



BØRSNOTERING I DANMARK

“

Alle i Danmark – erhvervsledere,
investorer, investment bankers, politiske
beslutningstagere og danskere generelt
– ønsker et sundt, aktivt børsmarked for
danske virksomheder i Danmark.
Med bogen ønsker vi at bidrage hertil.

“

FORORD

Danmark har brug for accelereret vækst til de mindre og mellemstore virksomheder, der er rygraden i vores erhvervsstruktur. Samtidig har vi mange velorganiserede start-ups, der skaber Danmarks fremtid. Det kræver egenkapital. Hvorfor ikke fra børsmarkedet!

Det danske børsmarked har fået nyt liv og stor politisk bevågenhed efter nogle hårde år siden finanskrisens start. Store danske selskaber har fået en særdeles positiv modtagelse på børsen, og senest har vi også set mellemstore og helt små virksomheder indtage den danske First North. Denne trend skal forstærkes, for det er godt for virksomhederne at have adgang til egenkapital, og det er godt for det danske samfund, at værdiskabelsen forbliver i Danmark.

Danmark har brug for, at også andre end de store kapitalfondsejede selskaber bruger børsen. Danmarks mindre og mellemstore virksomheder samt start-ups er afgørende for væksten i samfundet, og de har i allerhøjeste grad brug for mere egenkapital til at finansiere denne vækst.

Hvorfor så ikke bruge NASDAQ i København til at få den fornødne kapitaltilførsel? Det er jo det, børsen oprindeligt blev og fortsat er sat i verden for.

Med denne bog ønsker vi at gøre børsnotering til en forståelig og overskuelig proces. Alt for mange myter eksisterer om, hvor svært, tidsmæssigt krævende og dyrt det er at blive børsnoteret.

Med bogen ved hånden vil alle gode, spændende danske virksomheder kunne planlægge deres vej til børsen i en professionel, struktureret form og samtidig gøre virksomhederne, deres ledelser og både nye og gamle aktionærer tilfredse.

En stor tak til bidragerne til denne bog.

Carsten Borring, Head of Listings & Capital Markets, NASDAQ København
Jesper Langmack, Investeringsdirektør - Aktier og Alternative investeringer,
Danske Wealth Management og Danica Pension
Niels-Jørgen Andersen, Partner og børsmønstresekspert, EY
DLA Piper Denmarks Børsgruppe

Redaktører:

N.E. Nielsen, DLA Piper Denmark
Anders Kaasgaard, DLA Piper Denmark

Redaktionssekretær:

Gina Ginelli, DLA Piper Denmark

Layout:

Caroline Nordberg Christophersen, DLA Piper Denmark

Ønsker du en online udgave af bogen?

Besøg os på www.dlapiper.dk

DLA Piper er et globalt advokatfirma, der driver virksomhed gennem en række særskilte juridiske enheder. Yderligere oplysninger om disse enheder findes på www.dlapiper.dk.

Denne udgivelse er beregnet til at give læseren en overordnet gennemgang af de omhandlede forhold og skaber ikke et klientforhold mellem DLA Piper og læseren. Den er ikke ment som og kan ikke erstatte juridisk rådgivning i en konkret situation. DLA Piper påtager sig intet ansvar for handlinger, der foretages eller ikke foretages på baggrund af denne udgivelse. Udgivelsen kan udgøre advokatannoncering, hvilket i nogle lande kan kræve anmeldelse. Tidligere opnåede resultater garanterer ikke et lignende resultat.

Copyright © 2017 DLA Piper Denmark Advokatpartnerselskab. Alle rettigheder forbeholdes.
Redaktionen af denne bog er afsluttet november 2017.

ISBN 978-87-994977-9-9

DLA Piper Denmark
København • Aarhus • www.dlapiper.dk
CVR 35 20 93 52

INDHOLDSFORTEGNELSE

Børsnoteringens 10 gode råd	5
1. Hvem henvender bogen sig til?	6
2. NASDAQ København – hvorfor er vi her?	8
3. Den overordnede tidsplan	14
4. Virksomhedstyper på NASDAQ	16
5. "Orden i penalhuset"	20
6. Ledelsen	28
7. Regnskab og budgetter	34
8. Ankerinvestorer	40
9. Kendskabsopbygning	46
10. Investorpræsentationer og roadshows	52
11. De eksterne rådgivere	56
12. Timing	66
13. Børsprocessen	68
14. Prospektudarbejdelse	82
15. Verifikation	92
16. Værdiansættelse	98
17. Erklæringer – ansvar	102
18. Omkostninger og forsikring	108
19. Skat – omtale i prospektet	112
20. Udstedelse af erhvervsobligationer	116
21. Livet på NASDAQ	120
22. Afslutning	128
Begreber i børsprocessen	130
Regler og vejledninger	136

Der knytter sig en særlig terminologi til børsmarkedet og børsprocessen. På side 130 - 134 er en række af de oftest anvendte begreber samlet og forklaret.

I juni 2014 udgav det daværende LETT (nu DLA Piper Denmark) en bog, der havde til formål at afmystificere børsprocessen og det at være børsnoteret. Meget positivt er sket siden da: børsmarkedet i Danmark er nu kommet i en god udvikling for alle typer og størrelser af virksomheder. Samtidig er der lovgivning og lovgivningsinitiativer, der understøtter et forbedret børsmarked for danske virksomheder. "Børsnotering i Danmark" er et fortsat bidrag til at skabe yderligere interesse for at bruge NASDAQ København som finansieringskilde for dansk erhvervsliv.

"Børsnotering i Danmark" bruger begrebet "børsnotering" bredt, således som en virksomhed ser på det at blive børsnoteret. Bogen skelner ikke særligt mellem NASDAQ's hovedmarked og NASDAQ First North. I den juridiske verden er der betydelig forskel på de to markeder og reguleringen heraf; en del af den praktiske forskel er søgt beskrevet i en matrix på side 68 under afsnittet "Børsprocessen".

Ny kapitalmarkedslov – lempelse af prospektpligt

Med den nye kapitalmarkedslov (gældende fra 3. januar 2018) afskaffes prospektpligten for udbud under EUR 5 mio. i Danmark (den "lille prospektbekendtgørelse"). På tidspunktet hvor denne bog går i trykken er der lovforslag i høring, som blandt andet hæver grænsen for prospektpligt ved udbud fra EUR 5 mio. til 8 mio.. Det betyder, at udbud af aktier med en værdi på under EUR 8 mio. i de fleste tilfælde vil kunne gennemføres uden prospekt og uden Finanstilsynets godkendelse. Udbud under 1 mio. EUR vil altid kunne foretages uden et prospekt godkendt af Finanstilsynet. Der vil fortsat skulle udarbejdes en virksomhedsbeskrivelse og en ansøgning til det relevante marked (NASDAQ), såfremt aktionærerne og selskabet ønsker aktier optaget til handel på First North. Virksomhedsbeskrivelsen skal ikke godkendes af Finanstilsynet. Hvis et selskab ønsker sine aktier optaget til handel på NASDAQ's hovedmarked, vil det kræve et prospekt, uanset om der samtidigt udbydes aktier eller ej og uanset størrelsen på et eventuelt udbud.

Ny prospektforordning – lempelse af prospektpligt og af krav til prospekter

Europa-Parlamentet og Rådet har den 14. juni 2017 vedtaget en ny prospektforordning (2017/1129), der afløser den eksisterende direktivbaserede regulering af prospekter med tilhørende forordning. Den nye prospektforordning har som formål at gøre prospekterne kortere og mere præcise samt at skabe yderligere harmonisering af prospektretten og skal sikre øget markedseffektivitet og investorbekyttelse.

Der er ikke tale om en total omkalfatring af de regler, som vi kender. Der bliver dog tale om en række lempelser, navnlig for små og mellemstore virksomheder. Det fulde omfang er ikke kendt endnu.

Ikrafttrædelse

Den nye prospektforordning blev offentliggjort den 20. juli 2017 og trådte i kraft 20 dage senere med umiddelbar virkning i medlemslandene fra den 21. juli 2019. Allerede ved ikrafttrædelsestidspunktet trådte forhøjelsen af grænsen for *rettede emissioner* på op til 20 % af selskabskapitalen i kraft, der således er gældende nu. Samtidig får visse dele af prospektforordningen virkning allerede fra den 21. juli 2018 – blandt andet anvendelsesområdet for prospektpligten, jf. ovenfor.

BØRSNOTERINGENS 10 GODE RÅD

- 1 Sund fornuft**

Tag udgangspunkt i sund fornuft. Sund fornuft, metodisk arbejde og en stor arbejdsindsats er det, der skal til.
- 2 Dokumentation**

Hav styr på penallhuset. Det er den veldokumenterede og velordnede virksomhed med "orden i penallhuset", der væsentligt forenkler børsprocessen.
- 3 The tone at the top**

The tone at the top er afgørende for succes og værdiskabelse. Ledelsens konsekvente fokus på det væsentlige for virksomhedens succes og ordentlighed samt evnen til at få medarbejderne til at leve og arbejde med samme holdning er vigtig.
- 4 Processer**

Test virksomhedens processer og procedurer. Processer og procedurer skal være gennemprøvede og på plads, så der ikke kommer overraskelser som følge af manglende styr på forretningen.
- 5 Governance**

Kompetent, fremtidsorienteret ledelse. Bestyrelse og direktion skal have de rette kompetencer og den rette indstilling til den fremtid, som virksomheden ser ind i som børsnoteret.
- 6 Risikostyring**

Risici skal overvåges. Der skal fokus på den samlede organisations forståelse af virksomhedens vision, strategi og forretningsplaner og dermed af virksomhedens risici og styringen heraf.
- 7 No nonsense**

Udpeg gode rådgivere, der ikke komplicerer proces og beslutninger unødvendigt.
- 8 Timing**

Udsæt ikke til i morgen, hvad du kan gøre i dag - "be prepared".
- 9 Kommunikation**

Fokuser på kommunikation. Kommunikation om virksomheden i en seriøs, korrekt, men samtidig spændende form skaber stolthed både blandt medarbejdere og samarbejdspartnere samt investorinteresse.
- 10 Pris**

Lad være med at være grådig. Belønningen og glæden ved en fremtidig højere aktiekurs kommer også de eksisterende aktionærer til gode.

I. HVEM HENVENDER BOGEN SIG TIL?

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på
NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer
og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og
forsikringer

Skat – omtale i
prospektet

Udstedelse af
erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Bogen henvender sig til alle med interesse for børsmarkedet. Det primære fokus i bogen er veldrevne danske virksomheder, som vil anvende børsmarkedet til et professionelt, nordisk udbud af aktier.

Bogen henvender sig **primært** til de virksomheder og virksomhedsejere, **der har behov for at få tilført egenkapital til nye virksomhedsinitiativer og ekspansion eller i forbindelse med et generationsskifte, hvad enten virksomheden er ejet af private ejere eller af kapitalfonde.**

Bogens målgruppe er således danske virksomheder, der ønsker at tiltrække ny kapital, hvad enten det sker via børsen eller på anden vis. Teknikkerne er i begge situationer stort set sammenfaldende. Helt naturligt for en dansk bog om børsnotering henvender denne bog sig mere til små og mellemstore virksomheder og succesfulde start-ups, der overvejer at hente kapital på det danske marked, end til de i dansk sammenhæng store virksomheder, der tænker i et globalt udbud af aktier. Ikke desto mindre kan alle have glæde af og blive klogere på de processer, der fører frem til en succesfuld børsnotering eller anden kapitalfremskaffelse.

Både i Danmark og navnlig i udlandet er interessen for børsmarkedet og nye børsnoteringer vendt tilbage efter hårde år i finanskrisens skygge. I Danmark har der været arbejdet meget i forskellige fora med at formulere de aktiviteter, der skal understøtte et dansk børsmarked. Ligeledes er der fra politisk side igangsat initiativer, der skal understøtte mulighederne for SMV-selskaber på NASDAQ i Danmark, ligesom en række private initiativer har set dagens lys.

Vi har i Danmark inden for de seneste par år set både store virksomheder som Nets og DONG, mellemstore virksomheder som Booxt.com og Orphazyme samt start-ups som GreenMobility og Conferize blive børsnoteret. Dansk erhvervsliv består i meget høj grad af små, mindre og mellemstore virksomheder, der hverken er i DONG's eller Nets' størrelse. Den type af virksomheder har ofte brug for yderligere egenkapital til at finansiere vækst, produktudvikling, investeringer i ny teknologi og i nye markeder.

Børsnotering eller salg til private equity

Svaret på disse virksomheders kapitalbehov eller overvejelser om ny ejerstruktur bliver tit: "Så sælg dog til en **private equity-fond**". Ja, men hvad nu hvis ejeren eller ledelsen ikke har lyst til at sælge eller ikke har lyst til at have en gruppe "regnedrenge" på skuldrene, der hver dag minder dem om marginalerne? Hvis de gerne vil bevare muligheden for selv at udvikle forretningen og ligefrem i en periode bevare kontrollen over virksomhedens situation og udvikling i samarbejde med en eller flere kerneaktionærer? Kan børsmarkedet så bruges?

Børsmarkedet er blevet "hot" også blandt danske private aktionærer, family offices, fonde og institutionelle investorer, afhængig af virksomhedsstørrelsen. Senest har Vækstfonden et erklæret ønske om at understøtte børsnoteringer i Danmark i SMV-segmentet.

Der er visse spilleregler, som skal være på plads, når man tænker børsnotering:

- For det første og helt afgørende skal virksomheden være i orden, dvs. være sund, veldreven, have god governance og have potentiale.
- For det andet er de klassiske A- og B-aktier med forskellig stemmевægt, samt andre særegne ejaftaler et "no-go".
- For det tredje, skal større virksomheder, der skal have institutionelle investorer som aktionærer, sikre de pågældende et tilstrækkeligt stort antal aktier målt i værdi; ellers kan de pågældende investorer ikke forsvare at interessere sig for en "mindre" investering.
- For det fjerde, gælder det om enten i tillæg til eller alternativt til ovenstående at have en eller flere troværdige ankerinvestorer på plads inden børsnoteringen.

Mange vil sikkert tænke: Er der overhovedet et marked for sådanne små og mellemstore danske virksomheder, ja ligefrem start-ups?

Ja, markedet er der, og det venter blot på spændende danske virksomheder med væsentligt potentiale, gode strategier, dygtige ledelser, lanceret på den rigtige måde. Så er alle interesserede i at være med, som vi har set det i efteråret 2017:

Følgende selskaber er i 2017 blevet noteret på NASDAQ's hovedmarked og First North I København: Orphazyme, Nilfisk, TCM Group, Conferize og GreenMobility. Endvidere har selskabet NPIInvestor offentliggjort prospekt, med forventet første handelsdag den 5. december 2017.

2. NASDAQ KØBENHAVN - HVORFOR ER VI HER?

Af Carsten Borring, Head of Listings & Capital Markets, NASDAQ København

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Historien om børsmarkedet er i grunden historien om, hvordan de vestlige samfund er vokset fra små, ineffektive, feudale plutokratier til åbne, kapitalistiske og liberale demokratier.

Det er ingen tilfældighed, at en af verdens største børser og finansielle centre er vokset ud af London, hvor Parlamentet i 1688 gennemførte en moderne revolution, der på fredelig vis udskiftede den gammeldags, elitære, bagstræberiske og katolske King James med den langt mere moderne, liberale, parlamentsvenlige og protestantiske William of Orange. Det til trods for, at sidstnævnte ikke var engelsk, men hollandsk adel, der måtte importeres fra det flade, europæiske fastland.

På samme måde indvarsler grundlæggelsen af en dansk børs i 1648 nye tider for dansk velstand, dansk købmandskab og et spirende dansk borgerskab. Fra handel med krydderier og klæder fra Flandern i 1600- og 1700-tallet, til børsen i 1808 fik sin kongelige forordning til at handle med aktier, har den danske børs formået at forny og genskabe sig selv som en afspejling af tidernes skiftende behov. Så da industrialiseringen og økonomisk vækst for alvor tager fart i 1840'erne, står fondsbørsen helt centralt i den transformation af det danske samfund som stedet, hvor danske selskaber rejser kapital, og hvor salg af obligationer finansierer et industrielt opsving.

I dag hedder den danske fondsbørs NASDAQ København. Som navnet indikerer, går der en rød tråd mellem fondsbørsen på Nikolaj Plads over Stockholmsbørsen i Sverige til NASDAQ-markedet på Times Square, New York. Den moderne børsmodel er i dag fortsat et centralt omdrejningspunkt i økonomien, men har nu også vokset sig til et corporate supermarked med alle de varer på hylderne, som moderne og effektivt ledede selskaber og kapitaludstedere kan ønske sig.

Hvorfor skal en national markedsplads være del af en global børskoncern, kan man med rette spørge sig selv?

“

Børsmarkedet kan potentielt accelerere din virksomhed og gøre den til en del af dansk erhvervslivs elite.

“

Fordi investorernes krav om grænseløs teknologisk og geografisk rækkevidde følges op af en forventning om billigere og lettere adgang til handel. Tænk blot på, hvordan du for ti år siden forbrugte nyheder og printaviser, og på hvordan man i dag forventer, at nyheder er både gratis, online og tilgængelige i alle døgnets timer. Nogenlunde samme skift i forventninger og vilkår gælder for børsmarkeder. Hvem havde for blot 10 år siden troet, at alle og enhver kunne købe og sælge aktier i alverdens virksomheder for under kr. 30 pr. handel?

Og handlet, det bliver der gjort i stor stil. Både på globalt plan, hvor NASDAQ kan tilbyde handel i rundt regnet 3.900 børsnoterede selskaber, og i Danmark på NASDAQ København, hvor der i 2017 gennemsnitligt er blevet handlet aktier for kr. 5,5 mia. om dagen. Rent faktisk handles der så mange aktiebaserede aktier, at det danske børsmarked nu har vokset sig til det næststørste marked i Norden, kun overgået af vores søsterbørs i Stockholm.

I Stockholm er der rigtigt godt gang i børsnoteringerne i forhold til i Danmark, og det er det mest aktive børsmarked i Europa i år og de seneste par år: Således har vi allerede budt over 80 selskaber velkommen på vores nordiske børser i 2017 – i Sverige er der alene kommet 70 nye selskaber til børsen. Såfremt aktiemarkedet kan holde momentum, kommer vi til at byde mange selskaber velkommen i Sverige, og i ugen op til jul ser det ud til, at vi vil have to børsnoteringer om dagen. Børsnoteringer på vores amerikanske børs har det lidt sværere, men ingen tvivl om, at vi kommer til at se nogle rigtigt spændende virksomheder blive noteret i 2017. En af dem var danske Zealand Pharma, som valgte at dobbeltnotere sig i US for at møde den amerikanske investor i øjenhøjde. Danmark har sagt velkommen til fem selskaber i år, men der er plads til mange flere. Danske vækstselskaber bør seriøst overveje en børsnotering – det er nu, aktiemarkedet er klar.

Hvorfor lade sin virksomhed optage til handel

Tidligere var en børsnotering ikke med i overvejelserne, når mindre og mellemstore virksomheder stod over for en betydelig ekspansion eller overvejede det videre forløb efter hovedaktionærens exit.

Det kan virke paradoksalt, når vi ved, at en børsnotering har en dokumenteret accelererende effekt for små selskaber – både for vækst, værdiskabelse og jobskabelse.

Argumenterne kan være mange for at lade sin virksomhed børsnotere i bytte for en andel af kontrollen med virksomheden:

- Adgang til risikovillig kapital
- Generationsskifte
- Spredning af ejerrisiko – helt eller delvist
- Prissætning af virksomheden baseret på markedsudvikling
- Kvalitetsstempel / blåstempling
- Bedre muligheder for options-, warrant- og aktieprogrammer
- Øget synlighed og kendskab – eksempelvis ifm. markedsføring over for kunder og forretningsforbindelser, bedre mulighed for at tiltrække arbejdskraft samt bedre kommunikationsplatform for selskabets budskaber

En børsnotering vil i de fleste tilfælde betyde, at selskabet får tilført ny kapital til vækst, uden at ejeren øger sin risiko i selskabet yderligere. Det medfører en større operationel handlefrihed og skaber uafhængighed af enkeltinvestorer eller bankers godkendelse af planer og strategier på løbende basis.

Selskabet kan efterfølgende løbende rejse ny kapital gennem nyemissioner, hvis der er behov for kapital til eksempelvis etablering af afdelinger i udlandet, udvikling af nye produkter, osv.

Med en børsnoteret aktie får et selskab også adgang til sin egen valuta, da selskabets vækst via tilkøb af forretningsområder eller konkurrenter kan betales med aktier. De eksisterende aktionærer vil indflydelsesmæssigt blive udvandet, men den forøgede, samlede værdi af selskabet og de nye vækstmuligheder skulle gerne mere end kompensere for dette. Spredning af ejerskab, og uafhængigheden som følger, er ofte en vigtig parameter for ejere, som vælger at børsnotere deres selskab. Ofte har der gennem år forinden været fokus på at bygge selskabet op, og hovedparten af overskudskapitalen har været fastholdt i selskabet som det finansieringsmæssige grundlag for væksten.

Virksomhedsejeren har således haft en væsentlig og stigende del af sin kapital og opsparing låst i virksomheden. Ved en børsnotering vil den kapital for de flestes vedkommende blive frigivet, idet aktierne er blevet likvide og vil kunne blive handlet på børsmarkedet efter en periode.

At en børsnotering ofte er en blåstempling af selskabet over for selskabets forretningspartnere og omgivelser, er også en medvirkende faktor til beslutningen om at lade sig børsnotere. 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, som det børsnoterede selskab er underlagt, hvilket skaber en øget trykthed omkring selskabet.

Aflønning af medarbejdere i form af aktiebaserede incitamentsprogrammer bliver også mere attraktivt for medarbejderne, når værdiansættelsen af aktierne afspejler markedsvilkårene, og når aktier efter en bindingsperiode frit kan handles via en transparent markedsplads. Der er herigennem mange muligheder for at tilbyde aktiebaseret aflønning, eksempelvis i form af aktieoptioner og warrant-programmer.

Øget presseomtale følger typisk i kølvandet af en børsnotering, og selskaber oplever ofte, at det bliver lettere at tiltrække medarbejdere – og ofte mere kvalificerede medarbejdere – end tidligere. Samtidig vil nuværende og potentielle kunder have et bedre førstehåndsindtryk af selskabet, og det vil ofte åbne flere døre og muligheder, end da selskabet var unoteret. Kendskabsgraden til selskabet vil forøges markant.

Et godt eksempel er NNIT, som inden børsnoteringen i marts 2015 mest var kendt som et datterselskab til Novo Nordisk, og som i forbindelse med børsnoteringen fik en ny platform på de laksefarvede sider til at fortælle omverdenen, hvilken veldrevet virksomhed NNIT er, og hvorfor NNITs produkter er bedre end andres.

Og hvor mange havde hørt om Conferize, GreenMobility, TCM Group eller Orphazyme før deres børsnoteringer i 2017? Ikke mange. Det til trods valgte flere tusind aktionærer at tegne nye aktier i forbindelse med noteringerne.

Er en børsnotering den rette vej?

I grunden er det de samme overvejelser, et selskab skal gøre sig, hvad enten det drejer sig om en børsnotering eller et helt eller delvist frasalgt til en industriel køber.

Vækst kræver kapital, og man kan som virksomhedsejer igen og igen stille sig spørgsmålet om, hvordan man bedst muligt skaffer sådan kapital.

Hvis en børsnotering skal være en farbar vej for selskabet, skal man som ejer være indstillet på at fastholde kontrollen med selskabet i en periode. De kommende investorer vil kræve, at den oprindelige ejer fortsat har "hånden på kogepladen" og med andre ord stadig er afhængig af selskabets fortsatte performance.

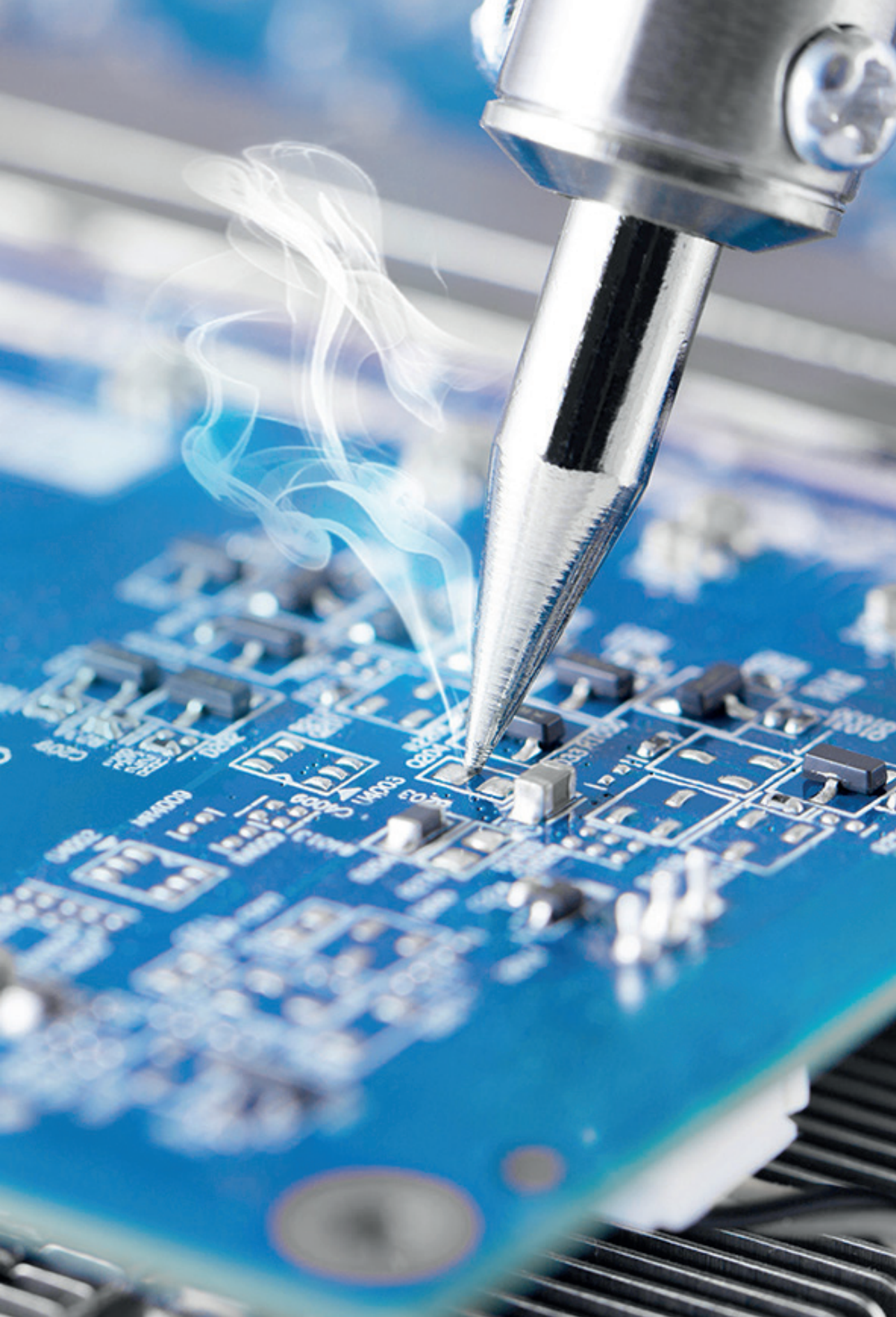
Det betyder ofte, at det typisk kun er en del af selskabet, som bliver frasolgt i forbindelse med en børsnotering. Det ses også, hvis man vælger at afhænde sin virksomhed til en kapitalfond. Men i de tilfælde vil man som ejer ofte blive "udvandet" så meget i salgsprocessen, at man som minoritetsaktionær reelt er sat uden for kontrol. Selvom man fortsat har en økonomisk afhængighed af selskabets udvikling.

Den fortsatte kontrol med selskabet er således et stærkt argument for en børsnotering, idet den oprindelige ejer stadig vil have mulighed for kontrol over virksomheden efter børsnoteringen.

Det fortsatte engagement betyder, at man skal have hjerte for en børsnotering, da det ellers kan blive et besværligt liv som hovedaktionær. Man skal have evnen og lysten til at informere om sin virksomhed i både gode og mindre gode tider. Kan man ikke lide rampelyset og det at fortælle omverdenen om sin virksomhed, men hellere vil holde kortene tæt ind til kroppen, skal man holde sig væk fra en offentlig markedsplads som NASDAQ.

Forstår man omvendt at udnytte de finansielle, ledelses- og kommunikationsmæssige fordele, som en børsnotering tilbyder, kan børsmarkedet potentielt accelerere virksomheden og gøre den til en del af dansk erhvervslivs elite. Det er derfor, vi er her, og vi er klar til at hjælpe jer på vej her i København, om I vil rejse kapital med fundament på børsen i eksempelvis Danmark, Sverige, USA eller flere steder på én gang.

Velkommen til NASDAQ.



3. DEN OVERORDNEDE TIDSPLAN

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

● **Den overordnede tidsplan**

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penallhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

"Selve børsprocessen var ikke den længste periode i vores børsnoteringsproces. Det var forberedelserne hertil. Og man kan spørge sig selv, hvorfor vi ikke løbende havde alle de almindelige forhold på plads, i stedet for at vente til børsprocessen startede."
Dansk bestyrelsesformand og CEO

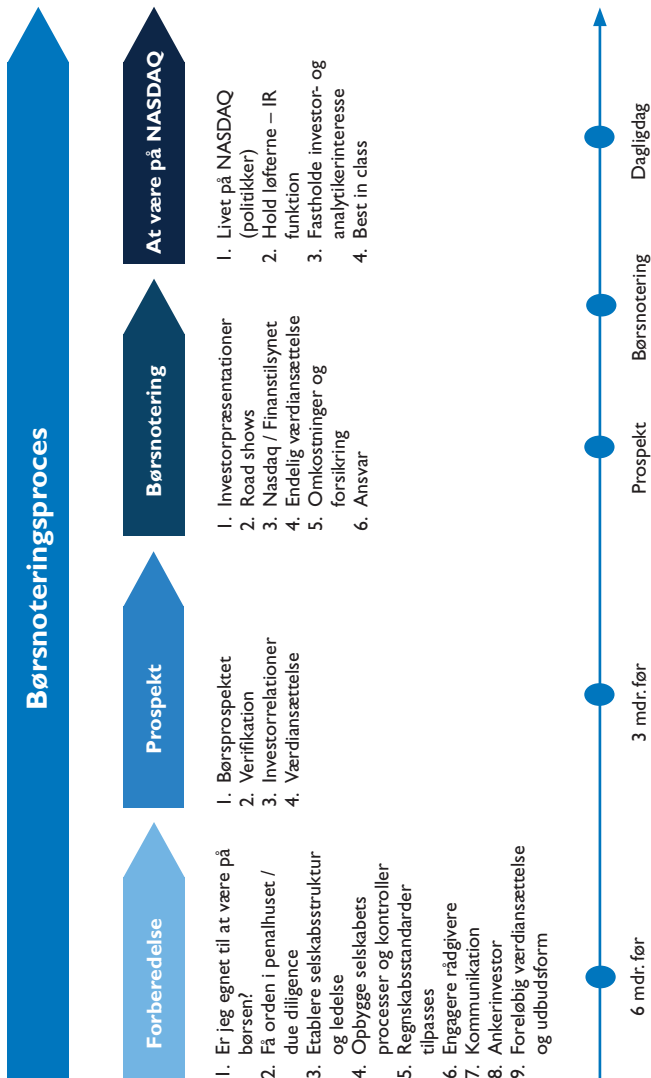
I bogen giver vi et indblik i de processer, der skal spille sammen for at sikre en succesfuld børsnotering. Vores vurdering er, at en børsnotering kan gennemføres på under et halvt år, **hvis** der allokeres ressourcer hertil, og **hvis** virksomheden har orden i penallhuset. Det afgørende er, ledelsens parathed samt evner og vilje til at gennemføre en intens proces.

Selve processen med udarbejdelsen af prospektet er beskrevet i afsnittet "Prospektudarbejdelse". Her gennemgås en overordnet tidsplan for en virksomhed, der gør alt i et fornuftigt og effektivt tempo og samtidig fastholder – helt afgørende – fokus på selve forretningen.

“

Vi skal ikke tro, at vi kan lave en ren dansk model. Men vi skal heller ikke komplicere processen unødigt og dermed skade os selv unødvendigt.

”



4. VIRKSOMHEDSTYPER PÅ NASDAQ

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Danske virksomheder, små som store, der har en klar strategi, befinder sig i et voksende marked med gode vækstmuligheder, med en ordentlig "track record" og en god ledelse, vil have glæde af børsvejen, og investorerne vil få glæde af virksomheden.

Når en børsnotering overvejes, er det første spørgsmål ofte: "Er virksomheden overhovedet egnet til at være børsnoteret?" Langt de fleste virksomhedsejere, investorer og ledelser vil uvilkårligt sige "nej". Men når de så ser ned over listen af børsnoterede virksomheder, er forskelligheden i forhold til branche, størrelse og performance næsten uendelig. Derfor bør svaret i stedet være: "Det kommer an på...".

De seneste børsnoteringer på NASDAQ i København og navnlig på NASDAQ i Stockholm viser spændvidden – fra skønhedscremer og vat til industri og tech-virksomheder. Og senest en delebiloperatør, ja selv biotech er interessant igen. Mulighederne er store, og så godt som ingen branche er i dag udelukket fra at gennemføre en børsnotering.

Men hvordan skal virksomheden så være? Det spørgsmål besvares bedst ved at beskrive, hvordan virksomheden absolut **ikke** må være. Manglende "orden i penalhuset" omtales i afsnit 6. Det er i sig selv et "no-go".

