som mest attraktiv at sælge til?
2. Hvor tror du at du ville få den højeste prissætning af Zitcom?
3. Hvilke tror du er de dyreste at gennemføre?
4. Overvejede i en børsnotering af [Navn]?

Vi vil gerne høre din mening om en række faktorer der karakteriserer en børsnotering:

- a. Syntes du, at det er attraktivt at opnå større offentlig synlighed omkring [Navn]?
  - b. Syntes du at det er en fordel eller ulempe at skulle rapportere løbende til andre aktionærer?
    - i. Tror du, at der vil være større krav til rapportering hvis man er børsnoteret kontra ejet af en kapitalfond eller en strategisk køber?
  - c. Syntes du, at det er attraktivt at opnå en diversificeret ejerkreds?
  - d. Syntes du, at det er attraktivt at få en offentlig prissætning af virksomheden og løbende handel af aktierne?
  - e. Betragter du det som et kvalitetsstempel af en virksomhed, at være børsnoteret?
5. Ser du andre fordele eller ulemper i forbindelse med en børsnotering?

### Fokus: afsluttende spørgsmål og løs dialog

6. Hvad tror du at den lave aktivitet af danske børsnoteringer blandt små og mellemstore virksomheder skyldes?

## "One-pager" tilsendt inden afholdelse af interview

Kære [Navn]

Tak for at du tager dig tiden til at deltage i vores undersøgelse.

Interviewet vil finde sted [Dato, tid og sted].

Som nævnt er vi to Cand.merc studerende i Finansiering og Regnskab, som skriver vores afhandling i samarbejde med Nasdaq.

Vi har i den seneste tid fulgt interesseret med i mediedækningen af noteringstørken af små og mellemstore virksomheder på den danske fondsbørs. Interessen er endvidere blevet forstærket af vores erfaring fra M&A branchen, hvor en børsnotering nærmest aldrig bliver anbefalet som en mulig exit eller finansieringsmulighed.

Vi har erfaret, at de fleste behandlinger af problemstillingen har taget udgangspunkt i, hvad der begrænser det danske kapitalmarked. Således er der i mindre grad fokuseret på, hvorledes de danske virksomhedsejere efterspørger muligheden for at kunne blive børsnoteret.

Vores afhandling omhandler derfor en undersøgelse af, hvilke overvejelser de danske virksomhedsejere gør sig i forbindelse med et helt eller delvist frasalg og om børsen i den forbindelse vurderes som en savnet og attraktiv transaktionstype.

---

### Fonde:

Du er udvalgt til at deltage i undersøgelsen, da [Navn] har fokus på og erfaring med frasalg af danske SMV'er, hvorfor dine tanker og overvejelser er særdeles relevante for vores afhandling.

I gennem interviewet vil vi gerne spørge ind til dine generelle tanker omkring en børsnotering kontra alternative exit strategier, og om disse overvejelser afviger i forhold til jeres forskellige porteføljeselskaber og deres situation. [Forklar hvis det vil spørges ind til specifikke porteføljeselskaber evt. tidligere erfaring med børsnoteringer]. Da afhandlingen ikke er fortrolig, har vi naturligvis respekt for, at der muligvis ikke kan gås i detaljen omkring visse omstændigheder.

### Virksomheder:

Du er udvalgt til at deltage i undersøgelsen, da du for nylig har ageret som beslutningstager i forbindelse med en helt eller delvis salgsproces af en mindre og mellemstor dansk virksomhed, hvorfor dine tanker og overvejelser er særdeles relevante for vores fokus.

I gennem interviewet vil vi gerne spørge ind til [Navn] situation, da salget blev gennemført, og hvad du/i ønskede at opnå med denne transaktion. Da afhandlingen ikke er fortrolig, har vi naturligvis respekt for, at der muligvis ikke kan gås i detaljen omkring visse omstændigheder.

---

Interviewet skal indgå i en undersøgelse, som udgør en del af analysen i afhandlingen. Interviewet vil blive optaget og et referat vedlagt som bilag. Interviewet vil som udgangspunkt ikke være anonymt, da vi ønsker at have mulighed for at benytte konkrete udtalelser igennem afhandlingen. Ønskes anonymitet er dette naturligvis i orden, og hverken du eller [Navn] vil blive nævnt med navn. Skriv venligst tilbage, såfremt anonymitet ønskes.

Vi er meget taknemmelige for at du ønsker at deltage i denne undersøgelse, og sætter stor pris på din tid. Hvis det ønskes, sender vi gerne den endelige rapport med vores observationer til dig, når denne er færdigudarbejdet til sommer.

Med venlig hilsen

David la Cour Kjærum og Kasper Kaae Jacobsen

Tlf. 22785939,                      29632397



### Bilag 3. Forberedelse og interviewproces

#### Forberedelse, indledning og afslutning:

Forinden selve interviewene har forfatterne gennemgået et langt og relativt omfattende litteraturstudie, hvor forhold og teorier omkring attraktiviteten ved en børsnoteret er undersøgt. En række af de vigtigste teorier og empiri er gennemgået i afhandlingen.

Herefter er der konstrueret 2 spørgestrukturer. Et vigtigt element i enhver interviewundersøgelserproces er, at pilot teste selve interviewstrukturen<sup>278</sup>. For at sikre at interviewene kan afholdes indenfor den afsatte tidsramme og at spørgsmålene ikke er for komplicerede eller indforstået blandt forfatterne, er hvert interview blevet testet. Dette er i første omgang gjort ved at afprøve interviewene på en medstuderende. Herefter er interviewene revideret og igen afprøvet på en af forfatternes kollegaer. Anden test blev foretaget, da kollegaen var mere lig de endelige interviewpersoner, både i forhold til interesseniveau, kompetencer, alder og erfaring. Herfra er interviewene yderligere redigeret hvis spørgsmålene gav anledning til misforståelser eller rækkefølgen blev vurderet at kunne være mere struktureret.

Kvale (2009) s. 148 forklarer bl.a. vigtigheden af iscenesættelsen af interviewet, for at sikre at interviewpersonen får et godt indtryk af interviewer, hvilket kan være afgørende for om interviewpersonen vil åbne op for sine oplevelser. Forud for hvert interview er der fremsendt en one-pager med info vedrørende interviewet indeholdende: Forfatternes motivation for at arbejde med emnet, hvad interviewet vil indeholde og hvordan interviewpersonens udtalelser vil blive behandlet (One-pageren er vedlagt ovenfor). Endvidere er hvert interview indledt med en hurtig genopfriskning af "one-pageren" og hvorledes den interviewede havde nogen spørgsmål til behandlingen eller forløbet af interviewet. Dette sikrede for det første, at interviewpersonen fik et professionelt indtryk af interviewer, samt at de følte sig tilpas.

Den indledende briefing bør følges op af en debriefing ved interviewets afslutning<sup>279</sup>. Dette har 2 formål; dels at sikre at alt relevant information er blevet kommunikeret og dels at vurdere om interviewer har fået det korrekte indtryk for interviewet. Denne "debriefing" proces er imidlertid benyttet løbende igennem de enkelte "interviewfokus". Således er der løbende benyttet fortolkende spørgsmål s. f.eks. *"det jeg hører du siger er at... er det korrekt forstået"*. Således sikres at forfatterne ikke senere fejltolker interviewpersonens holdninger. Endvidere indeholder debriefingen en general afslutning, hvor interviewpersonen får muligheden for at uddybe og konkretisere enkelte emner, som han/hun ikke følte, blev behandlet tilstrækkeligt eller. Således blev hvert interview afsluttet ved *"vi har ikke flere spørgsmål, har du mere du gerne vil uddybe eller spørge om, før vi afslutter interviewet?"*. Dette giver dels interviewpersonen mulighed for at spørge ind til brugen af interviewet og sikre et godt tillidsforhold. Dels giver det interviewpersonen en ekstra mulighed for at beskæftige sig med problemer, som han/hun har tænkt på eller spekuleret over under interviewet. Dette sikres imidlertid også igennem det sidste fokus i interviewer "Afsluttende spørgsmål og løs dialog".

---

<sup>278</sup> Daniel W Turner III s. 757

<sup>279</sup> Kvale s. 149

### **Interviewforhold:**

Interviewene varede mellem 30-60 min. Længden på de enkelte interviews var i høj grad underlagt interviewpersonens interesse og erfaring for emnet. Således havde en række interviewpersoner, særligt fra kapitalfondene, flere eksempler og interessante observationer, som gjorde interviewene længere end for virksomhederne.

Langt de fleste interview blev foretaget, hvor begge forfattere var til stede. Det var imidlertid kun den ene, som styrede interviewet og dermed var "lead-interviewer". Dette blev gjort for at sikre en så uforstyrret dialog som muligt, hvor interviewpersonen ikke skulle føle sig krydsforhørt. Den observerende interviewer havde til formål at sikre, at alle spørgsmål blev besvaret tilstrækkeligt detaljeret samt, at gribe ind i relation til tidsperspektivet. Desværre var det ikke muligt at være 100% konsekvent i denne praksis, da begge interviewere ikke altid havde mulighed for at deltage. Der blev i den forbindelse lagt mere vægt på interviewpersonens kalender, end muligheden for at være to interviewere tilstede under selve interviewet.

Størstedelen af interviewene blev foretaget over telefonen. Således blev kun 6 interviews foretaget face-to-face. Det blev i den forbindelse prioriteret, hvad interviewpersonen var mest interesseret i, for at gøre processen så let som mulig. Nogle lærebøger understreger at telefoninterviewet varierer signifikant fra det personlige. Dels fordi intervieweren ikke kan aflæse interviewpersonens udtryk og dermed kan mistolke svaret og dels fordi intervieweren i det personlige interview, kan vise sin forståelse for den interviewede ved at nikke og smile<sup>280</sup>. I forbindelse med telefoninterviewet er der således forsøgt at give udtryk for interviewerens interesse ved at være mere verbal med udtryk som "ja", "uhmm" osv. Sidstnævnte kan dog også være med til at påvirke interviewpersonen i det personlige interview, såfremt intervieweren udtrykker større begejstring eller enighed i specifikke udsagn, hvilket kan påvirke interviewet og skabe en bias mod interviewerens egen holdning. Selvom det kan være svært at forholde sig ens til alle spørgsmål, særligt når interviewet udfolder sig særligt spændende, er det forsøgt at være opmærksom på sådanne forhold, både i det personlige og telefoninterviewet. Det er imidlertid ikke vurderet at intervieweren har kunne påvirke interviewpersonerne særligt, idet der som sagt er tale om eliteinterview og de interviewede således er vant til at udtrykke deres mening og ikke blive synderligt påvirket af andres.

### **Spørgeteknik:**

Kvale s. 151 beskriver at guiden i et semistrukturerede interview, bør indeholde nogle emner og en række forslag til spørgsmål. Hvorledes den udformede interviewguide følges slavisk (*strengt forudbestemt og bindende for intervieweren*), eller mere løst (*efter interviewerens skøn og takt*) afhænger af den konkrete undersøgelse. Udgangspunktet for denne undersøgelse var som sagt, at følge spørgestrukturen, men ikke at denne skulle blive styrende for samtalen. Rækkefølgen af spørgsmålene blev derfor ikke prioriteret højt, da behandlingen af de enkelte spørgsmål kunne vise sig at komme naturligt i forbindelse med den konkrete dialog med de enkelte interviewpersoner.

---

<sup>280</sup> Ib Andersen s. 172-173

Trods ovenstående blev rækkefølgen på spørgsmålene i interviewguiden valgt, ud fra et ønske om at indlede med relativt enkle og faktuelle spørgsmål, og slutte med mere følsomme og reflekterende spørgsmål. Således indledes alle interviews med spørgsmål, der var relativt lige til, således at interviewpersonen blev "talt varm" og derfra kunne reflektere over interviewemnet. Således sikredes det at interviewpersonen ikke fra start blev alt for udfordret og mistede motivationen for at fortsætte interviewet.

Interviewerne gjorde løbende brug af forskellige typer af interviewspørgsmål. Selvom en række af spørgsmålene som fremgår af interviewguiden, er formuleret som lukkede spørgsmål, var formålet ikke at springe videre til næste spørgsmål efter et konkret svar fra interviewpersonen. Således har interviewerne både benyttet sig af opfølgende, sonderende, specificerende, direkte, strukturerende og fortolkende spørgsmål. Nedenfor forklarer konkret hvordan disse spørgeteknikker er benyttet i undersøgelsen<sup>281</sup>:

**Opfølgende spørgsmål** er benyttet til, at få interviewpersonen til at fortælle mere om de konkrete temaer/emner. Dette er primært gjort indirekte ved at udvise særlig interesse og nysgerrighed for det omtalte ved at nikke og visuelt (kropssprog) fremstå særligt interesseret og lade evt. pauser vare en smule længere, hvormed den interviewede typisk fortsatte videre i samme spor.

**Sonderende spørgsmål** er benyttet til at forfølge konkrete svar, uden at indikere hvilke konkrete dimensioner, der skal tages i betragtning. Et eksempel herpå er "*Kan du fortælle noget mere om hvorfor i fravalgte en børsnotering*" eller "*Har du flere eksempler på, hvorfor en børsnotering kunne være attraktiv*". Således søges der en uddybning, hvor interviewer forsøger at påvirke respons mindst muligt. Dette giver i høj grad mulighed for at arbejde induktivt i løbet af interviewet, da interviewpersonen kan forklare om forhold som interviewer ikke på forhånd havde gjort sig tanker om eller vurderede at have betydning for attraktiviteten af en børsnotering.

**Specificerende spørgsmål** er benyttet til at indhente viden om, hvad interviewpersonen tænkte i en konkret situation. Sådanne spørgsmål blev primært benyttet i forbindelse med den konkrete transaktion som interviewpersonen havde foretaget. Hvis en af kapitalfondsdeltagerne f.eks. havde foretaget en børsnotering, eller var citeret for at have overvejet det (i pressen) i forbindelse med en porteføljevirksomhed blev der f.eks. spurgt "*hvad tænkte i helt konkret, der gjorde at denne virksomhed var egnet til børsen*". Sådanne spørgsmål giver altså konkret case specifik viden, om respondenternes overvejelser i særlige situationer, hvormed svaret bliver mere konkret end teoretisk.

**Direkte spørgsmål** er den primære benyttede spørgetype og er benyttet til at undersøge interviewpersonernes vurdering af konkrete udsagn. F.eks. blev respondenterne spurgt ind til om de synes, det var attraktivt at få større offentlig synlighed i forbindelse med en børsnotering og om de betragter det som et kvalitetsstempel at være børsnoteret. I forbindelse med de direkte spørgsmål arbejdes der altså deduktivt, idet interviewer ønsker at undersøge den interviewedes holdning til konkrete forklaringer på, hvad der gør en børsnotering attraktiv og/eller uattraktiv. De direkte spørgsmål blev både formuleret som lukkede spørgsmål "*Tror du nogensinde en børsnotering bliver jeres førstevalg som exit strategi?*" eller åbne "*Hvilke fordele ser du ved at*

---

<sup>281</sup> Kvale side. 155-156

*gennemføre en børsnøtering, i forhold til andre exit muligheder?”*. Endvidere blev de ofte efterfulgt af opfølgende, sonderende eller fortolkende spørgsmål.

