

Working Paper Series

Department of Business Studies

No. 22, 2008

Investor relations: Kommunikation med strategien
som udgangspunkt

By

Christian Nielsen and Per Nikolaj Bukh

Investor relations: Kommunikation med strategien som udgangspunkt

Christian Nielsen

Associate professor, PhD
Aalborg University
Department of Business Studies
Fibigerstræde 4, Fib4-45a
DK-9220 Aalborg Ø
Tel: +45 23698087
E-mail: chn@business.aau.dk

Per Nikolaj Bukh

Professor, PhD
Aalborg University
Department of Business Studies
Fibigerstræde 4, Fib4-72
DK-9220 Aalborg Øst
Tel: +45 20866790
E-mail: pnb@pnbukh.com

Abstract:

Set i lyset af globaliseringen af de finansielle markeder, et stigende antal børsfusioner og den forøgede adgang til informationer via Internettet og andre nyere informations-teknologier, øges lovgivningen og kravene til virksomheder, analytikere og investorer med stigende hast. I dette kapitel beskrives formålet med at kommunikere til kapitalmarkedet, samt hvorledes Investor Relationsarbejdet tager sig ud i praksis. I kapitlet diskuteres det, også, hvorledes Investor Relations funktionen arbejder for at skabe en effektiv prisdannelse for virksomhedens aktier, både på kort og langt sigt. I forlængelse heraf, belyses Investor Relations funktionens forankring i organisationen.

Keywords: Investor Relations, finansiell kommunikation, tillid, troværdighed, forretningsmodeller

ISBN 9788791646256

Acknowledgement:

Tak til Ole Madsen for kommentarer til en tidligere version af kapitlet.

1.1 Introduktion

Investor Relations (ofte forkortet til IR) har at gøre med pleje af relationerne til virksomhedens investorer og disses rådgivere. IR er i bund og grund markedsføring af virksomhedens aktie over for kapitalmarkedet og formålet er, at hjælpe kapitalmarkedet med at forstå værdiskabelsespotentialet i den pågældende virksomhed. En virksomhedens kommunikation til aktiemarkedet kan have en væsentlig effekt på dens aktiekurs, således at formen, indholdet og timingen af kommunikationen nogle gange kan være mere kurspåvirkende end det materielle indhold i det budskab, der kommunikeres. Det er også ofte tilfældet at en velfungerende kommunikation kan være med til at skabe en højere aktiekurs, idet IR har betydning for virksomhedens omdømme og dermed værdi på det finansielle marked (se f.eks. Srivastava *et al.* 1997).

I dette kapitel vil vi sætte fokus på den del af virksomhedens kommunikation og PR, der vedrører de eksterne interessenter, der skal have viden om selve virksomheden og ikke primært de produkter eller ydelser den frembringer og afsætter på markedet. Det er mest direkte forståeligt, hvis man tænker på virksomheder, hvis ejerskab er omsætteligt på et marked, typisk fordi der er tale om et aktieselskab, hvor aktierne er noteret på en fondsbørs. Her har aktionærene ikke blot interesse i at få information om, hvordan det går med det selskab de ejer aktier i, men også at selskabet kommunikerer med andre potentielle aktionærer på en måde, der skaber en efterspørgsel efter aktierne, da en øget efterspørgsel alt andet lige vil betyde højere aktiepriser og dermed skabe værdi for aktionærene. Ligeledes er en efterspørgsel efter selskabets aktier nødvendig for at det kan finansiere sine aktiviteter med egenkapital.

Denne type kommunikation der er rettet imod aktiemarkedet kaldes Investor Relations, hvilket direkte oversat til dansk betyder ”relationer til investorerne”. Når man taler om en IR afdeling, er der således tale om en funktion i selskabet der har at gøre med pleje af disse relationer (Dolphin 2004). Relationsplejens primære fundament er, at give information, samt at diskutere virksomhedens drift og regnskaber med analytikerne, investorerne og deres rådgivere. Herudover har virksomheden også behov for effektivt og professionelt at kunne kommunikere med en lang række andre interessenter, lige fra journalister til fondsbørs og myndigheder om de forhold, der vedrører virksomheden og dens omdømme og dermed også aktionærernes interesser. IR feltet har oplevet en eksplosiv udvikling i de seneste 10-15 år, hvilket i høj skyldes globaliseringen af de finansielle markeder (se f.eks. Marston 1996).

Der eksisterer ikke en entydig grænse mellem de kommunikationsopgaver en IR afdeling løser og så, hvad en 'almindelig' kommunikationsafdeling vil beskæftige sig med og virksomheder vil i praksis organisere sig på forskellige måder. Derfor vil der være nogle virksomheder, hvor en kommunikationsdirektør har ansvaret for IR, og der vil være andre virksomheder, hvor IR varetages af den administrerende direktør eller økonomidirektøren – evt. i samarbejde med en kommunikationschef. De største børsnoterede virksomheder opererer ofte med selvstændige IR afdelinger, hvor IR chefen, typisk betegnet en IRO (Investor Relations Officer), ikke har andre opgaver end at servicere de finansielle markeder med information. Ulempen ved den specialiserede IR afdeling er, at det kan føre til en frakobling fra den almindelige kommunikation, samt at afstanden kan blive for stor til topledelsen.