Børsnotering er en mulig adgang til ny kapital, hvis du og virksomheden har:

- en klar og forståelig strategi
- gode vækstmuligheder inden for den pågældende sektor/branche
- en velfungerende organisation og ledelse
- styr på cash flowet
- en god governance-struktur
- "orden i penalhuset"

Brancher

I Danmark, som har satset hårdt på grøn energi og miljøforbedringer, også som en del af den politiske dagsorden, er der helt naturligt en positiv interesse for den type virksomheder. Det samme gælder spændende, industrielle virksomheder, der er procesleverandører til forædling af blandt andet landbrugsprodukter.

Virksomheder inden for de nye industrier som robotter, it-service-virksomheder, fintech, eller skalerbare virksomheder på vej til internationalisering er også interessante. Og heldigvis fortsat tillige klassiske produktionsvirksomheder, der viser en interessant og voksende indtjening år efter år. TCM Group er et rigtigt godt og aktuelt eksempel på det sidste.

Biotech har de seneste år været et "no-go" i Danmark, men en mulighed i Sverige. Det lysner dog også i Danmark, og børsnoteringen af Orphazyme er netop blevet en realitet. I Danmark tales der ofte om dårlige erfaringer med biotech, selv om der er rigtig gode – også relativt nye – børsnoterede biotech-virksomheder som fx Genmab og Zealand Pharma. Små biotech-selskaber indeholder helt naturligt et spekulativt element. Det har ikke tiltalt det danske marked. Men bortset herfra og andre helt nystartede selskaber inden for teknologisektorer med en vanskeligt forklarlig fortid og fremtid er der næppe mange enkeltbrancher, der på forhånd er udelukket.



Størrelse

Der tales altid meget om, at virksomheden skal have en sådan størrelse, at den efter danske forhold kvalificerer sig til at være en stor virksomhed for at have en mulighed for at blive børsnoteret. Et enkelt dansk corporate finance-hus har på et tidspunkt udtalt, at en børsnotering var uinteressant for markedet, hvis ikke der efter børsnoteringen ville være et **free float** i aktien på over 1 mia. kr. Udviklingen har vist, at det ikke er korrekt og ej heller opfattelsen blandt investorerne generelt.

NASDAQ har tilbage i 2013 spurgt en række professionelle investorer, herunder institutionelle investorer, private fonde og family offices, hvorledes de vurderer interessen for at deltage i en børsnotering, hvor pris i forhold til udbudsstørrelse, risiko, vækstudsigter, gæld eller indtjeningsmuligheder ellers er fornuftigt sat. Helt naturligt var der allerstørst interesse for de helt store selskaber, men mere end 50 % af respondenterne syntes også, at selskaber med en samlet market cap (ikke kun **free float**) på 1 mia. kr. **eller derunder** var interessante som potentielle børs kandidater og investeringsobjekter.

Og dette er blevet en realitet siden undersøgelsen. Green Mobility og Conferize, der i 2017 begge fik deres aktier optaget til handel på NASDAQ First North i København, havde på tidspunktet for optagelsen begge en market cap i niveau DKK 150 – 300 mio.

Ingen siger, at en nymoteret virksomhed skal vise eksplosiv vækst i aktiekursen og have en superlikvid aktie med høj aktieomsætning fra dag ét. Mange vil gerne investere i aktier, hvor de har tillid til potentialet over tid i både **virksomhed** og **aktie**. Det er der gode eksempler på.

SP Group er blevet en børsdarling med en markedsværdi på over kr. 2,357 mia. Det har været et langt, sejt træk, men et godt eksempel på en lille virksomhed, der har haft glæde af sin børsnotering og skabt værdi til sine aktionærer.

Performance

Derfor kommer spørgsmålet tilbage til, om den enkelte virksomhed er interessant for andre og dermed for børsmarkedet. Her er det væsentligt at have folk omkring sig, der kan vurdere virksomhedens sundhedstilstand, robusthed og fremtidsudsigter samt risici. At bruge tid på dette i den indledende fase er godt givet ud og samtidig en sikkerhed for, at der ikke går noget galt senere i processen eller umiddelbart efter børsnoteringen.

Der er intet, der aftvinger så meget respekt på børsmarkedet, som en virksomhed og ledelse, der år efter år leverer det, de lover, og samtidig viser en stærk vækst – men som heller ikke er bange for at gennemføre konsekvente handlinger og rapportere herom, når tingene ikke går som forventet.

Vurderingen af, om virksomheden overhovedet er velegnet til børsen, kan ske med udgangspunkt i en gennemgang af følgende.

Har virksomheden:

- En klar og forståelig strategi?
- Sine aktiviteter i en forståelig eller spændende branche med vækstmuligheder?
- God ledelse og organisation?
- Dokumenteret udvikling som planlagt?
- Et sandsynligt positivt cash flow?
- En overskuelig risikostyring?
- God governance?
- Et udbud i den rette størrelse?
- "Orden i penallhuset"?

5. "ORDEN I PENALHUSET"

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

De fleste virksomhedsledere vil svare "ja" på spørgsmålet om, hvorvidt de har styr på deres virksomhed. Men har de virkelig "orden i penalhuset"?

"Penalhuset" er et vidt begreb, der i denne sammenhæng omfatter alt fra den basale virksomhedsdrift til strategi, regnskaber, budgetter, opfølgning, aftaler, risikostyring, forsikringsforhold, medarbejderkvalitet og -udvikling samt compliance- og corporate governance-forhold. Når man går i gang med prospektarbejdet, ser man ofte, at der forestår et stort struktureret oprydningsarbejde, før dokumentationen til en ordentlig børsnotering er på plads. Det er som regel det, der tager tid og er omkostningskrævende i børsprocessen.

Processen op til en børsnotering svarer fuldstændig til processen ved salg af en virksomhed: Enhver køber af en virksomhed eller dennes rådgivere kan finde på at stille alle rimelige – og fra en sælgers synsvinkel urimelige – spørgsmål. Den proces forbereder de fleste virksomheder sig på sammen med deres rådgivere, inden eller i hvert fald når de bliver sat til salg.

"Det er en proces som denne, blot lidt mere struktureret, gennemtænkt og tidsmæssigt planlagt, som virksomheden selv burde gennemgå – nogen siger hver dag – mindst en gang om året. Pointen er, at virksomheden gennemgår og opdaterer sin dokumentation løbende – så der til enhver tid er "orden i penalhuset".

Nu er mange danske virksomheder heldigvis velstrukturerede og flere er til daglig underlagt strenge dokumentationskrav fra forskellige certificeringer, lægemiddelkrav og amerikanske FDA-godkendelser. Sådanne virksomheder er vant til "orden i penalhuset" på mange områder. Men den helt store, sammenhængende gennemgang og vurderingen af alle udestående forhold og risici er det reelle arbejde, der skal gøres. Hvis dette er i orden, vil den første

og meget væsentlige forudsætning for en vellykket børsintroduktion være på plads. Og samtidig vil børsprocessen i sig selv være nemmere.

I dag er de fleste virksomheder bekendt med begreberne datarum og due diligence. Mange har etableret elektroniske datarum gennem Dropbox, store internationale systemer eller hjemmelavede ditto. Det er i sig selv ikke vanskeligt. Men at holde det løbende opdateret om alle forhold, er en disciplin, som nogen skal have ansvaret for i dagligdagen. Hvis det altid er ajour, er det et attraktivt arbejdsredskab også i dagligdagen for enhver virksomhed, da alt kan dokumenteres.

Den sædvanlige datarum (eller due diligence) request list, som advokater, corporate finance-rådgivere m.fl. arbejder efter, er meget omfattende - men den er et fint arbejdsredskab i forbindelse med en oprydning og klargøring af en virksomhed. Den overordnede indholdsfortegnelse er gengivet nedenfor i slutningen af dette afsnit.

"The tone at the top"

Det afgørende er imidlertid ikke kun, om der er styr på formalia og kontraktforhold, men også at ejerne og ledelsen – både **formelt** og **reelt** - forstår virksomheden og dens situation så godt, at de selv kan se, hvilke huller der er i osten, og hvad man kan gøre ved dem. "The tone at the top" er afgørende. Ledelsen er rollemodel for resten af virksomheden og skal sikre, at der ikke er slinger i de aftaler, som virksomheden indgår - både med virksomheden selv (om strategier, målopfyldelse, risikostyring, opførsel mv.) og med tredjemand. **Formalia kan understøtte, men aldrig erstatte ledelsens holdning, budskaber og ageren i den praktiske dagligdag og i driften af virksomheden.**

I denne sammenhæng er ikke mindst **budgetprocessen** er vigtig; rettidig og korrekt rapportering, budgetopfyldelse, budgetopfølgning og evnen til øjeblikkeligt at iværksætte korrigerende handlinger som en del af virksomhedens dagligdag.

Man kan argumentere for, at alle burde drive deres virksomhed med en meget høj grad af "sense of urgency", som kapitalfondene har lært mange at efterligne. Blot med den forskel, at den eksisterende ejerkreds kan have et mere langsigtet perspektiv og en anden respekt for eller samhørighed med det samfund – lokalt eller regionalt – som virksomheden er en del af.

Processen med at få "orden i penalhuset" afslører samtidig ofte, hvem der i **organisationen** vil passe ind i en fremadrettet dynamisk, eksekverende organisation.

Finansiering

Finansiering gennem banker, leasing- og factoringselskaber kræver udarbejdelse af en omfangsrig dokumentation, herunder af sikkerheder, kautioner, covenants mv. Både i forbindelse med aflæggelse af årsrapporter – men også i forbindelse med en børsnotering er det vigtigt at være helt sikker på, at der er styr på denne dokumentation, og at der ikke skal foretages ændringer, fordi forholdene har ændret sig eller vil ændre sig ved børsnoteringen. Erfaringen tilsiger, at der altid er plads til forbedringer på dette punkt. Finansiering af, sikkerhedsstillelse for og samhæftelse med datterselskaber er nogle af de forhold, der oftest må bruges tid på at få ryddet op i og dokumenteret korrekt i forbindelse med klargøring til en børsnotering.

Datterselskaber

Datterselskaber i udlandet – hvad enten det er salgs- eller produktionsselskaber – har indimellem fået en noget stedmoderlig behandling. Hvordan integreres de i virksomheden? Som en integreret enhed eller som en selvstændig enhed med fuldt og selvstændigt P/L-ansvar og muligvis selvstændig bestyrelse? Dette er et kommercielt forhold, der skal løses på forhånd. Vi er tilhængere af fuld integration, tæt overvågning, opfølgning og rapportering, medmindre der er meget gode og helt ekstraordinære årsager til andet. Men ved moderselskabet her i Danmark, hvad der rent faktisk foregår i dets udenlandske datterselskaber? Dokumentationen er måske på kinesisk, thai, polsk eller ungarsk, og kulturen og konsekvenserne af fejltrin kan være meget anderledes end i Danmark.



Konkurrenceret og IPR

Konkurrenceret har større og større betydning i et globaliseret samfund. Parter, der indgår aftaler med hinanden, er underlagt forskellige landes retssystemer, og samtidig er de underlagt supranationale regler som EU's regler. De nationale myndigheder – såvel som fx EU – har desuden øget fokus på aftaler, der kan hindre den frie konkurrence, som deler markeder, eller som holder priser og avancer oppe. Eneforhandleraftaler, som parterne har ageret efter i mange år, kan vise sig at være helt eller delvist ugyldige og endda behæftet med risiko for straf, når sådanne aftaler i dag kommer under juridisk vurdering. En virksomheds forretningsgrundlag kan således på et øjeblik risikere at forsvinde og korrigerende handlinger kan være afgørende nødvendige. Den slags skal nødtigt konstateres umiddelbart inden og slet ikke efter en børsnotering. Også af denne grund er virksomhedens løbende styring af og opfølgning på sit kommercielle og juridiske grundlag helt vital.

Patenter, varemærker og IP-rettigheder kan have samme fundamentalt afgørende karakter og skal således løbende være på plads for at sikre virksomhedens fremtid.

Compliance

Compliance i bred forstand er også et væsentligt emne i dagligdagen og ofte afgørende for en virksomheds fremtid som børsnoteret. "Panama/Paradise Papers", bestikkelse, ulovlig modtagelse af information, overtrædelse af embargoregler og børnearbejde hos underleverandører og senest persondataskyttelse - listen over emner er uendelig afhængig af den enkelte branche, men i en verden, hvor compliance er en naturlig del af alles dagligdag, kan sådanne forhold være ødelæggende for en virksomheds muligheder for børsnotering.

På vej ind i foråret 2018 er persondata et nyt risikobillede for alle virksomheder og for nogle et uoverskueligt problem. Gennem det sidste års due diligence-processer er det åbenbart, at den reelle risiko for manglende overholdelse af persondatalovgivningen reducerer en virksomheds værdi eller i grelle tilfælde er et "no go" for en virksomhedshandel/børsnotering.

Skatteforhold

Virksomhedens skatteforhold kan være vanskelige at overskue, når der fx er udenlandske aktiviteter i lande med vidt forskellige beskatningssystemer. Transfer pricing og de enkelte landes nidkærhed herom kan give anledning ikke blot til meget arbejde, men også til omgørelse af regnskaber og procedurer og kan selvfølgelig påvirke selve skattebetalingen og dermed fx virksomhedens fremtidige cash flow.

Af hensyn til en god og rolig dagligdag, også uden børsnotering, er dette et forhold, som løbende skal revurderes, tilrettes og optimeres indenfor rammerne af den relevante lovgivning. Derfor kan også hele **selskabsstrukturer** være nødvendige at ændre for at understøtte og optimere en fremtidig forventet udvikling i indtjeningsmønstret i en virksomhedsgruppe, der udvikler sig globalt.

Regnskabsforhold

I afsnittet "Regnskab og budgetter" er der en nærmere gennemgang af forberedelserne til en børsnotering set gennem revisionens briller. Her skal blot nævnes, at virksomheder skal være bevidste om, at akquisitioner i perioden op til en børsnotering skal kunne indarbejdes i et børsprospekt også talmæssigt – altså bagudrettet. Det vil kræve tid, hvis dette måtte blive aktuelt, hvorfor sådanne situationer skal indregnes i tidsplanen.



Governance

"The tone at the top" er alfa og omega, se afsnittet "Ledelsen". Det starter alt sammen med bestyrelsen. Et er, at bestyrelsen er god til at støtte de nuværende ejere og muligvis forstår forretningen og markedet til fulde, men er den god i en fremtidig udvikling, og har den også et investormarkeds tillid.

Et godt instrument til etablering af en sund governance, som både giver tillid internt og eksternt, er aktiv anvendelse af **corporate governance anbefalingerne**.

Gennem brug af anbefalingerne får virksomheden styr ikke blot på bestyrelsens sammensætning og generelt god governance, men også på sin CSR-politik, diversitet, whistleblower-ordninger, direktørkontrakter, incitamentsprogrammer og de øvrige politikker, som bør være formuleret. Det lyder af meget, men er alligevel ret ligetil. Erfaringen tilsiger, at lavet rigtigt og skræddersyet til den enkelte virksomhed tager disse dokumenter længere tid at udarbejde, end alle regner med – også uden en børsnotering. **Til gengæld bliver de rigtig gode instrumenter og pejlemærker i virksomhedens fremtidige arbejde, såfremt de anvendes aktivt i hverdagen.**

Risikostyring

Risikostyring er i dag et af de mest centrale begreber i virksomhedsledelse. Der udvikles og videreudvikles løbende mange modeller for risikostyring, differentieret i forhold til den enkelte branche og virksomhed. Med eller uden modeller og med eller uden børsnotering er det afgørende, at en virksomhed har overblik over sine risici, løbende vurderer dem og justerer dem, når relevante forhold ændrer sig. Det kan ske enten som følge af markeds- og samfundsudviklingen eller som følge af virksomhedens egen ændrede adfærd eller udvikling.

Subsidier til enkeltbrancher som fx vindenergi er positivt for branchen og for investorer i sådanne virksomheder. Men det er en politisk risiko. Som med de fleste politiske forhold, kan en ny regering sætte nye dagsordener, der kan standse udviklingen. I USA er fx en potentiel skattereform en væsentlig risiko for vindenergien, og blot talen herom påvirker vindenergiselskaber og deres kursdannelse radikalt.

Bestyrelsens fokus på risici*

Formelle	Finansielle	Ikke-finansielle
<ul style="list-style-type: none"> • Dem, der skal være styr på • Dem, der er gode at have styr på <ul style="list-style-type: none"> - forretningsmæssigt - generelt 	<ul style="list-style-type: none"> • Stresstest • KPI'er • Klassiske forhold: <ul style="list-style-type: none"> • Omsætning • Marginaler • Resultat • Cash flow • Balancesammensætning • Kapitalstruktur • Skat • Egne systemer: <ul style="list-style-type: none"> • Datasikkerhed • Databeskyttelse • Besvigelser • Opfølgning 	<ul style="list-style-type: none"> • Kultur/værdier • Governance/Compliance • Persondata • Ledelse • Brand • Generel compliance • Innovation/teknologi • Produktion/miljø • Kundeadfærd/relation • Kommunikation • Relationer til andre interessenter • (Geo)politiske forhold • Kvalitet/leveringsopfyldelse • Forståelse for udviklingen i industrien • Medarbejdere • Myndigheder • "De ukendte"

*Fastlægge hvilke risici, der er relevante og deres betydning for den enkelte virksomhed

Enhver virksomhed vil være forbundet med risici. Det væsentlige er, hvad virksomheden gør for at undgå, at de identificerede risici omsættes i aktuelle problemer eller tab for den pågældende virksomhed. Samtidig har virkeligheden vist, at "det umulige er muligt".

Afgørende for risikovurderingen og planlagte korrigerende handlinger er forståelsen af, at når uheldet er ude, så er det værst tænkelige ofte meget værre end tænkt. Omvendt, hvis en virksomhed virkelig forstår sine risici, kan forståelsen heraf anvendes til at skabe en vedvarende konkurrencemæssig fordel.

Formelle forhold

En børsnoteret virksomhed er underlagt krav om interne regler og politikker for en række forhold, såsom handel med aktier, insidere, kommunikation mv. Disse forhold synes ofte formalistiske, men ved at få dem på plads tidligt i en proces mod børsnotering, opnår virksomheden og dens ledelse at få glæde af disse regelsæt og politikker i det daglige arbejde. Ofte er de nemlig med til at forbedre virksomhedens struktur og fokus på det relevante, se afsnittet "Livet på NASDAQ".

“

Det er afgørende, at ejerne og ledelsen forstår virksomheden og dens situation så godt, at de selv kan se, hvilke huller der er i osten, og hvad der mangler for at afdække disse – så godt, som man nu kan.

“

Due diligence request list - overordnet indhold

Indholdsfortegnelse

1. Strategi, politikker og handlingsplaner
2. Markedsdata
3. Kalkule og analyse
4. Generel dokumentation om selskabet
5. Selskabsforhold
6. Aktiekapital og aktionærforhold
7. Regnskabs- og finansforhold, investeringer
8. Ledelsens forhold
9. Incitamentsordninger
10. Nøglemedarbejdere og ledende medarbejdere
11. Medarbejdere og personalegoder
12. Koncerninterne aftaler
13. Konkurrenceret
14. Aftaler generelt
15. Kundeforhold
16. Leverandører
17. Kontrakter og forpligtelser
18. Låneaftaler, pantsætning, garantier mv.
19. Øvrige aftaler
20. Forsikringsforhold
21. Driftsinventar, driftsmidler og varelager
22. Licenser, patenter mv. og overholdelse af myndighedskrav
23. Immaterielle aktiver
24. IT
25. Tvister
26. Miljø
27. Fast ejendom
28. Skatter og afgifter
29. Compliance
30. Øvrige forhold

6. LEDELSEN

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penallhuset"

● Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

"The tone at the top" er alfa og omega for enhver virksomhedsudvikling. Kvaliteten af ledelsen og ledergruppen er derfor afgørende for virksomheders muligheder for værdiskabelse.

Et af de vigtigste succeskriterier i enhver virksomhed er ledelsen, herunder ledelsens sammensætning og den samlede ledergruppes kompetencer, erfaringer og værdisæt. Det er derfor afgørende, at den rigtige ledelse er på plads, så der også her er "orden i penallhuset" i god tid inden en børsnotering.

Aktionærerne udpeger bestyrelsen, og bestyrelsen sammensættes i dag i et tæt samarbejde mellem store aktionærer og den siddende bestyrelse. Bestyrelsen ansætter direktionen. Direktionen udpeger og ansætter derpå sit ledelsesteam både lokalt og internationalt. I virkelighedens verden arver en ny bestyrelse den siddende direktør og en ny direktør den hidtidige ledergruppe, som så løbende tilpasses til nye strategier og samarbejdsformer.

I forbindelse med børsnoteringen vil NASDAQ vurdere, om bestyrelse og direktion opfylder de generelle krav til ledelsen af en børsnoteret virksomhed, altså en form for due diligence af ledelsen, men ikke en formel fit & proper godkendelse som Finanstilsynets.

Bestyrelsen

Der er meget fokus på bestyrelsens sammensætning, arbejdsform og involvering i virksomhedens liv. Det er samtidig blevet acceptabelt og ligefrem nødvendigt at anse bestyrelsesarbejde for det, det er, nemlig et **arbejde**. At sammensætte en bredt funderet bestyrelse, hvor tid, kompetence og kemi fungerer, tager tid, og det er nødvendigt også at indregne risiko for fejltagelser.

Hvordan sammensættes den gode bestyrelse så?

Hvis bestyrelsen og ejeren sammen tager udgangspunkt i, hvad virksomheden har brug for af kompetencer i bestyrelsen, er det sjældent svært at finde

de rigtige kandidater. Langt de fleste personer vil opfatte det positivt at blive kontaktet om en bestyrelsespost, særligt hvis de hører, at der også er tanker om børsnotering. Det er i den proces væsentligt at vurdere, om de pågældende har fornøden tid til aktivt at deltage i bestyrelsesarbejdet, og om kemien passer til de øvrige bestyrelsesmedlemmer og direktionen.

Processen kan enten drives af ejeren og virksomhedens bestyrelse alene eller i samarbejde med en headhunter. Det afgørende er, at processen er struktureret, og at der afsættes og anvendes den fornødne tid. Det er en helt enkel og klassisk metode: Der foretages søgning baseret på input om kompetencer og personlighed; søgningen indsnævres løbende, og til sidst er der kun én eller få kandidater tilbage. I den sidste fase er det oftest personligheden – mennesket – der bliver afgørende for valget.

En virksomhedsejer eller en leder, der har ambitiøse planer på virksomhedens vegne, bør ikke være bange for at indsætte udlændinge i bestyrelsen; eksempelvis fra en samarbejdspartner, leverandør eller kunde eller måske ligefrem en fra samme branche eller fra en branche tæt knyttet til virksomhedens egen. Heldigvis ser vi stadig flere og flere udlændinge i danske selskabers bestyrelser, hvilket er glædeligt. Herigennem sikres en anden form for uafhængighed, både af det danske samfund og af det ”broderskab”, der ofte har været kritiseret. Det giver en ny dynamik og et nyt perspektiv i arbejdet, hvor gode debatter kan føres, og gode beslutninger kan træffes.

Det er bredt accepteret, at danske, internationale virksomheder har glæde af og behov for internationale bestyrelsesmedlemmer og direktioner. Lige så vigtigt er det, at den samlede bestyrelse forstår, hvad der foregår i store, udenlandske datterselskaber. Minimum én gang om året bør en bestyrelse besøge et sådant og derigennem få et direkte kendskab til lokale virksomheders kultur og ledelse.

Når en virksomhed skal børsnoteres, er det klart en fordel, hvis i hvert fald nogle medlemmer af bestyrelsen allerede har prøvet at deltage i en sådan proces og i driften af en børsnoteret virksomhed. Ud over viden og erfaring om processen har de oftest også det mod og den nerve, der skal til for at klare presset, både i forhold til det tidsmæssige aspekt med snævre deadlines og i de situationer, hvor det går mindre godt end forventet for virksomheden. Her skal ledelsen bevare evnen til at holde fokus på realiteterne og ikke ligge under for omverdenens – analytikere og presse – til tider massive pres.

For at sikre en vel planlagt børsnotering er det godt at få bestyrelsen på plads i så god tid, at den er en del af hele børsprocessen og dermed har et dybt indblik i forretningen i forbindelse med prospektudarbejdelsen.

Bestyrelsesarbejde – hvad enten det er kontrol, forretningsudvikling, strategi eller drift – er et arbejde, som de fleste erhvervsfolk kan bidrage med og til, blot den sunde fornuft er til stede, og hårdt og grundigt arbejde udføres. Ligeledes er det sundt for en CEO selv at sidde i en bestyrelse og se arbejdet fra den anden side af bordet.

Bestyrelseskontrakter kan være et effektivt værktøj, særligt i virksomheder, der er på vej til at udvikle deres governance-struktur. I disse kontrakter bliver virksomhedens og ejernes forventninger til det enkelte bestyrelsesmedlem beskrevet for den kommende fx 3-årige periode, og hvad blev der krævet til gengæld, ikke blot økonomisk, men også beslutnings- og kompetencemæssigt. En meget sund øvelse, der skaber forventningsafstemning fra alle sider og understreger, at det er et arbejde og ikke en hæderspost, og at du ikke er valgt for livstid.

Når selskabet har en velfungerende bestyrelse, er næste skridt at udvikle bestyrelsesarbejdet til et endnu bedre aktivt redskab i virksomhedens fortsatte udvikling. I den proces vil en kontinuerlig tilførsel af kompetencer, der passer til udviklingen i virksomheden, være et helt naturligt værktøj. En bestyrelsespost er ikke længere en hæderspost, men et arbejde – og også accepteret som et sådant. Hyppigere udskiftninger i bestyrelsessammensætningen er derfor også blevet acceptabelt for det enkelte bestyrelsesmedlem, hvorfor det er legitimt for både virksomheden og for det enkelte bestyrelsesmedlem at erkende, at vejene må skilles. Gennemført positivt og uden dramatik kan bestyrelsesarbejdet med dygtig ledelse af formanden (formandskabet) udvikles til at være "best in class" - og muligvis endnu videre ("world class"). Modellen overfor kan tænkes ind i alle selskabsbestyrelser, uanset hvor lille virksomheden er – og være en inspiration til forbedring af mindre selskabers bestyrelser.

At sammensætte og udvikle en bestyrelse

Et strategisk aktiv				
Høj performance				
Fremtids-perspektiv				
Compliance				
Simpel	Simpel	Udviklet	Avanceret	Best practice
<ul style="list-style-type: none"> Hvor mange procent af danske bestyrelser har stadig dette niveau 	<ul style="list-style-type: none"> Opfylder myndigheds krav Få udvalg God kontakt med ejerkreds og god corporate governance tilgang 	<ul style="list-style-type: none"> Afstemt med 3-5 års fremskrivninger og målsætninger Stor brancheindsigt Formandskabet bruger ugentligt tid, resten hver 14. dag Kommercielle samt udviklings-komptencer til stede 	<ul style="list-style-type: none"> Aktiv mentoring af ledelsen Stort netværk og stærk track record Kombination af strategiske og operationelle kompetencer Kompetencegaps og arvtagere drøftes fortløbende 	<ul style="list-style-type: none"> Alsidig gruppe, der arbejder som et team Eksperter inden for sektorområder Kontinuerligt fokus på fremtiden og udviklingsbehov Alle lever virksomhedens værdier

Direktionen

Nok er bestyrelsen vigtig, men vigtigst er dog direktionen. Den skal levere input til hovedparten af virksomhedens strategi, eksekvere strategien og "levere varen" hver eneste dag. Samtidig skal direktionen i forbindelse med en børsnotering kunne gennemføre børsprocessen, deltage i investorpræsentationer og efterfølgende tilfredsstille aktiemarkedets kontinuerlige krav om information til analyse og vurdering. Det kan i perioder være et hårdt pres, der lægges på direktionen, selvfølgelig særligt når det går mindre godt. Men også når presse eller analytikerkorps får en negativ tilgang til en virksomhed eller direktion uden egentlig årsag.

Her skal ikke gives anvisninger om, hvem og hvad de enkelte virksomheders direktører skal være eller kunne; blot vurderer vi, at det er vigtigt, at der er mindst to registrerede direktører, en CEO og en CFO, som bestyrelsen, aktionærene og aktiemarkedet kender. Derudover skal der være et stærkt og velbeskrevet – og for bestyrelsen kendt – næste ledelseslag. Derigennem er der både intern kontrol og sparring samt mulighed for hurtig (midlertidig) replacering, såfremt et direktionsmedlem eller en vigtig leder forsvinder.

Evaluering

Den årlige strukturerede evaluering af bestyrelse og direktion er et værktøj, der skal sikre løbende forbedring af kvaliteten af arbejdet i bestyrelse og direktion. Grebet rigtigt an er det et nyttigt redskab til at sikre løbende god rekruttering, men også til et forbedret samarbejde.

I mindre selskaber kan evalueringen ske ved en simpel rundbordsamtale, i større virksomheder ved en mere formaliseret og struktureret proces, enten med eller uden eksterne konsulenter.

Det afgørende er, at alle tør sige deres ærlige mening. Samtidig er det vigtigt, at processen ikke blot er en formel proces – check the box – men en reel proces.

Samarbejdet og arbejdsdelingen i år 2018

Bestyrelse og direktion rykker tættere på hinanden, og det kræver en klar og accepteret arbejdsdeling.

Direktører skal acceptere at blive kigget i kortene, men samtidig sikres operationel frihed.

Direktører skal være dygtigere til at anvende det enkelte bestyrelsesmedlem.

Har bestyrelsen kompetencer og tid til det, som den både skal og vil?

- evaluering - pris - aftale

Udenlandske bestyrelsesmedlemmer kan bidrage afgørende

Flere møder, men højere effektivitet

Visse komiteer kan være gode instrumenter, men bestyrelsen skal fastholde overblik og ansvar

Formalia og ansvarsdiskussioner må ikke tage overhånd

- særlige situationer/kriser - vær beredt

Overvejelserne om etablering af den gode bestyrelse kan ske med udgangspunkt i følgende:

- Brancheerfaring
- Kompetencer nødvendige for de kommende tre år
- Sammenhæng med bestyrelsens øvrige kompetencer
- Direktionens behov for sparring
- Alder - diversitet
- Kemi og stil i forhold til virksomhed, ledelse og bestyrelse
- Tid til arbejdet
- Relevant ledelseserfaring
- Omdømme



7. REGNSKAB OG BUDGETTER

Af Niels-Jørgen Andersen, partner og børsmønstningsekspert, EY

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

● **Regnskab og budgetter**

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Regnskaber og budgetter bliver i langt højere grad genstand for investorers og offentlighedens interesse i transformationen fra privat til børsnoteret selskab. Det gælder både i planlægningsfasen som omtalt i afsnittet om selve børsprocessen og i "livet" efter børsnoteringen.

IFRS regnskaber

I planlægningsfasen er fokus på selskabets årsrapport. Selskaber noteret på hovedmarkedet hos NASDAQ Copenhagen er underlagt krav om at aflægge regnskaber efter de internationale regnskabsstandarder IFRS (International Financial Reporting Standards). I forhold til aflæggelse efter årsregnskabsloven medfører dette en betydelig forøgelse af både kompleksitet og krav om dokumentation. I planlægningsfasen skal selskabets to seneste årsregnskaber konverteres til IFRS-standard i henhold til kravet om, at disse indeholdes i prospektet. **En sådan konvertering kræver en dybdegående analyse af selskabets historiske regnskabsprincipper** og måden, hvorpå disse er anvendt i selskabet, både i Danmark og i eventuelle udenlandske datterselskaber. For nogle virksomheder er det en simpel øvelse, mens det for andre kan være et temmelig omfattende stykke arbejde, der skal udføres.

Det er min klare anbefaling, at selskaber foretager denne analyse i god tid før den egentlige børsnoteringsproces. Konverteringen er en tidskrævende proces, og det er uhyre vigtigt for ledelsen at forstå og at kunne forklare IFRS-tallene for omverdenen. Det kræver, at man i god tid, inden ledelsen skal til at kommunikere med investorer og analytikere, har overblik over konsekvenserne ved overgang til IFRS og løbende har opgjort tallene i overensstemmelse med dette for selskabets nye regelsæt. Ikke sjældent dukker overraskelser op i forbindelse med analysearbejdet i form af transaktioner, der kunne eller skulle være behandlet anderledes, eller regnskabsprincipper, der ikke er fulgt konsekvent i koncernen. Dette kan potentielt føre til ændringer af historiske regnskabsstal, hvilket bliver særlig problematisk, hvis ændringerne er foretaget tæt på børsnoteringsdatoen. Det vil skabe tvivl om selskabets

evne til at producere **robuste regnskabstal** og dermed usikkerhed blandt investorer i denne kritiske fase. Det er min erfaring, at sådanne ændringer er knyttet til både komplekse regnskabsmæssige problemstillinger som købsprisallokeringer i forbindelse med virksomhedskøb og indregning af komplekse indtægtskilder samt til mere simple forhold som hensættelser, periodisering og generelt skønsmæssige poster.

Denne risiko for korrektioner af historiske regnskabstal bør dog ikke nødvendigvis få potentielle børskandidater til at konvertere til IFRS i deres eksterne årsrapport så hurtigt som muligt. Analysearbejdet kan sagtens laves parallelt med, at årsrapporten udarbejdes efter sædvanlige principper, hvormed IFRS-tallene udelukkende dannes og rapporteres til internt brug. En sådan manøvre er mindre omkostningstung end den komplette IFRS-konvertering, men sikrer stadig, at de eksterne regnskabstal hurtigt kan konverteres, når og hvis selskabet vælger at gå børsvejen.