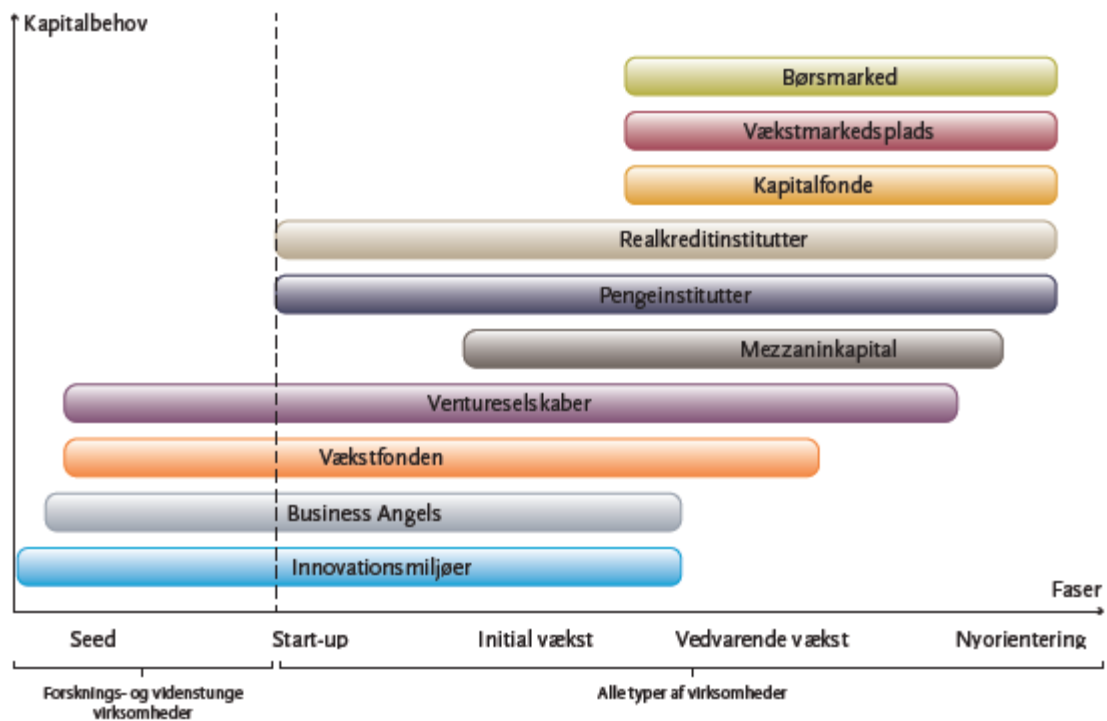
**Fortolkende spørgsmål** er primært benyttet til at bekræfte interviewerens forståelse for interviewpersonens holdning. Dette forsøges både gennem en gentagelse af interviewpersonens svar *”Du mener altså at ...”* Eller i et forsøg på en afklaring *”Er det rigtig forstået, at du mener ...”*. Denne spørgetype er hyppigt brugt, da mange af respondenterne benytter metaforer eller specifikke situationer til at forklare deres holdninger og synspunkter, hvormed det bliver essentielt at konkretisere essensen af svaret, for ikke at misforstå interviewpersonen.

**Bilag 4. Oversigt over de mest essentielle forskelle på de to markedspladsers krav til det noterede selskab**

|                                                                                                                                                                                                                                                                       | <b>NASDAQ OMX™</b>                                                                                                                                                                                 | <b>NASDAQ OMX™<br/>FIRSTNORTH</b>                                                                                                                                                                                                                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>EU-directive</b>                                                                                                                                                                                                                                                   | Regulated market                                                                                                                                                                                   | MTF market                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Listing requirements</b><br>Freely negotiable<br>Administration of the company<br>Competence in exchange rules<br>3 years of annual accounts<br>Minimum Market value<br>Minimum Share capital<br>Public holding and ownership<br>Prospectus<br><br>Working Capital | Yes with exemptions<br>Yes<br>Yes<br>Yes<br>No<br>Min. EUR 1 million<br>25 % and 500 shareholders<br>Yes<br><br>Documented earnings capacity<br>or sufficient working capital for<br>twelve months | Yes with exemptions<br>Yes, support by Certified adviser<br>Yes, support by Certified adviser<br>No<br>No<br>No<br>10% and 100, or LP<br>Yes/no - Company description (prospectus<br>EU-directive)<br>Plans for financing the next twelve months |
| <b>Listing process</b>                                                                                                                                                                                                                                                | Exchange auditors<br>Legal opinion – attorney<br>Listing committee<br>FSA                                                                                                                          | Certified adviser due diligence<br>Certified adviser due diligence<br>The Exchange<br>(FSA if prospectus)                                                                                                                                        |
| <b>Company disclosure</b><br>Financial reporting<br>Interim report<br>Language<br>Insider register                                                                                                                                                                    | IFRS<br>Quarterly<br>Danish (exception by FSA)<br>FSA                                                                                                                                              | Local accounting standards - IFRS for Premier<br>Semi annual<br>English/Swedish/Danish/Norwegian/Icelandic<br>Company website                                                                                                                    |
| <b>Other</b><br>Corporate governance code<br>Take over regulations<br>Board composition                                                                                                                                                                               | Yes<br>Yes<br>Yes, external independent<br>(company and major<br>shareholders) board member                                                                                                        | No<br>Yes<br>No                                                                                                                                                                                                                                  |

## Bilag 5. Finansrådets oversigt over finansieringsmuligheder fordelt på virksomhedens faser

Figur 3.1 Finansieringsmuligheder fordelt på virksomhedens faser



Kilde: Udklip fra (Finansrådet, 2014 s. 9)

## Bilag 6. Virksomhedens livscyklus

Figur 3 på side 29 forsøger at give et overblik over, hvilke egenkapitalinvestorer, der er hensigtsmæssige i forskellige faser af en virksomheds livscyklus. Disse livsfaser/finansieringsfaser er forklaret nedenfor (engelske betegnelser er indikeret i parentes).<sup>282</sup>

**Seed fasen** foregår tidligst i en virksomheds livscyklus. Her bidrager finansieringen primært til forskning og konceptudvikling inden virksomheden egentlig er etableret. Her er virksomheden primært karakteriseret ved at være domineret af ejeren/entreprenøren og har en meget simpel og uformel organisationsstruktur (hvilket også gør selskabet uegnet til en børsnotering).

**Start-up fasen (The Birth Phase)** er den initiale kommercialiseringsfase, hvor selskaber får finansieret kapital i forbindelse med etablering af virksomheden, produktudvikling, markedsføring og generel kommercialisering. I løbet af denne fase begynder virksomheden sine "operationer" således at salg og omsætning er undervejs. Start-up fasen er således den egentlige etablering af virksomheden og kan vare i lang tid. Start-up fasen fortsætter således indtil selskabet når den initiale vækstfase. Seed og start-up faserne kan samlet set betragtes som virksomhedens "early-stage" og kan særligt for virksomheder i Life-Science industrien have en relativ lang tidshorisont. For forsknings og videnstunge virksomheder, kan børsen i visse tilfælde være aktuel i "early-stage", da forretningsideen kan være lang tid undervejs bl.a. på grund af myndighedernes løbende godkendelser inden virksomhedens produkt må sælges og dermed kommercialiseres.

**Initial vækst fasen (Growth phase)** er den første egentlige vækstfase i virksomhedens livscyklus. Fasen er karakteriseret ved, at selskabet er begyndt at genere og accelerere omsætningsniveauet. Selskabet vil ikke nødvendigvis genere noget profit på dette stadie, da initialvæksten kan kræve et omfattende investeringsniveau i markedsføring, produktion og arbejdskapital. Således har selskabet behov for finansiering af de nødvendige ressourcer til at understøtte væksten. Samtidig vil ejeren/stifteren typisk begynde at uddelegere ansvar til mellemledere og virksomhedens procedure begynder at blive mere formaliserede.

**Den vedvarende vækst fase (Expansion-stage, Maturity phase)** efterfølger den initiale vækstfase. Her er virksomheden veletableret og søger at udvide "outputtet" af produkter eller services og øge omsætningen. På dette stadie nærmer selskabet sig en egentlig modningsfase. Her kan selskabet som udgangspunkt i højere grad begynde at benytte sig af prioritetsgæld. Selskabet kan dog stadig være i en situation, hvor omsætningen ikke er tilstrækkelig til at finansiere virksomhedens vækstpotentiale, hvorfor der stadig kan være et væsentligt

---

<sup>282</sup> Følgende litteratur har bidraget til forklaringerne af de enkelte faser: (Finansrådet, 2014 s. 9), (Cumming, 2012 s. 1 af 13), (Friesen, October 1984 s. 1162) og (OECD, 2015 s. 141 - 148)

behov for risikovillig kapital. Kapitalen kan i den forbindelse være nødvendig for yderligere produktudvikling (R&D), øge produktionskapaciteten eller finansiere vækstens krav til en større arbejdskapital (også kaldet "Development Capital"). Den vedvarende vækstfase kan som sagt ende ud i en modningsfase, hvor selskabets innovationsniveau er faldende og der er nået en mere bureaukratisk organisationsstruktur<sup>283</sup>.

**Nyorienteringsfasen** er primært et resultat af, at selskabet har nået en modningsfase, hvor omsætningsvæksten er aftagende, hvis ikke faldende, og selskabet har behov for at fokusere på forretningens fremtidige potentiale. Fasen er således typisk karakteriseret ved at selskabet vil få yderligere fokus på diversifikationspotentiale eller udvikling af selskabets produkt og/eller markedsfokus. (James, 1973) Argumenterer for at dette kan ske ved hhv. intern regenerering eller ekstern regenerering. Internt sker dette altså ved at selskabet igennem dets egne ressourcer forsøger at give nyt liv til den fremtidige forretning. Selskabet kan imidlertid også gennemgå nyorienteringsfasen ved ekstern hjælp. (James, 1973) beskriver i den forbindelse følgende alternativer:

- "Ofre" majoritetsejerskabet for at en SK'er vil investere og facilitere den nødvendige kapital for at selskabet kan opnå det strategiske mål.
- Selskabet kan lede efter fusionspartnere.
- Blive overtaget af et andet selskab som kan tilbyde kompetencer, kapital eller på andre måder styrke selskabets fremtidige potentiale.
- Søge om offentlige tilskud/hjælp, hvilket typisk kan lade sig gøre for selskaber, der har stor national betydning.

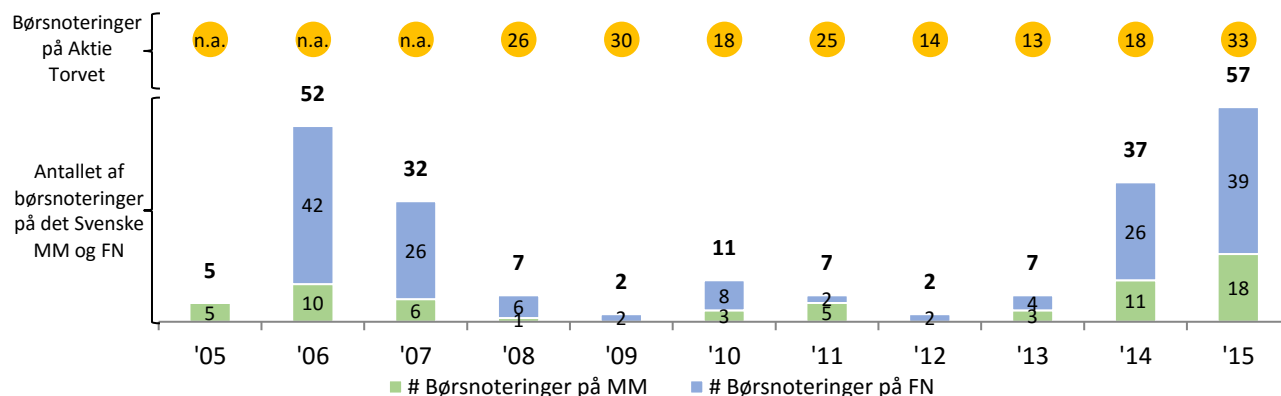
**Frasalgs "Fasen"** kan således komme i naturlig forlængelse af nyorienteringsfasen. Frasalgsfasen kan indtræde i alle selskabets livsfaser og afhænger i højeste grad af stifterens ønske om at forblive ejer, samt muligheden for at realisere selskabets værdi, hvilket kan ske ved helt eller delvist frasalg til PE fonde, SK'ere eller faciliteres igennem en børsnotering.

---

<sup>283</sup> (Friesen, October 1984 s. 1162 midt for)



## Bilag 7. Antallet af børsnoteringer i Sverige



Det skal understreges at antallet af børsnoteringer i Sverige, som de fremgår af ovenstående figur, ikke er sorteret på samme vis som Figur 4 på side 38. Således har ovenstående figur til formål at give en indikation af aktiviteten på det svenske børsmarked generelt. Både udenlandske selskaber og finansielle virksomheder er således inkluderet i opgørelsen. Data er hentet fra Nasdaqs hjemmeside under corporate actions. Selskaber der er blevet overført fra en børs til en anden er ekskluderet, således at figuren illustrerer de egentlige børsnoteringer og ikke "overflytninger". Der er således ikke foretaget en vurdering af de enkelte selskaber, men blot en samlet optælling fra Nasdaqs hjemmeside. På trods af at der ikke skelnes mellem store og små selskaber, er langt de fleste børsnoteringer i SMV-segmentet. En række af de selskaber, der overstiger SMV-segmentet, som det er defineret i denne afhandling, fremgår af nedenstående:

### Eksempler på store selskaber noteret i Sverige:

2015 (13): Scandic Hotels Group AB, Attendo AB, Dometic Group AB, Bravida Holding AB, Capio AB, Nobina AB, Pandox AB, Nordax Group AB, Alimak Group AB, Coor Service Management Holding AB, Collector AB, Hoist Finance AB, Evolution Gaming Group AB, Dustin Group AB, Eltel AB.

2014 (9): Thule Group AB, Lifco AB, Granges AB, Inwido AB, Com Hem Holding AB, Akelius Residential, D. Carnegie & Co, Recipharm AB, Hemfosa Fastigheter AB.

2013 (2): Sanitec Corp, Platzer Fastigheter AB.

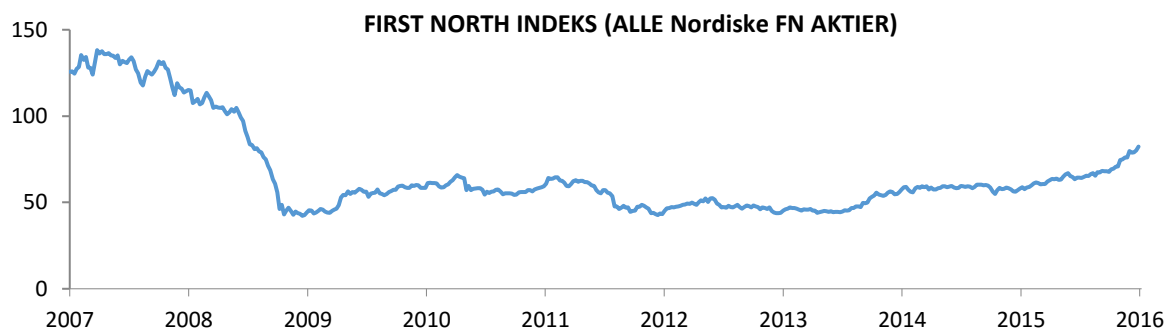
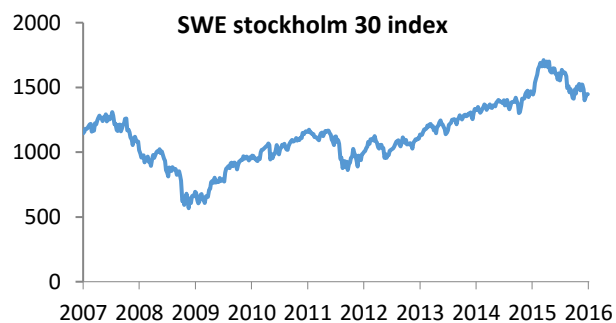
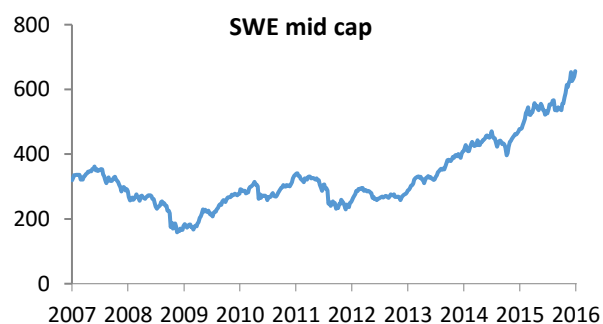
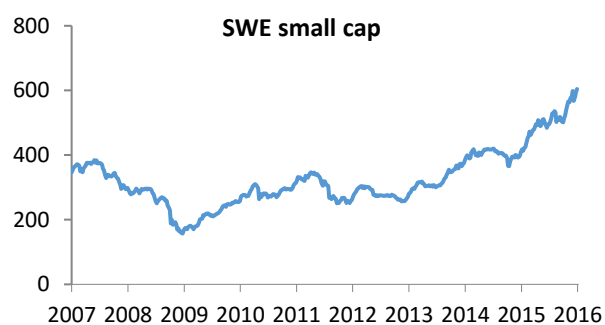
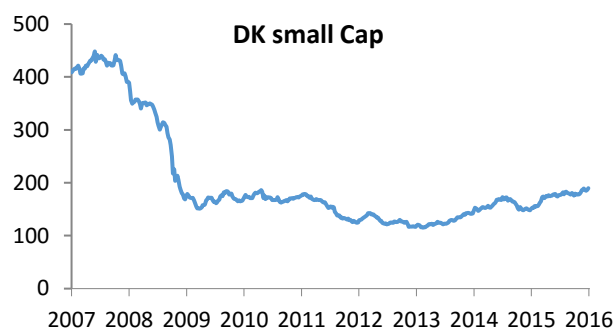
2010 (2): AFRICA OIL, Byggmax AB

2007 (2): Black Earth Farming Ltd, East Capital Explorer AB, Systemair AB.