Da virksomhedens omdømme ligeledes er af betydning for dens mulighed for at rekruttere medarbejdere, vil aspekter af employer-, employee- og corporate branding-aktiviteter (jf. kapitel x) være relateret til de aktiviteter, der varetages af IR funktionen. IR er således ikke blot rettet mod investorer, og i mange IR afdelinger vil den tid, der bruges på de øvrige "finans-interessenter", derfor udgøre en temmelig stor del af ressourceforbruget.

Det, som kendetegner Investors Relations, er dog, at den primære rolle er kommunikationen med aktørerne på den del af kapitalmarkedets, der udgør markedet for information (jf. Barker 1998). De centrale aktører er her investorer af forskellig art, analytikere, kommentatorer, erhvervsjournalister mv. Derfor vil vi i dette kapitel have fokus på denne del af kommunikationen selvom en IR afdeling, som diskuteret ovenfor, også kan varetage andre opgaver. Ligeledes vil vi primært have fokus på de praktiske forhold omkring den måde information kommunikeres på samt det formål virksomheden har med denne kommunikation frem for den børsretslige vurdering af, præcist hvilken information, der skal kommunikeres hvornår etc. Her vil vi henvise til den omfattende juridiske litteratur på området, f.eks. Schaumburg-Müller & Werlauff (2008), Hansen (2008) eller Andersen & Clausen (2007, 2008).

Den resterende del af kapitlet er struktureret således, at vi i afsnit 1.2 først diskuterer, hvorfor IR opgaven er central for virksomheden. Herefter afklarer vi i afsnit 1.3 IR funktionen roller og processer, samt de strukturer som kendetegner en typisk IR funktion. Dette omfatter også kontaktholderne internt og eksternt i virksomheden samt kommunikationskanalerne til det finansielle marked: ligeledes ser vi i afsnittet nærmere på hvem der er de primære kunder og hvilke informationer disse har brug for.

I afsnit 1.4 til 1.6 fokuserer vi på kommunikation med virksomhedens strategi som udgangspunkt, de anvendte kommunikationskanaler og virksomhedens image, hvilket i afsnit 1.7 leder os frem til en beskrivelse af hvordan man med fordel kan benytte forretningsmodellen som kommunikativt udgangspunkt. Endelig afrundes kapitlet i afsnit 1.8 med et nærmere kig på muligheden for at måle på succes af IR arbejdet, samt enkelte konkluderende bemærkninger.

1.2 Investor Relations funktionens rolle

IR funktionen kan betegnes som en kommunikationsafdeling med speciale i de interessenter, som udgør de finansielle markeder. I særdeleshed har IR funktionen fokus på de potentielle investorer (Marston & Straker 2001), hvilket i en vis forstand kan sammenlignes med en almindelige marketingafdelings fokus på at tiltrække kunder. Imidlertid spiller IR funktionen også en vigtig værdiskabende rolle i relation til både selskabets strategiske styring, dets kapitalomkostninger og i særdeleshed aktiekursen. Grundlaget for dette skabes ved at systematisere de inputs der opnås fra investorerne igennem interaktionen med disse og kanalisering af investorerens synspunkter tilbage til selskabets direktion. Dette kaldes nogle gange også *IR intelligence*.

Virksomhedens kapitalomkostninger drejer sig basalt set om, hvad det koster virksomheden – altså de nuværende ejere – at skaffe yderligere kapital, f.eks. ved at låne i banken, eller udstede nye aktier. Ved kapitalrejsning gennem nyudstedelse af aktier er det mest oplagt, at det er væsentligt, at virksomhedens IR funktion sikrer, at der er aftagere, som har interesse i at købe disse. Men virksomhedens kommunikation og åbenhed omkring interne forhold har også betydning for dens mulighed for at opnå lån samt de vilkår disse kan optages på. I praksis er situationen lidt mere kompliceret, idet fremmedkapitalen ikke blot er banklån med også kan omfatte forskellige former for ansvarlige lån, herunder virksomhedsobligationer, der ligesom aktier kan handles på et marked. Ligeledes er egenkapitalomkostningerne ikke blot et spørgsmål om at kunne udstede nye aktier, da der også må tages hensyn til den faktiske børskurs, som afspejler omkostningerne ved at reducere andelen af egenkapital ved at opkøbe egne aktier.

Kapitalomkostningerne har på lige fod med andre omkostninger betydning for virksomhedens indtjening og dens mulighed for at nå eventuelle afkastkrav. Dette er direkte relateret til i hvilken grad aktiekursen påvirkes af den generelle markedsstemning. En aktiekursdannelse som i højere

grad afspejler virksomhedens egne forhold og i mindre grad markedets luner og generelle tendenser, betyder lavere kapitalomkostninger.