Øvrige finansielle oplysninger

Den private virksomhed er vant til primært at koncentrere regnskabsafslæggelsen omkring selskabets resultat, balance og eventuelt pengestrømme. I den børsnoterede virksomhed kommer hertil en række øvrige finansielle oplysninger, der løbende skal indsamles og afrapporteres eksternt. Nogle af disse oplysninger skal indeholdes som en del af noteoplysningerne til IFRS-regnskaberne. Dette gælder blandt andre finansielle oplysninger om omsætning og resultat for virksomhedens forretningsområder og finansielle risici. Andre oplysninger gives på frivillig basis for at anskueliggøre, hvad der har drevet selskabets udvikling historisk og vil drive den fremadrettet. Eksempler på "andre oplysninger" kan være udviklingen i en detailkædes forhandlernetværk i form af antallet af nyåbnede butikker i de enkelte kvartaler samt den kvartalsvise udvikling af salget i hver enkelt salgskanal.

Et væsentligt element i børsforberedelserne er derfor også at få klarlagt, **hvilke yderligere oplysninger regnskabet skal indeholde**, om oplysningerne er tilgængelige og hvis ikke, hvorledes disse kan indsamles.

Dette er desuden gældende for alle øvrige oplysninger, selskabet ønsker at oplyse til markedet, herunder i investor- og analytikerpræsentationer. Desværre kan man ikke bare slå op i en tjekliste og se, hvilke oplysninger der er tale om, og det er heller ikke nødvendigvis en øvelse, som regnskabsafdelingen kan klare selv. For virksomheder med særdeles god "orden i penaltur" vil de finansielle og ikke-finansielle key performance indicators ("KPI'er") være indeholdt i virksomhedens interne ledelsesrapportering. Det er de målepunkter, virksomheden styres efter. For de fleste virksomheder kræver det dog en del forberedelse at få klarlagt dette, og ofte sker det først endeligt i forbindelse med investeringsbankernes



indtræden i processen. Gennemsigtighed omkring dette hjælper bankerne til at kunne fortælle historien og sælge aktierne til investorer og analytikere. Mange virksomheder kan dog med fordel lave denne øvelse i god tid før børsnoteringen, da god indsigt i selskabets KPI'er ikke kun gør det nemmere at styre virksomheden, men også forbereder virksomhedens ledelse på at skulle "sælge" børsnoteringscasen til potentielle investeringsbanker. Så også her er forberedelse vigtig.

Kvartals- og halvårsregnskaber

Kvartals- og halvårsregnskaber for børsnoterede virksomheder er ikke nær så omfattende som virksomhedernes IFRS-årsregnskaber. Men det kræver alligevel en del forberedelse at skulle rapportere kvartals- eller halvårstal til aktiemarkedet. De fleste private virksomheder er vant til, at årsregnskabstallene først er endelige, når revisor har været inde over og foretaget de sidste reguleringer og efterposter. Ved udarbejdelse af kvartals- og halvårsregnskaber er selskabets revisor typisk ikke inde over færdiggørelsen, og dette ekstra sikkerhedsnet eksisterer således ikke.

Derfor er det et krav, at selskabets egne processer er fuldt ud tilstrækkelige til selv at bringe tallene helt i mål. Desuden kræves det, at selskabet i højere grad end tidligere får lukket bøgerne hvert kvartal som ved en almindelig årsafslutning med alle de yderligere handlinger og reguleringer, dette fordrer.

Sidst, men ikke mindst, har selskabet kun to måneder til at offentliggøre tallene, hvorfor mange virksomheder med børsovervejelser har behov for at arbejde med at styrke og forkorte processen.

“

En børsnotering er ikke et mål i sig selv, men blot endnu en milepæl i selskabets rejse. Derfor skal den finansielle infrastruktur være af en sådan kvalitet, at der kan genereres robuste regnskabstal løbende.

”

Robusthed i de finansielle informationer

Det er vigtigt at tænke på, at en børsnotering ikke er et mål i sig selv, men blot endnu en milepæl i selskabets rejse. Derfor er det ikke kun vigtigt at skabe robuste tal til prospektet, men også vigtigt at sikre at selskabets finansielle infrastruktur bliver af en sådan kvalitet, at robuste regnskabstal kan genereres løbende. Dette gælder ikke kun resultatopgørelse og balance med videre, men også de øvrige finansielle informationer som er omtalt tidligere i dette afsnit.

Som led i forberedelsen til børsnoteringen bør selskabets **finansielle processer** derfor gennemgås minutiøst for at vurdere, om de er tilstrækkelige. De områder, som vi erfaringsmæssigt har oplevet størst udfordringer med og dermed er kilder til flest fejl, er regnskabsafslutningsprocessen, utilstrækkelige kontroller samt kvaliteten i de finansielle data, som ikke genereres af selskabets økonomisystem. Danske virksomheder har desværre stadig en tendens til at stole lidt for meget på de tal, systemerne automatisk genererer.

Budgetter

Børsnoterede virksomheder giver finansielle oplysninger om den kommende periode; ikke detaljerede budgetter, men eksempelvis oplysninger om omsætning, EBITDA og resultat før skat. Disse budgettal er i høj grad relevante for aktiemarkedet, da de sammen med selskabets historiske regnskabstal bruges af analytikere og investorer til at fremskrive selskabets udvikling i en årrække, hvilket danner baggrund for markedets værdiansættelse af virksomheden.

I det lys bør det næsten være usagt, at selskabets proces for at generere **præcise budgettal** skal være så robust som mulig. Selv små ændringer kan få store udsving i værdiansættelsen, og aktiemarkedet er særdeles følsomt over for ændringer i selskabets forventninger til fremtiden.

Til trods herfor er budgetprocessen sjældent et fokusområde for de virksomheder, der starter på den sidste del af børsnoteringsrejsen. Særligt for virksomheder med selskaber i udlandet kan processen dog være temmelig omfattende, og arbejdet med at styrke processen udføres derfor ikke optimalt tæt på en børsnotering.

Overordnet oversigt over regnskabsmæssige og skattemæssige forhold:

Regnskab

- Er der etableret budgetprocedurer, der sikrer en robust og rettidig budgetproces og budgetopfølgning?
- Er der etableret procedurer, der sikrer korrekt og rettidig rapportering?
- Er der foretaget en vurdering af, om økonomi-, regnskabs-, drifts- og it-processerne, -systemerne og -kontrolforanstaltningerne kan understøtte driften af et børsnoteret selskab?
- Er der formelle, nedskrevne regnskabs- og oplysningsprincipper samt procedurevejledninger, der lever op til kravene i IFRS?
- Er der særligt komplicerede regnskabsmæssige forhold?
- Er der udarbejdet og gennemgået økonomiske prognoser og fremskrivninger på et reelt grundlag?
- Er der fastlagt eventuelle segmenter?

Skat

- Er der foretaget en vurdering af selskabsstrukturen ud fra et skattehensyn?
- Er der oprettet – eller outsourcet – en skattefunktion og den infrastruktur, der er nødvendig for et børsnoteret selskab?
- Er aflønningsstrukturen og indberetningerne til SKAT i forbindelse med disse blevet gennemgået?
- Er der etableret procedurer for gennemgang og styring af skattemæssige risici og tvister?



8. ANKERINVESTORER

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penallhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

● Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

I dag er det ikke kun institutionelle investorer, der træder frem i børsprocessen. Mange andre anerkendte investorer har understøttet børs kandidater både som investorer under børsmodningen og i selve processen. Men hvordan sikres sådanne ankerinvestorer?

Hvordan kan virksomheden opnå fornøden troværdighed som en god investeringscase i Danmark?

Det er et af de mange spørgsmål, der vil rejse sig, når en mindre (eller større), ukendt, dansk virksomhed, overvejer kapitaltilførsel gennem en børsnotering. Svaret er, at det kræver struktureret planlægning og selvfølgelig, at der er tale om en god, sund og fremtids sikret virksomhed under dygtig ledelse. Men det kræver også tit et godt navn til at blåstempe "casen".

Uden for den finansielle sektor er der i de sidste 5 år ingen virksomheder, der har opnået en egentlig bankgaranti for en succesfuld emission. Den blåstempling, der tidligere lå i, at en emissionsbank garanterede en kapitaludvidelse, må derfor i dag opnås på anden vis. Heldigvis har vi i dette efterår (2017) set børsnoteringer både på hovedmarkedet og First North, hvor private investorer, pengeinstitutter og mindre fonde giver forlods tegningstilsagn og dermed lægger navn til børsnoteringen.

Virksomheden og selve investeringscasen opnår en **stærk troværdighed** ved så tidligt i processen som muligt at få en anerkendt investor ind som kapitalejer og dermed også i en senere børsproces.

Som nævnt ovenfor findes der i dag langt flere af sådanne investorer end tidligere. Ud over de klassiske institutionelle investorer som pensionskasser og forsikringsselskaber, er der en lang række fonde og familieformuer, der søger seriøse investeringsmuligheder med et potentielt godt afkast. Det gode er, at det ikke blot er en investering i 100 mio. kroners klassen, der efterlyses, også mindre investeringer, fx kr. 10 mio., har interesse.

Boozt.com og Orphazyme er eksempler på virksomheder, der gennem et professionaliseringsforløb med sine ankerinvestorer er blevet modnet, hvorfor børsvejen var en åbenbar mulighed for disse spændende virksomheder.

Ud over at tilføre kapital, troværdighed og professionalismisme kan sådanne investorer også tiltrække andre investorer og tillige interessante bestyrelseskandidater til virksomheden, hvilket ellers indimellem kan synes svært, når man står som virksomhedsejer på vej ind i en helt ny verden.

Men hvordan finder man så den rette investor til virksomheden?

Tja, det er et arbejde i sig selv, men fast læsning af aviser og fagblade, søgning på internettet, samtaler med banken og rådgivere kan føre vidt. Og så skal man ikke være bange for selv at tage kontakt. Hvis en virksomhedsejer eller ledelse har en virksomhed, som de er stolte af, er de allerfleste villige til at høre historien. En anden mulighed er at anvende medierne til åbent og ambitiøst at fortælle om virksomheden og dennes ønske om kapital.

Timing

Der er flere måder at bringe en sådan investor ind i virksomheden. **Enten** bør det ske seks til tolv måneder inden selve børsnoteringen, **eller** også skal det ske umiddelbart i forbindelse med børsnoteringen. Afgørende er, at de pågældende accepterer at være en del af virksomheden i en længere periode – og ikke blot frem til børsnoteringen for derefter at sælge alle aktier. Hvis de gør det sidste, opnås den afgørende troværdighed ikke, da de pågældende så ikke deler muligheder og risici med de nye børsinvestorer og derfor ikke kan anses som ankerinvestorer.

Det giver størst værdi, at investor kommer ind som kapitalejer i selskabet i god tid inden børsnoteringen som fx i Orphazyme. Det giver den pågældende investor mulighed for at lære virksomheden at kende i alle dens detaljer og dermed at være med til at få afklaret eventuelle uhensigtsmæssigheder. Vigtigt i denne proces er, at den oprindelige ejer og de nye investorer i deres egenskab af nye fælles ejere sammen med ledelsen får etableret et godt, positivt samarbejde og er fælles om mål og visioner – og i særdeleshed om den hastighed, hvormed planer realiseres.

Øvelsen i at få sådan en investor om bord må ikke undervurderes. Der skal være "orden i penalt huset", jf. afsnit 5. Virksomheden skal lære at præsentere sig selv for et nyt klientel – ikke de sædvanlige kunder – men investormarkedet. Endelig skal der trænes i formalia, governance og compliance, der altid har stor betydning for den, der kommer udefra, herunder fremtidig børsinvestorer. Netop ved at have en periode sammen

med en sådan ny, professionel investor opnås god tid til at få disse forhold på plads samtidig med, at begge parter lærer hinanden og virksomheden at kende på en ny måde. Endelig lærer den hidtidige ejer at acceptere andres medindflydelse på virksomheden, hvilket er afgørende. Ansvar for andres penge er altid stort, og føles af de fleste nok større end for egne penge.

Der opnås som regel også umiddelbare fordele ved at have en sådan investor ombord. Drøftelser om selskabets bankforhold vil ændre sig, når der er en økonomisk stærk og troværdig partner ved virksomhedens side. Dernæst vil mange leverandører og andre kreditgivere ændre holdning, når den pågældende investor bliver kendt som medejer, se afsnittet "Kendskabsopbygning". Endelig vil virksomhedens rådgivere vide, at der nu er en ejer med erfaring fra investormarkedet om bord, hvorfor virksomheden er bedre rustet til at gennemføre processen på virksomhedens præmisser.

Alternativet til at få en investor ombord tidligt er at vente til umiddelbart i forbindelse med børsnoteringen, enten som garant for tegningen af en del af udbuddet eller som aktionær lige inden børsnoteringen. Det forudsætter, at der ikke er behov for kapital til drift af virksomheden i perioden op til børsnoteringen. Ulempen er, at den pågældende investor ikke har haft samme tid til at vurdere investeringen. Fordelen er, at den pågældende investerer på samme grundlag og reelt til samme kurs som øvrige investorer ved børsintroduktionen, hvilket børsmarkedet vil påskønne.



Uddrag fra TCM Group A/S' prospekt af 13. november 2017

Selskabet har modtaget tilsagn fra hver af følgende investorer ("Cornerstone-investorerne") om på visse betingelser at købe Udbudte Aktier til Udbudskursen for et samlet beløb på DKK 315 mio., svarende til 42,9-50% af de Udbudte Aktier, afhængigt af den endelige Udbudskurs (ekskl. Overallokeringsretten som defineret nedenfor) ("Cornerstone-aktierne"). Cornerstone-investorenes tilsagn fordeler sig således: (...)

Det helt afgørende i valg af investor og proces er at gøre op med sig selv, hvad virksomheden har brug for at realisere sine mål, og hvad man som ejer har det godt med både forretningsmæssigt og holdningsmæssigt.

Hvad gør man så for at få sin ankerinvestor om bord

Det er relativt enkelt:

1. Få "orden i penallhuset", se afsnit 5
2. Identificer de rigtige investorer for virksomheden og for ejeren/ledelsen personligt
3. Præsenter den rigtige model for investor
4. Få indgået de nødvendige aftaler med den pågældende investor

Her skal særligt omtales punkt 3. og 4. Lange PowerPoint-præsentationer som indledning er for længst gået af mode. Prøv at tænke på, hvordan du ville beskrive din virksomheds kerneforretning, produkter, udviklingsstadier, konkurrencesituation, risici og strategi samt økonomi på fx maksimalt otte sider. Hvis investor bliver interesseret, kan man komme dybere ned i materien på et senere tidspunkt. Men det at kunne fortælle "den gode historie" kort, præcist og begejstret er noget, som de fleste skal øve sig på.

Hvilke aftaler skal så indgås?

En investeringsaftale og en ejerftale. I investeringsaftalen skal vilkårene for den aftalte investering fastlægges. I ejerftalen fastlægges vilkårene for parternes fremtidige samarbejde, governanceforhold, hvorledes der skal disponeres ved salg af aktier samt en plan for en børsnotering eller anden exit. Sådanne aftaler kan være lange og bygget op efter de største internationale standarder. Eller også kan de være overskuelige, ligetil og klare, baseret på dansk ret og danske standarder.

Overvejelserne om ankerinvestor kan ske med udgangspunkt i følgende:

- Har virksomheden brug for egenkapital for at blive en attraktiv børskandidat?
- Kan virksomhedens forretningsidé, mål og finansielle situation beskrives kort, faktisk korrekt og spændende?
- Hvilken investortype passer til virksomheden?
- Er der viden eller et netværk, der sikrer kontakt til de investorer, der passer til ejeren og virksomheden?
- Hvordan tages kontakten bedst?
- Kan virksomheden tåle et investoreftersyn på nuværende tidspunkt?
- Er ejeren og virksomheden modne til at få en investor med, der også vil have idéer om drift, ledelse og strategi?



9. KENSKABSOPBYGNING

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penallhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

● **Kendskabsopbygning**

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Det er nemt at blive kendt, og det er nemt at få en stor overskrift og helside i Dagbladet Børsen. Men at blive kendt som en reel, positiv og spændende børscase tager længere tid end selve børsprocessen. Så start i god tid.

Alle, der interesserer sig for erhvervslivet og mulige børskandidater, havde hørt om DONG (nu Ørsted), inden virksomheden gik på børsen, og det samme gjaldt for Nets. Men hvem kendte noget til de mindre selskaber Conferize, GreenMobility eller Gormspace? Og hvor mange investorer vidste reelt noget om NNIT, ud over at det var et datterselskab i Novo-koncernen? Kun få. Virksomhederne nævnes, fordi de er gode eksempler på, hvorledes der kan arbejdes med opbygningen af kendskabet til en virksomhed. Desværre er det som oftest de negative historier, der giver de største overskrifter, hvilket er ærgerligt for et ellers velfungerende marked.

Kendskabsopbygning og troværdighed er **en disciplin og en proces, der for nogen er træls og et nødvendigt onde** og for andre, der elsker deres virksomhed og kan lide at tale om den, **et vigtigt inspirationselement i dagligdagen**. Men Danmark er Jantelovens land, hvorfor tilgangen til offentligheden og børsmarkedet skal ske med ydmyghed. For Nets var det et spørgsmål om at skabe troværdighed efter at have været kapitalfondsejet, og det samme gælder andre i en tilsvarende situation.

For virksomheder som Nets og DONG, som alle kender fra deres dagligdag, var kendskabsopbygning ikke et spørgsmål om, at virksomhederne skulle blive kendt – det var de i forvejen. Kendskabsopbygningen var i DONG et spørgsmål om at fortælle, hvordan forretningen havde ændret sig over tid og øge troværdigheden til virksomhedens fremadrettede finansielle performance.

“

I en moderne verden er det gamle ordsprog om, at "den, der lever stille, lever godt" ikke længere en realitet. Dertil er gennemsigtheden alt for stor.

“

For andre virksomheder er det mange forhold, der skal i fokus for at øge kendskabsgraden og i særdeleshed:

- Hvad er det for en virksomhed?
- Hvad laver den?
- Er den i et spændende, fremtidsorienteret marked?
- Hvordan er ledelsen?
- Er forretningscasen i bund og grund god og robust?
- Hvordan er cash flow?
- "The key selling point"

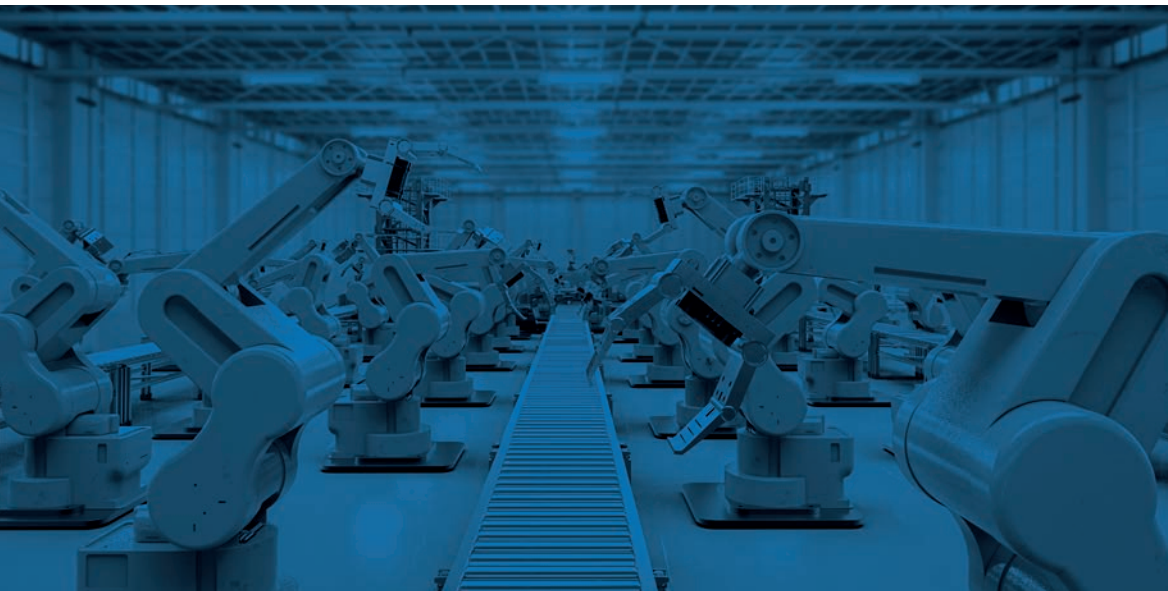
Der kan være mange gode grunde til, at en virksomhed under alle omstændigheder ønsker at blive synlig i markedet – det kan være forholdet til kunder, leverandører, medarbejdere, det offentlige eller samfundet. Eller også noget så enkelt som ledelsens personlige ønsker om at eksponere noget, som de gør godt og er stolte af.

Proces

De gode måder at starte kendskabsopbygningen på er gennem:

- egne meddelelser
- etablerede medier – trykte og elektroniske
- nye medier

Når virksomheden føler sig klar til at arbejde henimod en kapitalrejsning på eller uden for NASDAQ, kommer nødvendigheden af kendskabsopbygning hos investorer og corporate finance-huse. Og slutteligt kommer så detaljerede præsentationer, evt. rejser til udenlandske produktionsenheder eller markeder med interesserede banker/analytikere og investorer.



Kommunikationsrådgiver

Det er godt givet ud at ofre penge på en IR- eller kommunikationsrådgiver på et tidligt tidspunkt. Den pågældende kan rådgive om, hvilke medier der kunne være interesserede, hvilke meddelelser der skal udsendes, og hvilke personer der skal kontaktes for at få spalteplads. Den pågældende kan give råd om opsætning af meddelelser, der fanger både journalistens og læserens øje. Rådgiveren kan også give – gode – råd om anvendelsen af de sociale medier, der har en betydelig påvirkningskraft, hvis brugt rigtigt. I en efterfølgende proces kan virksomheden enten selv ansætte en IR-medarbejder eller fortsætte med at købe ad-hoc ydelser til at understøtte ledelsen. Men det er afgørende, at virksomheden selv har kontrol med kommunikationen.

Det er virksomhedens budskaber og ikke rådgiverens, der skal kommunikeres.

Medierne sulter efter nye historier for at fastholde interessen for deres eget medie. Alene et budskab om, at en virksomhed overvejer en børsnotering, er nok til en eller flere siders dækning i en af de store aviser. Et felt, som oftest glemmes, er fagtidsskrifter, hvorfra mange artikler saxes. At invitere journalisten til at se virksomheden eller deltage i seminar om virksomheden e.l. er også en god idé, da den ægte interesse og nysgerrighed kan skabes her. Sidstnævnte kan navnlig for mindre virksomheder være en billigere løsning end at hyre kommunikationsrådgiveren til et omfattende arbejde over en lang periode.

Som led i kendskabsopbygningen kan årsrapporter, hjemmesider og firmabrochurer også anvendes. Alle har dem, men de fleste virksomheder retter dem ikke mod investormarkedet, og selv børsnoterede selskaber forsømmer sig herimod.

Det er ikke så svært at få medieinteresse – heller ikke den positive.

Når først virksomhed og ledelse har fået vakt interesse for virksomheden, dens produkter og planer hos nogle medier, bliver næste fase at styre interessen hen mod økonomi og planer om nye investorer/børsnotering. Virksomheder og personer, der har både mod og vilje til at tale om ambitiøse ekspansionsplaner understøttet af letforståelige illustrationer og grafer, kan altid få ørenlyd.

Tager det tid? Ja selvfølgelig, men med en ordentlig forberedelse og planlægning tager det ikke uforholdsmæssigt meget tid, særligt fordi det meste samtidig kan bruges til at drive virksomheden fremad over for medarbejdere, kunder og leverandører. Det afgørende er, at virksomheden er interessant, og at ledelsen viser sin interesse i at fortælle om den. Så er tiden godt anvendt.

Investorer og analytikere

Når børsprocessen er tidsmæssigt fastlagt, vil det være afgørende at påbegynde møder med investorer, analytikere og banker for at høre deres syn på virksomheden, men selvfølgelig først efter kontakt med NASDAQ. Sidstnævnte vil utvivlsomt kunne give mange gode råd om det videre forløb, om deres kendskab til den konkrete investorappetit på mindre børsnoterede virksomheder og om procesforløbet.

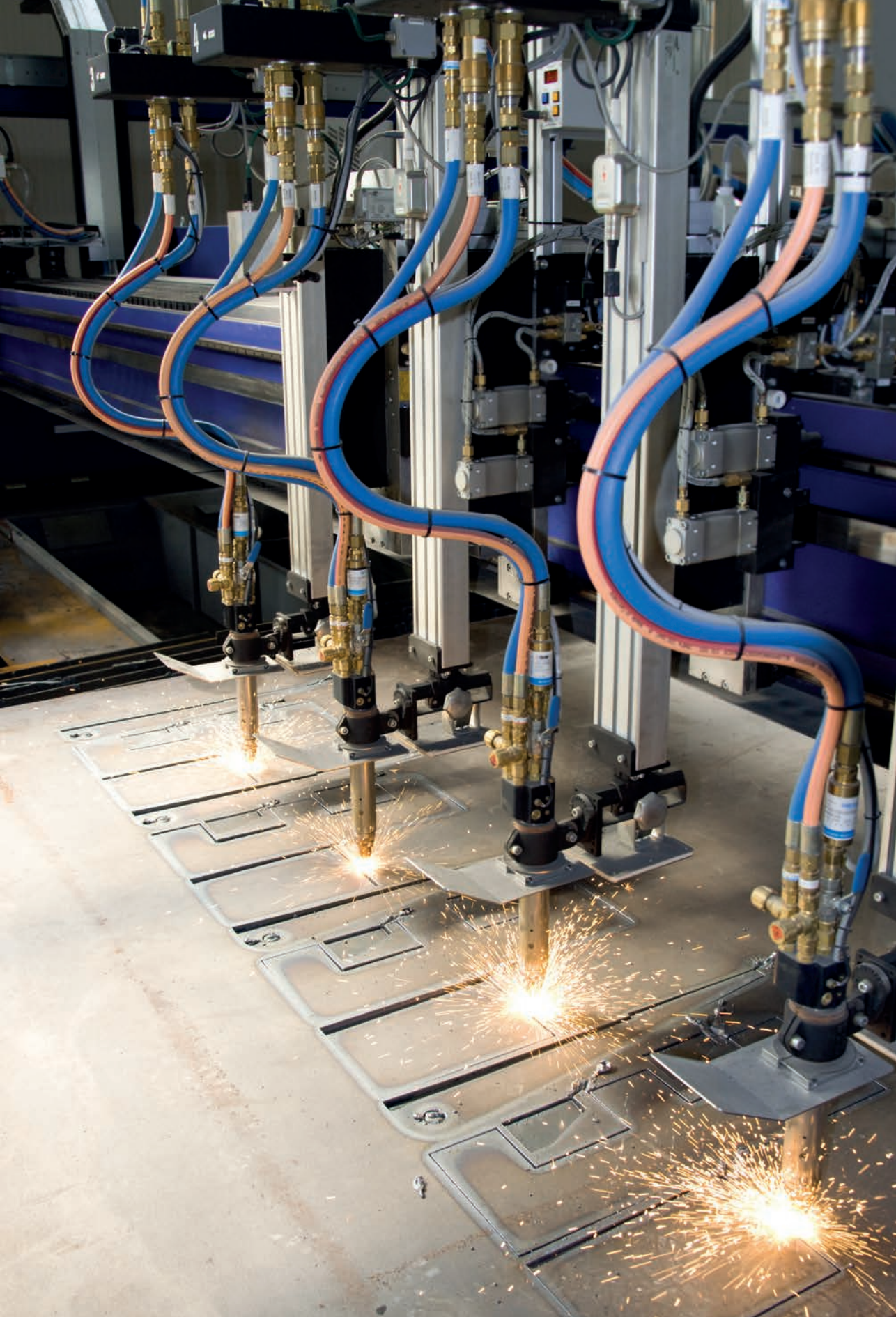
AMBU har igennem flere år været en børsraket og beviset på en lille, dansk virksomhed, der har vokset sig stor ved innovation, handlekraft og stærk kommunikation. AMBU aktionærer, der har haft det lange perspektiv i aktiebesiddelsen, har skabt sig formuer herpå.

De fleste banker og investorer er interesserede i at høre om spændende virksomheder og deres planer. Derfor er det ikke nær så svært at komme igennem til de pågældende, som de fleste tror. Også her kan det betale sig at bruge lidt indledende tid på at finde den eller de investortyper og corporate finance-huse, der kunne have interesse for virksomheden og branchen. Samtidig er det vigtigt at forstå eller spørge til beslutningsstrukturen hos de pågældende investorer. Er det en omstændelig proces med stort bureaukrati, eller tales der direkte med beslutningstagerne.

Når nu først dette er gennemført og interessen vakt, kommer næste fase: Den egentlige vej til NASDAQ.

Aktiviteterne i forbindelse med kendskabsopbygning kan gennemføres med udgangspunkt i følgende:

- Er det eksterne informationsmateriale om virksomheden up to date (brochurer, årsrapporter, logo, hjemmeside)?
- Er der sammenhæng mellem det, virksomheden siger, og det, den gør?
- Er informationsmaterialet beregnet på også at stille investormarkedet tilfreds?
- Har virksomheden talt med en seriøs og professional kommunikationsrådgiver, der kender investormarkedet?
- Udsender virksomheden regelmæssigt pressemeddelelser om sine aktiviteter, udvikling og resultater?
- Har virksomheden særlig kontakt til enkelte erhvervsjournalister eller aviser/dagblade?
- Har virksomheden udarbejdet en strategi/politik for kommunikation til omverdenen?
- Er virksomheden indstillet på at kommunikere både gode og dårlige nyheder i en seriøs form?



10. INVESTORPRÆSENTATIONER OG ROADSHOWS

Af Jesper Langmack, Investeringsdirektør - Aktier og Alternative investeringer, Danske Wealth Management og Danica Pension

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalphuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

● **Investorpræsentationer og roadshows**

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Når et selskab påtænker at forfølge en børsnotering, er det essentielt, at selskabet tidligt kommer i dialog med de største, potentielle investorer for at skabe en succesfuld børsnotering, da investoren først skal lære selskabet at kende.

Som storinvestor har vi et godt kendskab til børsnoterede selskaber. Vi ved, hvad der driver selskabers værdi, risici samt adgang til god dækning fra aktieanalytikere. 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 bl.a. markedsposition, værdidrivere, forretningsmodel, risici, finanser og ledelse.

Ud over en gennemgang af historiske regnskaber og prospektet, som i høj grad er bagudskuende, sker introduktionen bedst ved at have **kontakt** til og **møder** med følgende, som i højere grad bidrager til det fremadskuende syn på forretningen:

Rådgivere

Rådgivere – typisk investeringsbankernes ECM-afdeling – har en god forståelse af, hvordan vi som investor ser på en investering og præsenterer selskabet på en præcis og let forståelig måde. Den løbende dialog er også yderst værdifuld, da rådgiverne kan koordinere i forhold til møder, spørgsmål og orientering om processen.

Ledelsen

Ledelsen kan med egne ord forklare detaljerne i forretningen, og i nogle tilfælde vil det være en fordel også at få præsenteret selskabet gennem besøg (site visits). Møder med ledelsen er meget centralt, da der skal være et stærkt ledelsesteam for at fange investorernes interesse. **Vi foretrækker generelt at mødes med ledelsesteamet one-on-one.**

Ejerne

Ejerne kan give et syn på, hvad deres rationale er for en børsnotering, og hvordan de vil opføre sig efter en børsnotering. Hvis selskabet børsnoteres gennem udstedelse af nye aktier, er det vigtigt, at der er en klar strategi for, hvad pengene skal bruges til, så de ikke blot ligger passivt i selskabet. I så fald kunne vi investere pengene bedre i andre selskaber. Samtidig er det vigtigt at forstå, om de nuværende ejere ønsker at være langsigtede ejere, eller om de ønsker langsomt at afhænde forretningen.

Ved at blive kontaktet tidligere, er det muligt at få en dialog med selskabet og rådgiverne, så vi bedre forstår selskabet, samt at selskabet får præsenteret sig på den rigtige måde – fx med en klar og forståelig forretningsstrategi – når selskabet vælger at sætte børsnoteringen i gang. Det er i begge parter interesse. 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.

Kontakten kan med fordel tages allerede flere måneder i forvejen, så vi kan allokere ressourcer til at undersøge investeringen og se, om selskabet udvikler sig på den måde, som det forventedes ved første kontakt. **Det er generelt en fordel at tage kontakt via rådgivere, ejere eller ledelse, som kender kravene til en børsnotering, så kvaliteten i præsentationen allerede første gang er meget høj.**

Når selve børsnoteringen skydes i gang, er det en klar fordel, hvis der er aktieanalytikere fra flere banker til at dække selskabet, så vi får investeringscasen fra flere vinkler. Det er også vigtigt, at dækningen fortsætter efter børsnoteringen, så likviditeten holdes i aktien, og der konstant kommer forskellige syn på investeringscasen.

Da det er mere ressourcekrævende for os som investor at investere i en børsintroduktion, betyder det også, at vi har nogle forventninger, når vi vælger at bruge tid på selskabet både ved indledende investorpræsentationer og roadshows. Vi forventer, at aktien vil blive fair prisfastsat med en IPO discount, så vi får et afkast den første dag, og at vi får den allokering af aktier, som vi ønsker. Vi ønsker ikke at se vores og andre langsigtede investorers ønskede allokering blive givet til en lykkeridder, der dukker op kort før lukketid, hvor det allerede kan ses, at børsnoteringen vil blive en succes. Derudover er vi heller ikke interesserede i mange små aktieposter. Det betyder, at selskabet oftest skal have en betydelig størrelse ved børsnoteringen, eller at vi er sikre på at få det ønskede antal aktier.