2006 (5): Lindab AB, Rezidor Hotel Group AB, BE Group AB, Biovitrum AB, Melker Schorling AB – MSAB, KappAhl AB

2006 (3): Hakon Invest AB, TradeDoubler AB, Indutrade AB

## Bilag 8. Kursudvikling på Small, Mid og "main" cap. I DK og SWE samt FN indekset



## Bilag 9. Internationale undersøgelser af selskabers motivation for at blive børsnoteret

**Table II**  
**Survey Responses to the Question: How Important Were/Are the Following Motivations for Conducting an IPO?**

Means are based on a five-point scale with anchors of 1 = not important to 5 = very important. Size is based on revenues, with large firms over \$100,000,000. Firms with founding dates before 1987 are considered old. High-Tech represents high-technology firms. An Underwriter Prestige ranking of high represents firms with underwriters who are rated over 8.1 in Jay Ritter's underwriter database. Venture Capital is an indicator variable that equals 1 when a VC backs the IPO firm and 0 otherwise. Ownership Decrease is assigned large if the insiders' (managers') ownership percentage decreases by more than the sample median (23%). \*\*\*, \*\*, and \* indicates statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively. Superscripts indicate significant simultaneous differences using Tukey inference tests. Means with the same superscript are significantly different from means with different superscripts. Means without superscripts are not significantly different from the other two means. The sample consists of 336 completed surveys composed of 37 withdrawn IPOs, 87 successful IPOs, and 212 firms that were large enough, but did not attempt to go public during the period 2000 to 2002.

|                                                                | Overall |       | IPO Status        |                   |                   | Size  |         | Age   |         | High-Tech |         | Underwriter Prestige |         | Venture Capital |         | Ownership Decrease |        |
|----------------------------------------------------------------|---------|-------|-------------------|-------------------|-------------------|-------|---------|-------|---------|-----------|---------|----------------------|---------|-----------------|---------|--------------------|--------|
|                                                                | Mean    | % 4-5 | Withdrawn         | Successful        | Not Tried         | Small | Large   | Young | Old     | No        | Yes     | Low                  | High    | No              | Yes     | Small              | Large  |
| To create public shares for use in future acquisitions         | 3.56    | 59.41 | 4.00 <sup>a</sup> | 3.48              | 3.37 <sup>b</sup> | 3.72  | 3.38*   | 3.76  | 3.29**  | 3.48      | 3.77    | 3.37                 | 3.75    | 3.47            | 3.79    | 3.49               | 3.44   |
| To establish a market price/value for our firm                 | 3.39    | 51.17 | 3.54 <sup>a</sup> | 3.57 <sup>a</sup> | 2.93 <sup>b</sup> | 3.47  | 3.25    | 3.48  | 3.05**  | 3.28      | 3.63*   | 3.47                 | 3.57    | 3.45            | 3.61    | 3.80               | 3.25** |
| To enhance the reputation of our company                       | 3.27    | 49.11 | 3.62 <sup>a</sup> | 3.44 <sup>a</sup> | 2.67 <sup>b</sup> | 3.56  | 2.85*** | 3.38  | 2.85**  | 3.03      | 3.75*** | 3.38                 | 3.53    | 3.21            | 3.69**  | 3.89               | 3.31** |
| To minimize our cost of capital                                | 3.12    | 42.51 | 3.30              | 3.02              | 3.15              | 3.12  | 3.17    | 3.16  | 3.20    | 3.28      | 2.85*   | 3.52                 | 3.01*   | 3.21            | 3.09    | 2.82               | 3.20   |
| To broaden the base of ownership                               | 3.11    | 45.89 | 3.16              | 3.28              | 2.76              | 3.19  | 2.93    | 3.15  | 3.07    | 3.06      | 3.14    | 2.97                 | 3.28    | 2.98            | 3.36    | 3.31               | 3.14   |
| To allow one or more principals to diversify personal holdings | 2.99    | 44.11 | 2.62 <sup>a</sup> | 2.91              | 3.43 <sup>b</sup> | 2.84  | 3.18    | 2.97  | 3.12    | 3.01      | 2.89    | 2.83                 | 2.81    | 2.84            | 2.80    | 3.06               | 2.83   |
| To attract analysts' attention                                 | 2.71    | 29.76 | 2.97 <sup>a</sup> | 2.89 <sup>a</sup> | 2.15 <sup>b</sup> | 2.98  | 2.32*** | 2.86  | 2.24*** | 2.51      | 3.09*** | 2.79                 | 2.94    | 2.66            | 3.07*   | 3.09               | 2.69   |
| To allow venture capitalists (VCs) to cash out                 | 2.54    | 32.15 | 2.92              | 2.56              | 2.17              | 2.60  | 2.43    | 2.82  | 1.93*** | 2.44      | 2.65    | 1.93                 | 2.89*** | 1.91            | 3.14*** | 2.97               | 2.24** |
| Our company has run out of private equity                      | 2.50    | 27.55 | 2.41              | 2.61              | 2.37              | 2.76  | 2.18*** | 2.71  | 2.34    | 2.57      | 2.38    | 3.14                 | 2.40**  | 2.38            | 2.71    | 2.53               | 2.91   |
| Debt is becoming too expensive                                 | 2.11    | 14.29 | 1.86              | 2.08              | 2.35              | 1.96  | 2.35**  | 2.02  | 2.20    | 2.25      | 1.87**  | 2.52                 | 1.86**  | 2.40            | 1.77*** | 1.74               | 2.29** |

Kilde: Udklip fra (Brau, et al., 2006 s. 407). Tabellen viser resultaterne fra en undersøgelse af 336 adspurgte CFOer, fra ikke finansielle virksomheder i USA, der har været i proces med en børsnotering i perioden 2000-2002.

Table 2  
Survey response to the question: home exchange listing criteria

Respondents are asked to rate factors on a scale of -2 (not important) to +2 (very important). We report the sample means and the percentage of respondents who answered +1 (important) and +2 (very important). The subsample means are based on the following conditioning variables: Size (a large firm has market capitalisation greater than 500 million euros), Hi-Tech (a high-technology firm), Age (an old firm has a founding year of 1987 or earlier), Initial Return (a hot firm has initial return greater than 10%), Ownership/Family Control (whether the firm is controlled by a family), Raising Capital (whether the firm issued new shares in the IPO), Change Leverage (whether the IPO changed the firm's leverage (total debt/equity – in book value)). \*\*\*, \*\*, \* denote significant differences at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

|                                                                           | Important or very important |      | Size  |       | Hi-Tech |       | Age   |        | Initial return |       | Ownership: family control |       | Raising capital |         | Change leverage |         |
|---------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|----------------|-------|---------------------------|-------|-----------------|---------|-----------------|---------|
|                                                                           | (%)                         | Mean | Small | Large | No      | Yes   | Young | Old    | Cold           | Hot   | No                        | Yes   | No              | Yes     | No              | Yes     |
| a) To enhance the company's prestige, image and visibility                | 77.78                       | 1.00 | 1.06  | 0.91  | 0.89    | 1.35* | 1.14  | 0.84   | 0.96           | 1.13  | 1.09                      | 0.84  | 1.05            | 0.98    | 0.97            | 0.92    |
| l) To facilitate raising capital                                          | 76.39                       | 1.11 | 1.24  | 1.06  | 1.11    | 1.18  | 1.05  | 1.20   | 1.07           | 1.27  | 1.30                      | 0.92  | 0.42            | 1.37*** | 0.88            | 1.40*   |
| j) To implement a "natural path" of growth for our firm                   | 70.83                       | 0.86 | 0.79  | 0.92  | 0.96    | 0.56  | 0.62  | 1.20** | 0.83           | 1.00  | 0.77                      | 1.08  | 0.75            | 0.90    | 0.71            | 1.04    |
| d) To increase shareholder base                                           | 69.86                       | 0.75 | 0.65  | 0.89  | 0.83    | 0.65  | 0.92  | 0.65   | 0.66           | 1.13* | 0.89                      | 0.52  | 0.80            | 0.71    | 0.88            | 0.68    |
| e) To increase the liquidity of the company's securities                  | 62.50                       | 0.60 | 0.32  | 0.83  | 0.66    | 0.29  | 0.83  | 0.23*  | 0.56           | 0.73  | 0.82                      | 0.24* | 1.10            | 0.37**  | 1.15            | 0.04*** |
| n) To appeal to institutional investors                                   | 60.56                       | 0.75 | 0.72  | 0.72  | 0.75    | 0.65  | 1.00  | 0.48*  | 0.68           | 1.00  | 0.91                      | 0.52  | 1.11            | 0.61*   | 1.03            | 0.58    |
| g) To be recognized by the relevant financial community as a major player | 59.72                       | 0.56 | 0.44  | 0.69  | 0.53    | 0.71  | 0.44  | 0.68   | 0.46           | 0.93  | 0.50                      | 0.64  | 0.60            | 0.53    | 0.47            | 0.58    |
| i) To facilitate mergers and acquisitions                                 | 55.56                       | 0.50 | 0.62  | 0.46  | 0.47    | 0.71  | 0.42  | 0.58   | 0.46           | 0.67  | 0.52                      | 0.56  | 0.10            | 0.67*   | 0.32            | 0.42    |

Kilde: Udklip fra (Bancel, et al., 2009 s. 853), Tabellen viser resultaterne fra en undersøgelse af 78 adspurgte respondenter fra virksomheder i Europa, der har været i proces med en børsnotering i perioden 1994 - 2004. Det er understreget, at der kan være problemer med, at de adspurgte ikke har været direkte involveret i selve børsnoteringen.

## Bilag 10. Bayar, et al., (2011) kortsigtet børsnoteringspræmie

**Table 7: Short-Run Valuations (Propensity Score Matching)**

This table reports the results of the propensity score matching analysis testing for the significance of the short run valuation premium between IPOs and acquisitions. The unmatched sample contains all deals with sales not less than \$200,000 in the fiscal year prior to exit and only if the sales growth data for the firm is available. This initial unmatched sample contains 2558 observations (1430 acquisitions and 1128 IPOs). The propensity scores are generated using the probit regression specification in Column 9 of Table 3 without the VC dummy variable. After applying the common support requirement, each acquired firm is matched to an IPO firm with the closest propensity score, within the same industry (two-digit SIC level), with the same year of exit and same VC backing status. The matched sample contains 1030 pairs of acquisitions and their matched IPOs. Panel A reports the mean and the median of the acquisition deal values reported by SDC and the mean and the median of the imputed short-run IPO valuations of the acquired firms obtained from equation (2) for the sample of all acquisitions, the sample of non-VC backed acquisitions, and the sample of VC backed acquisitions. The short run value  $V_{match}$  of the matched IPO firm is defined as the offering price multiplied by the number of shares outstanding after the IPO. This value is then divided by the net sales revenue of the IPO firm of the fiscal year prior to the IPO and the resulting ratio is then multiplied by the net sales revenue of the acquired firm to estimate the imputed short-run IPO valuation of the acquired firm given in (2). Panel A then reports the summary statistics and the tests of the short-run IPO valuation premia of acquisitions. The short-run IPO valuation premium for each acquisition-matched IPO pair is calculated as the natural log of the ratio of the imputed short-run IPO valuation of the acquired firm to the deal value of the acquired firm. Panel B reports the summary statistics and the results of the difference tests for the sample of acquisitions with deal values not less than \$50 million only. Panel C reports the results of the difference tests for the sample of acquisitions with deal values less than \$50 million only. Deal values and imputed valuations are reported in millions of dollars, and all dollar values are adjusted for inflation. Asterisks \*\*\*, \*\*, \* represent significance levels for the paired sample Wilcoxon signed-rank tests for the significance of the valuation premia at the 1%, 5%, and 10% levels respectively. The p-values of the tests are also reported to show the statistical significance.

**Panel A: Short run valuation premia for all acquisitions**

| All Acquisitions  |         |           |      | Non-VC Backed Acquisitions |         |           |     | VC Backed Acquisitions |         |           |     |
|-------------------|---------|-----------|------|----------------------------|---------|-----------|-----|------------------------|---------|-----------|-----|
|                   | Mean    | Median    | N    |                            | Mean    | Median    | N   |                        | Mean    | Median    | N   |
| Acquisition value | 128.893 | 43.499    | 1030 | Acquisition value          | 95.005  | 34.878    | 700 | Acquisition value      | 200.777 | 71.778    | 330 |
| Imputed IPO value | 662.943 | 104.103   | 1030 | Imputed IPO value          | 508.160 | 102.500   | 700 | Imputed IPO value      | 991.270 | 106.388   | 330 |
| Premium           | 71.99%  | 75.47%    | 1030 | Premium                    | 87.20%  | 86.36%    | 700 | Premium                | 39.72%  | 42.43%    | 330 |
| P-value           |         | 0.0000*** |      | P-value                    |         | 0.0000*** |     | P-value                |         | 0.0000*** |     |

**Panel B: Short run valuation premia for acquisitions with a deal value greater than or equal to \$50 million**

| All Acquisitions  |          |           |     | Non-VC Backed Acquisitions |          |           |     | VC Backed Acquisitions |          |         |     |
|-------------------|----------|-----------|-----|----------------------------|----------|-----------|-----|------------------------|----------|---------|-----|
|                   | Mean     | Median    | N   |                            | Mean     | Median    | N   |                        | Mean     | Median  | N   |
| Acquisition value | 257.406  | 129.665   | 466 | Acquisition value          | 212.373  | 122.162   | 269 | Acquisition value      | 318.896  | 147.994 | 197 |
| Imputed IPO value | 1249.399 | 186.266   | 466 | Imputed IPO value          | 1031.991 | 191.086   | 269 | Imputed IPO value      | 1546.266 | 169.388 | 197 |
| Premium           | 20.97%   | 32.92%    | 466 | Premium                    | 30.25%   | 40.75%    | 269 | Premium                | 8.31%    | 16.50%  | 197 |
| P-value           |          | 0.0012*** |     | P-value                    |          | 0.0007*** |     | P-value                |          | 0.2953  |     |

**Panel C: Short run valuation premia for acquisitions with a deal value less than \$50 million**

| All Acquisitions  |         |           |     | Non-VC Backed Acquisitions |         |           |     | VC Backed Acquisitions |         |           |     |
|-------------------|---------|-----------|-----|----------------------------|---------|-----------|-----|------------------------|---------|-----------|-----|
|                   | Mean    | Median    | N   |                            | Mean    | Median    | N   |                        | Mean    | Median    | N   |
| Acquisition value | 22.710  | 20.597    | 564 | Acquisition value          | 21.751  | 20.000    | 431 | Acquisition value      | 25.818  | 23.535    | 133 |
| Imputed IPO value | 178.389 | 64.380    | 564 | Imputed IPO value          | 181.222 | 68.401    | 431 | Imputed IPO value      | 169.209 | 49.637    | 133 |
| Premium           | 114.14% | 112.64%   | 564 | Premium                    | 122.75% | 122.23%   | 431 | Premium                | 86.24%  | 86.00%    | 133 |
| P-value           |         | 0.0000*** |     | P-value                    |         | 0.0000*** |     | P-value                |         | 0.0000*** |     |