Der er elementer af markedsføring i IR, idet virksomhedens aktie skal sælges på kapitalmarkedet og IR anses ofte som en central del af en koncernens markedsføringsstrategi (Dolphin 2004). Udgangspunktet er her, ikke at det drejer sig om at sælge aktien så dyrt som muligt, men at hjælpe kapitalmarkedet med at forstå værdiskabelsespotentialer i den pågældende virksomhed (Dolphin 2004, 26) for at sikre den 'korrekte' prisfastsættelse. Dette er ikke blot i virksomhedens interesse, men også en væsentlig forudsætning for at kapitalmarkedet kan sikre en samfundsmæssig ressourceallokering, sådan at overskudslikviditet overføres til de investeringsmuligheder, der giver det bedste afkast (jf. Hansen 2008a, p. 164). Nøgleordet er både fra et virksomhedsmæssigt og samfundsmæssigt perspektiv, information.

Information er vigtig fordi den bidrager til at reducere den usikkerhed kapitalmarkedet vil have omkring virksomhedens forhold. Dette drejer sig ikke blot om den fremtidige indtjening, men også om, hvorledes forskellige begivenheder – f.eks. udvikling af nye produkter, opkøb og frasalg af forretningsområder, opnåelse af patenter, makroøkonomiske forhold etc. – vil påvirke virksomheden og dermed aktiekursen. IR håndterer ikke den faktisk risiko i virksomheden, men investorernes risiko ved en given investering. Men, som vi vil komme nærmere ind på senere i dette kapitel, så er information ikke en entydig størrelse i en Investor Relation sammenhæng, idet børsnoterede selskaber er underlagt en række spilleregler fra fondsbørsen. Afgørende for IR arbejdet er, at man ikke videregiver følsomme informationer eller information til nogle interessenter uden af de øvrige markedsdeltagere også har adgang til denne.

Den såkaldte agentteori (se f.eks. Jensen 2000; Akerlof 1970) tager udgangspunkt i, at der eksisterer en naturlig interessekonflikt mellem virksomhedens ledelse og dens ejere, altså investorerne. Investorerne er i sidste instans med til, via den af generalforsamlingen valgte bestyrelse, at udpege selskabets daglige ledelse. Konflikten består derefter i, hvorvidt selskabets daglige ledelse handler i investorernes bedste interesse, hvilket kun kan konstateres gennem informationer fra denne eller via dividende udbetalinger (Song & Thakor 2008). I tilfældet med et børsnoteret selskab, videregives informationer naturligvis via fondsbørsen og de nyhedsbureauer som formidler finansiel information, jf. afsnit 1.4.

Distributionen af informationer gennem fondsbørsmeddelelser, regnskaber m.v., har således til formål at opfylde investorernes behov. Information sætter nemlig investorerne i stand til at vurdere

hensigtsmæssigheden af den investering de har foretaget, Dermed reduceres risikoen ved at investere i aktieselskabet. Information danner derfor ryggraden i kapitalmarkedet, og vurderingen af virksomhedernes informationspolitikker bliver afgørende for virksomhedens evne til at tiltrække interesserede investorer.

Formelt skal en børsnoteret virksomhed give alle interessenter lige og samtidig adgang til kursrelevante informationer. De seneste års udvikling af kommunikationsmulighederne via elektroniske medier har lettet arbejdet for virksomhederne i relation til denne problematik hvad angår langt de fleste kommunikationskanaler. Dog skal virksomhederne stadigvæk være meget påpasselige med hvilke informationer de giver til lukkede investor møder, hvor eksempelvis kun analytikere og professionelle investorer deltager. Sat lidt på spidsen kan man sige, at det er en umulighed at afholde lukkede møder for særligt indbudte væsentlige investorer samtidig med, at de ikke modtager information som ikke allerede er tilgængeligt for alle. Derfor er netop denne form for møder ofte til diskussion i medier og blandt eksperter og politikere.

1.3 Investor Relations funktionens målgruppe

Selvom IR funktionen principielt betjener alle der ønsker information om selskabet er det normalt i selskabets (og dermed også i aktionærernes) interesse at der sker en prisdannelse, der afspejler den langsigtede værdi uden for stor bevægelse i aktiekursen som følge af uventede begivenheder, overraskelser omkring selskabets regnskabsmæssige resultater, eller tilsvarende. Idet de børsnoterede selskaber har brug for at kunne finansiere sig via egenkapital via børsen er der behov for investorer, der vil stille denne egenkapital til rådighed; og dermed er der fokus på investorer, der har en længere tidshorisont i investeringerne. Sådanne investorer ønsker at kunne sikre sig et afkast på investeringen, som med den givne tidshorisont lever op til de forventninger og har ingen interesse i at aktiekurserne afviger fra den pris, der afspejles af den langsigtede værdiskabelse. Derfor er IR funktionens hovedfokus at sikre at markedet har den bedst mulige information om virksomheden, således at der til enhver tid finder en hensigtsmæssig prisdannelse sted – og så langsigtede investorer ønsker at eje aktier i selskabet.