Endelig er det vigtigt, at den sælgende aktionær beholder en betydelig aktiepost med lock-up, så de eksisterende ejere også vil være økonomisk eksponeret til udviklingen i selskabet efter børsnoteringen.

I løbet af 2016 og 2017 har vi deltaget i en stor del af de nordiske børsintroduktioner, som alle har været karakteriseret af den nævnte proces, og **vi ser frem til igen at deltage i børsintroduktionen af gode selskaber.**

Som stor dansk institutionel investor anser vi det for vigtigt, at vi tager et ansvar og en aktiv rolle i denne proces for at lette vejen for attraktive selskaber til at skaffe kapital på NASDAQ, men vi ser også på nogle selskaber, der ønsker en børsnotering på andre børser. For nylig har den indledende dialog også resulteret i, at vi har valgt at investere i nogle selskaber før potentiel børsnotering; et eksempel på dette er vores investering i Net-Company. Fremadrettet er vi åbne for lignende investeringer.

Da vi bliver præsenteret for mange investeringsmuligheder, er det vigtigt, at man allerede ved første kontakt kommer med en klar og præcis investeringscase, som er dokumenteret i markedsdata og finanser.

Investorpræsentationerne kan med fordel udarbejdes med udgangspunkt i følgende:

- **Investment highlights**
Kort beskrivelse af, hvilke specifikke markeds- og selskabsforhold der gør det attraktivt netop at investere i dette selskab.
- **Markedsbeskrivelse og position**
Markedsvækst, markedsandel, konkurrenter, adgangsbARRIERER, kunde- og leverandørkoncentration samt forhandlingsposition.
- **Forretningsmodel og strategi**
Hvad laver virksomheden, og hvad gør, at den skaber indtjening ud over cost of capital, samt hvad er strategien for at øge/fastholde indtjeningen? Beskrivelse af forretningsmodellen skal dokumenteres i finanserne.
- **Værdidrivere**
Hvilke faktorer betyder meget for værdien af selskabet, og hvordan forventes de at udvikle sig over de kommende år?
- **Risici**
Hvad er de største risici for selskabet og sandsynligheden for dem, samt hvordan vil de påvirke finanserne? Har selskabet store forpligtelser?
- **Finanser**
Vis detaljerede finanser med fokus på fx omsætningsvækst (herunder organisk), bruttomargin, EBITDA margin, EBIT margin, cash conversion, capex, arbejdskapital og rentebærende gæld.
- **Rationale for børsnotering og anvendelse af evt. provenu**
Sørg for at fortælle præcist, hvorfor man gerne vil sælge, og hvorfor det er oplagt med en børsnotering frem for salg til en strategisk køber. Hvis der hentes ny kapital, skal der være en klar plan for, hvordan den skal bruges. Fx gældsnedbringelse til acceptabelt niveau eller finansiering af et opkøb – hvis den skal bruges til opkøb, er det vigtigt at selskabet kan vise, at det historisk har været succesfuldt på dette område.



II. DE EKSTERNE RÅDGIVERE

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

● **De eksterne rådgivere**

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Virksomheden har besluttet, at tiden er inde til at søge dens aktier introduceret på NASDAQ. Hvilke eksterne rådgivere og aftaler med disse er nødvendige for at komme i mål?

Bortset fra revisors medvirken ved erklæringsafgivelse i prospektet stiller lovgivningen ikke krav om, at eksterne rådgivere skal medvirke i forbindelse med en børsnotering.

Selv de største børsnoterede virksomheder, der rejser kapital via børsen, anvender imidlertid eksterne rådgivere, også selv om de eventuelt måtte have de nødvendige kompetencer internt. Og **i praksis er det utænkeligt, at en virksomhed gennemfører en børsintroduktion uden brug af eksterne rådgivere.**

Ud over behovet for rådgivere, der har den fornødne viden om og praktiske erfaring med den omfattende børsretlige regulering og investormarkedet, opfattes de eksterne rådgiveres medvirken af markedet også som en blåstempling af processen generelt og af prospektet i særdeleshed. Det gælder formentlig fortsat, selvom det i dag alene er selskabets ledelse – bestyrelse og direktion – der underskriver selve prospektet og dermed er ansvarlige for hele prospektet. Tidligere skulle også den finansielle rådgiver og selskabets revisor(er) underskrive de såkaldte prospekterklæringer i prospektet, se afsnittet "Prospektudarbejdelse".

Den ærgerlige udgang på den gode børsnotering af OW Bunker viser, at selv med nogle af de mest kvalificerede rådgivere, er der risiko for efterfølgende problemer, uanset årsagen hertil.

Hvilke eksterne rådgivere?

Gennem mange år har de store danske virksomheder – både børskandidater og allerede børsnoterede – anvendt flere og flere rådgivere, danske og udenlandske, ved noteringen af aktier på NASDAQ og ved efterfølgende kapitalforhøjelser. Skal en aktie også optages til handel på en udenlandsk markedsplads, er behovet for udenlandske rådgivere oplagt. Tilsvarende gør sig gældende, såfremt en væsentlig del af virksomhedens aktier forventes tegnet af eller solgt til udenlandske investorer, for eksempel i USA.

I en verden, hvor compliance og ansvar fylder rigtig meget, føler mange, at der er behov for, at så mange rådgivere som muligt kontrollerer hinanden og slutteligt siger ok til selskabets ledelse og aktionærer om, at alt er i orden.

I vores optik er det fint at bruge rådgivere, men rådgiverne skal have et formål med deres arbejde. Samtidig er det fortsat afgørende, at virksomhedens ledelse – og ikke bare rådgiverne – kan stå på mål for udtalelserne i prospektet og informationsmaterialet om virksomheden, dens drift og fremtid.

Tendensen med et stigende antal rådgivere har som en "fast praksis" bredt sig fra de største børsnoteringer til segmentet nedenunder. Tilsvarende gælder de typisk meget omfattende prospekter, der med henvisning til "fast praksis" omfangsmæssigt synes at være ret ens, uanset om det drejer sig om en i børssammenhæng stor, mellemstor eller lille virksomhed. Det siger sig selv, at flere rådgivere alt andet lige medfører en mere kompliceret proces og øgede omkostninger.

De fleste mindre og mellemstore danske børskandidater vil ikke have brug for samme antal rådgivere, herunder udenlandske, men vil kunne klare sig med danske rådgivere. Og kun en af hver. Det var derfor ret nyskabende at se NASDAQ First North-noteringen af Conferize og det forenklede grundlag, hvorpå noteringen blev gennemført.

Conferize blev optaget til notering på NASDAQ First North i sommeren 2017.

Som følge af de dagældende regler skulle der udarbejdes et prospekt, men i mindre format. Prospektet er på i alt 63 sider.

Orphazyme, der udbød sine aktier på NASDAQ's hovedmarked i efteråret 2017, udbød sine aktier på grundlag af et prospekt på over 200 sider. Beskrivelsen af risikofaktorerne fyldte 3½ respektive 15 sider.

Begge dele viser forskellen i kompleksiteten i de to virksomheder, men også hvor forskelligt udarbejdelsen af et prospekt kan ske.

Den finansielle rådgiver

Den finansielle rådgiver (corporate finance/investment banker) leder typisk processen med børsnoteringen eller kapitalforhøjelsen og bistår virksomheden, dens ledelse og ejerne med blandt andet en hensigtsmæssig kapitalstruktur, udbudspris og -volumen, håndterer arbejdet med prospektet og har ansvaret for rådgivningen af ledelsen om allokering og prissætning af aktierne.

Finansielle rådgivere kan være selvstændige eller være en del af/tilknyttet en bank eller et revisionsfirma. Vigtigere end rådgiverens tilknytning er imidlertid, om virksomhedssegmentet, som rådgiveren har fokus på, svarer til det, som virksomheden befinder sig i.

Internationale corporate finance-huse og investment bankers er i alle henseender gearret til de største virksomheder – i en international skala – og har derfor også et set-up og en omkostningsstruktur, der typisk ikke matcher det, en mindre dansk virksomhed har brug for, for at blive introduceret sikkert på det danske marked. Denne type rådgivere vil ofte selv takke pænt nej, hvis de bliver spurgt om en "for lille" opgave.

En overvejelse bør altid være, om virksomhedens egen bank alene er tilstrækkelig, eller om der skal vælges en helt uafhængig finansiell rådgiver, som ikke har nogen særinteresse i børsnoteringen. Mindre lokale (danske) eller eventuelt regionale (pan-nordiske) finansielle rådgivere vil almindeligvis være bedre gearret til at bistå mindre og mellemstore børs kandidater.



Ved de største børsnoteringer ses det, at virksomheder/aktionærer engagerer en rådgiver, der skal rådgive om processen og udvælgelsen af samt løbende kontrol med de børsførende banker. Dermed kommer der endnu et lag ind i rådgivningsprocessen.

De juridiske rådgivere

Den juridiske rådgiver vil typisk bistå med den indledende og ofte meget væsentlige klargøring af virksomheden, der går forud for selve børsintroduktionen, herunder forberedelse til og gennemførelse af virksomhedens "penalhus"-eksercits og egen due diligence, for handlinger med de øvrige rådgivere, processen med udarbejdelse og færdiggørelse af prospekt, bidrag til en eventuel verifikationsproces og gennemførelse af den selskabsretlige del af kapitaludvidelsen.

Det vil ofte være virksomhedens faste advokatforbindelse, der varetager disse opgaver, såfremt denne har den fornødne erfaring med børsintroduktioner og kapitaludvidelser. Navnlig udarbejdelsen af prospektet og kontakten til og forhandlingerne med myndighederne, herunder særligt kommunikationen med Finanstilsynet, banker og NASDAQ om prospektet, kræver indsigt i det omfattende regelgrundlag og praktisk erfaring med at håndtere sådanne processer.

Råder virksomhedens faste advokat, der måske også sidder i bestyrelsen, ikke over disse specialkompetencer, må det anbefales, at virksomheden til lejligheden i god tid engagerer et advokatfirma, der kan supplere med de nødvendige kompetencer.

Der har over en årrække udviklet sig den praksis, at den finansielle rådgiver – for virksomhedens regning – efter eget valg antager deres egen juridiske rådgiver i form af et advokatfirma med erfaring med børsret. Formålet hermed var oprindeligt, at advokaten – som såkaldt uvildig, juridisk rådgiver – som hovedopgave skulle gennemføre verifikation af det færdige prospektudkast. Efterhånden er det i praksis blevet sådan, at den finansielle rådgivers advokat deltager i den samlede proces, herunder prospektprocessen, og tillige varetager en del af de opgaver, som den finansielle rådgiver oprindeligt selv forestod. Efter omstændighederne forestår advokaten tillige mere eller mindre omfattende due diligence-undersøgelser af virksomhedens forhold på den finansielle rådgivers vegne, se afsnittet "Verifikation". En ordentlig forberedelse af virksomheden, før børsprocessen sættes i gang, vil i stort omfang mindske dette dobbeltarbejde.

Revisor

Det vil typisk være virksomhedens generalforsamlingsvalgte revisor, der i fornødent omfang bistår i arbejdet med at forberede og gennemføre børsnoteringen. Ud over en forudsat kompetence vedrørende de regnskabsmæssige krav til børsnoterede virksomheder er det et lovkrav, at mindst en af virksomhedens valgte revisorer er statsautoriseret såfremt selskabet skal noteres på hovedmarkedet. Dette krav gælder ikke for selskaber, der noteres på First North. Særlig revisions- eller advokatmæssig kompetence kan være nødvendig, hvis der er særligt komplicerede skatte- eller selskabsmæssige forhold, fx som følge af en gammel, kompliceret koncernopbygning.

Revisor er en vigtig rådgiver i børsprocessen, særligt fordi revisor afgiver en erklæring, såfremt selskabet har resultatforventninger for den kommende periode medtaget i prospektet. Herudover vil en eventuel tilpasning af årsrapporten til IFRS kunne medføre et større arbejde for revisor.

Kommunikationsrådgiver

Den direkte kommunikation med potentielle investorer og de banker, der skal håndtere investorenes aktietegning, går via den finansielle rådgiver. Mange børs kandidater engagerer imidlertid en kommunikationsrådgiver til at rådgive om og forstå den mere medierettede kommunikation om børsnoteringen, se afsnit 9.

Certified adviser

First North er underlagt væsentligt mindre regulering end NASDAQ's hovedmarked, hvilket også ses ved, at de selskaber, der søger mod notering på First North, typisk er mindre end de selskaber, der søger mod hovedmarkedet. For at sikre, at også de mindre virksomheder lever op til de krav, der er for First North, er der krav om, at selskaber noteret på First North tilknytter en certified adviser. Certified adviser har ligeledes en aftale med NASDAQ. En certified adviser skal sikre, at selskabet opfylder adgangskravene og de forpligtelser, der følger af, at aktier er optaget til handel på First North. Desuden skal certified adviser løbende kontrollere, at virksomheden overholder First North's regelsæt og straks rapportere eventuelle overtrædelser. Rådgivere, der ønsker status som certified adviser, kan ansøge NASDAQ herom i henhold til regelsæt, der er udarbejdet af NASDAQ.

Nu hvor minimumsgrænsen for udbud af aktier uden prospekt på First North hæves, vil ansvaret for en korrekt virksomhedsbeskrivelse og en ordentligt drevet virksomhed i høj grad hvile på certified advisers vurdering. På den måde bliver den pågældende NASDAQ's forlængede arm.

“

De fleste mindre og mellemstore danske børskandidater vil ikke have brug for udenlandske rådgivere, men vil kunne klare sig med danske rådgivere. Og kun en af hver.

”

Hvad er afgørende ved valget af rådgivere?

Ud over det selvfølgelig – den fornødne kompetence inden for børsretten og eventuelt i særlige tilfælde erfaring med den branche, som virksomheden agerer i – er det som i andre tilfælde ved valg af rådgivere ofte meget enkelt: Føler virksomheden, at der er den fornødne kemi og tillid mellem virksomhedens ledelse og rådgiveren, og at man "taler samme sprog"?

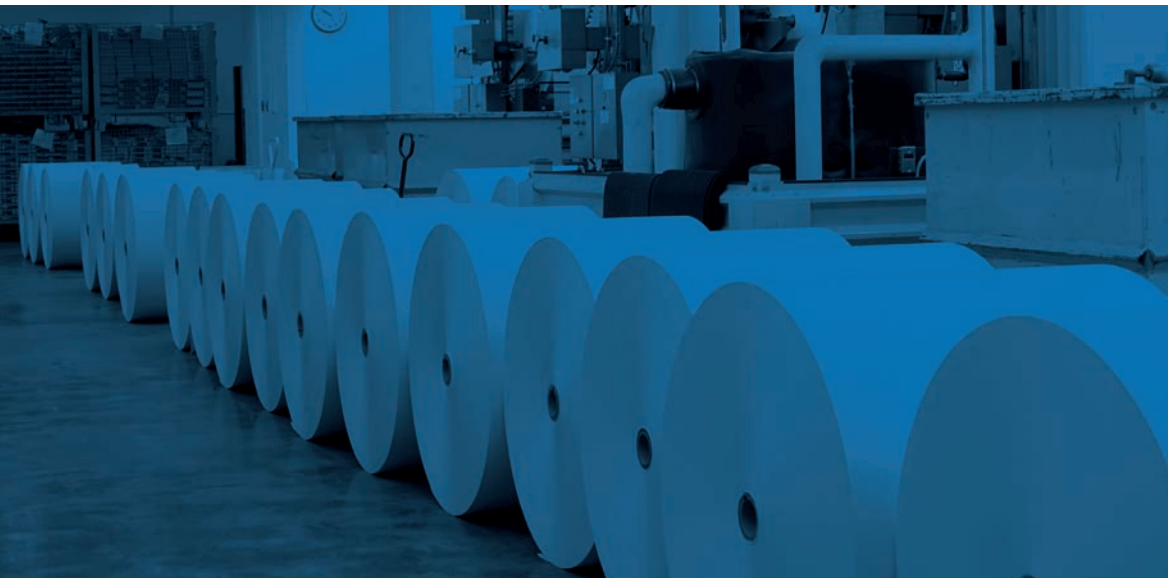
De fleste virksomheder efterspørger i den forbindelse no nonsense-rådgivning, og at den enkelte rådgiver har en praktisk og hands-on-tilgang til løsning af opgaven: **Fokuser på løsningen og komplicer den ikke unødigt, uanset hvor gerne du vil vise din viden.**

Spørgsmålet om størrelsen af omkostningerne ved en børsmission, herunder rådgivernes honorarer, er i sagens natur også et parameter, som virksomheder tillægger betydning. Erfaringsmæssigt er dette dog ofte sekundært, idet de fleste virksomheder først og fremmest er interesseret i de fornødne kompetencer og i at få de "rigtige" rådgivere ombord, som man så taler sig til rette med om grundlaget for honoreringen, se afsnit 18.

Udvælgelsesprocessen

Det optimale er, at virksomheden i god tid – måske år forinden børsnoteringen – har navnlig advokat og revisor på plads.

Udvælgelsen af de rådgivere, som virksomheden ønsker at anvende, kan ske på forskellig måde. Mund-til-øre-princippet, en mere struktureret screeningsproces eller ligefrem gennemførelse af en såkaldt beauty contest; navnlig valget af finansiell rådgiver træffes ofte efter en mere eller mindre formaliseret beauty contest, hvor udvalgte finansielle rådgivere inviteres til at præsentere



deres bud på, hvorledes virksomheden bedst muligt tages på børsen, til hvilken pris virksomheden vurderes at kunne introduceres på børsen, og til hvilke investortyper virksomheden især appellerer.

Hvornår bør rådgiverne involveres?

Det sker ikke sjældent, at eksterne rådgivere involveres sent – for sent – i processen, typisk ud fra en opfattelse af at virksomheden derved kan spare omkostninger, blandt andet ved at give rådgiverne mindst mulig tid at brænde timer af i.

Isoleret set kan det naturligvis være et berettiget hensyn først at igangsætte omkostningstunge opgaver, når man er rimelig sikker på, at processen faktisk ender med at kunne gennemføres. Alligevel vil det typisk være hensigtsmæssigt, at de eksterne rådgivere – eller nogle af dem – kommer på banen så tidligt som muligt, i første omgang for på overordnet plan at være med til at rådgive om planlægningen af en proces, der er så hensigtsmæssig som mulig. Samtidig kan man så fastlægge det videre forløb, herunder hvornår de eksterne rådgivere mest hensigtsmæssigt inddrages i det konkrete arbejde med virksomhedens egen due diligence, prospektet mv.

Al erfaring tilsiger i øvrigt, at omkostningerne til rådgiverne bliver mindre, jo bedre forberedt virksomheden selv er, inden processen igangsættes, se afsnittet "Orden i penallhuset".

“

Et væsentligt forhold er at sikre, at der ikke er et hul mellem rådgiverne og deres ydelser, eller at der er for meget dobbeltarbejde.

”

Aftaler, hvorfor er der behov for disse?

Selvom der ofte er fokus på især rådgiverhonorarerne, er dette emne langt fra den vigtigste del af aftalegrundlaget for rådgivningsydelsen, som virksomheden og den enkelte rådgiver bør have drøftet og aftalt sig til rette om, forinden arbejdet påbegyndes. Det gælder uanset, om det er danske eller udenlandske rådgivere.

Udgangspunktet for retsstillingen mellem virksomheden og rådgiveren er de vilkår, som parterne har aftalt. Er der ikke aftalt noget, falder man tilbage på, hvad der gælder som ”udfyldende regel” i henhold til – når i Danmark – dansk ret. Det er på visse områder helt klart, på andre områder kan det være mere usikkert. Også derfor er det anbefalelsesværdigt, ja nødvendigt, at alle væsentlige forhold er klart, skriftligt **aftalt på forhånd**.

Hvad bør aftalen med rådgiverne regulere?

Hvor de forskellige rådgivers kompetenceområder lapper ind over hinanden, er det endvidere vigtigt for alle at have klarhed over, hvem af rådgiverne der varetager – og har ansvaret for – rådgivningen på et givent område. Er det for eksempel advokaten eller revisor, der rådgiver om skattemæssige forhold? Er det revisors område, bør det klart fremgå af både aftalen med revisor og advokaten, så der ikke er tvivl herom.

Ansvar ved børsnoteringer kan være stort, både økonomisk og omdømmemæssigt. På det økonomiske område vil alle rådgivere søge at minimere deres ansvar gennem klausuler i aftalegrundlaget og dermed fravige fx dansk rets almindelige regler. Dette er sædvanligvis et emne, der forhandles fra begge sider.

Hvad består aftalegrundlaget af?

Aftalerne med rådgiverne er typisk baseret på disses standardiserede engagement-/mandatbreve og generelle forretningsbetingelser (terms and conditions), som bruges ved børsnoteringer.

Omfanget af disse aftaler, og hvad der reguleres deri, er i dag ofte ganske betydeligt og ikke sjældent tydeligt inspireret af, hvorledes tilsvarende udenlandske aftaler ser ud, navnlig hvis de indgås i USA og England.

Vedrører aftalerne en ren dansk børsnotering, vil en betydelig del af globaliseringsteksten i et sådant aftalegrundlag med fordel kunne undværes. Også her er det godt at påbegynde disse drøftelser **i god tid**, så der er mulighed for at få forhandlet tilfredsstillende aftaler på plads, da virksomheden ellers må acceptere vilkår uden forhandlingskraft.

Overvejelser om eksterne rådgivere kan ske med udgangspunkt i følgende:

- Hvilken type børsnotering - globalt eller skandinavisk udbud arbejdes der efter?
- Følg med og vurder løbende markedet for de relevante rådgivere
- Har virksomhedens nuværende rådgivere fornøden kompetence til en børsproces?
- Hvilke finansielle rådgivere skal anvendes?
- Er der tid til afholdelse af beauty contests?
- Hvordan kan omkostningsforbruget begrænses ved en struktureret proces?
- Få alle aftaler med bilag på tryk i starten, mens der endnu er tid.



12. TIMING

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

● Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Timing is everything.

Når virksomheden skal gennemføre sin børsproces, skal alt gerne gå op i en højere enhed, og følgende væsentlige forhold skal hænge sammen:

- Ejerne skal være klar
- Virksomheden skal være klar
- Ledelsen skal være klar
- Virksomhedens markedsudsigter skal være gode
- Børsmarkedet skal være godt
- En nyligt aflagt årsrapport skal gerne være grundlag for prospektet

At virksomheden skal være klar er beskrevet nærmere i afsnittet "Orden i penalhuset". Derudover skal virksomheden også planlægge efter, at der ikke sker store omvæltninger – fx større tilkøb eller frasalg – i perioden op til noteringen, ligesom der heller ikke skal kunne anes store omvæltninger i virksomhedens markedsforhold.

At ledelsen skal være klar omfatter flere forhold og er omtalt i afsnittet "Ledelsen": For det første skal kompetence, handlekraft og erfaring være i orden, både i direktion og bestyrelse. Dernæst skal ledelsen også være klar til det ekstra pres, der selvfølgelig vil være igennem en børsproces. Også dette kan og skal trænes, og det kræver en periode med fuld opmærksomhed på denne proces, samtidig med at ledelsen skal have tid, kræfter og mentalt overskud til at drive selve forretningen optimalt.

At børsmarkedet skal være i orden er en næsten umulig opgave at sikre, men afgørende vil være de trends, som ses globalt – New York, London og Fjernøsten. Der er perioder, hvor en børsnotering er umulig, som fx perioderne efter "9/11" og "Lehman-kollapset". Omvendt er der perioder, hvor investorappetitten er stor, og hvor det gælder om at være klar. Vores vurdering er, at der altid – uden for de ekstreme perioder – vil være plads til og mulighed for børsnotering af de fleste veldrevne virksomheder, som vi beskæftiger os med i denne bog.

De seneste danske børsnoteringer – store som små – har afdækket en stor interesse og investorappetit i det danske marked. Med de mange forventede tiltag fra politisk side for at stimulere aktiekulturen i Danmark, må denne interesse forventes at fortsætte.

Årsrapporten skal være klar til brug i en børsnoteringsproces. Et væsentligt forhold for den smidige og hurtige børsproces er årsrapporten og timingen af processen i forhold til aflæggelse af årsrapporten. Selskaber noteret på hovedmarkedet skal aflægge deres årsregnskab efter IFRS, hvilket ikke gælder hvis de er noteret på First North. Det lyder vanskeligt, men efter første aflæggelse er det en vanesag. Hvis man som ejer eller ledelse går med overvejelser om børsnotering eller salg af virksomheden internationalt, bør man ikke vente til iværksættelsen af børsprocessen med at forberede regnskabernes konvertering til IFRS. Få det overstået, mens der i øvrigt ikke er pres på virksomheden. Se i øvrigt afsnittet "Regnskab og budgetter".

Elefantmetoden

Hvordan sikrer virksomheden og ledelsen sig så, at alle disse forhold går op i en højere enhed: Ved "Elefantmetoden", dvs. **ved at dele processen op i småbidder** og håndtere udfordringerne én for én, mens der er tid til at gøre det. Derefter er markedet det eneste, virksomheden skal koncentrere sig om i den afsluttende og mest stressende, men også afgørende fase. Resten er for længst klaret.

Overvejelser om timing kan ske med udgangspunkt i følgende:

- Har virksomheden "orden i penalhuset"?
- Er virksomhedens årsrapporter konverteret til IFRS om nødvendigt?
- Er virksomheden på rette spor drifts- og likviditetsmæssigt?
- Er virksomhedens marked i god og forudsigelig form?
- Er ledelsen og ledelsesgruppen på plads?
- Er børsmarkedet stabilt eller på vej op?
- Er investorinteressen til stede og måske endda sikret?

Den egentlige børsproces kan med fordel gennemføres med udgangspunkt i følgende:

- Få lagt en realistisk tidsplan
- Som selskab holde en stram styring af proces og leverandører til processen
- Få afstemt tidsplanen tidligt med myndigheder
- Holde fast i fast track modellen

13. BØRSPROCESSEN

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penaltet"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Den egentlige børsproces er en intens periode i virksomhedens og ledelsens liv. Virksomheden skal nå et bestemt mål, og vil det mon lykkes på trods af al den formalisme, der er forbundet med børsprocessen? Svaret er heldigvis ja.

Det gælder om at optimere børsprocessen mest muligt for virksomheden, og derfor er en samlet tidsplan for processen vigtig. Det mest enkle er at gennemføre børsprocessen på baggrund af en netop aflagt årsrapport. Herved spares ikke alene tid, men også omkostninger.

Som noget af det første skal man gøre sig klart, hvilken form for udbud man ønsker at gennemføre. Skal det være et salg af eksisterende aktier, udstedelse af nye aktier eller en kombination. Dernæst skal man overveje, hvor selskabet skal søge notering. Skal det være i Danmark eller udlandet – og skal det være på First North eller hovedmarkedet.

Processen begge steder er i store træk ens, men hvis man søger notering på First North, er kravene lidt lempeligere. Med den nye kapitalmarkedslov er der fra **3. januar 2018** ikke krav om prospekt ved notering på First North, hvis udbuddet af aktier har en samlet værdi på under EUR 5 mio¹.

	Optagelse til handel	Udbud under EUR 2,5 mio.	Udbud under EUR 5 mio. ¹	Udbud over EUR 5 mio. ¹
First North DK	Virksomhedsbeskrivelse – ikke krav om prospekt*	Virksomhedsbeskrivelse – ikke krav om prospekt	Virksomhedsbeskrivelse – ikke krav om prospekt	Krav om prospekt
First North SE	Virksomhedsbeskrivelse – ikke krav om prospekt*	Virksomhedsbeskrivelse – ikke krav om prospekt	Krav om prospekt	Krav om prospekt
Hovedmarked	Krav om prospekt	Krav om prospekt	Krav om prospekt	Krav om prospekt

* Medmindre udbud er over de angivne grænser

¹ Folketinget behandler pt. forslag fra regeringen om at hæve grænsen fra EUR 5 mio. til 8 mio.

Når ledelsen, virksomheden og rådgiverne har afstemt ovenstående og lagt en tidsplan, gælder det om at involvere de relevante institutioner: Finanstilsynet, NASDAQ, VP og bank hurtigst muligt, således at disse også godkender den lagte tidsplan. Hvis der ikke skal udarbejdes prospekt, er det ikke nødvendigt at involvere Finanstilsynet.

Sædvanlig tidsplan og fast track

Som den myndighed, der godkender prospektet, er Finanstilsynet en afgørende part i børsprocessen. Som følge heraf har Finanstilsynet etableret en fast proces for godkendelsen af prospekter.

Processen og dermed tidsplanen er bl.a. baseret på den erfaring, at prospekter ofte er ufuldstændige ved første indlevering til Finanstilsynet. Derfor bliver Finanstilsynets tidlige involvering ofte blot en adgang for virksomheden til at være i proces og få nogle råd om prospektets indhold - fremfor reel behandling. Der kan mangle regnskabstal, væsentlig information om forretningen, forventninger etc., der betyder, at en reel sagsbehandling fra Finanstilsynet helt naturligt bliver summarisk på dette tidlige tidspunkt.

Finanstilsynet er positivt opmærksomt på, at processen kan være hurtigere, hvis (1) tilsynet bliver varslet i tide, og (2) materialet er komplet, når tilsynet modtager det første gang. Det sidste stiller langt større krav til alle rådgivergrupper og til virksomheden på et tidligt tidspunkt, men for virksomheden kan det betale sig økonomisk og arbejdsmæssigt at gøre tingene færdige under overskriften "sense of urgency".

Godkendelser

Et prospekt skal godkendes af Finanstilsynet, og NASDAQ skal godkende, at aktierne optages til handel (og officiel notering) på markedet. Hvis der ikke er krav om prospekt, vil NASDAQ kræve, at der sammen med ansøgningen om notering medfølger en virksomhedsbeskrivelse. Virksomhedsbeskrivelsen har i sin form og indhold store ligheder med et prospekt. Det skal blot ikke godkendes af Finanstilsynet.

Finanstilsynet

Finanstilsynets rolle er at sikre den formelle overholdelse af prospektreguleringen i bredeste forstand og dermed også sikre, at potentielle investorer får den fornødne information, dvs. den information, der er et krav i de relevante prospektregler, se afsnittet "Prospektudarbejdelse".

Det er værd at notere sig, at Finanstilsynet alene foretager en **formel godkendelse** af prospektet, dvs. en godkendelse af, at prospektet formelt set opfylder de indholdsmæssige krav, der følger af reguleringen på området. Tilsynet godkender således ikke selve prospektets materielle indhold. Imidlertid er grænsen mellem det materielle og det formelle flydende,



og Finanstilsynet vil næsten uundgåeligt komme ind på selve indholdet i prospektet i forbindelse med dets gennemgange. Spørgsmål og kommentarer til selve indholdet og rigtigheden heraf er derfor det sædvanlige.

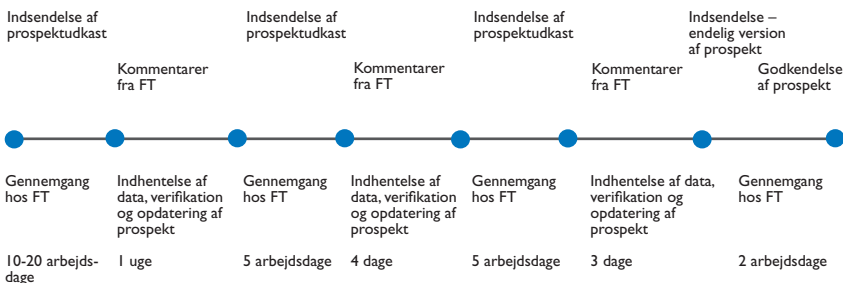
Finanstilsynet har indtil 20 hverdage til første gennemgang af et prospekt i forbindelse med en børsnotering, såfremt det er komplet ved indleveringen (10 dage, hvis der alene er tale om en kapitaludvidelse). Sagsbehandlingen af prospekter, der skal opfylde en række komplekse krav og ofte indeholder komplicerede oplysninger, kan sættes i bero og bliver det ofte, mens Finanstilsynet venter på flere oplysninger eller svar fra de involverede i processen. Dermed kan en forventet tidsplan trække ud til gene for processen. Der er sjældent oceaner af tid at give af, når man først har kastet sig ud i en børsproces, og det kan være både besværligt og omkostningstungt, når de planlagte tidsfrister skrider.

Det vil være usædvanligt at få et prospekt godkendt på baggrund af første fremsendelse til tilsynet. I Finanstilsynets vejledning på området kan man læse, at der almindeligvis vil skulle påregnes tid til 4 gennemgange, hvoraf den første vil være den mest tidskrævende. Den sidste vil oftest kunne overstås meget hurtigt inden for 2-3 arbejdsdage eller ligefrem inden for ét døgn.

Ind imellem Finanstilsynets gennemgange skal der nok så væsentligt sættes tid af til at svare på Finanstilsynets spørgsmål, finde og verificere relevante yderligere oplysninger og uddybe emner og oplysninger i prospektet. Alt afhængigt af antallet af spørgsmål og kommentarer fra Finanstilsynet vil dette arbejde kunne tage alt fra få timer til flere uger.

Finanstilsynets gennemgange af prospektet medfører, at selskabet og dets rådgivere modtager en række kommentarer, spørgsmål eller anmodninger om uddybning af konkrete dele af prospektindholdet. Disse kommentarer mv. kommer i skemaform, og dette skema returnerer man efterfølgende opdateret sammen med det opdaterede prospekt til brug for tilsynets næste gennemgang. Afsluttende fås en godkendelse af det endelige og underskrevne prospekt.