## Bilag 11. Bayar, et al., (2011) langsigtet børsnoteringspræmie

**Table 8: Long-Run Valuations (Propensity Score Matching)**

This table reports the results of the propensity score matching analysis testing for the significance of the long-run valuation premium between IPOs and acquisitions. The unmatched sample contains all deals with sales not less than \$200,000 in the fiscal year prior to exit and only if the sales growth data for the firm is available. This initial unmatched sample contains 2558 observations (1430 acquisitions and 1128 IPOs). The propensity scores are generated using the probit regression specification in Column 9 of Table 3 without the VC dummy variable. After applying the common support requirement, each acquired firm is matched to an IPO firm with the closest propensity score, within the same industry (two-digit SIC level), with the same year of exit and same VC backing status. The matched sample contains 1030 pairs of acquisitions and their matched IPOs. Panel A reports the mean and the median of the acquisition deal values reported by SDC and the mean and the median of the imputed long-run IPO valuations of the acquired firms obtained from equation (2) for the sample of all acquisitions, the sample of non-VC backed acquisitions, and the sample of VC backed acquisitions. The long run value  $V_{match}$  of the matched IPO firm is defined as the weighted average of its current IPO value and its long run (three years post-IPO) market value as defined in Equation (4). The current IPO value  $V_{ipo,0}$  of the matched IPO firm is defined as the offering price multiplied by the number of shares outstanding after the IPO. The long run market value  $V_{ipo,3}$  is defined as the closing price of the firm three years after the IPO multiplied by the number of shares outstanding at that point in time. If the firm was delisted within the three years after the IPO for any reason (e.g., a post-IPO acquisition), or there is still remaining time to completing a period of three years, we take the most recent available closing price of the IPO firm. The long run value  $V_{match}$  of the matched IPO firm is then divided by the net sales revenue of the IPO firm as of the fiscal year prior to the IPO and the resulting ratio is then multiplied by the net sales revenue of the acquired firm to estimate the IPO valuation of the acquired firm given in (2). Panel A then reports the summary statistics and the tests of the long run IPO valuation premia of acquisitions. The long-run IPO valuation premium for each acquisition-matched IPO pair is calculated as the natural log of the ratio of the imputed long-run IPO valuation of the acquired firm to the deal value of the acquired firm. Panel B reports the summary statistics and the results of the difference tests for the sample of acquisitions with deal values not less than \$50 million only. Panel C reports the results of the difference tests for the sample of acquisitions with deal values less than \$50 million only. Deal values and imputed valuations are reported in millions of dollars, and all dollar values are adjusted for inflation. Asterisks \*\*\*, \*\*, \* represent significance levels for the t-tests and the Wilcoxon signed-rank test at the 1%, 5%, and 10% levels. The null hypothesis for the t-tests is that mean premium is equal to zero. The null hypothesis for the signed-rank test is that the difference between long run and short run valuation premia is from a distribution with a median value of zero. The p-values of the tests are also reported to show the statistical significance.

**Panel A: Long run valuation premia for all acquisitions**

| All Acquisitions  |         |           |      | Non-VC Backed Acquisitions |         |           |     | VC Backed Acquisitions |         |          |     |
|-------------------|---------|-----------|------|----------------------------|---------|-----------|-----|------------------------|---------|----------|-----|
|                   | Mean    | Median    | N    |                            | Mean    | Median    | N   |                        | Mean    | Median   | N   |
| Acquisition value | 128.893 | 43.499    | 1030 | Acquisition value          | 95.005  | 34.878    | 700 | Acquisition value      | 200.777 | 71.778   | 330 |
| Imputed IPO value | 602.679 | 83.148    | 1030 | Imputed IPO value          | 493.819 | 85.814    | 700 | Imputed IPO value      | 833.595 | 77.935   | 330 |
| Premium           | 57.66%  | 49.00%    | 1030 | Premium                    | 76.41%  | 65.07%    | 700 | Premium                | 17.89%  | 24.42%   | 330 |
| P-value           |         | 0.0000*** |      | P-value                    |         | 0.0000*** |     | P-value                |         | 0.0300** |     |

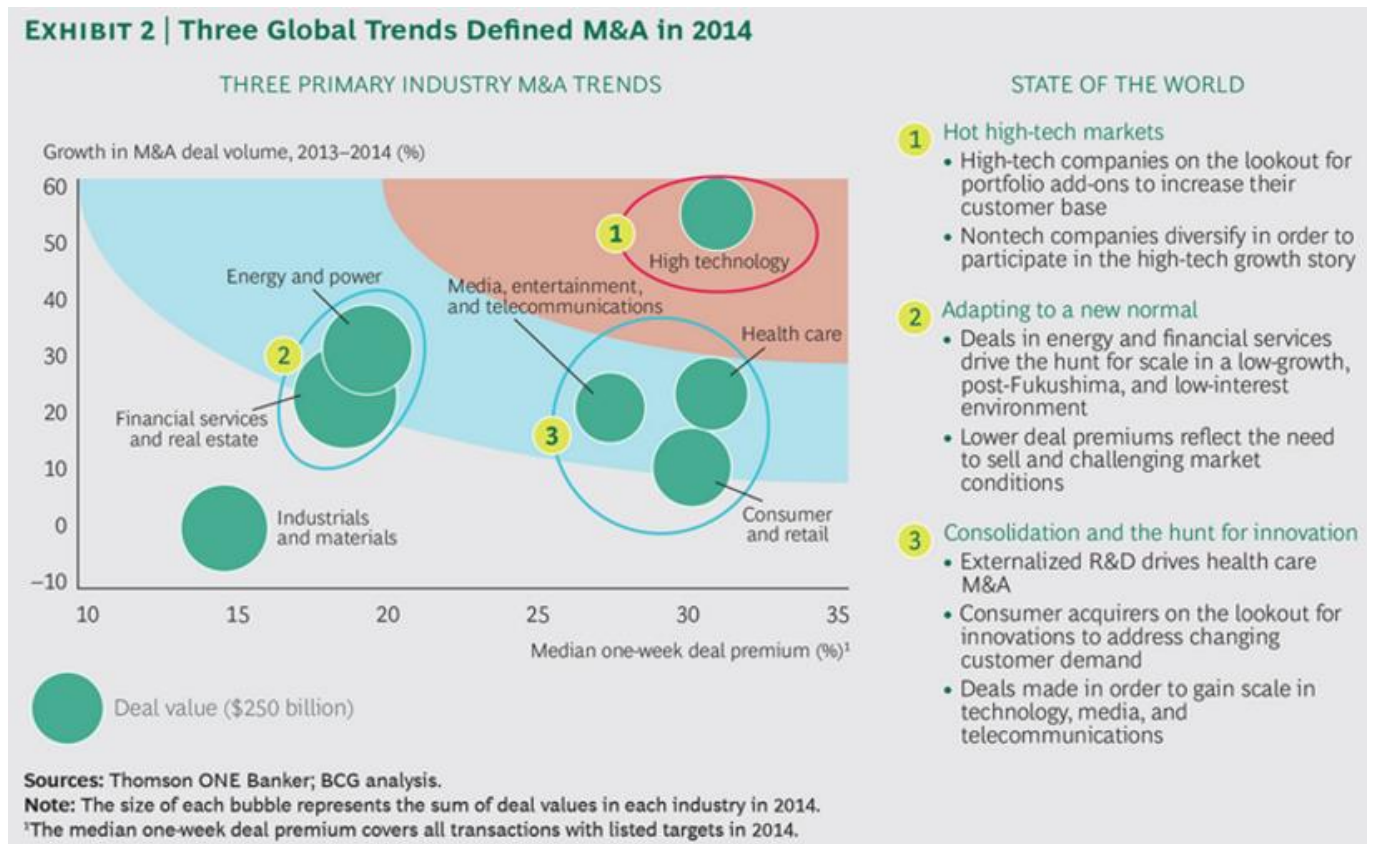
**Panel B: Long run valuation premia for acquisitions with a deal value greater than or equal to \$50 million**

| All Acquisitions  |          |         |     | Non-VC Backed Acquisitions |         |         |     | VC Backed Acquisitions |          |         |     |
|-------------------|----------|---------|-----|----------------------------|---------|---------|-----|------------------------|----------|---------|-----|
|                   | Mean     | Median  | N   |                            | Mean    | Median  | N   |                        | Mean     | Median  | N   |
| Acquisition value | 257.406  | 129.665 | 466 | Acquisition value          | 212.373 | 122.162 | 269 | Acquisition value      | 318.896  | 147.994 | 197 |
| Imputed IPO value | 1116.145 | 150.857 | 466 | Imputed IPO value          | 983.908 | 164.438 | 269 | Imputed IPO value      | 1296.713 | 124.298 | 197 |
| Premium           | 1.12%    | 3.46%   | 466 | Premium                    | 15.90%  | 11.80%  | 269 | Premium                | -19.07%  | -9.23%  | 197 |
| P-value           |          | 0.6623  |     | P-value                    |         | 0.1784  |     | P-value                |          | 0.3929  |     |

**Panel C: Long run valuation premia for acquisitions with a deal value less than \$50 million**

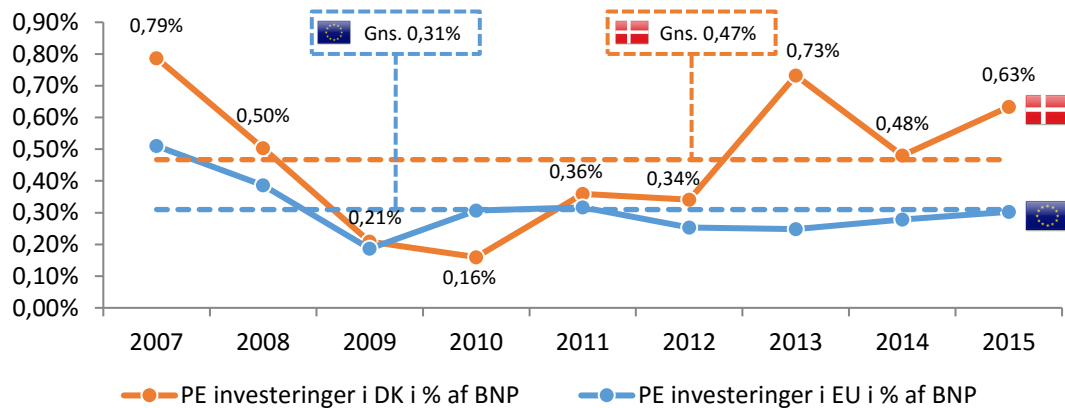
| All Acquisitions  |         |           |     | Non-VC Backed Acquisitions |         |           |     | VC Backed Acquisitions |         |           |     |
|-------------------|---------|-----------|-----|----------------------------|---------|-----------|-----|------------------------|---------|-----------|-----|
|                   | Mean    | Median    | N   |                            | Mean    | Median    | N   |                        | Mean    | Median    | N   |
| Acquisition value | 22.710  | 20.597    | 564 | Acquisition value          | 21.751  | 20.000    | 431 | Acquisition value      | 25.818  | 23.535    | 133 |
| Imputed IPO value | 178.432 | 49.500    | 564 | Imputed IPO value          | 187.940 | 52.634    | 431 | Imputed IPO value      | 147.623 | 37.580    | 133 |
| Premium           | 104.38% | 90.73%    | 564 | Premium                    | 114.18% | 106.17%   | 431 | Premium                | 72.64%  | 56.25%    | 133 |
| P-value           |         | 0.0000*** |     | P-value                    |         | 0.0000*** |     | P-value                |         | 0.0000*** |     |

## Bilag 12. BCG's "Three Global Trends Defined M&A in 2014"



Kilde: (Kengelbach, et al., 2015)

### Bilag 13. PE fondes investeringer i % af BNP. DK sammenlignet med EU

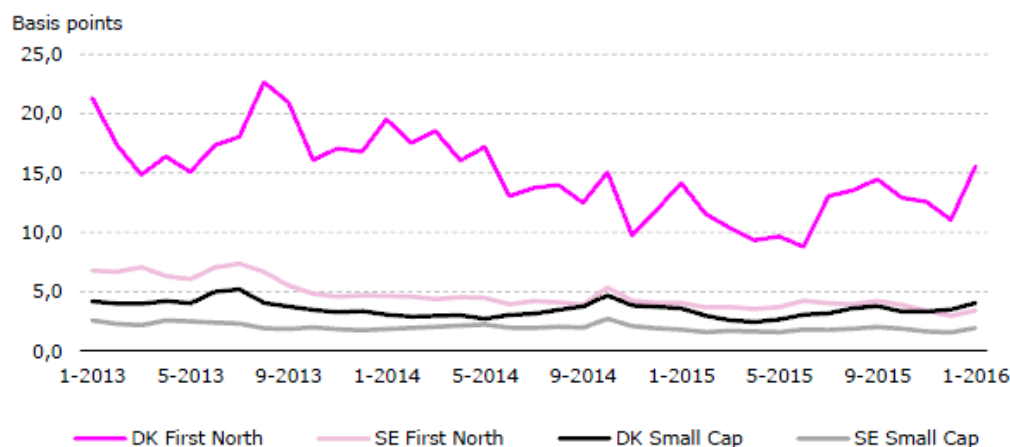


PE fondes investeringer i Danmark (både danske og udenlandske) i forhold til EU i perioden 2007-2015. Egen tilvirkning på baggrund af data fra EVCA's seneste rapport (Invest Europe, 2016) og dataark se Excel datafil 1, ark 11, EVCA PE aktivitet.



## Bilag 14. Likviditeten på det danske marked vs. Det svenske

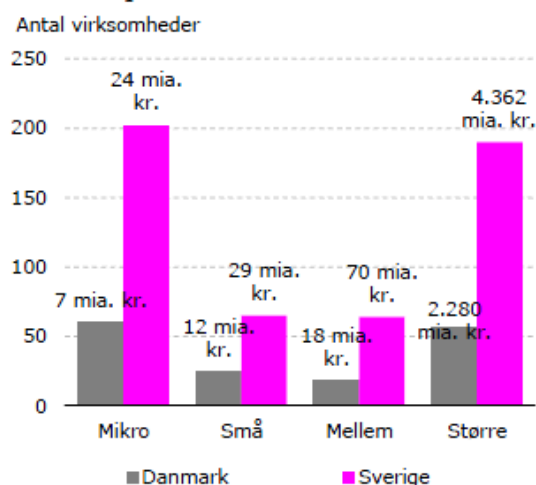
**Figur 3.7 Likviditeten i Danmark og Sverige i form af spreads**



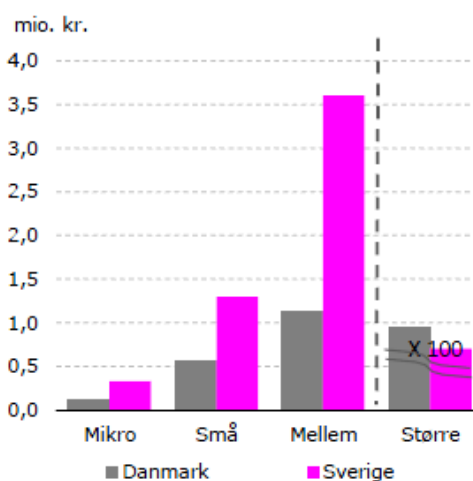
Kilde: NASDAQ

**Figur 3.8 Størrelsen af de forskellige segmenter og omsætning**

*Antal noterede virksomheder og samlet market-cap*



*Gennemsnitlig daglig omsætning pr. virksomhed*



Note: I segmentet mikro har virksomheder gennemsnitligt en markeds kapitalisering på lidt over 100 mio. kr., små virksomheder har ca. 500 mio. kr. og mellem virksomheder har ca. 1 mia. kr. Segmentet 'større' er markeds kapitalisering over 1,5 mia. kr. og omfatter således mere end large-cap på NASDAQ, hvor afgrænsningen er på over USD 5 mia.