Udover den direkte kommunikation med kapitalmarkedet gennem fondsbørsmeddelelser, årsrapporter og delårsrapporter, vælger mange børsnoterede selskaber at afholde møder med analytikere og centrale, dvs. store, investorer. I praksis kan det dreje sig om porteføljeforvaltere fra

både danske og udenlandske banker og investeringsselskaber. Typisk afholdes investor-/analytikerpræsentationer for en større gruppe af deltagere efter hver offentliggjort regnskabsmeddelelse. Derudover afholdes såkaldte one-on-one møder, hvor en direktør fra selskabets direktion eller den IR ansvarlige mødes på tomandshånd med en enkelt analytiker eller porteføljeforvalter.

Private investorer kan også være vigtige interessenter for et børsnoteret selskab. Dog er det værd at bemærke, at private investorer ikke i samme grad som de professionelle har adgang til eksempelvis analyser fra investeringsbankerne. Et selskabs IR aktiviteter kan derfor være et vigtigt element i forsøget på at tiltrække flere private investorer. For mange små og mellemstore selskaber kan dette medvirke til at øge omsætningen i aktien. Der er dog delte meninger om IR afdelingens rolle over for private investorer. Nogle virksomheder primært retter deres IR indsats mod private aktionærer, mens andre virksomheder finder, at de private investorer bør serviceres ad andre veje end gennem IR, eksempelvis deres egen bank eller pressen. Forskellen i disse synspunkter afspejler forskellige IR strategier samt eksisterende positionering på markedet.

Hvis der allerede er flere analytikere der følger selskabet og interesse blandt institutionelle investorer er det ofte mere nærliggende at fokusere herpå – mens mindre virksomheder, som få analytikere og professionelle investorer interesserer sig for nødvendigvis må rette sig mere direkte mod potentielle private investorer. Generelt udføres mange aktiviteter i forhold til private aktionærer i samarbejde med de 'almindelige' danske banker (dvs. privatkundebanker), Dansk Aktionær Forening og de finansielle medier som eksempelvis Dagbladet Børsen samt Penge og Privatøkonomi, hvorimod møderne med de institutionelle investorer typisk arrangeres igennem investeringsbankerne.

1.4 De formelle krav til virksomhedens kommunikation

Ovenfor skildredes IR funktionen som et bindeled mellem selskabets direktion og selskabets ejere, dvs. investorerne. Det blev også fastlagt at en notering på en offentlig tilgængelig fondsbørs stiller krav til virksomhedernes informationspolitikker. For at imødekomme disse strukturelle krav og opgaver, vil virksomhederne oftest formulere en politik for IR afdelingen

Formelt regulerer Værdipapirhandelslovens § 27 gennem en række bekendtgørelser børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser, og fastlægger herudover en række regler, som skal forhindre

misbrug af intern viden til kursmanipulation. Værdipapirhandelsloven, som er særdeles omfattende og undergår hyppigere justeringer er baseret på en række EU-direktiver, og er således ikke et særligt Dansk fænomen. Se desuden Hansen (2008) for en omfattende kommentering af Værdipapirhandelsloven.

Som led i oplysningsforpligtelserne skal børsnoterede selskaber sikre, at al væsentlig information offentliggøres til alle markedsaktører samtidigt. Tidligere betød dette at offentliggørelse skete via Københavns Fondsbørs, men fra 2007 må virksomhederne selv bestemme hvilke(t) nyhedsbureau man vil benytte.

Grundlæggende set har børsnoterede selskaber ”pligt til straks at offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører selskabet, og som må antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer” (DIRF 2006, p. 9). I praksis betyder disse bestemmelser at en børsnoteret virksomhed, så snart der sker begivenheder, som kan have betydning for virksomhedens aktiekurs, skal offentliggøre denne information samtidigt via nyhedsbureauer, selskabets egen hjemmeside og et eventuelt nyhedsbrev. Som eksempel på sådanne hændelser kunne være begivenheder så som opkøb eller frasalg af virksomheder, nyheder vedrørende udviklingsporteføljen af medikamenter (for bioteknologi og farmaceutiske virksomheder), eller betydningsfulde ordre for større industriselskaber.

Herudover skal børsnoterede virksomheder også offentliggøre en række specifikke oplysninger (se f.eks. Schaumburg-Müller & Werlauff 2008 for en mere detaljeret beskrivelse heraf samt Hansen (2008a, 2008b for en gennemgang af det omfattende lovgrundlag). Det gælder ikke blot årsrapporter og delårsrapporter, men også forhold omkring incitamentsprogrammer, storaktionærers aktiebesiddelser, ledelsens handler med selskabets aktier etc.

Foruden den formelle lovgivning, så har de fleste virksomheder med en IR afdeling også en nedskreven *Investor Relations politik* (DIRF 2006, 8; CSE 2003, 21), således som fondsbørsen OMX også anbefaler det. IR politikken afklarer først og fremmest ansvaret i selskabet for IR aktiviteterne, herunder adgangsforhold til ledelsen for bestemte investorgrupper og grupper af finansielle rådgivere. Derudover vil en IR politik også fastslå hvem i organisationen der har bemyndigelse til at udtale sig på selskabets vegne, samt hvilke målsætninger selskabet har med sin kommunikation. Ud over IR politikken, som det er frivilligt at udarbejde, er børsnoterede selskaberne forpligtigede til at udarbejde interne regelsæt, der dels skal sikre at oplysningsforpligtigheden overholdes og at intern viden ikke uberettiget videregives og dels

fastlægge formelle regler for selskabet handel med egne aktier og for ledelsens m.v. handel med selskabets aktier.