Godkendelsesprocessen - typisk



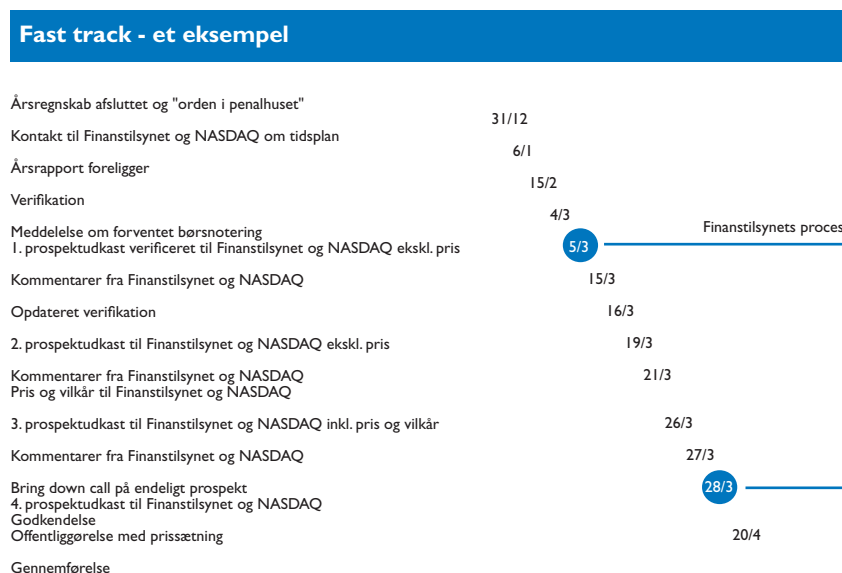
Imidlertid kan denne del i praksis gøres væsentligt hurtigere, når man sørger for at forberede sig godt og selvfølge involvere Finanstilsynet tidligt i processen.

"Fast track"

Finanstilsynet har i et notat fra januar 2017 tilkendegivet, at tilsynet er indstillet på at behandle aktieprospekter i en "fast track"-procedure. Fast track proceduren kendes også fra prospekter vedrørende erhvervsobligationer, se kapitel 21. I henhold til notatet gælder fast track-modellen alene selskaber, der allerede har værdipapirer optaget til handel. I praksis tilbydes modellen dog ofte til de selskaber, der efterspørger den. Den primære stopklods for brug af ordningen er derfor oftest, at selskaberne ikke er klar og kan indlevere et færdigt prospekt.

Ifølge Finanstilsynets udmelding vil en fast track-procedure for aktieprospekter forudsætte, **at** det prospekt, der indsendes til Finanstilsynet, er gennearbejdet og ikke har nogle udeståender, **at** prospektet følger forordningens opbygning, eller **at** der er medsendt en udførlig krydshenvisningsliste og annektering, og endelig **at** tilsynet forud for prospektets indsendelse har modtaget en tidsplan for godkendelsesprocessen.

En fast track-proces kan se således ud:



Det er altså muligt at forkorte godkendelsesproceduren og dermed det samlede tidsforbrug væsentligt med et grundigt forarbejde. En gennemført børsnotering på under fire måneder er – på den baggrund – ikke urealistisk.

Kapitaludvidelse på 4 uger

Da Stylepit A/S i sommeren 2015 gennemførte en i medierne meget omtalt kapitaludvidelse, var det et spørgsmål om overlevelse, og der var pres på alle, hvorfor der hurtigt blev indleveret et meget foreløbigt prospektudkast. Efter Finanstilsynets første gennemgang kom der 56 bemærkninger, hvilket ikke i sig selv var alarmerende. Der var mange bemærkninger af materiel karakter. Hele godkendelsesprocessen fra første indlevering til offentliggørelse af prospektet blev desuagtet gennemført på under 4 uger.

Som yderligere kulør på sagen, blev der midt i udbudsperioden fremsat et overtagelsestilbud på selskabets aktier, hvilket sammen med fuldtegning af kapitaludvidelsen var med til at sikre selskabet overlevelse.

NASDAQ

Ud over Finanstilsynets godkendelse skal selskabet have NASDAQ's godkendelse af optagelsen af værdipapirerne til handel på NASDAQ, hvorfor børsen orienteres om planerne på et tidligt tidspunkt i processen.

NASDAQ er en privat virksomhed, hvis interesse er at sikre, at de handelsplatforme, som NASDAQ driver, fungerer optimalt, og at de virksomheder, der får værdipapirer optaget til handel, lever op til den standard, som børsen ønsker at reflektere.

NASDAQ har en række krav, der skal opfyldes af de selskaber, der ønsker at få deres aktier optaget til handel på børsens markeder. NASDAQ skal også sikre, at de krav, der vedrører officiel notering og som følger af lovgivningen og Finanstilsynets praksis, er overholdt. Herunder fx krav om, at et selskab, der ønsker at få sine aktier officielt noteret, skal have eksisteret og indsendt årsrapporter for de seneste tre regnskabsår, at aktierne skal være frit omsættelige og at den forventede kursværdi af aktierne skal udgøre mindst 1 mio. euro. Derudover er der krav om, at der skal være en vis spredning af aktierne i offentligheden. Visse af ovenstående krav kan og bliver der dispenseret fra i de konkrete sager.

NASDAQ har inkluderet ovenstående krav i et regelsæt, "Regler for udstedere af aktier". Det er her uddybet, at selskabet skal have et "passende antal aktionærer", og at 25 % af den samlede aktiekapital (eller den pågældende aktieklasse) er fordelt i offentligheden. Ved "offentligheden" forstås en person, der direkte eller indirekte ejer mindre end 10 % af selskabets aktier eller stemmerettigheder, Hvis det er tilfældet, vil der være en tilstrækkelig spredning i offentligheden til, at aktierne kan optages til handel og notering på børsen. Det er væsentligt at være opmærksom på, at nærtstående til selskabet og aktionærer, der har givet tilsagn om ikke at afhænde deres aktier i en længerevarende periode ("lock-up"), medregnes på en særlig måde. Grænseværdierne for spredning kan dog fraviges, hvis det findes begrundet i den konkrete situation, og en tilstrækkelig spredning af aktierne er konkret sikret fx gennem aftale med en såkaldt "liquidity provider". Det er vores vurdering, at NASDAQ ser positivt på en lempelse af både antal og procentsats, hvis selskabet og børsprocessen er drevet professionelt.

Ved notering på First North er kravene generelt en smule lempeligere. Således er det blandt andet tilstrækkeligt, hvis blot 10 % af selskabets aktier er fordelt i offentligheden, at der ikke er samme krav til spredning, og nok så vigtigt at der ikke er krav om, at regnskaber skal være aflagt efter IFRS.

Selskabet skal indsende en ansøgning om optagelse til handel og officiel notering til NASDAQ. Forud for den formelle ansøgning, skal selskabet anmode børsen om at "initiere en proces for optagelse til handel".

Anmodningen skal indeholde information om følgende:

1. Baggrund for ønsket om optagelse til handel og eventuelt optagelse til officiel notering
2. Anvendelse af provenu
3. Selskabets aktiekapital/antal aktier (eventuelt fordelt på aktieklasser og med angivelse af forskelle mellem klasserne)
4. Udbuddets størrelse fordelt på nye og eksisterende aktier og oplysning om udbudsformen
5. Den eller de finansielle formidlere, der på selskabets vegne forestår udbuddet

Som bilag til anmodningen skal vedlægges:

1. En konkret, præcis og uddybende redegørelse for, hvorledes selskabet opfylder hver enkelt af NASDAQs optagelsesbetingelser og eventuelt betingelserne for officiel notering
2. Udkast til prospekt
3. Selskabets regnskaber for de seneste tre regnskabsår
4. Tidsplan for introduktionens og udbuddets forløb
5. Selskabets senest registrerede vedtægter
6. Tegnings-/salgsblanket
7. Informationspolitik og eventuelt interne regler eller udkast hertil
8. Dokumentation for selskabets registrering i Erhvervsstyrelsen eller anden registreringsmyndighed

Hvis der ikke er krav om udarbejdelse af prospekt (kun relevant for noteringer på First North), skal ansøgningen vedlægges en **virksomhedsbeskrivelse**. Virksomhedsbeskrivelsen minder i form og omfang om et prospekt. Dog med den væsentlige forskel, at virksomhedsbeskrivelsen ikke er godkendt af Finanstilsynet.

De nærmere betingelser for optagelse til handel hos NASDAQ kan læses i NASDAQ's "Regler for udstedere af aktier", for så vidt angår noteringer på hovedmarkedet og i "NASDAQ First North Nordic – Rulebook" for så vidt angår noteringer på First North.

Når arbejdet med prospektet er i gang, er det ikke vanskeligt at opfylde NASDAQs krav, men det kan være vanskeligt at forstå, at to institutioner, Finanstilsynet og NASDAQ, med hver sin indfaldsvinkel skal godkende stort set det samme.

NASDAQs godkendelse af, at aktierne optages til handel og officiel notering, afklares inden for tidsrammen for Finanstilsynets godkendelse, medmindre helt usædvanlige forhold foreligger.

Offentliggørelse og gennemførelse

Før godkendelserne fra Finanstilsynet og NASDAQ foreligger, offentliggøres børsnoteringen og udbuddet af aktier af selskabet. Dette sker altid først med en meddelelse om "Intention to float". I øvrigt skal selve udbuddet offentliggøres så hurtigt som praktisk muligt, i rimelig tid og senest inden starten af udbuddet.

Uddrag fra Orphazyme A/S' selskabsmeddelelse af 6. november 2017 (vores fremhævning):

Orphazyme, a Danish biotech company with a late stage orphan drug pipeline, today published an offering circular and the indicative price range in connection with its intended initial public offering ("IPO" or the "Offering") and subsequent admission to trading and official listing of its shares on Nasdaq Copenhagen.

(..)

- The Offering comprises:
 - Issue of new shares with gross proceeds of up to DKK 690 million (hereof DKK 90 million pursuant to the over-allotment option)
 - Up to 10,781,250 new shares to be issued by the Company (assuming full exercise of the over-allotment option)
 - (..)
- SEB, Vækstfonden, BankInvest on behalf of certain clients, Handelsbanken and Spar Nord **have committed, subject to certain conditions, to subscribe for a number of shares in the Offering corresponding to DKK 230 million - equivalent to 38.3% of the Offering** (excluding the over-allotment option). A corresponding number of shares in the Offering will be reserved for these investors.

Ved udbuddet kan aktierne enten udbydes til en fast kurs eller med et spænd, hvorefter kursen først endeligt fastsættes, når udbudsperioden er udløbet. Udbudsprisen fastsættes i disse tilfælde ved en såkaldt book building proces, hvor den endelige kurs bestemmes af de købs-/tegningsordrer, der er modtaget.

Eksempel på udbud uden fast kurs fra Orphazymes selskabsmeddelelse af 6. november 2017:

The Offering in brief

- Indicative offer price range of DKK 64 to DKK 80 per share of nominal value DKK 1 each
- Implied market capitalisation of DKK 1.5bn to DKK 1.6bn after the issuance of new shares in the Offering (excluding potential exercise of the overallotment option also consisting of new shares and assuming full exercise of pre-IPO warrants)

Prospektet skal offentliggøres på en af følgende måder:

- Ved indrykning af annonce/meddelelse i et eller flere dagblade, der er landsdækkende eller har stor udbredelse
- I trykt form (til at gøre tilgængeligt på NASDAQs kontor og hos de finansielle virksomheder, der placerer eller formidler salg af værdipapirerne)
- I elektronisk form på udstederens hjemmeside eller i givet fald på hjemmesider, der tilhører de finansielle virksomheder, der placerer eller formidler salg af værdipapirerne, herunder finansieringsorganer.
- I elektronisk form via informationssystemet på det regulerede marked (NASDAQ)

I virkelighedens verden sker offentliggørelsen typisk alle nævnte steder, da det jo handler om at sælge aktierne. Selv om det er et salg (udbud) af aktier, der finder sted, er annoncering og salgsmateriale også underlagt begrænsninger, da dette materiale skal være retvisende. Hensigten er selvfølgelig at undgå at "twiste" forhold, som er præcist beskrevet i prospektet.

Efter fast praksis er der en tegningsfrist på minimum 2 uger for investorer til at afgive tilsagn om tegning af aktier. Når fristen er udløbet, vil det udstedende selskab og dets rådgivere have et overblik over, hvor mange aktier der skal udstedes, og (i det omfang kursen ikke var fikseret på forhånd) til hvilken kurs de nye aktier skal udstedes.

En investor kan købe eller tegne de udbudte aktier ved at benytte den ordre- eller tegningsblanket, der er optrykt sidst i prospektet. Ordre- eller tegningsblanketten udfyldes og afleveres til investors egen bank, der derpå tager kontakt til selskabets bank.

Allokering af aktier

Når tegningsperioden er udløbet, fordeles (allokeres) aktierne på baggrund af de afgivne tegnings- og købstilsagn, hvis udsteder vel at mærke beslutter at gennemføre udbuddet og dermed børsnoteringen.

Der kan være uforudsete forhold, der rammer udstederen i udbudsperioden, som gør, at udbuddet er umuligt at gennemføre. Det kan være ekstreme forhold som "9/11"; det kan være brand hos en underleverandør, der umuliggør leverancer i en periode, eller det kan være fx et opdaget bedrageri i virksomheden, der rammer ind i udbudsperioden. Sker noget sådant, kan selskabet vælge at trække udbuddet tilbage og dermed indstille børsnoteringen. Ikke en rar situation, men det kan være klogt efter omstændighederne.

Oftest modtages børsnoteringen og udbuddet af aktier heldigvis med langt større interesse end forudset. I den situation vil selskabet stå med det mere behagelige problem, at det ikke kan levere alle de aktier, der er behov for, hvis selskabet skulle opfylde alle købsordrer og tegningstilsagn. Sker det, at de afgivne ordrer/tegningsstilsagn overstiger antallet af udbudte aktier (overtegning), skal der i prospektet være taget stilling til, hvem der skal beslutte, hvordan aktierne skal allokeres. Ofte vil bestyrelsen være tildelt ret til at fordele aktierne under hensyn til selskabets bedste interesse. Allokeringen sker umiddelbart efter ordre- eller tegningsfristens udløb, hvor selskabet og dets rådgivere vil have det fuldstændige overblik over de indkomne ordrer.

Uddrag fra TCM Group A/S' prospekt af 13. november 2017 (vores fremhævelse).

Reduktion af køb

Hvis det samlede antal Aktier, der afgives ordrer for i Udbuddet, er højere end antallet af Udbudte Aktier, vil der blive foretaget reduktion på følgende måde:

- Ved ordrer for beløb op til og med DKK 3 mio. sker der en matematisk reduktion.
- Ved ordrer for beløb på over DKK 3 mio. sker der individuel tildeling. Joint Global Coordinators vil tildele de Udbudte Aktier efter aftale herom med bestyrelsen og den Sælgende Aktionær.
- **Op til 32.000 stk. Udbudte Aktier (svarende til 0,46% af de Udbudte Aktier) reserveres til ordrer, der afgives i Udbuddet af Bestyrelsen og Direktionen. jf. afsnit 29.2 "Udbudsbetingelser".**
- **Op til 3.500.000 stk. Udbudte Aktier (svarende til 50% af de Udbudte Aktier) reserveres til fordeling til Cornerstone-investorerne, jf. afsnit 29.2 "Udbudsbetingelser".**

Som det fremgår af eksemplet, kan der ved overtegning af de udbudte aktier differentieres mellem forskellige typer investorer, når aktierne fordeles. Denne mulighed forbeholder selskabet og dets finansielle rådgivere sig netop for at sikre, at nye, store aktionærer om muligt får det antal aktier, som de har ønsket sig og dermed opfylder et væsentligt investorønske, se afsnittet "Investorpræsentationer og roadshows", samt for at sikre ledelse, ankerinvestorer og eventuelt medarbejderes mulighed at tegne aktier uden reduktion.

Overallokering - "greenshoe"

Ved aktieudbud, hvor der sker overtegning, tildeles der ofte flere aktier end det oprindelige udbud. De yderligere aktier stilles til disposition typisk af en større aktionær i selskabet, såkaldt "overallokering".

Uddrag fra TCM Group A/S' prospektmeddelelse af 13. november 2017 (vores fremhævning):

Udbuddet i hovedtræk:

- Indikativt kursinterval på DKK 90-105 pr. aktie a nom. DKK 0,1.
- Det indikative kursinterval svarer til en markedsværdi på mellem DKK 900 mio. og DKK 1,05 mia.

Udbuddet omfatter:

- Et udbud af op til 7.000.000 eksisterende aktier, svarende til 70,0% af TCM Groups aktiekapital eksklusiv en overallokeringsret.
- **Den Sælgende Aktionær har tildelt emissionsbankerne en overallokeringsret på op til 1.050.000 aktier, svarende til 10,5% af TCM Groups aktiekapital. Overallokeringsretten kan udnyttes helt eller delvist i en periode på 30 kalenderdage efter første handels- og officielle noteringsdag på Nasdaq Copenhagen.**
- Op til 32.000 stk. aktier, svarende til 0,46% af TCM Groups aktiekapital, reserveres til bestyrelsens og direktionens køb af aktier.

Værdipapircentralen

Det er en forudsætning for aktiernes optagelse til handel på NASDAQ, at aktierne er registreret i en værdipapircentral.VP Securities A/S (i daglig tale VP), er det eneste selskab i Danmark, der i dag er godkendt til at drive virksomhed som værdipapircentral, hvorfor VP spiller en væsentlig teknisk rolle i alle danske børsintroduktioner og emissioner.VP er underlagt Finanstilsynets tilsyn.

I Danmark har børsnoterede selskaber ikke længere papirbaserede aktier.Alt sker elektronisk via VP.

VPs funktion i en børsintroduktion er derfor at registrere alle handler samt forestå den faktiske overførsel af aktier til aktiernes nye ejere. Registreringen og udstedelsen sker elektronisk. De nye aktionærer vil alle skulle angive en VP-konto, hvortil den enkelte investors aktier skal overføres. Denne VP-konto er i investors bank, og det er også investors bank, der håndterer praktikken for investorerne.

De fleste ikke-børsnoterede selskaber har ikke registreret deres aktier i VP, hvorfor det vil ske som led i forberedelsen af børsintroduktionen. Er der udstedt fysiske aktiebrev, kræver VP, at disse indleveres til VP i depot, førend registrering kan ske. Er selskabets aktiebrev bortkommet, eller er der mangler ved ejerbogen (aktiebogen), skal der ske mortifikation, forinden udstedelsen via VP finder sted. Selskabet skal i den situation være forberedt på, at dette kan udskyde noteringen af de eksisterende aktier og dermed hele gennemførelsen.

Er investor udenlandsk, vil investors bank ofte have en dansk korrespondentbank, der kan opbevare aktierne på bankens VP-konto. Er investor bankkunde i udenlandske værdipapircentraler som Clearstream eller Euroclear, kan handlen gennemføres direkte gennem disse.

Notering af danske aktier i Sverige

Danske selskaber, der ønsker børsnotering i Sverige, kan stifte et svensk holdingselskab og lade aktierne i holdingselskabet notere i Sverige, eller de kan lade aktierne i det danske selskab notere direkte på børsen i Sverige. En sådan løsning gennemføres helt lav praktisk ved, at alle de danske aktier placeres på en VP konto hos Euroclear (der fungerer som værdipapircentral i Sverige). Herefter spejler Euroclear aktierne, således at aktierne af Euroclear fordeles blandt aktionærerne. Herved vil det også være Euroclear, der fører selskabets ejerbog.

Den udstedende bank

De nye aktier skal udstedes gennem en bank. Den udstedende bank behøver ikke at være det udstedende selskabs sædvanlige bankforbindelse, men er den bank, der får til opgave at udstede aktierne.

Forholdet mellem selskabet, den udstedende bank og VP er reguleret af standardaftaler mellem parterne.

Tegning, betaling og modtagelse af og handel med aktier

Når tegningsfristen er udløbet, selskabet og den udstedende bank har modtaget tegningstilsagn, og udbuddet gennemføres, skal investorerne indbetale tegningsbeløbet til en på forhånd bestemt konto. Afstemningen af tegningstilsagn og modtagne beløb sker i samarbejde mellem det udstedende selskab og udstedende bank. Umiddelbart efter afstemningen vil selskabet instruere den udstedende bank om at udstede aktierne og fordele dem i henhold til den fordeling, der er besluttet. Når indbetaling af aktietegningsbeløbet har fundet sted, og kapitaludvidelsen er registreret i Erhvervsstyrelsen, vil de nytegnede aktier blive fordelt på de VP-depoter, som de respektive investorer har angivet. Samtidig vil de indbetalte beløb for aktietegningen blive overført endeligt til selskabet.

Efter fordelingen vil de nyudstedte aktier frit kunne handles. Der kan være restriktioner som følge af insiderregler eller **lock-up** aftaler, hvorefter selskabets hidtidige ejere i en kortere periode (fx 6 måneder) er forhindret i at handle med aktier, men forudsat der ikke er sådanne restriktioner, vil aktierne frit kunne handles.



14. PROSPEKTUDARBEJDELSE

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penallhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

● **Prospektudarbejdelse**

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Udarbejdelse af et prospekt er et lovkrav, hvis aktierne skal optages til handel på hovedmarkedet. Hvis aktierne skal optages til handel på First North, er der kun krav om prospekt, hvis udbuddet, dvs. de aktier, der sælges/kan tegnes, samlet overstiger EUR 5 mio¹. Såfremt der ikke skal udarbejdes prospekt, skal virksomheden stedet udarbejde en virksomhedsbeskrivelse, der i form og indhold minder om et prospekt. Den væsentligste forskel på de to dokumenter er, at prospektet skal godkendes af Finanstilsynet, hvilket virksomhedsbeskrivelsen ikke skal.

Den primære baggrund for prospektkravet er, at mulige investorer skal oplyses om både virksomheden og de udbudte aktier på en struktureret og reguleret måde. Formålet med en virksomhedsbeskrivelse er det samme. Når vi i det følgende taler om prospektudarbejdelse, gør de samme overvejelser sig gældende for virksomhedsbeskrivelsen. Et prospekt er nemlig mere end blot en struktureret fremstilling af virksomheden.

Fra virksomhedens synspunkt er prospektet det "salgsdokument", der skal overbevise mulige investorer om at investere i de udbudte aktier. Udsteder skal tænke over, at prospektet har en bred målgruppe: På den ene side den private investor, der næppe læser hele prospektet, og på den anden side den professionelle investor. Professionelle investorer ved oftest meget om virksomheden og sætter sig ind i detaljerne via investorpræsentationer, møder med ledelsen, site visits mv., mens private investorer ikke har samme muligheder. Det er derfor blevet almindeligt, at selskaber, der går børsvejen, inviterer til møder, hvor de i mere almindelige termer informerer om virksomheden.

¹ Folketinget behandler pt. forslag fra regeringen om at hæve grænsen til EUR 8 mio.

I forbindelse med TCM Group A/S' børsnotering i november 2017 har de inviteret til møder i København og Århus med følgende agenda (annonce):

17:30–18:00:	Registrering
18:00–19:00:	Præsentation af TCM Group ved administrerende direktør Ole Lund Andersen, økonomidirektør Mogens Elbrønd Pedersen og driftsdirektør Karsten Rydder Pedersen.
19:00–19:30:	Netværk og forplejning

Formålet med prospektet er således at give flest mulige relevante oplysninger om virksomheden og udbuddet og ikke mindst om de konkrete og til tider knap så konkrete risici (jf. nedenfor), der er forbundet med investeringen. Beskrivelsen af risici sker selvsagt af hensyn til investorerne, så investeringer kan ske på et fornuftigt og tilstrækkeligt oplyst grundlag, men også – og i dag nok især – som en form for ”ansvarsfraskrivelse” for udstederen, hvis noget skulle gå mod forventningen.

Den almindelige private investor vil formentligt typisk læse et prospekt som én stor ansvarsfraskrivelse fra udsteder. Professionelle investorer anvender reelt kun prospektet til at tjekke informationer opnået gennem bl.a. møder med ledelsen – eller efterfølgende for at vurdere et eventuelt ansvar, såfremt noget går galt.

I kølvandet på den tragiske sag med OW Bunker, der gik konkurs ca. 6 måneder efter børsnoteringen med store tab for både private og professionelle investorer, er børsprospektet blevet nærlæst af alle i forbindelse med overvejelserne om et muligt ansvar eller det modsatte for nogle af de involverede.

Indholdet

De detaljerede krav til et prospekt i forbindelse med en børsintroduktion fremgår af Prospektforordningen.

I juni 2017 blev en ny prospektforordning vedtaget. Forordningen, der afløser den gældende regulering, vil medføre en række ændringer i prospektkravene, når den får (fuld) virkning den 21. juli 2019. Det er forventningen, at hovedkravene forbliver de samme, men at der bliver en række undtagelser for navnlig mindre virksomheder/mindre udbud.

Uanset hvilken forordning skal prospektet overordnet indeholde en klar og detaljeret indholdsfortegnelse, en liste over og erklæringer fra de ansvarlige for prospektet, samt **tre dele: et resumé**, som skal indeholde en række nøgleoplysninger fra de to øvrige dele, et **aktieregistreringsdokument** og en **værdipapirnote**.

Resuméet

Den eksisterende prospektforordning fastsætter både krav til indholdet (emner og oplysninger) og opbygningen af resuméet. Resuméet skal baseres på en skemaopbygning, hvor en række emner og oplysninger skal opstilles i rækkefølge og eventuelt beskrives. Det skal angives og forklares, hvis et emne ikke er relevant for det pågældende prospekt. På den måde sikres en nogenlunde ensartet opbygning af resuméer, der gør det muligt at sammenligne prospekter.

Der er indført en grænse for, hvor langt resuméet må være (nemlig det længste af enten 7 % af prospektet eller 15 sider).

Aktieregistreringsdokumentet

Aktieregistreringsdokumentet, der er prospektets hovedindhold, skal i henhold til Prospektforordningens Bilag I indeholde følgende oplysninger:

- Ansvarlige
- Revisorer
- Udvalgte regnskabsoplysninger
- Risikofaktorer
- Oplysninger om udsteder, herunder historie, udvikling og investeringer
- Forretningsoversigt, herunder hovedvirksomhed og væsentligste markeder
- Organisationsstruktur
- Ejendomme, anlæg og udstyr
- Gennemgang af drift og regnskaber, herunder finansiell tilstand og driftsresultater
- Kapitalressourcer
- Forskning og udvikling, patenter og licenser
- Trendoplysninger
- Eventuelt resultatforventninger eller -prognoser
- Bestyrelse, direktion, tilsynsorgan og ledere, herunder interessekonflikter
- Aflønning og goder
- Bestyrelsens arbejdspraksis
- Personale, herunder aktiebeholdninger og aktieoptioner
- Større aktionærer
- Transaktioner mellem nærtstående parter
- Oplysninger om aktiver og passiver, finansiell stilling og resultater, herunder regnskabsoplysninger, udbyttepolitik og eventualforpligtelser
- Yderligere oplysninger, herunder oplysninger om aktiekapital, stiftelsesoverenskomst og vedtægter,
- Væsentlige kontrakter
- Oplysninger fra tredjemand, ekspertudtalelser og interesseerklæringer, hvis der indgår sådanne udtalelser, rapporter eller erklæringer i prospektet,
- Dokumentationsmateriale
- Oplysninger om kapitalbesiddelser

I relation til selskabets regnskabsoplysninger skal beskrivelsen indeholde en erklæring om, hvilke regnskabsoplysninger der er reviderede, og om selskabets revisor på et tidspunkt har nægtet godkendelsespåtegning eller har taget forbehold ved påtegningen. Derudover skal det angives, hvor regnskabsoplysninger, der ikke kommer fra selskabets reviderede regnskaber, så kommer fra, og med en klar oplysning om, at der er tale om ikke-reviderede oplysninger.

Listen nævnt ovenfor synes omfattende, men for en virksomhed, der er vant til at aflægge en ordentlig årsrapport og i øvrigt har orden i sine forhold, er arbejdet ikke vanskeligt.

Værdipapirnoten

Værdipapirnoten skal indeholde oplysninger om aktierne og er langt hen ad vejen et meget teknisk afsnit, der indeholder en række formaliteter og praktiske oplysninger.

Værdipapirnoten skal i henhold til Prospektforordningens Bilag III indeholde følgende oplysninger:

- Ansvarlige
- Risikofaktorer vedrørende aktierne, væsentlige oplysninger, herunder erklæring om arbejdskapitalen, kapitalisering og gældssituation, fysiske og juridiske personers interesse i udstedelsen/udbuddet, årsag til udbuddet og anvendelsen af provenuet,
- Oplysninger om de aktier, der udbydes
- Vilkår og betingelser for udbuddet, herunder betingelser, udbudsstatistik, forventet tidsplan og nødvendige foranstaltninger ved benyttelse af udbuddet, fordelingsplan og tildeling, kursfastsættelse, placering og garanti
- Optagelse til handel og handelsaftaler
- Indehavere af aktier, der ønsker at sælge
- Udgifter ved udstedelse/udbuddet
- Udvanding af aktionærene ved kapitaludvidelse
- Yderligere oplysninger, fx formelle selskabsforhold

Hvor finder man oplysningerne?

Det er et stort arbejde at indsamle og beskrive alle forhold på en gang og ikke mindst at vurdere, hvad der er væsentligt, og hvad der er uvæsentligt. Det er afgørende, at der ikke "opfindes" oplysninger i forbindelse med prospektudarbejdelsen. Det, der for mange virker udfordrende, er, at **alle oplysninger skal kunne dokumenteres/verificeres** på et objektivt grundlag – eller også skal det modsatte fremgå af formuleringen fx: "Det er vores vurdering, at...". For nogle industrier er det for eksempel vanskeligt at beskrive det marked, som selskabet opererer på. For selvom selskabet som oftest vil have en ganske god fornemmelse af både markedet generelt og dets egen markedsposition, vil der typisk ikke ligge danske markedsbeskrivelser/ markedsanalyser mv. fra uafhængige tredjemænd. På den måde vil prospektskrivningen kunne introducere selskabet til en ny måde at beskrive sig selv på og ikke mindst skærpe ledelsens opmærksomhed på forskellen mellem egen opfattelse og dokumenterbare fakta – væsentlig lærdom til brug for selskabets fremtidige planlægning og kommunikation med omverdenen.

Med undtagelse af de oplysninger, der vedrører selve udbuddet, er oplysningerne i prospektet også de oplysninger, som selskabet fremover løbende vil blive holdt op på (markedets berettigede forventninger), og som selskabet derfor også skal oplyse om fremover (oplysningsforpligtelse) – se nærmere i afsnittet "Livet på NASDAQ".

I november 2015 blev det danske selskab Photocat A/S noteret på NASDAQ First North i Stockholm. Der skulle ikke udarbejdes prospekt, da udbuddet var under EUR 2,5 mio. (svensk grænseværdi) og alene blev gennemført i Sverige.

I henhold til regelsættet udarbejdede Photocat en virksomhedsbeskrivelse (et "information memorandum"). I form og indhold mindede det om et prospekt. Sammenlignet med et aktuelt dansk eksempel svarede Photocats virksomhedsbeskrivelse til Conferizes prospekt. Hvor Conferizes prospekt er på 63 sider, var Photocats virksomhedsbeskrivelse på 52 sider. Risikofaktorerne hos Photocat blev forklaret over 2 sider.

Photocat har siden sin notering på First North i Stockholm gennemført flere private placements og har samlet hentet mere end kr. 30 mio. uden prospekt.

Tillægsprospekt

Skulle der mellem tidspunktet for Finanstilsynets godkendelse af prospektet og den endelige afslutning af udbuddet eller påbegyndelsen af handlen på børsen (alt efter hvad der sker senest) indtræde eller konstateres en **væsentlig ny omstændighed**, materiel fejl eller ukorrekthed i oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af aktierne, skal der offentliggøres et tillægsprospekt. Kravet om et tillægsprospekt afhænger således af to forhold; dels skal den nye omstændighed være væsentlig, dels skal den kunne påvirke vurderingen af aktierne. Vurderingen går ikke nødvendigvis på, om det kan antages, at de pågældende materielle fejl, ukorrektheder eller nye omstændigheder kan få væsentlig indflydelse på kursvurderingen, hvilket ville være en fagøkonoms udgangspunkt. Derimod skal vurderingen foretages på baggrund af en såkaldt bonus pater-vurdering. Tillægsprospektet skal godkendes af Finanstilsynet inden for syv hverdage og ellers efter samme fremgangsmåde som det oprindelige prospekt.

Seneste tillægsprospekt fra et dansk selskab med en kapitaludvidelse er fra sommeren 2017, hvor Hugo Games A/S, der handles på børsen i Oslo ikke fik fuldttegnet en kapitaludvidelse inden for tegningsfristens udløb. Selskabet forlængede med tillægsprospektet tegningsperioden til udløb i juni i stedet for maj 2017.

Oplysningerne i et tillægsprospekt kan selvsagt rokke ved investors investeringsbeslutning. Investors ret til at tilbagekalde sin accept hænger sammen med udbuddet til offentligheden og udløber dermed ved udbudsperiodens udløb eller på det tidligere tidspunkt, hvor udbuddet faktisk er afsluttet. Inden den endelige afslutning af udbuddet skal udsteder således give investor mulighed for i to hverdage efter tillægsprospektets offentliggørelse at tilbagekalde sin accept. Hvis den væsentlige nye omstændighed, materielle fejl eller ukorrekthed opstår efter den endelige afslutning af udbudsperioden, men inden handlen med aktierne er påbegyndt, er udsteder fortsat forpligtet til at offentliggøre et tillægsprospekt. I den situation har investor ikke tilbagetrædelsesret, da udbuddet er afsluttet.