Likviditeten i det danske marked i forhold til Sverige, rapporteret af (Axcelfuture og IPO Advisory Group, 2016)

## Bilag 15. Udtalelser fra SMV'ers cross-border noteringer

**Selskab:**  **NUEVOLUTION** **Noteret i:**  (2015)

**CEO Alex Haar Gouliaev:**

*"Der er egentlig ikke noget galt med Danmark, andet end at aktiviteten ikke er voldsom stor for firmaer af vores størrelse. Vi er jo ikke et 10 mia. kr. firma, vi er et væsentligt mindre firma, og for de mindre firmaer er der ikke rigtig nogen børsnoteringsaktivitet,"*

*"Over 50 pct. af selskabet er allerede ejet af svenske aktionærer, så for os er det ikke et stort spring. Det er meget naturligt i et eller andet omfang, at vi placerer os i Stockholm. Vi kunne også have placeret os i København, men så skulle der være mere aktivitet der, og det er der ikke"*

*"Vi har kigget på Nasdaq US, vi har kigget på Stockholm, København og Euronext, og når jeg siger kigget, så mener jeg, at vi har undersøgt, hvor vi passer godt ind, hvor har vi en berettigelse. Alt taget i betragtning, så er vi et skandinavisk selskab, hoveddelen af vores ejere er svenske på nær Sunstone, og der er stor børnsaktivitet i Stockholm, så det falder meget naturligt for os, at det var der, vi landede"*  
**Medwatch.dk d. 23.11.15 "Nuevolution-direktør: Vi har ramt et godt vindue"**

**Selskab:**  **WINDAR PHOTONICS** **Noteret i:**  (2015)

**CEO Martin Rambusch:**

*"Vi har forsøgt at rejse kapital i Danmark og har fundet ud af, at det er lettest udenfor landets grænser. Det er kapital, der skal bruges til fremtidens vækst. Vi havde håbet, at det kunne lade sig gøre at finde pengene i Danmark"*

- Han forklarer, at det ikke har kunne lade sig gøre at rejse kapital i Danmark, uden at man lod investorerne få en høj grad af medbestemmelse i selskabet. Windar Photonics er for nyt et selskab til at kunne fremvise en lang track rekord og en solid indtjening, der kunne overtale investorerne, til at gå ind i en minoritetsposition.

~ Hos brancheforeningen Vindmølleindustrien mener man ikke, at det generelt er vanskeligt at rejse kapital i vindmøllebranchen, men foreningen erkender, at det kan være vanskeligt for nystartede selskaber.

Vindmølleindustrien vurderer, at det generelt er kapitalfonde, der leverer kapital til industrien, og at de ofte går efter mere modne selskaber.

**Finans.dk d. 25.09.14 "Mangler penge: Dansk vindselskab må til London"**

**Selskab:**  **Oncology Venture** **Noteret i:**  (2015)

**CEO Peter Buhl Jensen:**

*"Hvis man vil investere i biotek i Danmark, køber man måske Novo Nordisk-aktier eller måske Genmab. Det er jo firmaer, der sidder tungt på biotek. Tit er der ikke så meget opmærksomhed på den store underskov af super gode biotekfirmaer, der er i Danmark. Det er nok en reminiscens fra investeringer omkring år 2000, hvor der blev tabt mange penge på virksomheder."*

*"Jeg tror, at de to selskaber (MPI og Oncology Venture) og deres teknologi hører til i USA på sigt – om de så skal lægges sammen eller på anden måde. Når vi har proof of concept i to produkter, er jeg sikker på, at vi kan lave en stærk børsnotering i USA"*

*"Ja, vi har overvejet en notering i København, men der er ikke ret stor omsætning i MPI på First North i København, og der skal være en omsætning i en aktie, ellers er folk bekymret for, om de kan sælge den igen."*

**Finans.dk d. 04.06.15 "Dansk biotechselskab går på børsen i Sverige"**

**Selskab:**  **PHOTOCAT** **Noteret i:**  (2015)

**Medejer CAPNOVA:**

Efter forgæves forsøg i Danmark besluttede Photocat tidligere på året at søge mod Sverige i jagten på yderligere kapital.

**CAPNOVA.dk d. 25.11.15 "Photocat imponerer på svensk børs"**

**Selskab:**  **HUGO** **Noteret i:**  (2015)

**CEO Henrik Kølle:**

*"Den danske aktiekultur er totalt nedslående. Når jeg kigger på markedet i Danmark, så tror jeg simpelthen ikke på, at det kan lade sig gøre her (at blive børsnoteret)"*

**Børsen.dk d. 03. 09.15 "Hygo falder i dybt børshul i Norge"**

Selskab:  **IVISYS**

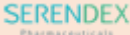
Noteret i:  (2015)

**CEO Jakob Kesje:**

"Vi har oplevet en utroligt stor interesse for vores koncept. Det virker som om, der både i Danmark og Sverige er interesse for at investere i startups lige nu"

"Vi ville sådan set gerne have valgt den danske First North, men herhjemme findes der altså ikke det samme økosystem, som eksisterer i Sverige, hvor der er en bred og aktiv investorskare. Derudover er en af de væsentlige barrierer, at det koster for meget at børsnotere et lille firma i Danmark. I Sverige har rådgivningsfirmaer billige pakkeløsninger – det har man ikke herhjemme"

**Berlingske Business d. 09.04.14 "Dansk startup polstret før svensk børsnotering"**

Selskab:  **SERENDEX**  
Pharmaceuticals

Noteret i:  (2014)

**CEO Kim Arvid Nielsen:**

"Det er jo meget væsentligt, om der er penge i markedet og investorer, som vil være med. Og der oplever vi, at forholdene i Norge er bedre. Vi kan se, at de synes, et farmaselskab er interessant."

-Han forklarer, at Biotek har et blakket ry i Danmark, og investorerne er skeptiske over for værdierne

**Borsen.dk d. 14.04.14 "Biotekboss jagter millionkapital på norsk børs"**

Selskab:  **Saniona**

Noteret i:  (2014)

**CEO Jørgen Drejer:**

"I Danmark kunne vi se, at vi var for små og for tidligt ude.

First North så vi ikke som en reel mulighed – der er ingen aktivitet i de selskaber, der ligger der. Men i Sverige fandt vi ud af, at der derimod er et ekstremt velfungerende marked for små virksomheder som vores – og i særdeleshed inden for vores branche, biotek og farma."

**Berlingske Business d. 29.09.14 "Saniona fik hjælp af svensk kapital"**

Selskab:  **Egalet**

Noteret i:  (2014)

**Bestyrelsesmedlem Andreas Segerros:**

"Egalet passede godt til markedet i USA. Misbrug af opioider er et globalt problem, men markedet for netop den type smertestillende medicin og misbruget af det er meget stort i USA. Derfor var det oplagt for Egalet at etablere sig i USA og gå efter en børsnotering på NASDAQ i New York"

**Vækstfonden.dk "Egalet: Fra forskning til børsnotering"**

Selskab:  **ASETTEK**

Noteret i:  (2013)

**CEO André Eriksen:**

"Nasdaq ble vurdert til både å være for dyrt, samt at vi ikke ville få oppmerksomhet. Den danske børsen har ikke historikk for IT og vi tror det beste er å være notert på Oslo Børs"

"Virksomheden er jo startet i Danmark, så selvfølgelig ville vi gerne have været børsnoteret her. Vi gjorde også vores forarbejde, men det tilbagevendende svar var; at det ser utrolig interessant ud, men I er for små"

**Euroinvestor.dk d. 20.03.13 "Asetek notert på børsen for å vokse seg større" & electronic-supply.dk d. 18.02.14 "Norsk børsnotering sikrede Asetek kapital til udvikling"**

Selskab:  **napatech**

Noteret i:  (2013)

**CEO Henrik Brill Jensen:**

-Han fortæller, at der i forvejen er mange mellemstore it-virksomheder på Oslo-børsen.

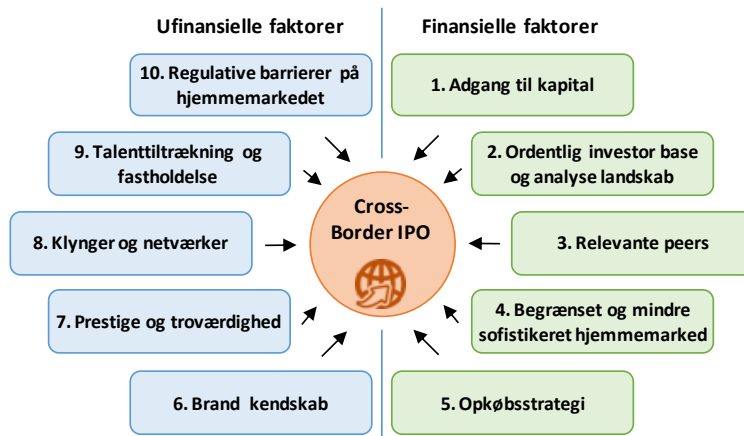
-Han mener, at klimaet på den københavnske børs ikke egner sig til mindre og mellemstore it-virksomheder.

"Og så er der mange amerikanske investorer, der ser mod Norge. Hvis man kigger på Københavns Fondsbørs, er det en helt anden liga af virksomheder"

**Computerworld.dk d. 24.10.13 "Dansk it-firma skal børsnoteres – scorer en formue"**

## Bilag 16. Bevæggrunde for cross-border børsnotering

På baggrund af en international kvantitativ undersøgelse af 200 ledere og Investment Bankers med erfaring fra cross-border børsnoteringer, har PwC erfaret, at der er 10 primære bevæggrunde for at børsnotere sin virksomhed på en udenlandsk børs. Undersøgelsen er fra sidste halvdel af 2012. Nedenstående vil give en forklaring på de 10 forskellige parametre, samt hvorfor de er relevante for virksomheder, der overvejer at lade sig børsnotere.



### 1. Adgang til en større mængde kapital og likviditet

94% af deltagerne svarede at adgang til et marked med mere kapital og likviditet var en af bevæggrundene for cross-border børsnoteringer. Disse markeder med større daglig omsætning har ofte et større antal sofistikerede investorer og asset managers. En mere udviklet og professionel aktiekultur vil ofte, qua den større likviditet, resultere i mindre prisspænd, hvorimod mindre udviklede markeder kan opleve mere volatile prissætninger.

### 2. Adgang til et professionelt investor -og analyselandskab

87% af deltagerne svarede at de var tiltrukket af et marked med mere specialiserede og sofistikerede analytikere, da dette kan påvirke en bedre prissætning. Endvidere blev det understreget, at en mere sofistikeret og specialiseret investorkultur betød mere konstruktiv og brugbar sparring imellem markedet og selskabet.

### 3. Benchmark mod en mere relevant peer group

Hvis et selskab bliver noteret på et marked med flere sammenlignelige selskaber, kan det gøre selskabet mere eftertragtet blandt investorer, fordi selskabet med større sandsynlighed bliver inkluderet i specialiserede fonde og indeks. Endvidere beskrives det, at enkelte selskaber har haft erfaring med at opnå en bedre prissætning på markeder, der er specialiseret inden for deres branche.

### 4. Begrænset hjemmemarked

En række af de adspurgte mente, at deres hjemmemarked var for begrænset til at udnytte det fulde potentiale af en børsnotering. Således argumenteres der for, at en børsnotering på et større og mere sofistikeret marked, giver anledning til en større efterspørgsel blandt investorer og dermed en bedre prissætning.

### 5. Opkøbsstrategi

Det at kunne bruge selskabets egne aktier i forbindelse med opkøbsstrategi kan være attraktivt og at være noteret på samme marked, som man ønsker at foretage disse opkøb, kan i den forbindelse være en fordel.

### 6. Øge brand kendskabet

En række selskaber har noteret sig på udenlandske børser, for at øge deres brands kendskab i regionen.

## **7. Troværdighed**

At foretage en børsnotering på en mere anerkendt børs end den hjemlige kan styrke interessenternes opfattelse af selskabet fordi disse forventer, at selskabet har været igennem en omfattende revidering og godkendelse forud for børsnoteringen.

## **8. uformelle klynger og netværker af rådgivere**

Foruden den prissætningsmæssige fordel ved at lade sig børsnotere på samme børs som tilsvarende selskaber, kan det være lærerigt at være tættere på konkurrenterne. Samtidig skaber det et netværk af mere specialiserede rådgivere og analytikere, som kan bidrage med værdiskabende sparring.

## **9. Muligheden for at tiltrække og fastholde talentfulde medarbejdere**

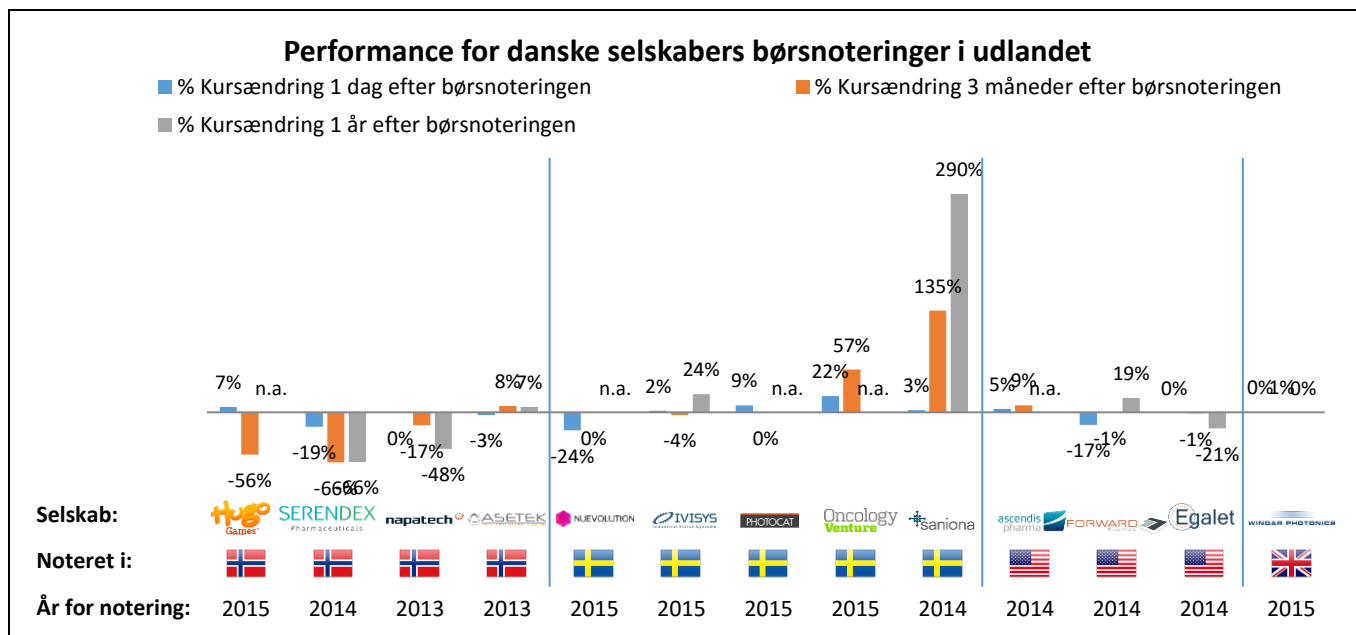
At blive børsnoteret på en mere anerkendt og international børs kan bidrage med at tiltrække mere kvalificeret arbejdskræft.

## **10. Regulative barrierer på hjemmemarkedet**

En række selskaber oplever at regulativerne er lettere at følge på udenlandske børser.

PwC (november 2012) – "Equity sans frontières – Trends in cross-border IPOs and an outlook for the future"

## Bilag 17. Performance for danske selskabers cross-border børsnoteringer



Performance på danske selskabers børsnoteringer i udlandet siden 2012. Vær opmærksom på at Ascendis Pharma A/S og Forward Pharma A/S, der er børsnoteret i USA, er af en størrelse, der er uden for afhandlingens fokus på selskaber med en markeds kapitalisering under 2 mia. kr.