1.4.1 Investor Relations funktionens organisatoriske placering

Blandt de centrale arbejdsopgaver, som IR funktionen tager sig af i det daglige, er tilrettelæggelse af regnskabspræsentationer og andet skriftligt materiale til brug i kommunikationen med de finansielle interessenter. Herudover udgør IR afdelingen en praktisk og kommunikationsmæssig kobling mellem ledelsen og aktionærerne.

Typisk er IR afdelingen organisatorisk enten placeret som en selvstændig afdeling under økonomidirektøren eller også udgør den en del af kommunikationsafdelingen. Men der er også selskaber, der ikke har en decideret IR afdeling, hvilket f.eks. kan betyde at IR opgaverne løses af direktionen eller håndteres med afsæt i et direktionssekretariat eller lignende. De to forskellige organisatoriske placeringer – økonomiafdelingen eller kommunikationsafdelingen – betegnes af Lykkesfeldt (2006) som forskellige skoler inden for IR organisering. I Danmark er der en nogenlunde lige fordeling mellem disse to organiseringskoler når man kigger på de virksomheder som har IR som en særskilt funktion (Nielsen *et al.* 2006).

Som anført af Hong & Ki (2007) er møder med topledelsen centralt i skabelsen af tillid mellem kapitalmarkedet og virksomheden (jf. Holland 1997). I Danmark er praksis, at det primært er den administrerende direktør og økonomidirektøren, som udtaler sig på selskabets vegne i forbindelse med regnskabspræsentationer og større roadshows over for de indenlandske og udenlandske institutionelle investorer. Derimod tager IR chefen sig typisk af lokale arrangementer, mere generelle spørgsmål og møder med investorer som har mindre kendskab til virksomheden og derfor behøver en mere omfattende baggrundsviden om denne.

IR funktionens placering og organisering er væsentlig, da der er en signalværdi i relation til virksomhedens prioriteringer som kan påvirke afdelingens renommé og dermed kapitalmarkedets tiltro til virksomheden. Troværdighed i IR arbejdet påvirkes nemlig af den organisatoriske afstand, der er imellem IR afdelingen og referencepersonen, dvs. den administrerende direktør eller økonomidirektøren, idet dens indsigt i f.eks. strategi og fremtidsforventninger ofte vil være relateret til adgang til direktion og bestyrelse.

1.5 Kommunikationskanaler og kontakflader

Blandt de praktiske opgaver som ligger inden for rammerne af IR funktionen er planlægning af personlige møder med investorer og analytikere, road shows f.eks. i forbindelse med regnskabsmeddelelser, conference calls og andre investor præsentationer herunder konferencer og investorseminarer. IR afdelingen udarbejder også præsentationer og noter til præsentationerne, ligesom de bidrager til årsrapporten, hjemmesiden, medarbejderblade og andre publikationer.

Man kan opfatte IR funktionen som en gatekeeper for information i forhold til kapitalmarkedet. I en sådan rolle er det afgørende at have styr på, hvilke informationer som offentliggøres hvornår, og derfor er især fondsbørsmeddelelser en central informationskanal. På et overordnet plan kan virksomheder benytte sig af følgende informationskanaler:

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

Fra virksomhed til virksomhed findes der selvfølgelig forskellige holdninger til, hvorledes disse kommunikationskanaler anvendes i forhold til hinanden og hvordan de prioriteres. For nogle virksomheder udgør et kvartalsvist virksomhedsblad eksempelvis omdrejningspunktet for kommunikationen (f.eks. Vestas, GN Store Nord), imens selskabets hjemmeside er foretrukket af en del virksomheder med mange private investorer (f.eks. Topdanmark, Bang & Olufsen). Selskabets hjemmeside kan principielt sikre en konsistent og lige informationsadgang for alle interessenter, men det er i sig selv en passiv distributionskanal og der vil stadig være behov for personlig kommunikation, idet forklaringen af informationerne sikrer, en korrekt forståelse af disse.