Virksomhedsbeskrivelser ved udbud af aktier på First North skal godkendes af NASDAQ. Det sker ved en proces, som svarer til Finanstilsynets, dog mindre formel og hurtigere, forudsat at selskabet har gjort sit hjemmearbejde ordentligt. I den situation vil en certified adviser og øvrige rådgivere være væsentlige for NASDAQ's håndtering og vurdering af det tilsendte prospektudkast mv.

Særligt om risikofaktorer

Der er altid risici forbundet med at investere i aktier. Oftest bliver dette desværre glemt, når der efterfølgende opstår problemer. **Ved enhver investering er der derfor også risiko for helt eller delvist at tabe det investerede beløb.** Derfor fremgår det altid af prospekter, at investorer bør søge rådgivning, før der investeres. For den potentielle investor er det beskrivelsen af de potentielle risici forbundet med investeringen, der er relevante, herunder både de risici, der relaterer sig til selve udbuddet, og de, der relaterer sig til selskabet/virksomheden.

En række faktorer har betydning for, om et selskab får succes eller ej og dermed også for, om selskabets aktier falder eller stiger i værdi. **Visse faktorer påvirker alle selskaber, der driver virksomhed**, for eksempel makroøkonomiske udsving, ændringer i lovgivningen om skat, arbejdsmarkedsforhold og/eller værdipapirhandel generelt. **Nogle faktorer påvirker alene et selskab** konkret på grund af dets specifikke forhold, den branche selskabet opererer i, eller lignende.

Der har over årene udviklet sig en tendens til at beskrive alle tænkelige (og ofte også utænkelige) risici i prospektet, ikke mindst i form af generelle faktorer, der udgør en risiko for alle selskaber, der driver virksomhed. Man kan overveje, om denne tendens har gavnet kvaliteten af prospekterne. De konkrete og afgørende risikofaktorer forsvinder meget nemt i vrirten af generelle risici. Bør man fx skrive, at der er risiko for, at et selskabs ledelse bliver presset til at ændre adfærd og bliver uhæderlig?

Hvad ville investorer sige til en risikofaktor med følgende indhold, der er en ren opfindelse fra forfatterens side:

”Selskabet er afhængig af, at ledelsen og ledende medarbejdere ikke begår svindel eller fortier væsentlige oplysninger. Efter at Selskabets aktier er blevet optaget til handel, vil ledelsen og de ledende medarbejdere blive udsat for et væsentligt pres fra både aktionærer og medier, der har væsentligt større fokus på en børsnoteret virksomhed end på ikke-børsnoterede virksomheder. Hvis Selskabet får svært ved at leve op til egne og omverdenens forventninger, kan presset foranledige uovervejede beslutninger eller decideret svindel. Om end Selskabet vurderer risikoen herfor som ganske lav, vil sådanne hændelser påvirke Selskabets økonomiske udvikling negativt, hvilket kan få væsentligt negativ indvirkning på Selskabets virksomhed, driftsresultat og finansielle stilling.”

Hvis man ser på denne ordlyd, er der ingen tvivl om, at de beskrivelser af risikofaktorer, som man typisk ser i dag, er en kraftig udvidelse og et udtryk for en internationalisering og en frygt for ansvar, der kan være berettiget – måske også i Danmark. **Og så kommer prospektet til at ligne en ansvarsfraskrivelse.**

Med de kommende ændringer i prospektreguleringen vil netop kravene til risikoafsnit i prospekter blive skærpede for at komme denne tendens til livs og få konkretiseret de beskrevne risici. Det følger således blandt andet af præambelen til den nye prospektforordning:

”Det primære formål med at inkludere risikofaktorer i et prospekt er at sikre, at investorerne foretager en velbegrunnet vurdering af disse risici og således træffer investeringsbeslutninger med fuldt kendskab til de faktiske forhold. Risikofaktorerne bør derfor være begrænset til de risici, der er væsentlige og specifikke for udstederen og dennes værdipapirer, og som underbygges af indholdet i prospektet. Et prospekt bør ikke indeholde risikofaktorer, der er generiske og kun tjener som ansvarsfraskrivelse, da disse vil kunne sløre mere specifikke risikofaktorer, som investorerne bør være opmærksom på, og således betyde, at oplysningerne i prospektet ikke fremlægges i en let analyserbar, koncise og forståelig form. Blandt andet kan miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige forhold også udgøre specifikke og væsentlige risici for udstederen og dennes værdipapirer og bør i så fald oplyses. For at hjælpe investorerne med at identificere de væsentligste risici bør udstederen give en passende beskrivelse af og anføre hver enkelt risikofaktor i prospektet. Et begrænset antal risikofaktorer udvalgt af udstederen bør inkluderes i resuméet.”

Eksempel på opstilling af risikofaktorer						
Title	Description	Impact (1-3)	Probability (1-3)	Ranking (Impact * probability (1-10))	Preventive actions	Mitigation plan
Downturn in industry	Turnover and prices go down	3	1	5	<ul style="list-style-type: none"> Alert on any sign of recession Cost reductions Realism 	<ul style="list-style-type: none"> Change focus from growth to cash flow Similar tools as during financial crisis
Political incidents						
Innovation						
SAP implementation						
Key employee dissatisfaction						
Major customers leave						

*Ikke fra prospekt

Det er vores vurdering, at Finanstilsynet allerede nu forholder sig mere kritisk til antallet og indholdet af risikofaktorer i prospekter i lyset af denne klare udmelding fra EU i den kommende regulering.

Nedenfor er et eksempel på, hvor meget kortere og mere præcise risikofaktorer kan skrives sammenlignet med, hvad der pt. er praksis.

15. VERIFIKATION

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

● Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

- et nødvendigt onde eller en overset fordel.

bankTrelleborg

I marts 2007 blev det besluttet at omdanne sparTrelleborg til bankTrelleborg. En del af sparTrelleborgs kapital bestod af garantikapital. Garanterne fik tilbudt at konvertere garantikapitalen til aktier i bankTrelleborg til kurs 250. Som grundlag var der udarbejdet et prospekt indeholdende en detaljeret beskrivelse af bankTrelleborg. En del af garanterne benyttede sig af tilbuddet. Banken løb ind i økonomiske problemer og blev mindre end ét år senere overtaget af Sydbank, som tvangsindløste de tilbageværende aktionærer til kurs 93,27. Garanterne havde således tabt knap 62 % af deres investering.

Efterfølgende rejste en række af garanterne erstatningssag, fordi det havde vist sig, at prospektet indeholdt fejlagtige oplysninger. Den væsentligste fejl var, at det var angivet, at der ikke var stillet sikkerhed for bankens gæld, selvom to indlånskonti hos Spar Nord på 300 mio. kr. var håndpantset til Spar Nord. Som følge af denne fejl blev to andre forhold i prospektet misvisende (manglende angivelse af krav om indfrielse af gæld og angivelse af "en betydelig likviditetsreserve").

Ved dommen blev Sydbank (som var fusioneret med bankTrelleborg) pålagt at betale erstatning for forskellen mellem tegningskursen og tvangsindløsningskursen. Højesteret lagde blandt andet vægt på, at banken havde fravalgt verifikation af prospektet, selv om banken ikke tidligere havde udarbejdet et prospekt.

Dommen i bankTrelleborg-sagen er af flere grunde bemærkelsesværdig og har siden afgivelsen haft betydning for processen for prospekter.

Højesteret holder dog en kattelem åben for virksomheder, som har erfaring med udarbejdelse af prospekter. Derfor kan det efter omstændighederne være forsvarligt at udarbejde prospekt uden ekstern verifikation af prospektet. Eksempelvis kunne man forestille sig, at en virksomhed, som netop har gennemført én kapitalforhøjelse på grundlag af et verificeret

prospekt, efter omstændighederne kan forsvare at gennemføre endnu en kapitalforhøjelse uden fornyet ekstern verifikation. Det vil dog forudsætte, at virksomheden har styr på og kan dokumentere, hvad der er passeret i den mellemliggende periode. Hvis den senere kapitalforhøjelse skyldes en ugunstig økonomisk udvikling for virksomheden, baseret på forhold som ikke er beskrevet i det eksisterende prospekt, vil det forøge kravene til, at virksomheden har fuld indsigt i, hvad der er passeret i den mellemliggende periode for at undlade verifikation.

Selv om prospektreguleringen ikke pålægger det udstedende selskab en pligt til at gennemføre verifikation, kan det i lyset af dommen synes risikabelt at gennemføre en kapitalrejsning uden verifikation. Der er dog også mange måder, hvorved en verifikation kan gøres enkel og overskuelig. Her tænkes særligt på forhold omtalt i afsnittet "Orden i penalhuset".

I praksis vil det som regel ikke være virksomheden selv, der træffer beslutning om verifikation, da den finansielle rådgiver for at medvirke oftest vil forlange, at prospektet underkastes en ekstern verifikation for at begrænse risikoen for ansvar for alle involverede. Der er dog forskel på, om et selskab vil lade sine aktier optage til handel på en mindre markedsplads som First North eller hovedmarkedet – dybden eller den intensitet, hvormed verifikationen foretages, vil altid være større for store selskaber. **Men afgørende i alle situationer er, at prospektet er retvisende i alle henseender.**

Hvad er verifikation

Verifikation er efterprøvning af rigtigheden af et prospekts vigtigste oplysninger, stikprøvning eller prøvelse af øvrige oplysninger samt undersøgelser af, om oplysninger mangler i prospektet.

Verifikationsprocessen

For at styrke værdien af verifikationsprocessen gennemføres den typisk af en advokat, som ikke er udstederens faste advokat, og som udpeges af de involverede banker. Verifikationsprocessen har dog løbende ændret sig, se nærmere nedenfor under "Optimering". En uafhængig advokat vil se på virksomheden og prospektet med friske øjne, da det kan være vanskeligt for virksomhedens faste advokat at stille kritiske og insisterende spørgsmål til virksomhedens ledelse og til et prospekt, som advokaten selv har et vist ansvar for. Hertil kommer, at virksomhedens faste advokat ofte vil skulle besvare, verificere eller dokumentere en del af de spørgsmål, som rejses i verifikationsprocessen. I den sammenhæng ville en dobbeltrolle selvfølgelig kunne så tvivl om kvaliteten af besvarelsen.



Den advokat, der forestår verifikationen, udarbejder på grundlag af et prospektudkast et verifikationsdokument, som ofte har skemaform, og som indeholder en række spørgsmål til prospektets udsagn. Spørgsmål stilles til alle væsentlige udsagn i prospektet, uanset om de er af objektiv, subjektiv eller af mere skønmæssig karakter. Endvidere stilles der stikprøvevis spørgsmål til andre udsagn i prospektet. Udsagn om virksomhedens forventninger til fremtiden øger altid spørgelysten, da disse naturligt er svære at dokumentere.

Spørgsmålene skal tjene til afdækning af, om udsagnene i prospektet er korrekte og dokumenterbare, men der vil også blive stillet spørgsmål, som er egnede til at afdække eventuelle væsentlige udeladelser. Sidstnævnte spørgsmål kræver mere kreativitet og erfaring hos verifikationsadvokaten. Der stilles naturligvis spørgsmål om eksisterende og varslede tvister og krav, herunder myndighedskrav og pålæg. Men det vil ofte også være relevant at søge at afdække konkurrencesituationen for virksomhedens produkter eller tjenester. Er store (udenlandske) konkurrenter i færd med at etablere sig på virksomhedens marked; er virksomhedens produkter og tjenester udsat for konkurrence fra en ny generation af produkter og tjenester; er virksomheden afhængig af bestemte leverandører og/eller distributører; er virksomheden i risiko for at blive inddraget i konkurrencesager, persondatap problemer mv.

Når første udkast til verifikationsdokument foreligger, drøftes det med virksomhedens ledelse, advokat, revisor, emissionsbanken og øvrige rådgivere med henblik på at vurdere, om spørgsmålene er relevante og tilstrækkelige. Endvidere drøftes, hvem der er bedst egnet til at besvare de enkelte spørgsmål, og hvori dokumentationen kan bestå.

Besvarelsen af spørgsmål kan afdække behovet for afledte spørgsmål, ligesom spørgsmål ofte resulterer i justeringer af prospektudkastet.

Processen med udarbejdelse af verifikationsdokumentet, besvarelse af dets spørgsmål og tilvejebringelse af dokumentation afsluttes med et verifikationsmøde med deltagelse af bestyrelse, direktion, revisor, de nøglepersoner, som måtte have besvaret spørgsmål, den finansielle rådgiver, virksomhedens advokat og verifikationsadvokaten. Det er ofte ikke muligt at samle hele kredsen, men det er vigtigt, at direktion og bestyrelse får mulighed for at deltage, da de som prospektansvarlige – i egen interesse – bør høre spørgsmålene og svarene for selv at vurdere kvaliteten deraf. Mødet bør afholdes samtidig med eller umiddelbart før, beslutningen om udstedelsen træffes.

Under mødet gennemgås hele verifikationsdokumentet; samtlige spørgsmål og svar overvejes. Der sker normalt enkelte justeringer i dokumentet, og det underskrives af alle, der har besvaret spørgsmål, ligesom selskabets advokat og verifikationsadvokaten afgiver erklæringer om dokumentet og processen.

Det endelige dokument sendes til alle, der deltog i mødet eller var inviteret dertil.

Hvis børsnoteringen først endeligt besluttet efter verifikationsmødet, vil der være behov for, at de personer, der har besvaret verifikationsspørgsmålene, bekræfter, at svarene fortsat er retvisende ("bring down") på det tidspunkt, hvor udbuddet/børsnoteringen sættes i gang, hvilket typisk sker på et telefonisk møde med deltagelse af de samme, som deltog i det oprindelige møde.

“

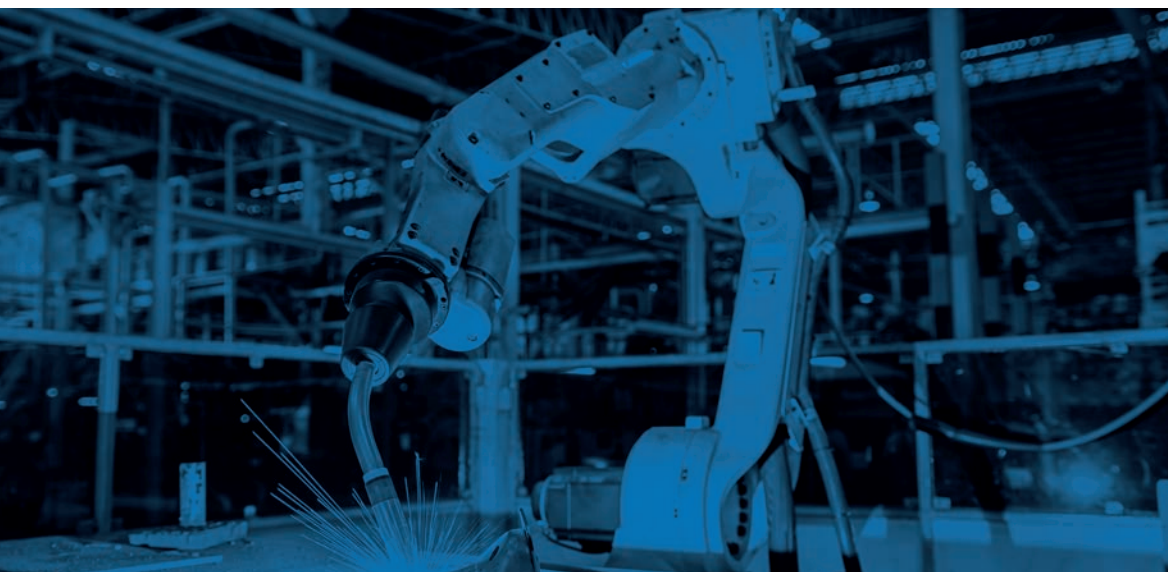
Verifikationsdokumentet er ikke offentligt tilgængeligt. I den ideelle verden bruges det ikke igen.

“

Optimering

Ved større børsnoteringer er det sædvanligt, at verifikationsadvokaten (og dennes medarbejdere) – efter ønske eller krav fra den finansielle rådgiver – har været involveret i stort set hele prospektforløbet. Det omfatter blandt andet talrige møder, hvor nye bidrag til prospektet og nye prospektudkast præsenteres og drøftes. Fordelen derved har været, at verifikationsadvokaten gennem deltagelse i møder med udstederens ledelse og de øvrige rådgivere løbende får en dybere indsigt i virksomheden og dens udfordringer og risici. Ulempen er, at processen bliver kompliceret, tidskrævende og kostbar, da to rådgiverteams – virksomhedens og bankens – arbejder parallelt.

Verifikationsprocessen kan optimeres, særligt hvis virksomheden allerede har etableret processer og procedurer, som sikrer kontrol med og indsigt i alle dispositioner, se afsnittet "Orden i penalhuset". **En virksomhed skal forud for verifikationsprocessen have gennemført sin egen due diligence.** Det kan ske ved primært at anvende virksomhedens egne ressourcer, hvilket kan begrænse omkostningerne. Efter gennemførelsen af due diligence er det relevante materiale og information nemt tilgængeligt, korrekt og intet relevant udeladt. Det kan begrunde, at verifikationsprocessen først indledes på et senere tidspunkt i prospektfasen, hvor den kan gennemføres på kort tid og med et begrænset forbrug af eksterne ressourcer. Virksomheden bør overveje at tilrettelægge og gennemføre den beskrevne optimering af verifikationsprocessen, således at dobbeltarbejde undgås. Herved vil verifikationsarbejdet basere sig på det prospektudkast og det materiale, det arbejde og den dokumentation, der er omhyggeligt og velovervejet tilvejebragt ved virksomhedens og dennes rådgiveres due diligence.



Efter udstedelsen

Verifikationsdokumentet er ikke offentligt tilgængeligt. I den ideelle verden bruges det ikke igen. Hvis der efter udstedelsen opstår spørgsmål om prospektansvar for virksomheden, ledelsen eller rådgiverne, må det imidlertid forventes, at verifikationsdokumentet kan få væsentlig betydning. Uanset om de fejl eller udeladelser i prospektet, som måtte være grundlaget for en ansvarssag, har været berørt i verifikationsdokumentet, vil verifikationsprocessen blive tillagt betydning ved bedømmelsen af, om der foreligger et grundlag for ansvar. Verifikationsprocessen kan ikke give fuldstændig sikkerhed for, at der ikke er fejl eller udeladelser i et prospekt. I bankTrelleborg-sagen lagde Højesteret vægt på, at håndpantsetningerne til Spar Nord "kunne (...) have været konstateret ved en enkel og hurtig undersøgelse". Modsætningsvis ligger deri en anerkendelse af, at ikke alle fejl og udeladelser nødvendigvis vil blive konstateret ved en verifikation.

Allerede ved udarbejdelsen af første prospektudkast bør man have i bagehovedet, at udsagnene vil blive underkastet en nærmere prøvelse. Hvis man gør det, bliver verifikationsprocessen mindre tids- og ressourcekrævende.

Verifikationsprocessen kan gennemføres med udgangspunkt i følgende:

- Få selv orden og dokumentation på alt i virksomheden, før prospektudarbejdelsen startes
- Gennemfør din egen due diligence
- Hav indflydelse på, hvilke verifikationsadvokater, der anvendes
- Få defineret verifikationsprocessens omfang fra starten for at undgå dobbeltarbejde
- Betragt verifikationsprocessen som en sikkerhed for ikke at lave fejl
- Vis overbærenhed over for mærkelige spørgsmål - ikke alle kender branchen

16. VÆRDANSÆTTELSE

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

● **Værdiansættelse**

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Uanset hvor spændende en virksomhed er, hænger dens virkelige værdi sammen med evnen til værdiskabelse.

Hvor mange gange har en rådgiver ikke siddet med ejeren af en god, veldrevet virksomhed og måttet fortælle ham, at andre ikke vil værdiansætte virksomheden blot i nærheden af ejerens forventning. Derfor er fokus på reel værdiskabelse så vigtig.

Det er vigtigt, at virksomheden og dens ejere har rådgivere, der tør være ærlige om værdiansættelsen og særligt om, hvad der skal til for at bringe virksomhedens værdi derop, hvor den rettelig burde høre hjemme (efter ejernes eller andres mening). Er det højere effektivitet, er det højere vækst, bedre cash flow eller er det afvikling af underskudsgivende aktiviteter, der er afgørende. Uanset hvad, vil det kræve et åbent og til tider aggressivt mind-set hos ejerne, ledelsen og bestyrelsen at få gennemført dette professionelt. I andre situationer er det mere et spørgsmål om, hvordan det kan verificeres, at en fantastisk forretningsudvikling kan fortsætte efter en børsnotering. Her er beskrivelsen af bl.a. marked trends meget afgørende. Med egentlige start-ups er værdiansættelsen meget vanskelig.

Alle investment bankers og analytikere bruger stort set de samme værdiansættelsesmodeller, hvor nøgletal spiller en helt afgørende rolle. Om aktien så anbefales eller ej, hænger sammen med andre forhold: Branchen, markedet, tidligere resultatskabelse, cash flow, fremtidsudsigter, risici, ledelse mv.

Udviklingen i det frie cash flow er sammen med indtjening, ledelse og fremtidige vækstmuligheder de afgørende parametre ved værdiansættelsen.

Oftest er der et sted i verden en peer-gruppe af selskaber med kendt værdiansættelse, der vil være en god rettesnor for, hvordan den pågældende virksomhed vil blive værdisat.

“

Det er altid en vanskelig balancegang på den ene side at optimere kursen ved børsnoteringen og på den anden side at sikre en god fremtid for aktien fremadrettet.

“

Aktien

Der er meget fokus på, om aktien kan omsættes tilstrækkeligt – er likvid nok – eller om den er illikvid og dermed svær at komme ind i og navnlig ud af uden for store kursudsving i positiv eller negativ retning. Det afgørende må her være, at aktien udbydes som det, den er, eksempelvis en langsigtet investering, som først senere realiserer sit potentiale og dermed per definition starter mere illikvid. Den seneste debat om pensionssekskabers investering i Nykredit-aktier som unoterede aktier, er et godt eksempel herpå.

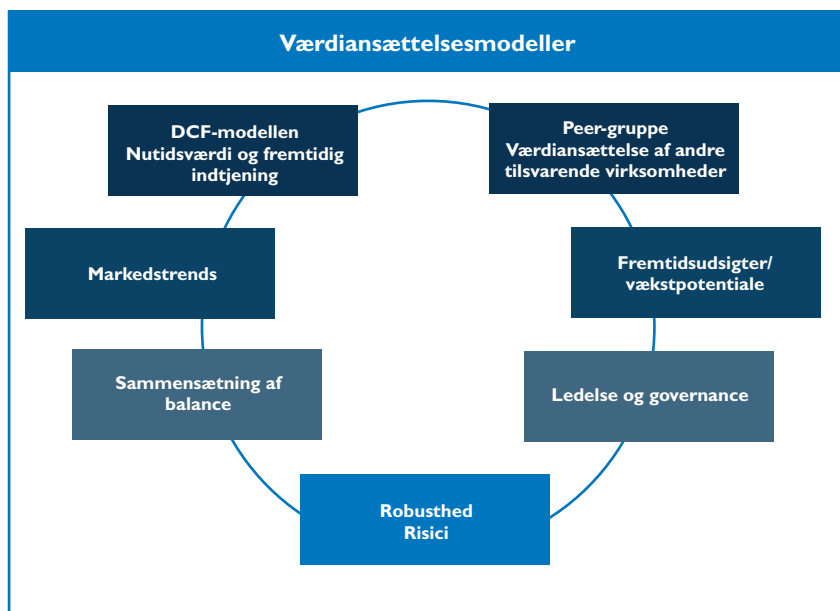
Der kan være flere måder at udbyde en aktie på i forbindelse med en børsnotering: Aktien kan anses som en vækstaktie, hvor værdiskabelsen ligger i en forventet fremtidig kursudvikling, som vil kunne være høj – endog meget høj. Her er det løbende udbytte af mindre interesse. Aktien kan være en udbytteaktie, hvor udbyttet sammen med en moderat kursstigning vil give en betydelig værdi til aktionærerne. Aktien kan også introduceres som en vækstaktie, der først om x antal år vil give meget eksplosive kursstigninger enten gennem virksomhedens egen udvikling eller ved et overtagelsestilbud på hele virksomheden. Aktier af den karakter vil ofte have en vis illikviditet.

At blive en succes - at kunne komme tilbage

Det er en vanskelig balancegang: På den ene side at optimere kursen allerede ved udbuddet af aktien i forbindelse med børsnoteringen og på den anden side at sikre en god fremtid for aktien og dermed for virksomheden fremadrettet. Grådighed og begejstring skal derfor tøjles i forbindelse med en børsnotering, hvilket er en indgroet trend i det svenske marked, der også synes at være på vej i Danmark.

Der kan dog også gå "hype" i en børsnotering som fx Pandoras børsnotering for år tilbage. En efterfølgende nedjustering ramte meget brutalt. Det krævede hårdt arbejde at komme tilbage, hvilket heldigvis lykkedes meget hurtigt for Pandora.

At skabe en stabil, positiv kursudvikling frem for et brat fald umiddelbart efter børsnoteringen er afgørende for troværdighed og succes på den lange bane som børsnoteret. Hvis det modsatte skulle ske med en negativ udvikling og fald i aktiekursen umiddelbart efter børsnoteringen, er det svært og vil kunne tage år, før virksomheden kan komme tilbage til børsmarkedet, hvis den har brug for ny kapital.



Værdiansættelsesprocessen kan gennemføres med udgangspunkt i følgende:

- Prøv tidligt i forløbet at få flere forskellige opinions på værdiansættelsen
- Følg løbende op herpå, så processen kan stoppes, hvis prisen ikke er tilfredsstillende
- Lyt til erfarne rådgivere
- Få hellere trimmet virksomheden med en ankerinvestor end en hastig børsnotering
- Se på værdiansættelsen af konkurrenter, også andre steder i verden
- Vær præcis i kommunikationen om virksomhedens fremtidsmuligheder
- Vær ikke grådig



17. ERKLÆRINGER - ANSVAR

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

● **Erklæringer – ansvar**

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Alle involverede i processen – ledelse, rådgivere og banker – har gjort deres arbejde på allerbedste vis, og alligevel er alle bekymrede for at tage ansvar for det færdige produkt – hvordan kan det være?

Det er – og skal være – forbundet med betydeligt ansvar, når man som selskab eller privatperson modtager andre folks penge. På samme måde, når et selskab bliver børsnoteret ved en kapitaludvidelse og modtager provenuet fra kapitaludvidelsen, eller når en tidligere ejer sælger nogle af sine aktier ved en børsnotering. Der er der ingen tvivl om, at selskabet over for de nye aktionærer har ansvaret for, at grundlaget for børsnoteringen og prospektet var "to the absolute best of their knowledge" og uden undladelser af væsentlig karakter. Hvis grundlaget viser sig i væsentligt omfang at være fejlagtigt, og fejlen medfører tab for investorerne, vil selskabet – og i nogle tilfælde også ledelsen – kunne blive ansvarlig for det lidte tab. BankTrelleborg-sagen – omtalt i afsnittet "Verifikation" – er et godt eksempel herpå. Sydbank, der havde fusioneret med banken, hæftede for følgerne af det fejlagtige prospekt og måtte derfor betale erstatning til bankTrelleborg-aktionærerne. Det synes at være helt naturligt, at selskabet, der har fået fordelene med kapitaludvidelsen, også må hæfte for investorernes tab.

Den samme situation kan også opstå, hvor kun selskabets aktionærer sælger aktier eller i hvert fald langt hovedparten af de ved børsnoteringen udbudte aktier. Hvis prospektet udarbejdet af selskabet er fejlagtigt og medfører tab for investorerne, men selskabet ikke har fået noget ud af børsprocessen andet end en børsnotering, hæfter selskabet så fortsat for det fejlagtige prospekt, eller er det de sælgende aktionærer? Svaret er ja, det gør selskabet, da fejlen er begået af selskabet. Hvis aktionærerne skal hæfte over for selskabet, kræver det i denne situation en **aftale** mellem selskabet og de sælgende aktionærer.

Ledelsen kan også blive personligt ansvarlige for væsentlige fejl i et prospekt, der medfører tab for investorerne. Et typisk eksempel er de situationer, hvor virksomheden går konkurs og derfor ikke kan betale erstatning til de tegnende aktionærer. Ledelsen kan også have et helt selvstændigt ansvar, hvis de forsætligt eller groft uagtsomt har ført både selskab og investorer bag lyset. Den meget omtalte sag med OW Bunker, der gik konkurs kun 6 måneder efter sin børsnotering i 2014, er desværre et meget aktuelt eksempel, hvor utilfredse investorer har rejst krav både mod ledelsen, den tidligere ejer og rådgiverne. Hvordan disse sager ender, vil kun et årelangt, juridisk slagsmål afgøre.

Erklæringer

I afsnittet "Prospektudarbejdelse" er omtalt, hvilke erklæringer bestyrelsen, direktionen og revisionen afgiver i forbindelse med et prospekts godkendelse af Finanstilsynet. Disse erklæringer er alle kendt af offentligheden, da de indgår i prospektet.

Eksempel fra Orphazyme af 6. november 2017:

Responsibility Statement

The Company's Responsibility

The Company is responsible for this Offering Circular in accordance with Danish law.

The Company's Statement

We hereby declare that we, as the persons responsible for this Offering Circular on behalf of the Company, have taken all reasonable care to ensure that, to the best of our knowledge and belief, the information contained in this Offering Circular is in accordance with the facts and does not omit anything likely to affect the import of its contents.

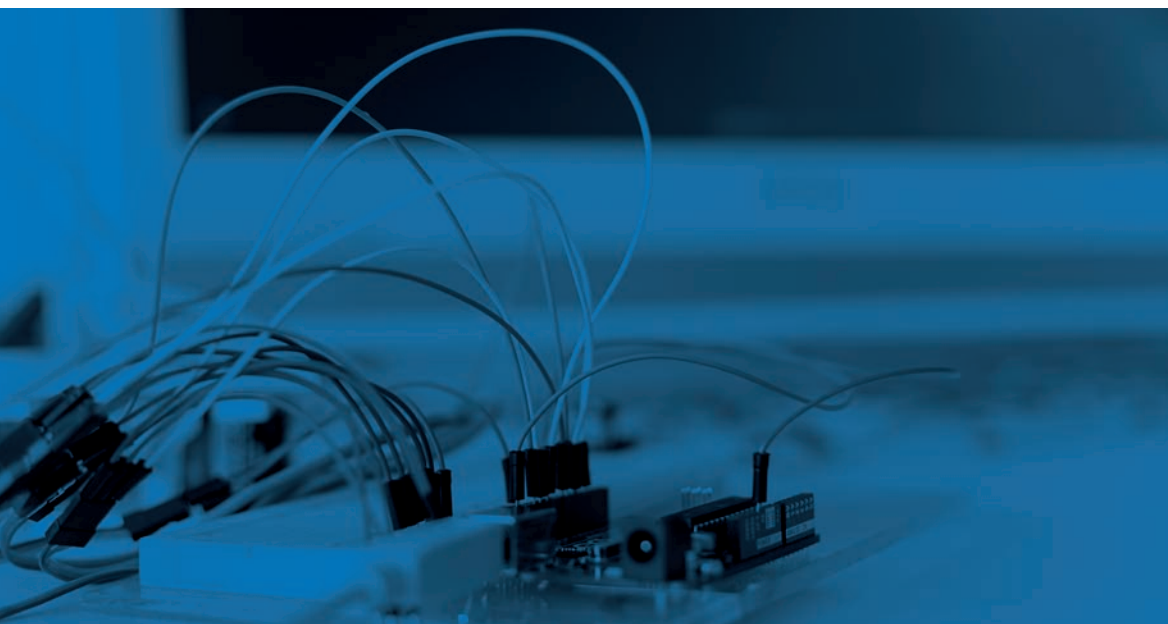
Men herudover foregår der tillige en erklæringsafgivelse mellem selskabet og dets bestyrelse og direktion på den ene side og rådgivere og corporate finance-huse på den anden side. Erklæringerne er mest et spørgsmål om (i) at friholde alle rådgivere for et ansvar, og (ii) at få selskabets ledelse til at erklære (endnu engang), at det, der fremgår af verifikationsprocessen og nu står i prospektet og i de reviderede års- eller delårsrapporter, er korrekt.

Det er helt selvfølgeligt, at rådgiverne og corporate finance-husene vil have selskabet til at friholde dem for ansvar, da det er selskabet eller dets aktionærer, der modtager alle fordelene ved en børsnotering og kapitaludvidelse. Omvendt strider det mod dansk tankegang, hvis en rådgiver skulle kunne fraskrive sig sit ansvar for forsætlige eller groft uagtsomme forhold begået af den pågældende, som medfører krav mod det nu børsnoterede selskab. Dette skal afdækkes ved de aftaler, som indgås mellem selskab og rådgivere, se afsnit 11.