Data er indhentet fra Dealogic (data fra London Stock Exchange for at finde kursudviklingen på Windar Photonics.)

Se data i Excel datafil 1, ark 4.

## Bilag 18. Oversigt over noterede selskaber på First North

| Selskab                                                            | År for notering | Branche                  | Fase  | Stadig på FN? | Initial kapitalrejsning på FN DKK '000 | Market Value (DKK)M | IPO/Listing/ begge | Seneste oms. forud for notering DKK '000 | Seneste resultat forud for notering DKK '000 | Seneste egenkapital forud for notering DKK '000 |
|--------------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------------|-------|---------------|----------------------------------------|---------------------|--------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| Medical Prognosis Institute                                        | 2013            | Life science             | Vækst | ✓             | -                                      | 89.429              | Listing            | 3.943                                    | -2.769                                       | 4.462                                           |
| Protektor Invest (European wind investment)                        | 2008            | Investering              | POC   | x             | 65.975                                 | 65.975              | Begge              | -                                        | -                                            | -                                               |
| Danföld                                                            | 2008            | Industri                 | Vækst | x             | 35.035                                 | 91.035              | IPO                | 75.535                                   | -2.358                                       | 6.714                                           |
| EgnsInvest Ejd Tyskland A/S                                        | 2008            | Investering              | POC   | ✓             | 184.443                                | 184.965             | Begge              | -                                        | -                                            | -                                               |
| Enalyzer                                                           | 2007            | IT                       | Vækst | ✓             | 26.000                                 | 95.672              | IPO                | 26.096                                   | 869                                          | 4.583                                           |
| DanVentures                                                        | 2007            | Investering              | POC   | x             | 21.450                                 | 90.176              | IPO                | -                                        | -2.746                                       | 5.229                                           |
| esoft systems                                                      | 2007            | IT                       | POC   | ✓             | 20.000                                 | 70.000              | IPO                | 26.665                                   | 1.682                                        | 2.856                                           |
| Mermaid technology                                                 | 2007            | IT                       | Vækst | x             | 25.025                                 | 97.066              | IPO                | 39.191                                   | 1.930                                        | 5.734                                           |
| Wannakey                                                           | 2007            | IT                       | POC   | x             | 1.389                                  | 170.789             | IPO                | -                                        | -421                                         | 1.210                                           |
| Abaris ejendomme                                                   | 2007            | Investering              | Vækst | x             | 3.500                                  | 73.500              | IPO                | 41.478                                   | 17.287                                       | 14.220                                          |
| Aktiv formue forvaltning stratego B                                | 2007            | Investering              | POC   | x             | 167.890                                | 203.940             | IPO                | -                                        | -                                            | -                                               |
| Jobindex                                                           | 2007            | IT                       | Vækst | ✓             | -                                      | 605.000             | Listing            | 61.910                                   | 15.614                                       | 27.600                                          |
| Adserving international                                            | 2007            | IT                       | Vækst | x             | 17.594                                 | 93.594              | IPO                | 7.619                                    | -4.783                                       | 2.506                                           |
| IT intergroup (FastPassCorp)                                       | 2007            | IT                       | POC   | ✓             | 12.750                                 | 34.000              | IPO                | 11.138                                   | 378                                          | 1.693                                           |
| Ikast-bording elite håndbold (HIO Property In                      | 2007            | Investering              | POC   | x             | 45.000                                 | 53.640              | IPO                | 18.136                                   | 4.910                                        | 8.381                                           |
| KIF håndbold elite B                                               | 2007            | Leisure/sport            | POC   | x             | 20.126                                 | 21.554              | IPO                | 27.090                                   | 105                                          | 1.187                                           |
| Travelmarket                                                       | 2007            | IT                       | POC   | x             | 14.300                                 | 71.500              | IPO                | 18.067                                   | 837                                          | 4.276                                           |
| Athena IT-Group A/S                                                | 2007            | IT                       | Vækst | x             | 30.000                                 | 80.000              | IPO                | 32.069                                   | 634                                          | 1.058                                           |
| Aresa (Aqualife)                                                   | 2006            | Transport                | POC   | x             | 54.300                                 | 126.279             | IPO                | 27                                       | -2.840                                       | 631                                             |
| Notabene.net (GUAVA)                                               | 2006            | IT                       | Vækst | x             | 10.000                                 | 70.521              | IPO                | 17.326                                   | 1.062                                        | 9.437                                           |
| Lübker Golf                                                        | 2006            | Leisure/sport            | POC   | x             | 92.046                                 | 92.046              | IPO                | n.a.                                     | n.a.                                         | n.a.                                            |
| NanoCover Scandinavia                                              | 2006            | Handel                   | POC   | x             | 19.293                                 | 139.293             | IPO                | 1.723                                    | -544                                         | 47.630                                          |
| Wirtex                                                             | 2006            | IT                       | POC   | ✓             | 23.817                                 | 129.417             | IPO                | 19.279                                   | 2.949                                        | 5.693                                           |
| SCF Technologies                                                   | 2006            | Life science             | POC   | x             | 88.263                                 | 176.525             | IPO                | 415                                      | -2.919                                       | 61.993                                          |
| Zepto Computers                                                    | 2006            | IT                       | Vækst | x             | 20.000                                 | 127.133             | begge              | 87.909                                   | 2.121                                        | 5.016                                           |
| GourmetBryggeriet                                                  | 2006            | Industri                 | POC   | x             | 44.950                                 | 111.998             | IPO                | 9.945                                    | 1.858                                        | 4.708                                           |
| Danske Laegers Vaccinations Service A/S (European Life Care Group) | 2006            | Health Care              | Vækst | x             | 30.000                                 | 190.000             | IPO                | 23.271                                   | 3.487                                        | 3.987                                           |
| Deadline games                                                     | 2005            | IT                       | Vækst | x             | -                                      | 139.649             | Listing            | n.a.                                     | -3.643                                       | 1.435                                           |
| <b>Total</b>                                                       |                 |                          |       |               | <b>1.073.145</b>                       | <b>3.494.695</b>    |                    | <b>548.832</b>                           | <b>32.700</b>                                | <b>232.239</b>                                  |
| <b>Total for ikke finansielle selskaber</b>                        |                 |                          |       |               | <b>584.888</b>                         | <b>2.822.499</b>    |                    | <b>489.218</b>                           | <b>13.249</b>                                | <b>204.409</b>                                  |
| <b>Gns. Price/Book for ikke finansielle selskaber:</b>             |                 | <b>P/B (LTM) = 13,8x</b> |       |               |                                        |                     |                    |                                          |                                              |                                                 |
| <b>Gns. Price/Sales for ikke finansielle selskaber:</b>            |                 | <b>P/S (LTM) = 5,8x</b>  |       |               |                                        |                     |                    |                                          |                                              |                                                 |

### Forklaring:

- Selskabets navn er det oprindelige, fra da selskabet blev optaget til handel på FN. Selskaber med et navn i parentes har efterfølgende skiftet navn.
- Fasen angiver om selskabet er i en reel vækstfase (Vækst), eller om selskabet reelt ikke har "proof-of-business-concept" på noteringstidspunktet (POC). Dette er vurderet med udgangspunkt i, om selskabet har en egentlig omsætning, selskabets meddelelser i prospektet, samt (Hougaard, 2010 s. 103).
- Initial kapitalrejsning er beregnet på baggrund af antallet af udbudte aktier ganget med den, i prospektet opgivet, noteringskurs.

- Markedsværdien er beregnet på baggrund af selskabets totale aktier efter udbuddet (post-money-valuation) ganget med den, i prospektet angivet, noteringskurs. Det er altså markedsværdien af selskabets egenkapital på tidspunktet kort efter noteringen på FN.
- IPO, Listing eller begge, er vurderet på baggrund af om selskabet udelukkende har udbudt nye aktier (IPO), eller udelukkende er blevet noteret og evt. solgt egne aktier (Listing), eller om selskabet på tidspunktet for noteringen både har udbudt nye og gamle aktier (Begge)
- Omsætning (oms.), resultat (efter skat) og den bogførte egenkapital værdi er registreret på baggrund af de seneste regnskabstal opgivet i prospektet. De enkelte regnskabstal kan dermed ikke direkte sammenlignes, da de er fremkommet i forskellige regnskabsår for de forskellige selskaber. Tallene giver dog en indikation om selskabets finansielle situation på tidspunktet for noteringen på FN.
- Price/Book og Price/Sales er indikative multipler vurderet på baggrund af et simpelt gennemsnit af alle de ikke finansielle (investerings) selskabers samlede markedsværdi i forbindelse med noteringen, divideret med selskabernes seneste bogførte værdi af egenkapitalen og den registrerede omsætning forud for børsnoteringen (LTM). Disse multipler giver en indikation af prisniveauet men er ikke udregnet på en metodisk korrekt måde, da der ikke er taget forbehold for regnskabspraksis, sammenlignelighed og, at tallene er fra forskellige perioder. Gennemsnittet er meget påvirket af selskaber i POC-fasen, da disse har meget begrænsede regnskabstal. Se f.eks. SCF Technologies, Aresa og NanoCover



## Bilag 19. Ændret regelsæt for First North – mest radikale ændringer

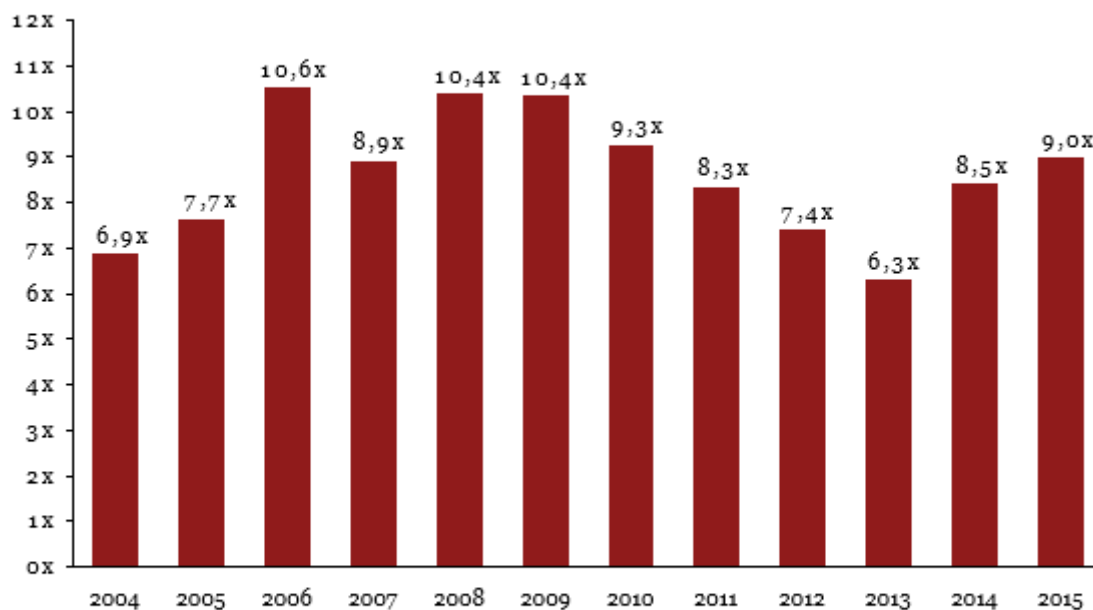
|                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <b>Nyt revideret regelsæt for First North strammer reglerne for optagelse og overvågning (trådt i kraft d. 1. Juni 2007)</b><br><b>Mest radikale ændringer:</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Større aktionærspredning</b><br>                                                                                                                              | <b>Større krav til likviditet og "free float":</b> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Der er et tilstrækkeligt antal aktionærer, og</li><li>2. Mindst 10% af aktiekapitalen er ejet af offentligheden (dvs. personer, som direkte eller indirekte ejer mindre end 10% af udsteders aktiekapital eller stemmeretigheder), eller</li><li>3. Udsteder har en aftale med en likviditetsstiller</li></ol>                                             |
| <b>Større informationskrav til prospektet</b><br>                                                                                                                | Prospektet skal nu indeholde oplysninger om, hvorvidt udsteder har finansielle ressourcer for dets planlagte aktiviteter i de første 12 måneder, hvis udsteder ikke har dokumenteret tilstrækkelig indtjeningssevne. I så fald skal prospektet også oplyse, hvornår udsteder forventes at give overskud, samt hvorledes udsteder agter at finansiere sine aktiviteter inden da.                                                                        |
| <b>Større krav til rådgiver</b><br>                                                                                                                             | Den før definerede "Godkendte Rådgiver" benævnes nu "Certified Adviser" og skal sikre, at virksomhedsbeskrivelsen indeholder alle nødvendige informationer. Certified Adviser er dermed gået fra en rådgivende rolle til også, til en hvis grad, at foretage en salgs tilsyn. Det følger implicit af regelændringen at Certified Adviser potentielt kan ifalde erstatningsansvar baseret på dansk rets almindelige erstatningsansvarsgrundlag (culpa). |
| <b>Større informationskrav til markedet</b><br>                                                                                                                | Større krav til offentliggørelse af beslutninger og information som kan antages at få væsentlig kurspåvirkelig betydning/effekt. Heriblandt hvis det forventes at virksomhedens resultater afviger væsentligt fra det tidligere offentliggjorte. Endvidere er der introduceret en række nye krav om aflæggelse af halvårsrapport.                                                                                                                      |

## Bilag 20. Kommentarer fra bestyrelsen i 4 udvalgte selskaber, der er blevet afnoteret fra First North

| <br><b>Selskab</b><br>(År for afnotering)     | <b>Bestyrelsens kommentar og begrundelse<br/>for at afnotere selskabet fra First North</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |  |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
|  <b>EUROPEAN<br/>LIFECARE GROUP</b><br>(2010) | <p>Da selskabets blev noteret på First North ultimo november 2006, var ambitionen at selskabet efter ca. 5 år skulle enten noteres på en større handelsplads eller være modnet til et samlet salg til en større aktør på det private health care marked. Det er bestyrelsens vurdering, at skal denne ambition realiseres inden for en overskuelig tidshorizont, er et salg af selskabet til en større aktør mest sandsynligt. I løbet af 2010 kom bestyrelsen til den vurdering at en afnotering af selskabet ville styrke mulighederne for at lykkes med et samlet salg af selskabet</p>                                                                                                                                                                                         |                                                                                     |
| <b>Wannakey A/S</b><br>(2010)                                                                                                  | <p>På selskabets vegne orienterede formand Per Conradsen om selskabets situation, hvor dette konkret drejede sig om den manglende omsætning af aktier på First North og de store omkostninger det medfører at have et selskab noteret. Der er således ingen velbegrundede økonomiske fordele ved en fortsat notering.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                     |
| <br>(2015)                                  | <p><i>Bestyrelsen må konstatere, at de økonomiske og arbejdsmæssige konsekvenser af en fortsat optagelse til handel på First North er relativt store. Det er bestyrelsens opfattelse, at en fortsat notering vil begrænse selskabets mulighed for at skabe vækst og aktionærværdi i et marked præget af konsolidering og opkøb. Bestyrelsen finder derfor, at vilkårene for en fortsat optagelse af selskabets aktier til handel på First North og hensigtsmæssigheden heraf ikke står mål med de betydelige økonomiske og arbejdsmæssige omkostninger, som er forbundet med en optagelse til handel på First North.</i></p>                                                                                                                                                       |                                                                                     |
| <br>(2015)                                  | <p><i>Årsagen er primært den, at vilkårene for en fortsat optagelse af selskabets aktier til handel på First North og hensigtsmæssigheden heraf ikke står mål med de økonomiske og arbejdsmæssige omkostninger. Det er endvidere virksomhedens opfattelse, at en fortsat notering vil begrænse selskabets mulighed for at skabe vækst og aktionærværdi i et marked præget af konsolidering og opkøb, og at en fortsat notering kan være konkurrencehæmmende for selskabet i forhold til de af selskabets konkurrenter, der ikke er underlagt tilsvarende krav om åbenhed. Det kræver ressourcer, at være en børsnoteret virksomhed, og for vores vedkommende er omkostningerne uforholdsmæssigt store i forhold til de fordele, vi har ved at være noteret på First North.</i></p> |                                                                                     |