IR arbejdsprocessen er struktureret omkring selskabets kvartalsvise rapporteringer. I de fleste selskaber holder IR afdelingen lukket for investormøder i den sidste måned inden

regnskabsaflæggelsen og i en del større virksomheder deltager afdelingen derefter sammen med direktionen i det såkaldte roadshow i 1 til 2 uger umiddelbart efter regnskabspræsentationen. Et roadshow består i, at ledelsen tager på rundtur til de større finansbyer for at præsentere selskabets resultater for investorer og potentielle investorer. Et roadshow er typisk arrangeret af en investeringsbank, som derved får muligheden for at dens udvalgte kunder får et bedre kendskab til virksomheden. I løbet af finanskalenderen vil der i mange store virksomheder typisk være et roadshow ved hver kvartalsregnskab, om end helårs- og halvårsrapporteringen vil være mest central. Udover de planlagte roadshows deltager de fleste selskaber derudover i andre præsentationsarrangementer, enten sammen med andre virksomheder eller på egen foranledning, ligesom selskabernes ledelse og IR ansatte møder investorerne på enmandshånd. De sidste 4-5 uger op til en regnskabsaflæggelse holder virksomhederne lukket for kommunikationen med omverdenen, for at undgå, at kursfølsomme informationer offentliggøres fejlagtigt. Desuden giver dette arbejdsro til regnskabsudarbejdelsen.

Selvom årsrapporten i sin udformning kan være virksomhedens mest markante informationstiltag har kommunikationen af årsrapporten ikke den centrale betydning for kapitalmarkedet, som man måske umiddelbart kan forestille sig. Regnskabsresultaterne samt forventninger til det kommende år etc. i skal kommunikeres i en meddelelse til fondsbørsen hurtigst muligt efter at bestyrelsen har godkendt regnskabet. Men årsrapporten i form af den trykte publikation først foreligger oftest først senere da, det af praktiske årsager kan være vanskeligt, at have årsrapporten færdig tidligere. Der er dog en tendens til at flere og flere virksomheder (f.eks. Spar Nord Bank,) vælger at offentliggøre den fulde årsrapport (typisk i pdf-format) samtidig med regnskabsmeddelelse. Selvom dette i sagens natur er mere kompliceret og ressourcekrævende end kun at offentliggøre en regnskabsmeddelelse er argumentet blandt andet, at det samlet set er mindre ressourcekrævende end at offentliggøre regnskabsmeddelelse og årsrapport separat.

Der er også en tendens til at flere og flere virksomheder vælger at udvikle mere og mere avancerede web-baserede årsrapporter, og det kan givetvis forventes at den gammeldags papirbaserede publikation vil miste sin betydning. Tendensen i de senere år har i hvert fald været, at virksomheder i stigende grad offentliggør informationer i mere analytiker-venlige formater, så som Microsoft Excel. Men selvom årsrapporten ikke direkte er central for kursdannelsen er den naturligvis stadig væsentlig. Dels er den for mange private investorer den vigtigste samlede kilde til viden om virksomheden og dels retter kommunikationen sig også mod en række andre interessenter, herunder eksisterende og potentielle medarbejdere, kunder, leverandører og andre samarbejdspartnere – og

årsrapporten er et væsentligt element i virksomhedens ansigt udadtil. Således argumenterer Clarke & Murray (2000) for, at årsrapportens rolle primært er at give et godt indtryk, samt opbygning af tillid. Men de pointerer endvidere at årsrapportens problem er, at der alene er tale om envejskommunikation og allerede Tuominen (1997) påpegede, at succes med IR kræver at virksomheden bevæger sig ud over de obligatoriske regnskabsmeddelelser og gennemfører en hyppig, grundig, proaktiv og diversificeret tovejs kommunikation med kapitalmarkedet.

Endelig vil virksomhederne også benytte sig af pressen mere generelt, idet denne informationskanal kan være egnet til at skabe opmærksomhed omkring selskabet i forhold til potentielle private investorer. Dog konkluderer Davis (2004), at pressens indflydelse på analytikerne i de senere år har været dalende, selvom de private investorers handelsmønstre stadig bliver påvirket i nogen grad. Dette skyldes naturligvis udbredelsen af elektroniske medier - anvendelsen af hjemmesider, live streaming af conference calls over Internettet, email, podcasts m.m. – der relativt set har fået større betydning. Måske har det også en betydning, at der i de senere år er sket en øget popularisering af finansnyhederne i de fleste medier, således at der fokuseres mere på sensationer og spændende nyheder end egentlig på information, der er relevant for investorer og analytikere.

1.6 Virksomhedens image

Der er en klar tendens til, at virksomheder ønsker at skabe sig et positivt image over for offentligheden, idet image har en betydning for investorers opfattelse af virksomhedens langsigtede værdiskabelse (jf. Fombrun & Shanley 1990). Image består af mange ting selvom investorerne snævert set er mest interesserede i virksomhedens evne til at tjene penge, så påvirkes dette også af dens generelle image, da image har betydning for afsætningen af virksomhedens produkter, rekruttering af medarbejdere mv. Derfor er IR afdelingen i væsentligt omfang relateret til virksomhedens øvrige markering og PR aktiviteter.

Frem for udelukkende at markere sig på de rent økonomiske målsætninger og resultater har der i flere år været en tendens til at virksomhederne gennem kommunikationsprocessen tilstræber at dokumentere deres berettigelse på markedet overfor en så bred skare af aktionærer som muligt. Det betyder, blandt andet, at virksomhederne lægger vægt på at fremhæve mission og værdier og på at vise, hvorledes de påtager sig et socialt ansvar (Brown 1997). Dette har blandt andet resulteret i at flere virksomheder (f.eks. Coloplast, Novozymes og Topdanmark) har offentliggjort supplerende

ikke-finansielle information.. Selvom virksomhedens finansielle formåen naturligvis er den væsentligste faktor for investorer, så konkluderer Helm (2007) at et godt image spiller en afgørende rolle i især nye investorers køb af ejerandele, mens andre forfattere (se f.eks. Ryan & Jacobs 2005, Dowling 2006, Srivastava et al. 1997) ligeledes argumenterer for at image har betydning for bevarelse af investor relationer.