Derfor giver det oftest anledning til stor diskussion, når selskabet og dets ledelse skal afgive objektive udtalelser og ikke kun "to the best of their knowledge", mens rådgiverne og bankerne fraskriver sig ansvaret ikke alene for simpel, men også grov uagtsomhed. Selskabets ledelse nægter oftest at skrive på sådanne objektive erklæringer og forsøger samtidig at få rådgiverne til at tage ansvar for eventuel fejlagtig rådgivning. **Det generelle råd til selskaber og ledelser er, at de ikke skal afgive objektive erklæringer,** men holde sig til at kvalificere dem til "to the absolute best of their knowledge". Indholdet af rådgivernes erklæringer eller ansvarsfraskrivelser kan diskuteres i lang tid, særligt med henvisning til "industristandarder og praksis". Det bedste er at få disse forhold afklaret i god tid, inden børsnoteringsprocessen starter og helst i forbindelse med den første indgåelse af aftaler med de respektive rådgivere og corporate finance-huse om deres bistand. Her har selskabets ledelse forhandlingsmuligheder, modsat 24 timer inden børsnoteringen starter. Man må som selskab forvente, at også rådgiverne vil afgive en erklæring om, at "to the best of their knowledge", er alt relevant information medtaget i prospektet.

Ansvar

Der tales meget om ansvar for alle involverede, inklusive et personligt ansvar for bestyrelsen og direktionen i selskaber der børsnoteres. Ansvar kan have mange facetter, men især kan der være tale om et økonomisk ansvar og et omdømmeansvar. Sidstnævnte ansvar kan for mange være langt mere problematisk og i sidste ende dyrere end et almindeligt økonomisk



krav, der i Danmark sjældent ender med at blive en realitet. Som følge af omdømmeansvaret er det naturligt, at alle søger at dække sig af, således at "aben" dokumenterbart havner på andres skuldre, hvis uheldet er ude. Medmindre andet er aftalt, vil et dansk børsprospekt være underlagt dansk ret og dermed den sunde fornuft, som danske domstole udviser ved sådanne sager.

Fra GreenMobility A/S' prospekt af 31. maj 2017

Dette Prospekt er udarbejdet i henhold til dansk ret og udgør ikke et tilbud om at sælge eller en opfordring til at tilbyde at tegne eller købe de Udbudte Aktier eller en del deraf i nogen jurisdiktion udenfor Danmark til nogen person, til hvem det er ulovligt at fremsætte et sådant tilbud i den pågældende jurisdiction.

Men alle vil gerne kunne rejse frit ind i og navnlig ud af andre jurisdiktioner uden at blive mødt med en stævning i fx lufthavnen i Chicago fra en utilfreds amerikansk investor, der bruger ens tilstedeværelse i USA til at få "sagen" for en amerikansk domstol enten mod selskabet eller mod ledelsen. Når noget sådant kan ske, er det klart, at bekymringerne for særligt det personlige ansvar er steget i takt med globaliseringen og den stadigt større påvirkning fra især amerikansk ret.

Der hverken er eller har været mange sager om prospektansvar i nyere tid – og slet ikke rettet mod enkeltpersoner. Ud over sagerne i kølvandet på OW Bunkers konkurs, hvor det endnu ikke er afklaret, hvor mange sager der bliver gennemført, er kun få sager kendte. Der er den tidligere nævnte bankTrelleborg-sag, som var rettet mod selskabet. Nogle vil også kunne huske forsikringskoncernen Hafnias sammenbrud i 1992 og efterfølgende prospektansvarssag mod en nyindsat ledelse og en ledende bank.

Umiddelbart inden Hafnia-koncernens sammenbrud gennemførtes en stor kapitaludvidelse med en nyvalgt bestyrelse og direktion for bordenden. Efterfølgende anlagde private investorer sag mod Hafnia, bestyrelsens formand og adm. direktør og den bank, der havde været ledende i emissionen. I Højesteret blev alle frifundet (ledelsen var frifundet allerede i Sø- og Handelsretten) 10 år efter konkursen. Der var kritik af prospektet, men det var kendt for alle, at der var en meget betydelig risiko ved at købe aktier i selskabet som følge af dets vanskelige situation.

Forsikring

I afsnittet "Omkostninger og forsikring" er nævnt den meget benyttede prospektansvarsforsikring, der kan tegnes for at sikre ledelsen mod et eventuelt prospektansvar.

Overvejelser om erklæringer og ansvar kan ske med udgangspunkt i følgende:

- Sørg for, at prospektet er i orden, og at der ikke udtrykkes mere, end den objektive viden og gode fornemmelse i maven tilsiger
- Opdatér løbende i processen, om afgivne udsagn fortsat passer
- Afgiv erklæring om det, som du ved, og ikke det, som du tror, at du ved
- Tegn forsikring sagsomkostninger i sig selv kan være store og ødelæggende

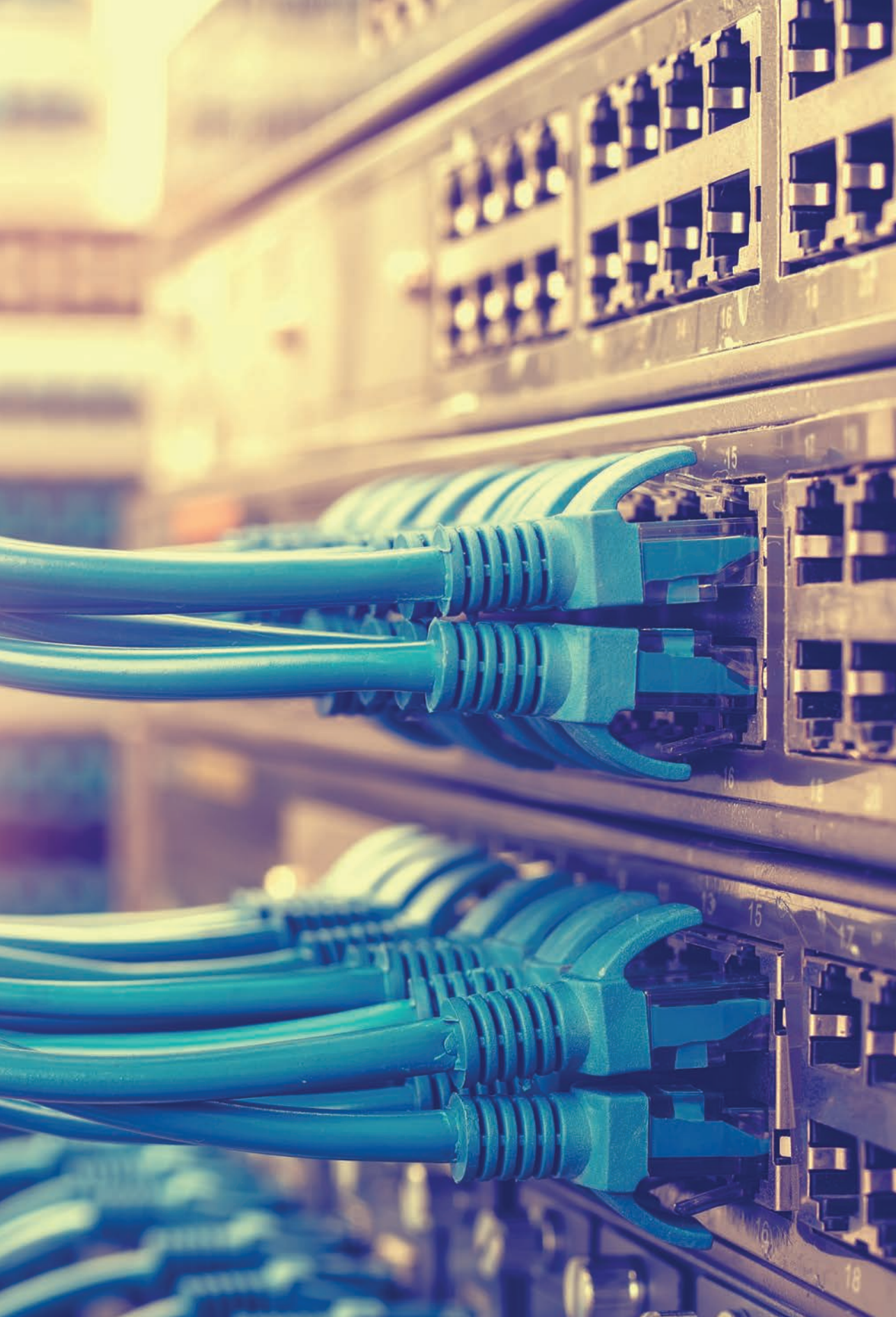
Oversigt over erklæringer:

Registreringsdokumentet

- Ansvarlige for udbuddet
- Resultatforventning – ledelse og revisor
- Ledelse og nøglemedarbejdere
 - Ingen interessekonflikter
 - Slægtskab (kun krav om redegørelse)
 - Lovovertrædelse mv. (kun krav om udtalelse)
 - Aftaler mv. valg til bestyrelsen (kun krav om redegørelse)
 - Begrænsninger i værdipapirhandel (kun krav om redegørelse)
- Ledelsens arbejdspraksis
 - Kontraktsvilkår om vederlag mv. til ledelsesmedlemmer, eller en erklæring om, at der ikke er sådanne vilkår
 - Corporate governance erklæring, eller comply-or-explain
- Historiske regnskabsoplysninger
- Rets- eller voldgiftssager
- Væsentlige ændringer i finansiel eller handelsmæssig stilling
- Ekspertklæringer, tredjemands- og interesseerklæringer
- Dokumentationsmateriale til besigtigelse

Værdipapirnoten

- Ansvarlige for udbuddet
- Arbejdskapital
- Kapitalisering og gældssituation



18. OMKOSTNINGER OG FORSIKRING

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

● **Omkostninger og forsikringer**

Skat – omtale i prospektet

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Ud over den arbejdsbyrde, der ligger i at blive noteret på NASDAQ, er omkostningerne forbundet med processen nok i al almindelighed omtalt som en af de mest afskrækkende faktorer, hvilket langt hen ad vejen er uberettiget.

Omkostningerne bør ikke være afskrækkende. Der er sammenhæng mellem et selskabs størrelse, kompleksitet og værdi og omkostningerne ved en børsnotering. Der skal laves meget arbejde, uanset hvor stort et aktieudbud der gennemføres ved en børsnotering. Der er derfor forskel på omkostninger, alt efter om et selskab søger notering på First North eller NASDAQs hovedmarked. Således kan omkostningerne til en notering af et mindre selskab på First North eksklusive omkostninger til den finansielle rådgiver være ned til ca. DKK 1 mio. (inkl. "orden i penalhuset"), mens en notering af store komplekse selskaber på hovedmarkedet kan være i en helt anden liga. Ved globale udbud er omkostningerne store, hvorfor et sådant kun skal søges gennemført, hvis der er vished for, at der er brug herfor.

Omkostningerne falder generelt i to dele, henholdsvis de der er forbundet med **selve noteringen**, som er en større engangsomkostning, og de **løbende årlige omkostninger** som selskabet skal betale til bl.a. NASDAQ for at være børsnoteret.

Omkostningerne er nok et af de forhold, som offentligheden har mest interesse i, og som derfor får uforholdsmæssig stor opmærksomhed i forhold til det forretningsmæssige kvantespring, som en børsnotering er.

Noteringen

Engangsomkostningerne forbundet med en børsnotering er mangeartede.

På rådgiversiden er det oftest honoraret til selskabets finansielle rådgiver(e) (corporate finance rådgiver(e)), der fylder mest. Disse rådgivere vil oftest blive honoreret med en kombination af et fast honorar og et "success fee", fx

beregnet som en procentuel andel af udbuddet i forbindelse med noteringen. Dertil kommer honoraret til de juridiske rådgivere, det være sig både til selskabets advokat og til bankens/bankernes verifikationsadvokat og øvrige rådgivere. Selskabets revisorer vil også blive særskilt honoreret for det arbejde, som de i det konkrete tilfælde vil blive anmodet om at bistå med, herunder for afgivelse af erklæringer om historiske, finansielle oplysninger og forudsætningerne for fremtidige budgetmål i prospektet. Ud over honorar for bistand vil disse rådgiveres løbende omkostninger tillige skulle betales, men det er en del af den sædvanlige forretning.

De kontoførende institutter, der på vegne af investorerne håndterer ordrer på aktier i udbuddet, tager pt. en tegningsprovision på 0,25 %. Det er i praksis selskabets kontoførende institut, der fratækker beløbet i det samlede tegningsbeløb, inden dette udbetales til selskabet i forbindelse med gennemførelsen af kapitalforhøjelsen, hvorefter beløbet fordeles til de banker, der har håndteret de respektive ordrer.

Finanstilsynet opkræver en afgift i forbindelse med godkendelsen af prospektet. Der er tale om en ved bekendtgørelse fastsat afgift, der i 2017 udgjorde ca. 56.000 kr. (beløbet reguleres årligt svarende til udviklingen i Finanstilsynets bevilling på Finansloven).

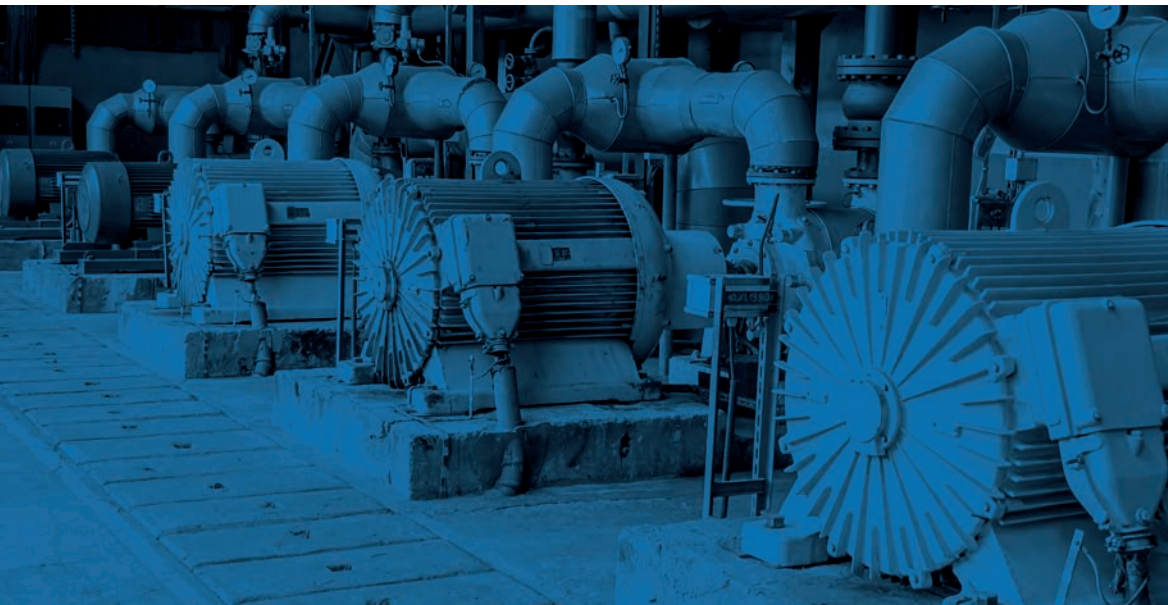
Værdipapircentralen (VP) opkræver et gebyr via selskabets kontoførende institut for den tekniske håndtering af aktieudstedelsen. NASDAQ tager et fast beløb for optagelsen af aktierne til notering og handel. Beløbet udregnes i forhold til selskabets markedsværdi efter første dags handel på NASDAQ. Tager man fx et MidCap selskab med en markedsværdi lige under 1 mia. kroner, vil det koste omkring 450.000 kr. at blive optaget til handel.

Vælger man i stedet at blive optaget til handel på First North, er omkostningerne væsentligt lavere. Har selskabet fx en markedsværdi på omkring 300 mio. kr., vil det rundt regnet koste omkring 40.000 kr. til NASDAQ at få aktierne optaget til handel.

Diverse omkostninger, der ofte bliver glemt, men som i visse tilfælde alligevel løber op i en vis størrelsesorden, er omkostninger til porto til diverse udsendelser, trykning af prospekter, roadshows mv.

Særligt om forsikring

Alle de ovenstående omkostninger er mere eller mindre "tvungne". I forhold til omkostninger af mere "frivillig" karakter kan nævnes ledelsens **forsikring mod prospektansvar**, der er blevet mere og mere almindeligt i takt med, at prospekter er blevet mere ansvarsfraskrivelses for alle involverede i stedet for information om virksomhederne.



Som beskrevet i afsnittet "Erklæringer - ansvar" følger der et ansvar med for udstederen og de personer, der underskriver prospektet. Hvis prospektet ikke indeholder de korrekte og tilstrækkelige oplysninger, eller hvis der er fejlagtige oplysninger i prospektet, kan selskabet og/eller de pågældende ifalde ansvar, herunder et personligt ansvar. OW Bunker-børsnoteringen er desværre et eksempel herpå.

En måde, hvorpå man kan afdække dette ansvar – både omkostninger og erstatningsansvar i forbindelse med et erstatningskrav – er ved at tegne en forsikring, enten via en separat prospektansvarsforsikring eller som en udvidelse af en allerede eksisterende ledelsesansvarsforsikring. Det er svært at sige noget generelt om prisen, som selvfølgelig vil være afhængig af mange kriterier, herunder forsikringens løbetid, forsikringssummen, vilkår og dækning og ikke mindst, om der er tale om en udvidelse af en eksisterende forsikring eller en ny separat forsikring.

Trend eller ej, har det vist sig, at forsikringerne ikke er så dyre, som de fleste tror. I forhold til den tryghed, som en sådan forsikring giver de underskrivende personer, er det noget af det, der i hvert fald mentalt giver mest værdi for pengene.

“

En prospektansvarsforsikring er ikke en sovepude eller en opfordring til sløseri.

“

Løbende omkostninger

Et selskab vil også få en række nye løbende omkostninger som konsekvens af børsnoteringen.

Der er selvfølgelig omkostninger forbundet med at opfylde de forpligtelser, som et børsnoteret selskab har, se afsnittet "Livet på NASDAQ ". Der er de omkostninger, som den enkelte virksomhed selv bestemmer til markedsføring, road shows mv., og så er der de faste omkostninger. Der er tale om en årlig omkostning, som det første år ligeledes beregnes med udgangspunkt i selskabets markedsværdi efter første handelsdag.

Beløbet er pt. omkring kr. 80.000 i fast årlig omkostning plus kr. 52 pr. mio. i markedsværdi i forhold til det antal måneder, som selskabet har været noteret de første år. For et selskab med en markedsværdi på omkring en milliard kroner, der bliver noteret 1. juni, giver det en samlet omkostning på ca. kr. 200.000 første år. Det årlige beløb vil herefter blive beregnet på baggrund af selskabets markedsværdi den 30. december hvert år.

De årlige løbende omkostninger ved at være noteret på First North er igen væsentligt lavere, idet de er omkring kr. 65.000.

Om omkostningerne så har værdi, er op til det enkelte selskab at vurdere. Fremskaffelse af kapital har altid en pris, uanset hvor selskabet henter den fra. Udnyttet rigtigt er NASDAQ en fortræffelig platform til at løfte en virksomhed op i en ny liga og dermed på alle måder få "value for money".

19. SKAT - OMTALE I PROSPEKTET

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

● **Skat – omtale i prospektet**

Udstedelse af erhvervsobligationer

Livet på NASDAQ

Det er blevet kutyme, at prospekter indeholder en ganske omfattende beskrivelse af, hvordan man som investor vil blive beskattet af sin investering. Det er ikke usædvanligt, at prospekter indeholder 5-6 tætskrevne sider om skat.

Årsagen til, at afsnittene bliver så omfattende, er, at der redegøres detaljeret for beskatningsforholdene ved både salg og udbytte, og at disse forhold afhænger af, om investor er en person eller et selskab, om investor er hjemmehørende i Danmark eller ej, om investor ejer mere eller mindre end 10 % af selskabet, om investor får et tab på sin investering, om investor køber tegningsretter, og om der investeres med pensionsmidler m.v. Hertil kommer, at der ofte også medtages en gengivelse af overgangsregler, dobbeltbeskatningsoverenskomster og en særskilt beskrivelse af de skatteregler, der gælder for investorer på det amerikanske marked – som følge af de amerikanske prospektregler. Derfor bliver gengivelsen af skatteafsnittene ofte så omfangsrig, at der er risiko for, at læseren snarere druknes i informationer, end at han bliver klogere.

På trods af omfanget og detaljeringsgraden i gengivelsen af skattereglerne indledes afsnittet om skat stort set altid med et forbehold om, at reglerne ikke er udtømmende beskrevet, og at de kun er afgivet til generel oplysning, samt at en **investor anbefales at rådføre sig med egen skatterådgiver** for at få afdækket de individuelle forhold ved at tegne, eje og sælge de udbudte aktier. Investor kan med andre ord ikke være helt sikker på, at de beskrevne regler gælder for hans eller hendes individuelle situation. Også sådanne forbehold taler for, at oplysningerne indskrænkes til det, der kræves efter prospektreglerne, og at investors skatteforhold naturligt afklares ved, at investor rådfører sig med egen rådgiver.

Hverken Prospektbekendtgørelsen eller Prospektforordningen stiller krav om, at et prospekt skal indeholde oplysninger om, hvordan investor beskattes af sin investering. Forordningen indskrænker sig til kun at stille et mindstekrav om, at prospektet skal indeholde oplysninger om eventuel tilbageholdelsesskat.

For så vidt angår det land, hvor udsteder har sit hjemsted, og det eller de lande, hvor aktierne udbydes eller søges optaget til notering:

- Oplysninger om tilbageholdelsesskat på indtægter fra værdipapirerne
- Oplysninger om udstederens eventuelle ansvar for tilbageholdelse af skat

Da der efter danske regler kun indeholdes skat ved udlodning af udbytte, kan de oplysninger, der skal medtages i et prospekt, derfor som udgangspunkt begrænses hertil. En detaljeret gennemgang af reglerne om beskatning ved et salg af aktierne er således ikke andet end en serviceoplysning, der gør prospekter mindre overskuelige og læseværdige.

I efteråret 2017 er der indgået en politisk aftale om en række vækstinitiativer, hvoraf navnlig to kan påvirke børsmarkedet i Danmark:

- Aktiesparekontoen. Der indføres efter svensk forbillede en aktiesparekonto, hvor personer kan placere opsparing i noterede aktier og aktiebaserede investeringsbeviser. Der betales skat på 17 % af afkastet efter lagerprincippet. Værdiforøgelsen beskattes, mens tab fremføres og modregnes i fremtidige afkast. Ordningen gælder fra 2019, hvor man kan indsætte kr. 50.000 på kontoen. Beløbet hæves til kr. 200.000 i 2022.
- Lempelse af reglerne for placering af privatadministrerede pensionsordninger. Reglerne lempes, så private kan investere en større andel af deres pensionsordning i unoterede aktier. Denne definition omfatter også aktier noteret på First North. For pensionsopsparinger under kr. 2 mio. kan der placeres op til 25% i aktier noteret på First North. For den del af opsparingen der er over kr. 2 mio. kan 100% investeres i aktier noteret på First North. Der skal investeres mindst kr. 50.000 i hvert selskab.

Eksempel på en beskrivelse af investors skatteforhold, der opfylder Prospektforordningens krav til et prospekt:

Det anbefales, at potentielle investorer rådfører sig med egen skatterådgiver for at få afdækket de skattemæssige konsekvenser ved at købe, eje og sælge aktier.

Ved udlodning af udbytte vil selskabet normalt være forpligtiget til at indeholde en kildeskat på 27 %, når udlodning sker til en fysisk person og på 25 %, når udlodningen sker til et selskab. Dog indeholdes der ikke skat ved udbytte på datterselskabsaktier, hvis moderselskabet er hjemmehørende i Danmark, eller hvis udbyttet skal fralades eller nedsættes i henhold til moder/datterselskabsdirektivet (2011/96/EØF) eller i henhold til dobbeltbeskatningsoverenskomsten med det land, moderselskabet er hjemmehørende i.

For fysiske personer og selskaber hjemmehørende i Danmark er kildeskatten foreløbig.

Fysiske personer og selskaber hjemmehørende uden for Danmark vil kunne søge om refusion af den indeholdte skat, såfremt de er hjemmehørende i et land med hvem, Danmark har indgået en dobbeltbeskatningsaftale. Refusionen forudsætter, at der indgives en attest til de danske skattemyndigheder, som er attesteret af de relevante lokale myndigheder. Attesten kan hentes på SKATs hjemmeside www.skat.dk. Der vil normalt kunne gives refusion af den del af kildeskatten, der overstiger en mindstesats på 15 %.

Med visse lande gælder særlige skatteordninger, der indebærer, at selskabet kun indeholder kildeskat med den sats, der er aftalt i dobbeltbeskatningsoverenskomsten med det respektive land.

SKAT

Det anbefales, at potentielle investorer rådfører sig med egen skatterådgiver for at få afdækket de skattemæssige konsekvenser ved at købe, eje og sælge aktier.

Ved udlodning af udbytte vil selskabet normalt være forpligtiget til at indeholde en kildeskat på 27 %, når udlodning sker til en fysisk person og på 25 %, når udlodningen sker til et selskab. Dog indeholdes der ikke skat ved udbytte på datterselskabsaktier, hvis moderselskabet er hjemmehørende i Danmark, eller hvis udbyttet skal fralades eller nedsættes i henhold til moder/datterselskabsdirektivet (2011/96/EØF) eller i henhold til dobbeltbeskatningsoverenskomsten med det land, moderselskabet er hjemmehørende i.

For fysiske personer og selskaber hjemmehørende i Danmark er kildeskatten foreløbig.

Fysiske personer og selskaber hjemmehørende uden for Danmark vil kunne søge om refusion af den indeholdte skat, såfremt de er hjemmehørende i et land med hvem, Danmark har indgået en dobbeltbeskatningsaftale. Refusionen forudsætter, at der indgives en attest til de danske skattemyndigheder, som er attesteret af de relevante lokale myndigheder. Attesten kan hentes på SKATs hjemmeside www.skat.dk. Der vil normalt kunne gives refusion af den del af kildeskatten, der overstiger en mindstesats på 15 %.

Med visse lande gælder særlige skatteordninger, der indebærer, at selskabet kun indeholder kildeskat med den sats, der er aftalt i dobbeltbeskatningsoverenskomsten med det respektive land.

Prospekt fra 2017:

holders according to which the competent authority in the state of the shareholder is obliged to exchange information with Denmark, dividends are subject to tax at a reduced rate of 10%, if the shareholder is a tax resident outside the EU, if an additional requirement for eligibility for the 10% tax rate that the shareholder together with related shareholders holds less than 1% of the nominal share capital of the company. Note that the reduced tax rate does not affect the withholding tax. Thus, the shareholder must also in this situation claim a refund as described above in order to benefit from the reduced rate.

Denmark has executed double taxation treaties with approximately 76 countries, including almost all members of the EU. The double taxation treaties generally provide for a 10% withholding tax rate. The refund is sought by filing out an online form on the Danish Tax Authority's website. The shareholder must be able to document that the Danish dividend has been received, that the Danish dividend tax has been withheld and that Denmark does not exercise the first taxation in accordance with the double taxation treaty with the shareholder's resident country or under current Danish law.

activity, where a tax on taxable pursuant to).

Tax Exempt Portfolio Shares are generally defined as shares not admitted to trading on a regulated market owned by a shareholder holding less than 1% of the nominal share capital in the issuing company. Tax Exempt Portfolio Shares are not relevant in respect of this Offering and will not be described in further detail.

Taxable Portfolio Shares are shares that do not qualify as Subordinary Shares, Group Shares or Tax Exempt Portfolio Shares.

Taxation

Danish Tax Considerations

The following is a summary of certain Danish income tax considerations relating to an investment in the Shares. The Temporary Purchase Certificates are from a Danish tax perspective evidence of a corresponding Share and each Temporary Purchase Certificate will automatically be exchanged into a Share when the Shares have been listed in the permanent IPO in Copenhagen. The Danish National Tax Board (Skatteministeriet) has in a ruling (tax ruling) of 28 August 2016, confirmed that a temporary purchase certificate from a company (as described) shall be regarded as a share (and not as a financial instrument). Consequently, the exchange of the Temporary Purchase Certificates into Shares is not regarded as a disposal of shares. Accordingly, the following description of the taxation of Shares is also a description of the taxation of the Temporary Purchase Certificates.

The summary is for general information only and does not purport to constitute exhaustive tax or legal advice. It is specifically noted that the summary does not address all possible tax consequences relating to an investment in the Shares. The summary is based only upon the law as of Denmark in effect on the date of this Offering Circular. Danish law may be subject to change, possibly with retroactive effect. The summary does not cover taxation in other jurisdictions to which special tax laws apply and, therefore, may not be relevant for example to investors subject to the Danish Act on Residual Investment Taxation (i.e., pension savings, professional investors, certain real-estate investors, insurance companies, pension companies, banks, windfarmers and investors with tax liability on return on pension investments). The summary does not cover taxation of individuals and companies who carry on a business of purchasing and selling shares. Taxes are assumed to be paid by a third party.

Potential investors in the Shares are advised to consult their tax advisors regarding the applicable tax consequences of acquiring, holding and disposing of the Shares based on their particular circumstances. Investors who may be affected by the tax laws of other jurisdictions should consult their tax advisors with respect to tax law consequences applicable to their particular circumstances, as such consequences may differ significantly from those described herein.

Taxation of Danish tax resident shareholders

Date of share acquisition

Share from the sale of shares on a regulated market or over-the-counter market is a sale of 2% on the first DKK 10,000 of the net proceeds, a rate of DKK 100,000, and a rate of 4% on share income exceeding DKK 9,700 for ordinary spouses over DKK 100,000. Such amounts are subject to annual adjustments and include all share income (i.e., all dividends and interest) earned by the individual or ordinary spouse, respectively.

Gains and losses on the sale of shares admitted to trading on a regulated market are calculated as the difference between the purchase price and the sales price. The purchase price is generally determined using the average market price which means that each share is considered sold at a price equivalent to the average acquisition price of all of the shareholder's shares in the issuing company.

Losses on the sale of shares admitted to trading on a regulated market can only be offset against other share income deriving from shares admitted to trading on a regulated market, i.e., listed dividend and capital gains on the sale of shares admitted to trading on a regulated market. Unoffset losses will be offset against a continuing amount of share income deriving from shares admitted to trading on a regulated market. Any remaining losses after the above mentioned can be carried forward indefinitely and offset against future share income deriving from shares admitted to trading on a regulated market.

Losses on shares admitted to trading on a regulated market may only be set off against gains and dividends on other shares admitted to trading on a regulated market if the Danish Tax Authority has received certain information concerning the ownership of the shares. This information is normally provided to the Danish Tax Authority by the respective dealer.

Sale of shares-companies

Tax on the sale of shares by companies is subject to different regimes depending on whether the shares are considered as Subordinary Shares, Group Shares, Tax Exempt Portfolio Shares or Taxable Portfolio Shares.

Subordinary Shares are generally defined as shares owned by a shareholder holding at least 10% of the nominal share capital of the issuing company.

Group Shares are generally defined as shares in a company, in which the shareholder of the company and the issuing company are subject to Danish tax consolidation or fulfil the requirements for multinational tax consolidation under Danish law.

if such shares are with the development between the market if no shares have been sold (before the end of 1999) Shares at the time have been lost and the residual taxable income equals into deemed to be a not a sale of 2% on exceeding DKK 9,700 income (i.e., all capital

dividends are taxable ("withheld")

is to be added or not with tax liability of the EU or the EEA, see 2017-137 (1) as set that the shares been

ownership period: A

20%

the taxation treaty, the 30 percent dividend Shares and amount all (right by filing out an affidavit has been

in authority

is November 2017 138

is a tax resident in a set on assistance in tax

is, the shareholder would be authorities.

November 2017 137

138 **Hyazine** - Prospectus, November 2017

20. UDSTEDELSE AF ERHVERVS OBLIGATIONER

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København - hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalphuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

● **Udstedelse af erhvervsobligationer**

Livet på NASDAQ

Denne bog handler om udstedelse eller salg af aktier, dvs. indskud af ny egenkapital eller handel med ejerandele. Dette kapitel handler om udstedelse af obligationer, dvs. Selskabers muligheder for at bruge kapitalmarkedet til at rejse lånekapital.

Udstedelse af erhvervsobligationer er for danske og udenlandske virksomheder en alternativ og ofte attraktiv finansieringskilde på kapitalmarkederne.

Et stadigt stigende antal danske erhvervs virksomheder har i de senere år ladet sig finansiere helt eller delvist ved udstedelse af erhvervsobligationer - også kendt som **virksomhedsobligationer** på det danske marked og **corporate bonds** eller **notes** på engelsk. Det omfatter bl.a. selskaber som Lauritz.com, European Energy, Haldor Topsøe, Carlsberg, DSV, TDC, A.P. Møller-Mærsk, ISS, DSB, ARLA, Danish Crown, AMBU, LM Wind Power, DLG, EG og DONG Energy (nu Ørsted). Som det ses, er det en blanding af små, mellemstore og meget store, danske virksomheder, der har benyttet denne finansieringsform.

European Energy, der bygger løsninger på verdens klimaforandringer i form af vindmølleparker, solcelleanlæg og store energilagere, har an- vendt erhvervsobligationer som finansieringskilde og udstedte i 2015 en obligation på EUR 45 mio. EURIBOR (3 m) + 7.50 % Senior Unsecured Callable Floating Rate Bond, der blev optaget til handel på NASDAQ OMX Stockholm og førtidsindfriet i juli 2017. European Energy har i 2017 udstedt en ny erhvervsobligation på EUR 60 mio. EURIBOR (3 m) + 7.00 % Senior Secured Callable Floating Rate Bond med udløb i maj 2021 og optaget til handel på NASDAQ Copenhagen.

Obligationerne kan udbydes til institutionelle investorer ved et privat udbud eller til offentligheden, og obligationerne vil endvidere kunne søges optaget til handel på et reguleret marked. De mest nærliggende markedspladser for danske virksomheder er NASDAQ Copenhagen, First North Bond Market (alternativ markedsplads), Luxembourg samt NASDAQ Stockholm. I praksis kan udsteder vælge en proces, hvor udbuddet og afsætning til investorerne sker først, mens optagelse til handel på det regulerede marked sker efterfølgende (inden for en aftalt frist).