## Bilag 21. Udvikling i det gennemsnitlige prisniveau for unoterede danske virksomheder

### Udviklingen i det gennemsnitlige EV/EBITDA prisniveau for danske transaktioner <sup>(1)</sup>



*Note 1: De gennemsnitlige EV/EBITDA multipler er baseret på danske transaktioner med tilgængelige historiske EV/EBITDA multipler i MergerMarket. EV/EBITDA multipler på mere end 20x eller mindre end 3x EBITDA er vurderet som ikke-meningsfulde og indgår derfor ikke i det givne års gennemsnit*

*Kilde: MergerMarket*

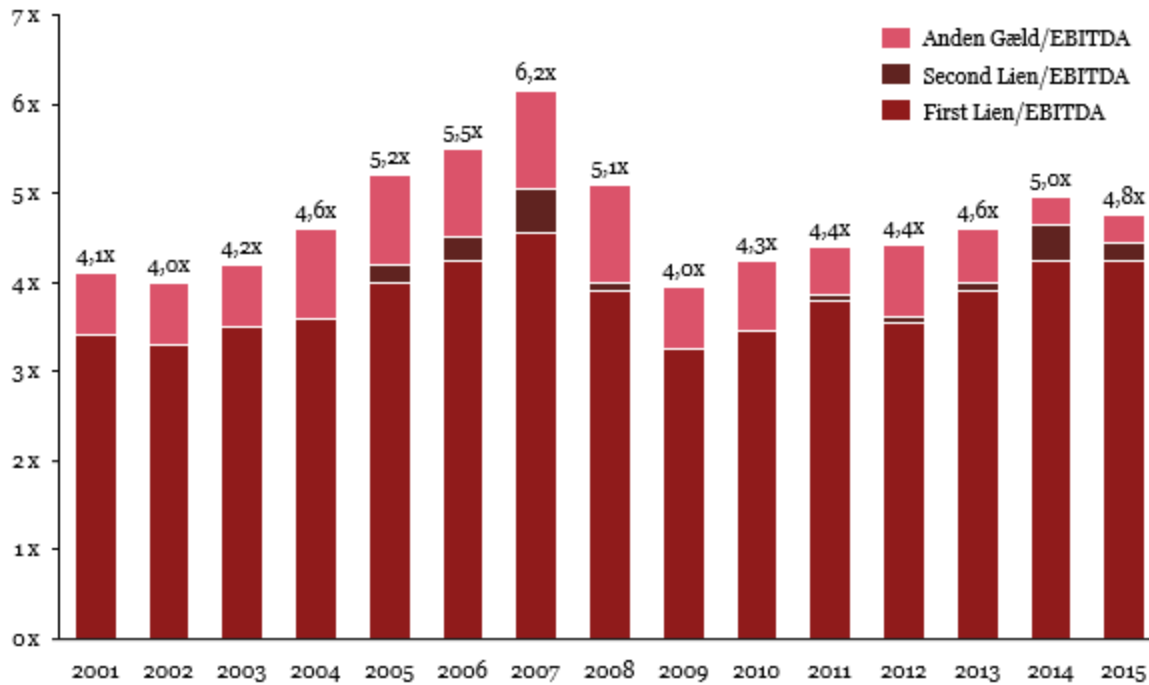
*Dato: 31. december 2015*

Kilde: PwC nytårskurs 2016 (PwC, 2016). Er det nu din virksomheds værdi skal realiseres?

## Bilag 22. Udvikling i gælds niveau ved europæiske leverage buyouts

### Udviklingen i niveauet af bankfinansiering på det europæiske Leveraged Buyout Market

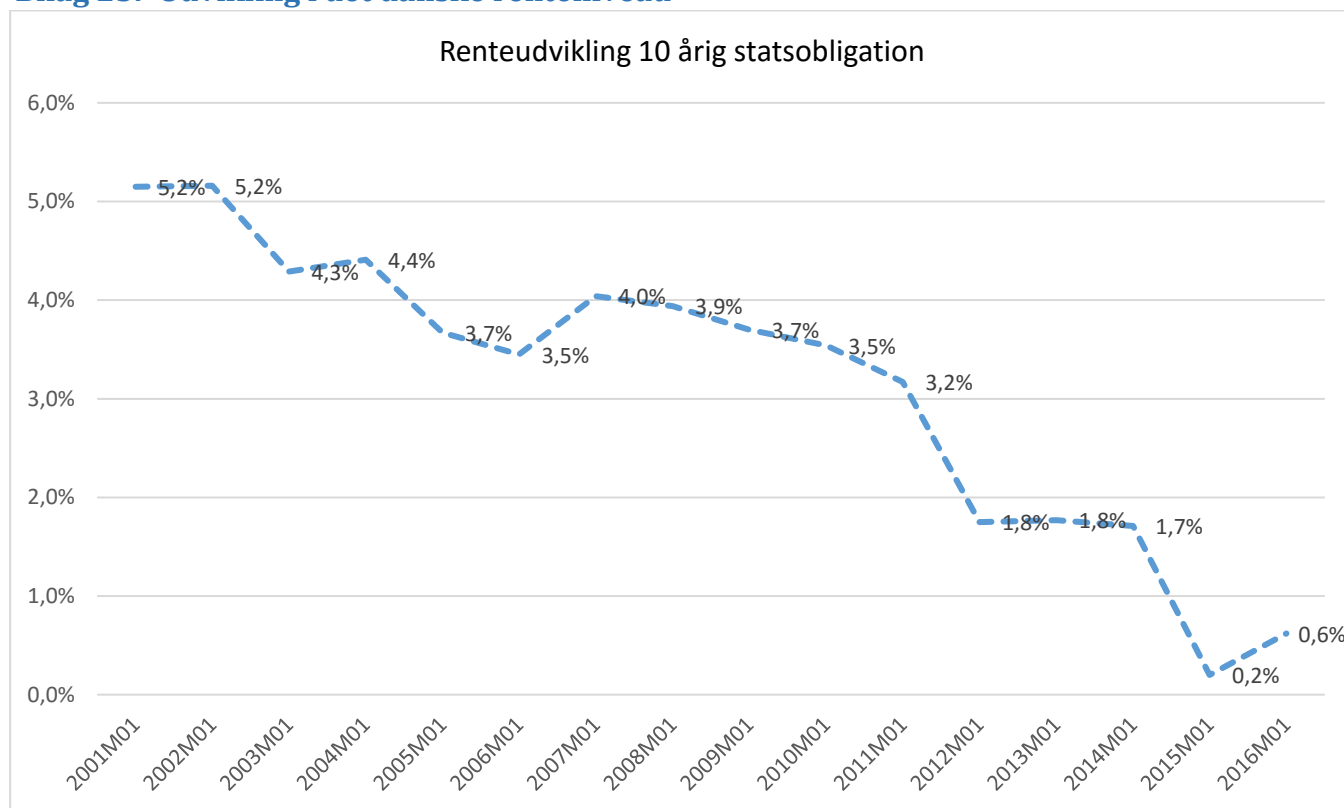
#### Gældsmultipler af EBITDA



Kilder: S&P Capital IQ og Nordea  
Dato: December 2015

Kilde: PwC nytårskurs 2016 (PwC, 2016). Er det nu din virksomheds værdi skal realiseres?

## Bilag 23. Udvikling i det danske renteniveau



Kilde: Danmarks statistik, statistikbanken

## Bilag 24. LETTs beskrivelse af børsnoteringsprocessen

### Fase 1: Klargøring af virksomheden

At klargøre en virksomhed til at blive børsnoteret indebærer jf. Lett, bl.a., at virksomheden skal have en god ledelse og organisation og have "orden i penallhuset"<sup>284</sup>. Virksomheden skal have etableret en god og kompetent ledelse, der inkluderer direktion og bestyrelse, som i fællesskab kan sætte en klar strategi for virksomheden og klargøre samtlige forhold i virksomheden forud for børsnoteringen. At have "orden i penallhuset" indebærer at ledelsen har styr på virksomheden og kan dokumentere samtlige forhold omkring denne. Dette kræves når der skal udarbejdes et børsprospekt i forbindelse med selve noteringen, og når virksomheden efter notering løbende skal rapportere virksomhedens forhold til aktionærerne. At have "orden i penallhuset" inkluderer blandt andet at kunne dokumentere samtlige forhold omkring virksomhedens finansiering, datterselskaber, skatteforhold, regnskabsforhold, governance, compliance og risikostyring. Helt konkret er Nasdaq OMX-noterede selskaber f.eks. underlagt krav om at aflægge regnskaber efter IFRS (international Financial Reporting Standards)<sup>285</sup>. Dette giver mere kompleksitet og større krav til dokumentation, og kræver at virksomheden er bekendt med regnskabsaflæggelse efter dette forhold. Yderligere vil virksomheden blive påkrævet at rapportere løbende til markedet og afgive fremadskuende budgetter for virksomhedens udvikling. Dette stiller store krav til en kompetent regnskabs- og budgetteringspraksis. Samme eksempel gør sig gældende for virksomhedens andre interne processer og forhold. Ligeledes skal der gerne opbygges et kendskab til virksomheden hos børsmarkedet og de nye potentielle investorer. Derfor gør virksomheden klogt i at begynde sin eksterne kommunikation tidligt og allerede forud for børsnoteringen begynde at involvere journalister og medier. Yderligere pointerer Lett ligeledes vigtigheden i at fremskaffe en kompetent ankerinvestor, som kan give virksomheden et værdifuldt kvalitetsstempel<sup>286</sup>, og jf. afsnit xx (prisdiskussion), minimere den asymmetriske information. Lett anbefaler at virksomheden starter søgning og kontakt til ankerinvestor så hurtigt som muligt og at denne med fordel kan indtræde i virksomheden 12-6 måneder før selve børsnotering, alternativt i forbindelse med børsnoteringen, f.eks. som garant for kapitaludvidelsen.

### Fase 2: Gennemførelse af selve børsnoteringen

---

<sup>284</sup> Lett (2014) kapitel 5, side 20-25

<sup>285</sup> Lett (2014) kapitel 7, side 32

<sup>286</sup> Lett (2014), side 38-40

Når selve klargørelsen af virksomheden er på plads følger næste fase: Den egentlige gennemførelse af børsnoteringen. Her er det vigtigt at starte investorpræsentationer og roadshows på et tidligt stadie så de kommende investorer i virksomheden kan opnå et godt kendskab til virksomheden. Jesper Langmack fra PFA kapitalforvaltning siger blandt andet: "Når et nyt selskab ønsker at blive børsnoteret, har vi et behov for at blive introduceret til og uddannet i markedet og selskabet, så vi relativt hurtigt kan få en forståelse af blandt andet markedsposition, værdidrivere, forretningsmodel, risici, finanser og ledelsen..... Jo mere viden vi har, jo større chance er der for, at vi vil købe aktier ved en børsintroduktion og til en højere pris, da det kan løfte værdiansættelsen gennem højere forventninger til indtjeningen og lavere risikopræmie"<sup>287</sup>. Ligeledes nævnes det, at de institutionelle investorer gerne ser ejerne fortsætte i virksomheden og at børsnoteringen gennemføres med en såkaldt lock-up på ejernes aktier (ejerne kan ikke sælge deres aktier i en forudbestemt periode)<sup>288</sup>. Denne kontakt og dialog med investorer kan blive formidlet af virksomheden selv eller eksterne rådgivere.

Bortset fra revisors erklæringsafgivelse i prospektet stiller den danske lovgivning ikke krav om, at eksterne rådgivere skal medvirke i forbindelse med en børsnotering<sup>289</sup>. Dog benytter både store og små virksomheder sig typisk af en eller flere rådgivere til at gennemføre børsnoteringen. Rådgiverne i forbindelse med en børsnotering inkluderer den finansielle rådgiver, der typisk leder børsnoteringsprocessen herunder, leder udarbejdelse af det lovkrævede prospekt, styrer allokering og prissætning af aktierne og rådgiver virksomheden, dens ledelse og ejerne med blandt andet kapitalstruktur, udbudspris og volumen. Ligeledes benyttes ofte en juridisk rådgiver, der ofte bistår virksomheden ved den indledende klargøring af virksomheden, herunder sikre at der er "orden i penalt huset" og evt. egen due diligence. Ligeledes en eller flere juridiske rådgiver ofte ved forhandlinger med øvrige rådgivere, prospektudarbejdelsesprocessen, en eventuel verifikationsproces og hjælpe ved selskabsretlige aspekter i børsnoteringen<sup>290</sup>. Samtidig ses det også at virksomheder hyrer en kommunikationsrådgiver til at rådgive om og forestå den mere medierettede kommunikation om børsnoteringen<sup>291</sup>.

I forbindelse med børsnoteringen skal prospektet godkendes af Finanstilsynet som typisk gennemføres over 4 gennemgange, og kan tage alt fra en måneds tid og op til flere måneder, afhængig af virksomhedens hastighed<sup>292</sup>. Samtidig skal børsintroduktionen godkendes af Nasdaq OMX, som kræver mange af de samme

---

<sup>287</sup> Lett (2014), side 46-47

<sup>288</sup> Lett (2014), side 48

<sup>289</sup> Lett (2014), side 50

<sup>290</sup> Lett (2014), side 52

<sup>291</sup> Lett (2014), side 53

<sup>292</sup> Lett (2014), side 62

informationer som Finanstilsynet<sup>293</sup>. Ligeledes er det en forudsætning for aktiernes optagelse til handel på Nasdaq OMX, at aktierne er registreret i en værdipapircentral, her er VP Securities A/S det eneste godkendte selskab i Danmark<sup>294</sup>.

I forbindelse med børsnoteringen og udarbejdelse af prospektet ligger der en diskussion om hvor ansvaret for noteringen og et eventuelt udbud ligger i en situation hvor forhold udvikler sig uheldigt og der kan drages tvivl om rigtigheden af informationerne i det udarbejdede prospekt. Typisk vil ansvaret ligge hos den juridiske enhed, der har fået fordele ud af børsnoteringen og et eventuelt udbud, som udgangspunkt selskabet<sup>295</sup>. Ofte bliver der ligeledes underskrevet en række erklæringer, hvor rådgiverne fraskriver sig ansvaret for oplysningerne i prospektet og ofte blive det ansvar påtaget af selskabets direktion og bestyrelse<sup>296</sup>. Dette ansvar kan udgøre en stor forpligtigelse, hvilket bekræftes af den igangværende retssag med OW Bunker børsnoteringen, hvor konkursbo, direktion, bestyrelse og sælger bliver sagsøgt for deres ansvar<sup>297</sup>. I den forbindelse er det blevet normalt at selskab, direktion og bestyrelse ofte tegner en prospektansvarsforsikring eller udvidet ledelsesansvarsforsikring, for at afskrive sig sit erstatningsansvar<sup>298</sup>.

### **Fase 3: Livet på børsen**

Når børsnoteringen er gennemført starter en ny situation for virksomheden som offentlig og fællesejet. Dette medfører en række forhold, som er ressourcekrævende. Virksomhedens fokus skal som sådan ikke ændres – dens primære fokus bør stadig være at skabe værdi for alle interessenter på bedste måde. Den nye realitet er blot, at en række aktionærer nu har investeret deres midler i virksomheden og ønsker at blive informeret og følge med i, at de bliver forvaltet på bedst mulig vis. Herigennem bliver virksomheden forpligtet til at overholde en række regler omfattet af værdipapirhandelsloven med tilhørende bekendtgørelse<sup>299</sup>. Hvis virksomheden er ordentlig klargjort til børsnoteringen under fase 1, bør den være i stand til at overholde samtlige regler.