1.7 Forretningsmodellen: Når finansiell PR er mere end blot tal

En proaktivitet kommunikation, og dermed også en decideret finansiell PR, nævnes ofte som et vigtigt element i den gode IR indsats. Marcus (2005) pointerer eksempelvis, at virksomheder som udøver en proaktiv IR indsats vil udskille sig fra mængden og dermed få en konkurrencefordel, da de har lettere og billigere adgang til kapital. Det er i denne forbindelse væsentligt at være opmærksom på, at selvom 'efterspørgsel' og 'pris' som på ethvert andet marked er knyttet til hinanden, så har virksomheder et behov for finansiering via egenkapital og ansvarlig lånekapitel, der ofte nødvendiggør, at der er en potentiel interesse for at investere i virksomheden. En manglende interesse for at investere i virksomheden som følge af investorerne ikke har et tilstrækkeligt kendskab til den kan ikke kompenseres via de økonomiske vilkår for at stille ansvarlig kapital til rådighed for selskabet. Det betyder, at finansiell PR er med til at opbygge virksomhedens strategiske beredskab. Det gælder alle typer virksomheder, men er særligt markant, hvad angår finansielle virksomheder, hvor der stilles specifikke krav til basiskapital og solvens (se f.eks. Baldvinsson *et al.* 2005).

Virksomhederne kan forstærke deres "markedsføringsindsats" ved enten at være meget aktiv i forhold til at møde investorerne (se afsnit 1.5), eller ved at kommunikere mere omfattende ud over det regnskabsmæssige, dvs. udvide mængden af supplerende informationer. Et af problemerne ved at kommunikere mange supplerende informationer ud til omverdenen er imidlertid, at modtagerne hurtigt bliver overbebyrdet og mister overblik (Allen 2002).

Forretningsmodellen kan potentielt udgøre en platform for virksomhedens supplerende rapportering (jf. Nielsen & Bukh 2008). Begrebet en forretningsmodel er knyttet til den igangværende debat om virksomheders gennemsigtighed, idet et kerneproblem ved offentliggørelsen af supplerende informationer om eksempelvis strategi, værdiskabelsesprocesser, videnressourcer m.m., er, at denne information kan være svær at forstå, hvis ikke de bliver sat ind i en relevant kontekst. På det

overordnede plan drejer dette sig om at kommunikere virksomhedens strategi, kritiske succesfaktorer, risikoforhold, markedsvilkår etc. på en måde, så investorerne realistisk kan vurdere, hvorledes virksomheden aktuel klarer sig, og hvilke forventning de kan have til den fremtidige udvikling. I praksis har det vist sig at være ganske vanskeligt at gøre dette på en måde, som ikke er for omfattende og kompliceret, og som ikke på uhensigtsmæssig vis går for tæt på information, der ikke kan offentliggøres, f.eks. af hensyn til lovkrav, samarbejdspartnere eller konkurrenceforhold.

Internationalt set har flere udvalg, kommissioner og ekspertgrupper igennem den sidste halve snes år arbejdet med at udvikle retningslinjer og anbefalinger. Eksempelvis har Blair & Wallman (2001, 59) argumenteret for, at virksomhedens supplerende rapportering bør afspejle de dynamikker, som driver virksomhedernes værdiskabelse. Virksomhedens kommunikation og rapportering bør i sidste instans udgøre en repræsentation af virksomhedens forretningsmodel “by describing the relationships among the various input measures and outcome measures, and to link the primary inputs to intermediate inputs and, ultimately, to financial performance and other measures of total value creation” (Blair & Wallman 2001, 43).

Der eksisterer en del litteratur omkring Business Models – eller forretningsmodeller, som vi kan oversætte det til – dog uden nogen entydigt accepteret teoretisk fundering eller definition heraf. En Business Model beskriver sammenhængen i de strategiske valg som muliggør håndteringen af de processer og relationer, som skaber værdi på både de operationelle, taktiske og strategiske niveauer i organisationen (jf. Nielsen 2005b). Forretningsmodellen illustrerer således sammenhængen mellem ressourcer, processer og leveringen af en ydelse, som bevirker, at virksomheden er rentabel på langt sigt. Gennemsigtighed forstås i relation hertil som det at kommunikere fyldestgørende omkring virksomhedens forretningsmodel.