Et udbud af erhvervsobligationer vil, som ved udbud af aktier, organiseres ved bistand fra en investeringsbank, der ved udbud af obligationer betegnes "arrangøren" (**manager**). Arrangøren rådgiver det udstedende selskab om, hvordan udstedelsen skal tilrettelægges og om processen og dialogen med investorerne samt forhandling af de obligationsvilkår, der skal regulere forholdet mellem selskabet og investorerne. Erhvervsobligationer er efter dansk ret ikke reguleret af selskabslovgivningen, medmindre der er tale om konvertible obligationer. Beslutningen om at udstede erhvervsobligationer træffes derfor af det udstedende selskabs bestyrelse og kræver således ikke en generalforsamlingsbeslutning. Det udstedende selskab vil indgå en tegningsaftale med arrangøren, hvorefter arrangøren forpligter sig til at bistå med at afsætte obligationerne, herunder evt. kombineret med en underwriting af udbuddet for de store udstedelser.

Obligationsvilkårene ("**terms and conditions**") regulerer forholdet mellem det udstedende selskab og obligationsejerne. Vilkårene vil bl.a. indeholde bestemmelser om tilbagebetaling af hovedstolen med renter, finansielle covenants, der kan omfatte pantsætningsforbud og misligholdelsesbestemmelser, herunder eksempelvis cross default-klausuler ved misligholdelse af udstederens øvrige gæld samt bestemmelser om møder for obligationsejerne, og hvordan væsentlige beslutninger skal træffes.

Såfremt det er aftalt, at obligationerne skal børsnoteres, vil dette sædvanligvis være aftalt til at finde sted inden for 2 – 12 måneder efter udbuddet. En sådan model er mulig, hvis der ikke er en selvstændig prospektpligt for selve udbuddet.

Udbud og optagelse til handel af erhvervsobligationer

Ligesom med aktier er det vigtigt at holde en skarp sondring mellem udbud og optagelse til handel. Som med aktierne er der visse undtagelser fra prospektkravene i forbindelse med udbuddet, dvs. selve salget af obligationen, mens de samme undtagelser ikke findes i forbindelse med obligationens eventuelle optagelse til handel, dvs. notering på fx et af NASDAQ markederne.



Et udbud af erhvervsobligationer vil som udgangspunkt være omfattet af et krav om udarbejdelse af et prospekt i henhold til reglerne for udbud til offentligheden af værdipapirer over EUR 5 mio. Der er dog en række undtagelser til kravet om prospekt ved selve udbuddet, og for at undgå prospektkravet struktureres udbuddet af erhvervsobligationer oftest, så de falder ind under en af disse undtagelser.

For udbud af erhvervsobligationer kan flere af undtagelserne være relevante. Undtagelserne fra kravet om prospekt ved udbud omfatter blandt andet (i) udbud udelukkende til kvalificerede investorer, (ii) udbud til færre end 150 personer pr. EU-medlemsstat, der ikke er kvalificerede investorer, (iii) udbud af værdipapirer, hvis pålydende værdi er på mindst EUR 100.000, og (iv) udbud af obligationer til investorer, som erhverver for i alt mindst EUR 100.000 pr. investor for hvert særskilt udbud.

Udsteder vil ofte – i samarbejde med arrangøren – strukturere udbuddet således, at obligationerne har en pålydende værdi på mindst EUR 100.000, hvilket i sig selv undtager udstedelsen af obligationerne fra prospektkravet.

Der må ikke ske optagelse til handel af obligationerne på et reguleret marked, før der er offentliggjort et prospekt. Der er ikke undtagelser hertil. Optagelse til handel på et reguleret marked, fx NASDAQ Copenhagen, kræver derfor et fuldt udarbejdet prospekt, hvor udsteder har anvendt de relevante bilag i prospektforordningen, der afhængig af obligationens

udformning kan være lempeligere end for aktier. NASDAQ Copenhagen vil endvidere stille som betingelse, at selskabet opfylder optagelseskravene i NASDAQ's "Regler for udstedere af obligationer", og tilsvarende regler findes på de øvrige NASDAQ børser i Norden.

Ledelsen skal tillige forstå de krav og forventninger, der er til selskabet, som om det reelt var børsnoteret.

Prospekter for erhvervsobligationer

Hvis enten udbuddet eller optagelsen til handel af erhvervsobligationer kræver, at der skal udarbejdes et prospekt, skal prospektet godkendes af Finanstilsynet. Godkendelsesprocessen følger generelt proceduren for godkendelse af aktieprospekter. Finanstilsynet har udarbejdet to vejledninger af 12. januar 2017, hvor processen gennemgås: "**Praktisk information hvis du overvejer optagelse til handel på et reguleret marked og offentligt udbud af værdipapirer over 5.000.000 euro**" samt "**Praktisk information hvis du overvejer et offentligt udbud af værdipapirer mellem 1.000.000 euro og 5.000.000 euro**".

Finanstilsynet vil godkende prospektet for erhvervsobligationer på 7 arbejdsdage (4-2-1) i den såkaldte "fast track-ordning", hvor der således maksimalt er behov for 3 gennemgange. Processen for fast track-ordningen er beskrevet i Finanstilsynets notat, "**Prospekter for erhvervsobligationer kan godkendes på 7 dage**" af 22. august 2013.

Et prospekt for erhvervsobligationer udarbejdes efter det samme regelgrundlag, som gælder for aktier. Både den eksisterende og den kommende prospektforordning er opbygget med en række bilag eller skemaer, der specificerer indholdet af prospektet for forskellige typer af værdipapirer. I de enkelte skemaer fremgår de konkrete oplysningskrav, der gælder for de relevante værdipapirer. Prospektet vil ligesom aktieprospektet overordnet blive opbygget af et afsnit kaldet registreringsdokumentet, en værdipapirnote og et resumé.

21. LIVET PÅ NASDAQ

Hvem henvender bogen sig til?

NASDAQ København
- hvorfor er vi her?

Den overordnede tidsplan

Virksomhedstyper på NASDAQ

"Orden i penalhuset"

Ledelsen

Regnskab og budgetter

Ankerinvestorer

Kendskabsopbygning

Investorpræsentationer og roadshows

De eksterne rådgivere

Timing

Børsprocessen

Prospektudarbejdelse

Verifikation

Værdiansættelse

Erklæringer – ansvar

Omkostninger og forsikringer

Skat – omtale i prospektet

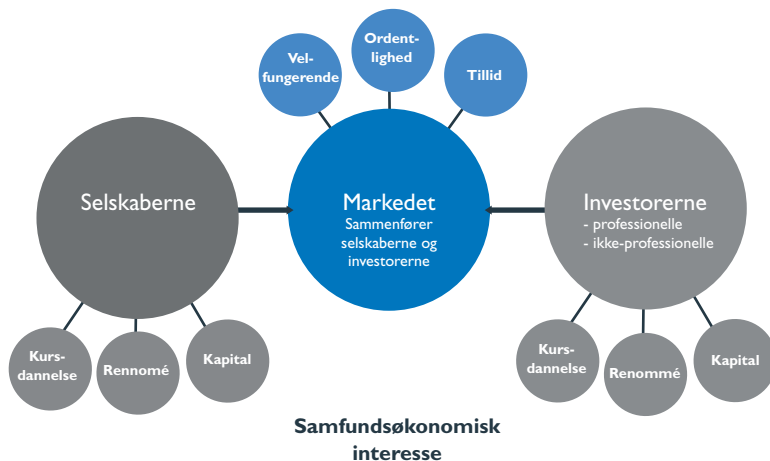
Udstedelse af erhvervsobligationer

● Livet på NASDAQ

Børsnoteringen er gennemført med succes – nu begynder en ny verden som offentligt fællesje og med ansvaret for kendte og ubekendte investorers midler.

At have fået sine aktier noteret på NASDAQ ændrer ikke synderligt på den daglige drift af virksomheden. Fokus er det samme: At skabe værdi for alle interessenter på bedste måde. Men selvfølgelig vil det være en del af et nyt liv, at virksomheden nu er i offentligt eje, i pressens søgelys og med en bred, ubekendt og til tider højt talende ejerkreds, hvis investerede midler, ledelsen har ansvaret for at forvalte bedst muligt. Det lægger selvfølgelig et pres på en ledelse om ikke at skuffe, men handler nok også meget om at være hurtig og klar i sin kommunikation til offentligheden, hvad enten man har gode eller dårlige nyheder. Og så om at **indre sig selv og sin virksomhed således, at markedet altid er det første, der informeres**. Også her er "the tone at the top" afgørende. Når ledelsen viser, at den tager informationsforpligtelsen alvorligt, og at den ikke taler over sig – heller ikke i muntert, privat lag – så bliver det hele virksomhedens livsstil.

Det børsnoterede selskabs "univers" - og de forskellige aktørers interesser



Selskaber, der har aktier eller obligationer optaget til handel, skal overholde en række regler, der overordnet set har til formål at sikre en velfungerende og redelig markedsplads, som investorerne kan have tillid til, og som skal beskytte investorerne og sikre, at de løbende får de informationer, der er nødvendige for at danne et velbegrunderet skøn om kursdannelsen på deres værdipapirer. Enhver – privat eller institutionel – vil anse dette for helt afgørende, da alle disponerer på grundlag af de informationer, som de har. Reglerne er primært indeholdt i lovgivningen og er derudover forsøgt gjort praktisk tilgængelige i NASDAQ's regler og vejledninger for såvel aktier som obligationer. For at komme godt fra start og undgå at begå alt for mange begynderfejl bør virksomheden inden børsnoteringen etablere procedurer for overholdelse af disse regler. I stedet for at angribe reglerne som et nødvendigt onde, kan selskabet med fordel se regelsættet som en metode til at skabe forståelse og interesse for virksomheden og derigennem forhåbentlig opnå en rigtig og bedre kursdannelse på aktierne. Reglerne er i praksis markedspladsens krav til "orden i penaltur" efter børsnoteringen.

Oplysningsforpligtelser

Selskabet har en løbende forpligtelse til at informere børsmarkedet om alle beslutninger og andre forhold og omstændigheder, der kan få betydning for kursdannelsen på aktierne. Oplysningerne skal være tilstrækkelige til, at der kan foretages en vurdering af betydningen for selskabet og for kursen på selskabets aktier.

Det kan være vanskeligt at vurdere, hvornår et givent forhold eller en given omstændighed skal offentliggøres. Udgangspunktet er, at **offentliggørelse skal ske hurtigst muligt**, men den kan under visse omstændigheder udskydes, hvis det er nødvendigt, til sikring af selskabets berettigede interesser, og hvis det kan ske uden skade for markedet. Selskabet må således løbende forholde sig til, om et forhold kan karakteriseres som intern viden – og i givet fald om der er grundlag for lovlig udsættelse af offentliggørelse. Hvis offentliggørelse udsættes, skal der føres en log over den interne viden samt de forhold, der gør udsættelsen lovlig. Når den interne viden senere offentliggøres, skal Finanstilsynet underrettes om, at den pågældende offentliggørelse har været udsat. Endelig skal selskabet sørge for, at der oprettes specifikke (og permanente) insiderlister over alle, der er i besiddelse af den konkrete interne viden.

Det er altid godt at have rådgivere eller ledelsesmedlemmer omkring sig, der har erfaring med børsforhold. Hvis man er i tvivl, er NASDAQ eller Finanstilsynet altid et godt sted at spørge, hvor ledelsen kan få et hurtigt og kvalificeret svar (råd).

Ved intern viden forstås viden:

1. som er specifik,
2. som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter,
3. som ikke er blevet offentliggjort, og
4. som mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter.

Følgende eksempler belyser, hvornår ændrede forventninger til årets resultat kan anses som værende intern viden:

Nye forventninger – ligger inden for de udmeldte forventninger

Et selskab har tidligere offentliggjort, at forventningerne til årsresultatet er i niveauet kr. 30-50 mio. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer selskabet, at det nu forventer et resultat i niveauet kr. 35-45 mio. Den nye forventning afviger ikke fra den allerede offentliggjorte forventning. Der er derfor tale om tidligere offentliggjorte oplysninger og dermed ikke intern viden.

Nye forventninger – afviger fra de udmeldte forventninger

Et selskab har tidligere offentliggjort, at forventningerne til årsresultatet er i niveauet kr. 60-80 mio. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer selskabet, at det nu forventer et resultat i niveauet kr. 50-70 mio. Selskabet kan altså ikke opretholde de offentliggjorte finansielle mål. Der er dermed tale om ikke-offentliggjorte oplysninger, og derfor skal der ske offentliggørelse, hvis de øvrige betingelser for intern viden er opfyldt.

Regnskabsoplysninger

Langt størstedelen af oplysningsforpligtelserne relaterer sig heldigvis til de periodiske regnskabsoplysninger, herunder kvartalsvise eller halvårlige regnskabsmeddelelser og årsrapporter. Resultatoplysningerne er selvfølgelig først og fremmest en af- eller bekræftelse på, om forventninger og udsagn om fremtiden er korrekte. Opstår der undervejs forhold eller omstændigheder, der bevirker, at offentliggjorte forventninger og udsagn vil ændre sig væsentligt, kan selskabet dog ikke vente med at oplyse dette til den næste periodiske regnskabsmeddelelse. Sådanne ændringer skal oplyses særskilt og straks.

Datoerne for, hvornår de periodiske regnskabsmeddelelser forventes at blive offentliggjort, skal offentliggøres i en finanskalender. Selvom hvert enkelt selskabs økonomiske forhold selvfølgelig er unikke, er de periodiske regnskabsmeddelelser langt hen ad vejen standardmeddelelser, som særligt et nyanteret selskab med fordel kan forberede sig på ved at have en skabelon for sådanne liggende klar i skuffen. For selskabet og dets primære ønske om at opnå en bedre kursdannelse på aktierne er det væsentligste forhold i relation til de periodiske regnskabsoplysninger, at selskabet stedse formår at levere de økonomiske resultater, som det har stillet investorerne i udsigt.

Andre oplysningsforpligtelser

Ud over de periodiske regnskabsoplysninger indeholder udstederreglerne også en (om end ikke udtømmende) liste over en række andre konkrete forhold eller omstændigheder, der udløser en oplysningsforpligtelse for selskabet, herunder om ledelsesændringer, større ordrer, investeringsbeslutninger og samarbejdsaftaler, køb og salg af selskaber eller aktiviteter, økonomiske vanskeligheder, afgørelser truffet af offentlige myndigheder samt oplysninger om datterselskaber og associerede selskaber.

Mens det ikke er svært at forstå, at man skal offentliggøre fx en årsrapport, er der en række af de øvrige forhold og omstændigheder, hvor det kan være vanskeligt, særligt for et nynoteret selskab, at vurdere, om det pågældende forhold er så væsentligt, at det kan få betydning for kursdannelsen på aktierne. Igen – det bedste råd får man ved at spørge en kvalificeret rådgiver eller ultimativt NASDAQ/Finanstilsynet.

Årsrapporten

Årsregnskabsloven stiller krav om, at ledelsesberetningen i årsrapporten for et selskab noteret på hovedmarkedet skal indeholde en række supplerende oplysninger (i forhold til ikke-noterede selskaber) om blandt andet selskabets kapitalforhold, ledelsens adgang til at lade selskabet udstede eller erhverve egne aktier samt væsentlige aftaler, der påvirkes, hvis der gennemføres et overtagelsesforsøg.

Selskaber noteret på hovedmarkedet er via udstederreglerne omfattet af **Anbefalinger for God Selskabsledelse** og skal derfor udarbejde en redegørelse, hvor der tages stilling til anbefalingerne. I regnskabsmæssig henseende kan det ske ved, at et selskab i sin årsrapport henviser til dets hjemmeside, hvor redegørelsen ligger. "Følg eller forklar-princippet" er i øvrigt også gældende efter en børsnotering. Der findes **en god praktisk vejledning** om anbefalingerne, blandt andet på komitéens hjemmeside. Igen er øvelsen at angribe reglerne som det, de er – anbefalinger – og så fokusere på det **virkelig gode værktøj**, de er til kontinuerligt at professionalisere et selskab og sætte fokus på blandt andet selskabets kommunikation og samspil med selskabets investorer og øvrige interessenter. Selvom en virksomhed er noteret på First North og ikke på hovedmarkedet, må det i dag være selvfølgelig, at efterlevelse af anbefalingerne står højt på agendaen.

Informationskanal

Udstederreglerne foreskriver, at et børsnoteret selskab skal have en hjemmeside, hvorpå alle oplysninger, som selskabet har offentliggjort de seneste fem år (ti år for regnskabsmeddelelser) til opfyldelse af sine oplysningsforpligtelser skal være tilgængelige. Oplysningerne skal gøres tilgængelige hurtigst muligt, efter at de er blevet offentliggjort via NASDAQ. Det lyder selvfølgelig lidt underligt, at det er nødvendigt at foreskrive

etablering af en hjemmeside, men en gennemgang af en række danske børsnoterede selskabers hjemmesider viser, at mange er på et absolut minimum og slet ikke anvendes aktivt til moderne investorrelationsaktiviteter og dermed til optimering af virksomhedernes situation.

Indberetninger

Markedsmisbrugsforordningen og kapitalmarksloven indeholder tillige en række oplysnings-/indberetningsforpligtelser for selskabet, storaktionærer og ledende medarbejdere, når disse handler aktier.

Reglerne kan godt forekomme formalistiske, men er til for at holde markedet opdateret om fx ledelsens køb og salg af aktier i det selskab, som de er ledelse for – altid et godt pejlemærke for andre investorer. Hvis selskabet udarbejder de nødvendige skabeloner, er der ikke noget reelt arbejde forbundet hermed.

Forbud og interne regler

Markedsmisbrugsforordningen indeholder regler om forbud mod misbrug af intern viden, herunder (1) forbud mod at foretage eller tilskynde til insiderhandel og (2) mod at videregive intern viden samt at forestå handlinger, der er egnet til at påvirke kursen (markedsmanipulation). Bestemmelserne er helt selvfølgelige for at sikre et marked for aktier, der kan være tillid til. Disse regelsæts gennemførelse i praksis er da også meget standardprægede og lette at forstå.



Selskabet skal i henhold til NASDAQ regler fastlægge en **informationspolitik**, der skal hjælpe udsteder med hele tiden at levere interne og eksterne oplysninger af høj kvalitet. Informationspolitikken skal indsendes til NASDAQ. Selskabet skal desuden have et sæt egne regler til sikring af, at intern viden ikke er tilgængelig for andre end dem, der har behov herfor. Det er et krav, at selskabet løbende skal føre specifikke og eventuelt permanente insiderlister, det vil sige en liste over, hvilke personer der har modtaget og er i besiddelse af intern viden. Formatet og indholds krav til disse lister findes på Finanstilsynets hjemmeside. Personer, der optages på en insiderliste, skal underrettes herom samt om, hvorfor de er registreret og skal derpå aktivt anerkende registreringen og konsekvenserne af registreringen (dvs. indholdet og omfanget af de forbud, der knytter sig til insiders).

Ud over at få defineret, hvem der er insiders, er det også selskabets opgave at sørge for at få dets ledelse og øvrige medarbejdere oplært i reglerne for at undgå, at forbuddene bliver overtrådt ved simple, uforsætlige fejl. For uanset årsagen til en overtrædelse af forbuddene, svækker det markedets tillid til selskabet, hvilket hverken er i selskabernes eller investorernes interesse. Igen – dette er en naturlig del af børsnoteringsprocessen og nemt at forstå ved en pædagogisk gennemgang af reglerne.

Selskabet bør endvidere udarbejde interne regler for handel med selskabets egne aktier, hvilket er lige så forståeligt.

Ledelsen

Der gælder **ikke** i dansk selskabslovgivning et generelt kompetencekrav til bestyrelsesmedlemmer eller et krav om uafhængighed i forhold til selskabet. For selskaber optaget på NASDAQ foreskriver reglerne imidlertid, at det børsnoterede selskabs ledelse – bestyrelse og direktion – skal søges sammensat, så den har de fornødne kompetencer og erfaringer til at lede et børsnoteret selskab. Det bør i dag være et selvfølgeligt krav i alle veldrevne virksomheder, der ønsker at forbedre værdiskabelsen.

Incitamentsaflønning

Selskabsloven foreskriver, at generalforsamlingen i et børsnoteret selskab skal have fastsat overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning (enhver variabel aflønning) af ledelsen – bestyrelse og direktion – **førend** selskabet indgår aftaler herom. Komitéen for God Selskabsledelse har også udgivet en Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning. Ledelsens aflønning har tidligere været omgivet af stor hemmelighed, som om der var noget at være bekymret over. Netop denne hemmeligholdelse har givet anledning til mange spørgsmål og skrivelser. Den naturlige transparens om lønforholdene er blandt de forhold, som en ledelse i et nysnoteret selskab skal vænne sig til.

"Ti stille" – én afgørende forskel

Som chef for eller medlem af ledelsen i en nynoteret virksomhed skal man lære, at ens liv er afgørende ændret: du og virksomheden er i offentlighedens søgelys på en ny måde. De fleste kan lide det, fordi de er glade for deres virksomhed og er stolte over dens udvikling.

Den afgørende forskel mellem "før" og "nu" er, at du ikke kan tale med ret mange specifikt om virksomhedens udvikling og performance. Der er mange eksempler på lækager, der er opstået som følge af small talk eller interne nyhedsbreve. Du skal vænne dig til at "tale sort", når medarbejdere, middagsgæster eller andre taler med dig i sociale sammenhænge. Det bedste råd, der kan gives, er at holde sig til det, som allerede er meldt ud til markedet – måske kedeligt, men så overtrædes ingen regler, og derved undgås problemer. En enkel øvelse med hele ledelsesgruppen om vigtigheden af at holde tæt er i øvrigt en god investering, så alle forstår alvoren ved lækager og særligt, hvorfor det er så alvorligt.

“

Ti stille – en afgørende forskel.
Det bedste råd, der kan gives, er at holde sig til det, som allerede er meldt ud til markedet – måske kedeligt, men så overtrædes ingen regler...

”



AFSLUTNING

Børsmarkedet i Danmark grebet rigtigt an er en effektiv mulighed for kapitalfremskaffelse til succesfuld vækst til glæde for investorer, virksomheder og samfundet.

Der har altid været noget særligt over "at gå på børsen", og det vil fortsat være endnu en milepæl i enhver virksomheds historie. I vores rådgiververden er det spændende at deltage i en sådan proces, men også et håndværk, der ikke er så kompliceret, når man ved, hvad der skal til. Som med de fleste andre forhold i livet kræver det blot sund fornuft, hårdt, effektivt arbejde og god planlægning – at gøre tingene i den rigtige rækkefølge.

Vi håber, at vi med denne bog har givet vores bidrag til at afmystificere børsprocessen. Vi anser børsmarkedet for et effektivt middel til at finansiere vækst og generationsskifte i gode, veldrevne danske virksomheder og i spændende start-ups.

En veltilrettelagt børsproces og børsnotering har ofte medført, at en virksomhed på alle niveauer indretter sig efter "best practice", måske endda "world class practice", og herigennem forbedrer en i forvejen god driftssituation.

En børsnotering er derfor et nyt positivt skridt i udviklingen af en virksomhed og ikke blot et problemfyldt forløb iscenesat og styret af rådgivere. Brug børsnoteringen aktivt og skab et nyt grundlag for en god fremtid for virksomheden. Det vil alle blive rigtigt glade for og tilfredse med.

“

Brug børsnoteringen aktivt og skab et nyt grundlag for en god fremtid for virksomheden.

”



BEGREBER I BØRSPROCESSEN

Aktieregistreringsdokument

Det prospekt, der skal udarbejdes i forbindelse med en børsnotering af aktier, består af tre dele: et aktieregistreringsdokument, en værdipapirnote og et resumé. Disse dele kan fremstå som tre adskilte dokumenter eller være indeholdt i ét samlet dokument.

Aktieregistreringsdokumentet indeholder en række oplysninger om det selskab, der udbyder aktierne, herunder oplysninger om selskabets drift, økonomi, ledelse og de relevante risikofaktorer, som selskabet opererer med.

Allokering

Tildeling af aktier til investorer/købere, når et aktieudbud er gennemført.

Datarum

Samling af dokumenter til brug for due diligence. Et datarum kan både være fysisk og virtuelt/elektronisk.

DCF

Discounted cash flow - tilbagediskonterede pengestrømme.

Due diligence

Anvendes typisk forud for en virksomhedsovertagelse eller om børsnotering og dækker over de undersøgelser, som en potentiel køber og dennes rådgivere foretager af den virksomhed, som påtænkes overtaget.

ECM-afdeling

Equity Capital Markets-afdeling, afdeling i en finansiel virksomhed, der forestår egenkapitaltransaktioner.

Ejeraftale	En aftale, der indgås mellem aktionærer (ejere) i et selskab, og som har til formål at regulere forholdet mellem aktionærerne, herunder aftaler om økonomiske forhold, drift og ledelse af selskabet, afhændelse af aktier mv.
Emission	Ved en aktieemission (nyemission) udstedes nye aktier i et selskab. Aktierne tegnes og erhverves mod betaling. Derved tilføres selskabet ny kapital.
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation. En virksomheds driftsresultat før renter, skat og afskrivninger på driftsaktiviteter og goodwill og udtrykker således virksomhedens evne til at skabe overskud og likviditet.
FDA-godkendelse	Godkendelse hos de amerikanske sundhedsmyndigheder, FDA (Food and Drug Administration). Fx må ny medicin og medicinsk udstyr ikke sælges i USA, før det er blevet godkendt af FDA.
Finanskalender	Et børsnoteret selskabs kalender, der offentliggøres forud for hvert regnskabsår, og som indeholder datoer for planlagte væsentlige begivenheder for selskabet, såsom offentliggørelse af delårsrapporter og afholdelse af ordinær generalforsamling.
First North	First North er en alternativ markedsplads, der drives af børserne i NASDAQ.
Free float	Aktier, der handles og ikke ligger fast i fx en fond eller en ejerfamilie, der ikke ønsker at afhænde aktierne.
Green shoe	I sammenhæng med overallokering tales om en såkaldt 'Green Shoe'-option (eller overtildelings-/overallokerings-option). At der er tildelt en green-shoe-option betyder, at udbyderen eller en større aktionær i selskabet giver et investeringsselskab eller en bank, der deltager i udbuddet, mulighed for at købe et antal aktier til udbudskursen i en bestemt periode efter udbuddet er afsluttet. En sådan option gives typisk for at dække et eventuelt tab, som

	investeringsselskabet eller banken måtte lide, hvis udbuddet overtegnes og kursen derfor stiger.
Hovedmarkedet	Ved hovedmarkedet forstås de regulerede markeder, som drives af NASDAQ. Det vil sige Nasdaq Copenhagen's main market her i Danmark.
IFRS	International Financial Reporting Standards. De internationale regnskabsstandarder, som børsnoterede selskaber er underlagt krav om at aflægge regnskaber efter.
Institutionel investor	Betegnelse for selskaber med adgang til en stor pulje af midler (ofte andres penge), der anvendes til investeringer. Institutionelle investorer findes typisk i forsikrings- og pensionskassesektoren.
Investeringsaftale	Aftale, der fastsætter betingelserne for en konkret investering, fx investering i et selskab, mod udstedelse af nye aktier.
Investor relations	Investor Relations er kommunikation af information og viden mellem en virksomhed og markedet.
IPO	Initial public offering. Børsintroduktion, dvs. optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked.
IPO discount	Da investorer, der køber aktier i forbindelse med en IPO, løber en væsentlig risiko, udbydes aktier i forbindelse med en IPO ofte med en rabat – en discount – dvs. til en værdi, der er under den værdi, som udsteder mener, at aktierne har.
KPI'er	Key Performance Indicators. De målepunkter, som virksomheden fastsætter og anvender internt og tildels eksternt for at følge opfyldelsen af de strategiske målsætninger.
Kvalificerede investorer	Ved kvalificerede investorer i prospektsammenhæng forstås: Personer eller enheder, der beskrives i bilag II, afsnit I, nr. 1-4, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv

2004/39/EF, og personer eller enheder, der efter anmodning behandles som professionelle kunder i overensstemmelse med bilag II til direktivet, eller anerkendes som godkendte modparter i overensstemmelse med artikel 24 i direktivet, medmindre de har anmodet om at blive behandlet som ikke-professionelle kunder.

LargeCap, MidCap og SmallCap

Segmentering af børsnoterede selskaber, baseret på markedsværdi. LargeCap: selskaber med en markedsværdi på 1 mia. euro eller mere. MidCap: selskaber med en markedsværdi på 150 mio. - 1 mia. euro. SmallCap: selskaber med en markedsværdi på mindre end 150 mio. euro.

Letter of intent

Hensigtserklæring. Indeholder de overordnede rammer for en fremtidig aftale, fx forud for indgåelse af en investeringsaftale, normalt ikke juridisk forpligtende.

Lock-up

Forbud mod af afhænde aktier i en given periode.

Peer-gruppe

En sammenlignelig gruppe af virksomheder, fx branche- eller størrelsesmæssigt, som aktionærer og analytikere kan måle et selskab op imod.

P/L-ansvar

Ansvar for profit and loss. Ansvar for virksomhedens resultatdannelse.

Private equity

Investering gennem en normalt ikke-børsnoteret virksomhed i Danmark, typisk i kommandit- eller partnerselskabsform, og sædvanligvis med midler, som institutionelle investorer eller family offices har indskudt i den pågældende private equity virksomhed for en given periode.

Request list

Liste over den information, der skal frembringes ved etablering af et datarum.

Tillægsprospekt

Når et prospekt er offentliggjort, og der opstår en væsentlig ny omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed i forbindelse med oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, er der pligt til at offentliggøre et tillæg til prospektet.

Venture capital	Risikovillig kapital, der investeres i nystartede virksomheder, sædvanligvis som minoritetsposter.
Verifikationsdokument	Internt dokument, der udarbejdes i forbindelse med verifikation af oplysningerne i et prospekt.
Værdipapirnote	<p>Det prospekt, der skal udarbejdes i forbindelse med en børsnotering af aktier, består af tre dele: et aktieregistreringsdokument, en værdipapirnote og et resumé. Disse dele kan fremstå som tre ad-skilte dokumenter eller være indeholdt i ét samlet dokument.</p> <p>Værdipapirnoten indeholder oplysninger om de aktier, der udbydes, herunder de nærmere betingelser for udbuddet.</p>



REGLER OG VEJLEDNINGER

Kapitalmarkedsloven

<https://www.retsinformation.dk>

Selskabsloven

<https://www.retsinformation.dk>

Forordning (EF) nr. 809/2004 af 29. april 2004 (med ændringsforordninger) (den gældende prospektforordning)

<http://eur-lex.europa.eu>

Forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 (den nye prospektforordning)

<http://eur-lex.europa.eu>

Bekendtgørelse om prospekter (bekendtgørelse nr. 1176 af 31. oktober 2017)

<https://www.retsinformation.dk>

Bekendtgørelse om betingelserne for officiel notering (bekendtgørelse nr. 1170 af 31. oktober 2017)

<https://www.retsinformation.dk>

Finanstilsynets ”Praktisk information om store prospekter” senest opdateret 16. januar 2017

<https://www.finanstilsynet.dk>

NASDAQ's ”Regler for udstedere af aktier”

<http://www.nasdaqomxnordic.com/>

NASDAQ's ”Nasdaq First North Nordic – Rulebook”

<http://www.nasdaqomxnordic.com/>

Corporate Governance anbefalingerne

<https://corporategovernance.dk/anbefalinger-god-selskabsledelse>



证券交易所给出的10条建议

- 1 常识**

基于常识做出判断。最行之有效的办法是使用常识，有条不紊地工作方法和付出努力。
- 2 文档**

确保公司运行。良好公司运行情况良好可简化上市流程。
- 3 来自高层的调子**

为公司的成功和未来价值的创造，高层的定调至关重要。管理层一贯性地专注公司成功和稳定的关键，以及有使员工在工作生活中拥有始终如一的态度能力，都很重要。
- 4 流程**

检验公司的流程和程序必须经得起检验，以避免因业务失控而惊慌失措，无应对措施。
- 5 管理**

有能力，着眼于未来的管理。董事会及执行理事会必须具备相关的能力和对公司行业未来走向的正确态度。
- 6 风险管理**

必须对风险进行监控。着重注意机构在整体上对公司的愿景，战略和业务计划的理解，同时也要关注公司所面临的风险以及对于风险的管理能力。
- 7 严肃务实**

聘请优秀的顾问，避免将流程和决定过于复杂化。
- 8 时机**

今日事今日毕。时刻做好准备。
- 9 沟通交流**

注重沟通交流。关于公司的认真、端正以及有趣的沟通交流能激发员工和合作伙伴的自豪感，又能调动投资者的兴趣。
- 10 价格**

切勿贪婪。股价高涨的回报和喜悦也同时有利于老股东。

上市过程

准备工作

1. 我的公司能否上市?
2. 公司运行良好/尽职尽责
3. 建立企业建构与管理
4. 建立公司流程
5. 制定相应的财会标准
6. 聘请顾问
7. 沟通交流
8. 主要投资者
9. 初步估值和招标

招股说明书

1. 招股说明书
2. 校验
3. 投资者关系
4. 估值

首次公开招股

1. 投资者说明会
2. 路演
3. 纳斯达克/丹麦金融监管机构
4. 最终估值
5. 成本和保险
6. 责任

成为上市公司

1. 纳斯达克的日常运作 (政策)
2. 守信 - 投资者关系职能
3. 保持投资者和分析师的兴趣
4. 同级最佳