Virksomheden bliver forpligtet til at oplyse børsmarkedet om alle beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan få betydning for kursdannelsen på aktierne. Dette kan være køb og salg af virksomheder, udstedelse af aktier, ændring i bestyrelse, direktion eller revisor, aktiebaseret aflønning, transaktioner mellem selskabet og nærtstående parter og generalforsamlinger. Udgangspunktet her er, at

---

<sup>293</sup> Lett (2014), side 64-65

<sup>294</sup> Lett (2014), side 70

<sup>295</sup> Lett (2014), side 92

<sup>296</sup> Lett (2014), side 93

<sup>297</sup> <https://www.dr.dk/nyheder/penge/storinvestorer-kraever-769-millioner-i-ow-bunker-sag>

<sup>298</sup> Lett (2014), side 97-98

<sup>299</sup> Lett (2014), side 105



offentliggørelsen skal ske hurtigst muligt. Disse oplysninger omhandler kurspåvirkende information af alle karakter og inkluderer også periodiske regnskabsoplysninger, herunder kvartalsvise regnskabsmeddelelser og årsrapporter<sup>300</sup>. De periodiske regnskabsmeddelelser kan udarbejdes som en standardmeddelelse, og virksomheden kan rapportere det igennem en fast anvendt skabelon.

I forbindelse med aflæggelse af årsrapport stilles der krav til, at ledelsesberetningen skal indeholde en række supplerende oplysninger i forhold til ikke noterede selskaber. Dette omfatter bl.a. selskabets kapitalforhold, ledelsens adgang til at lade selskabet udstede eller erhverve egne aktier og aftaler, der påvirkes, hvis der gennemføres et overtagelsestilbud. Yderligere er virksomheder børsnoteret på Nasdaq OMX omfattet af Anbefalinger for God Selskabsledelse, som også kræver rapportering<sup>301</sup>.

Alle informationer skal offentliggøres igennem Nasdaq OMX og yderligere gøres tilgængelige på virksomhedens hjemmeside, som også skal inkludere en finanskalender<sup>302</sup>. Samtidig eksisterer en række indberetningsforpligtelser for selskabet, storaktionærer og ledende medarbejdere, når disse handler aktier<sup>303</sup>. Yderligere skal virksomheden etablere og føre en insiderliste samt interne regler for behandling af insiderinformation. Dette for at overholde værdipapirhandelslovens regler om forbud mod misbrug af intern viden<sup>304</sup>.

Til sidst indeholder selskabsloven nogle krav om, at generalforsamlingen i et børsnoteret selskab skal have fastsat overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning af direktion og bestyrelse før virksomheden kan indføre incitamentsaflønning<sup>305</sup>. Således vil der også opstå mere magt i generalforsamlingen, og afholdelsen af denne vil blive mere omfattende.

---

<sup>300</sup> Lett (2014), side 106

<sup>301</sup> Lett (2014), side 108

<sup>302</sup> Lett (2014), side 108

<sup>303</sup> Lett (2014), side 109

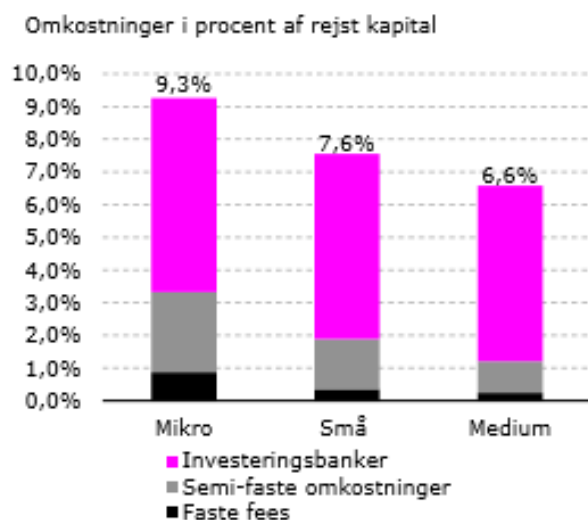
<sup>304</sup> Lett (2014), side 109

<sup>305</sup> Lett (2014), side 110

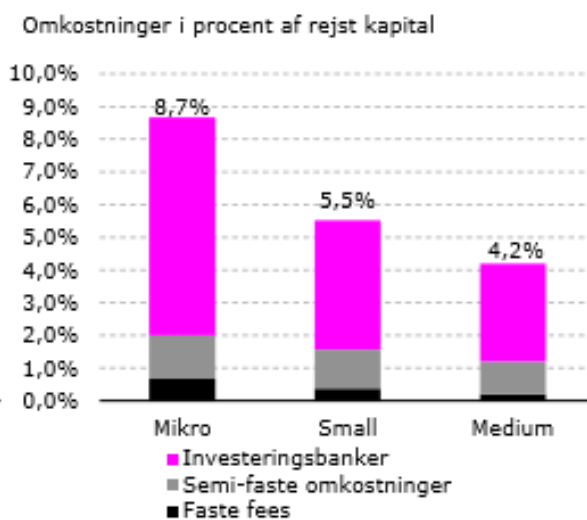
## Bilag 25. Axcelfuture omkostningsanalyse af det danske vs. svenske marked

**Figur 3.5 Omkostninger ved børsnoteringer i Danmark og Sverige i forskellige størrelsessegmenter**

*a) Danske børsnoteringer*



*b) Svenske børsnoteringer*

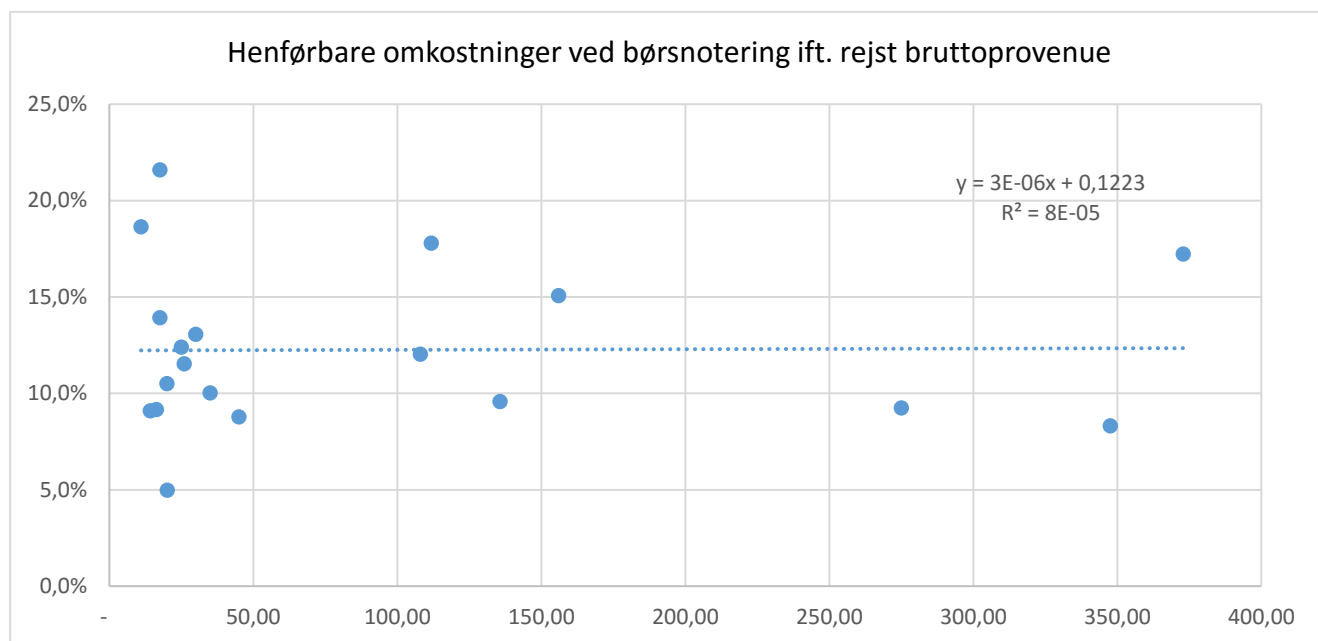


Note: Disse tal er baseret på generelle og relativt løse skøn fra investeringsbanker og rådgivere i Danmark og Sverige, og de faktiske omkostninger ved en given børsnotering kan variere meget afhængigt af diverse forhold. For Danmarks små og mikro segmenter skal tallene også tages med forbehold for, at der ikke er børsnoteret nogle selskaber i disse segmenter i mange år.

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse på investeringsbanker og rådgivere samt prospekter

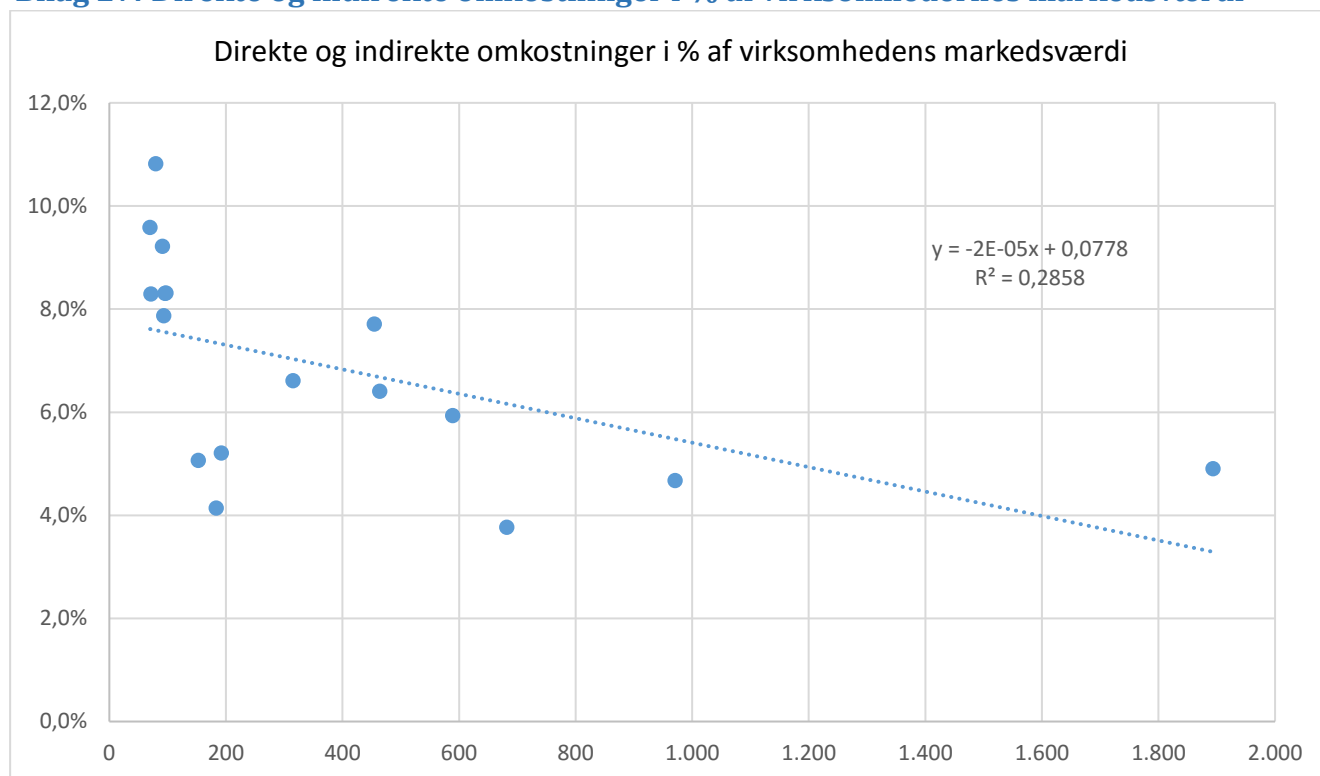
Kilde: (Axcelfuture og IPO Advisory Group, 2016)

## Bilag 26. Gennemførte børsnoteringers omkostninger i % af rejst bruttoprovenue



Kilde: Excel datafil 1, ark 8, Omkostninger & lock-up

## Bilag 27. Direkte og indirekte omkostninger i % af virksomhedernes markedsværdi



Kilde: Excel datafil 1, ark 8, Omkostninger & lock-up

## Bilag 28. Regler omkring prospektpligt, opdateret juli 2012

| DE VÆSENTLIGSTE PROSPEKTUNDTAGELSER |                                                                                                                      |                                                                                |                                                                                |
|-------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
|                                     | UDBUD AF NOTEREDE VÆRDIPAPIRER                                                                                       | STORE UDBUD (NOTE-REDE OG UNOTEREDE)                                           | MINDRE UDBUD (UNOTEREDE)                                                       |
| Prospektpligt                       | Udbud på $\geq 10\%$ af aktiekapitalen                                                                               | Udbud på over EUR 5 mio.                                                       | Udbud på mellem EUR 1 mio. og 5 mio.                                           |
| Prospektundtagelser                 |                                                                                                                      |                                                                                |                                                                                |
| Private placement                   | Ingen prospektpligt ved udbud til under 150 fysiske personer, hvis udbud $<10\%$ af aktiekapitalen                   | Ingen prospektpligt ved udbud til under 150 fysiske personer                   | Ingen prospektpligt ved udbud til under 150 fysiske personer                   |
| Kvalificerede investorer            | Ingen prospektpligt ved udbud til kvalificerede investorer, hvis udbud $<10\%$ af aktiekapitalen                     | Ingen prospektpligt ved udbud til kvalificerede investorer                     | Ingen prospektpligt ved udbud til kvalificerede investorer                     |
| Min. investering pr. investor       | Ingen prospektpligt ved udbud med min. investering pr. investor på EUR 100.000, hvis udbud $<10\%$ af aktiekapitalen | Ingen prospektpligt ved udbud med min. investering pr. investor på EUR 100.000 | Ingen prospektpligt ved udbud med min. investering pr. investor på EUR 100.000 |
| Udbud til medarbejdere              | Ingen prospektpligt ved visse medarbejderudbud                                                                       | Ingen prospektpligt ved medarbejderudbud                                       | Ingen prospektpligt ved medarbejderudbud                                       |

Kilde: Referat af Bech Bruun, juli 2012.

[http://www.bechbruun.com/~media/Files/Videncenter/Nyhedsbreve/Finans+og+kapitalmarked/2012/Prospektregler\\_web.pdf](http://www.bechbruun.com/~media/Files/Videncenter/Nyhedsbreve/Finans+og+kapitalmarked/2012/Prospektregler_web.pdf)

## Bilag 29. Eksempler på sigtelser fra Bagmandspolitiet

| Eksempler på sigtelser fra Bagmandspolitiet                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| I 2012 blev Adm. Direktør og bestyrelsesmedlem i Glunz og Jensen tiltalt for insiderhandel af særlig grov beskaffenhed, efter at have købt aktier i virksomheden forud for offentliggørelse af en stor ordre. I 2012 blev de dømt skyldige og fik betinget dom og bødestraf. |
| I 2011 blev Pandora sigtet for brud på børsreglerne i forbindelse med offentliggørelse af en nedjustering af det forventede salg. I 2016 har Bagmandspolitiet opgivet sagen.                                                                                                 |
| I 2010 blev adm. Direktør og bestyrelsesformand i Parken Sport & Entertainment sigtet for kursmanipulation i forbindelse med aktiekøb. I 2015 blev de idømt hhv. 6 og 4 mdrs. ubetinget fængsel.                                                                             |
| I 2005 blev 8 personer med tilknytning til TK Development sigtet for regnskabsfusk (grundet urigtig indtægtsførelse) og kursmanipulation. Bagmandspolitiet droppede sagen i 2009.                                                                                            |

Kilder:

[http://penge.borsen.dk/artikel/1/241594/glunz\\_ledelse\\_skyldig\\_i\\_insiderhandel.html](http://penge.borsen.dk/artikel/1/241594/glunz_ledelse_skyldig_i_insiderhandel.html)

<http://www.business.dk/detailhandel/bagmandspolitiet-giver-op-i-sagen-mod-pandora>

<http://politiken.dk/oekonomi/ECE2832169/dom-i-parken-sagen-glistrup-og-don-oe-skal-bag-tremmer/>

<http://www.business.dk/ejendom/mystik-om-tk-development-sag>