Forretningsmodellen kan dermed i relation til IR arbejdet ansues som en model, der hjælper virksomhedens ledelse med at kommunikere og dele deres forståelse af virksomhedens forretningslogik med eksterne stakeholdere (Fensel 2001). Dette betegnes ofte for ”equity story” i finansskredse. Disse stakeholdere omfatter ikke blot analytikere og investorer, men også samarbejdspartnere, samfundet og potentielle medarbejdere. Ideen er således, at tages udgangspunkt i det unikke ved virksomhedens værdiskabelse i forhold til de eksterne parter. Sandberg (2002) formulerer dette således: “Spell out how your business is different from all the others.” Osterwalder & Pigneur (2003) tilregner den proces som ledelsen gennemgår under en modellering af

virksomheden som et vigtigt redskab til at identificere og forstå centrale elementer og sammenhænge i forretningen, eksempelvis value drivers og andre kausale sammenhænge.

Sammen med konsistens, kan en fast struktur på informationsgivningen og selve informationerne, hjælpe virksomhedens eksterne interessenter med at forstå hvordan nye begivenheder påvirker dens fremtidsudsigter. På denne måde kan virksomheden minimere spredningen i analytikernes estimater, hvilket påvirker usikkerheden omkring den ”rigtige” prisfastsættelse, hvilket som diskuteret ovenfor påvirker kapitalomkostningerne.

1.8 Konkluderende bemærkninger

IR har at gøre med pleje af relationerne til virksomhedens investorer og disses rådgivere. IR er i bund og grund markedsføring af virksomhedens aktie over for kapitalmarkedet og formålet er, at hjælpe kapitalmarkedet med at forstå værdiskabelsespotentialen i den pågældende virksomhed. At virksomhedens kommunikation til aktiemarkedet kan have en væsentlig effekt på virksomhedens aktiekurs, er eksemplificeret i kapitlets tilhørende case ”Forretningsmodellen og den finansielle kommunikation i Topdanmark” i appendiks 1. Her vises det hvordan formen, indholdet og timingen af kommunikationen nogle gange kan være mere kurspåvirkende end det materielle indhold i det budskab, der kommunikeres. Men det er omvendt også ofte tilfældet at en velfungerende kommunikation kan være med til at skabe en højere aktiekurs. IR har altså betydning for virksomhedens omdømme og dermed værdi på det finansielle marked.

I bestræbelserne på at udarbejde den gode historie om virksomheden, kan eksempelvis også salgs- og marketingsafdelingerne inddrages. Idet IR arbejdet anses som en balance mellem det blødere kommunikationsmæssige felt og de hårde finansielle tal, så må udfyldelsen af rollen nødvendigvis indebære at finde en balance mellem konsistent og ærlig information uden at oversælge.

Det er ikke nemt direkte at måle IR afdelingens evne til at skabe forståelse for virksomheden blandt kapitalmarkedsaktørerne.. F.eks. kan man ikke blot måle på aktiekursen eller dens volatilitet, idet disse er afhængige af mange eksterne faktorer som IR afdelingen ikke selv er herre over, herunder de økonomiske konjunkturer. Som en indikator på effekten af IR afdelingens kommunikationsevner, dvs. dens succes, sammenligner man nogle gange aktiekursens afhængighed af markedsstemningen sammenlignet med kursen på tilsvarende virksomheder i den samme branche. En anden måde at måle på IR afdelingens succes, er at se på hvor enige, eller uenige, de

analytikere som følger virksomheden, er (Farragher *et al.* 1994). Stor enighed betyder at IR afdelingen gør et godt job ved at informere og hjælpe analytikerne med at fokusere på de rigtige aspekter af selskabets værdiskabelse. I en nyere undersøgelse (Nielsen *et al.* 2006) af sammenhængen mellem virksomhedernes IR aktiviteter og spredningen i analytikernes konsensusestimater fremgår det eksempelvis, at et højt informationsniveau betød større afvigelser mellem analytikernes estimater på kort sigt, dvs. en et-årig periode, men signifikant mindre spredning på estimerne for en to til tre års periode. Dette kan skyldes at de informationer, som typisk formidles af IR afdelingen, er af mere strategisk og markedsorienterende karakter og derfor omhandler det lange sigt, snarere end det drejer sig om at hjælpe analytikerne med at forudsige næste kvartals nettoindtjening.

Ved at øge den direkte kommunikation opnås altså en mindre forskel mellem analytikernes vurderinger ved perioder over et år. Finansanalytikernes nøjagtighed i deres fremtidsberegning af indtjeningen og mængden af supplerende informationer kan til dels understøtte Vanstraelen *et al.*'s (2003) konklusion om en positiv sammenhæng mellem supplerende informationer og mere nøjagtige indtjeningsestimater.

Der er imidlertid forskel på at give alle interessenter adgang til den samme – enorme – mængde information der *kunne* være relevant, og sikre at de *har* relevant information i den konkrete analysesituation. Her må der tages stilling til, om analytikerne og investorer har baggrunden eller tiden til at indtage informationen, bearbejde den og bruge den i deres investeringsbeslutninger. Især i relation til virksomhedernes ikke-finansielle informationer er der et behov for at hjælpe kapitalmarkedet på vej med en model som kan strukturere og sætte sådanne informationer i relation til hinanden. Ellers vil de skabe mere forvirring end gavn. Alternativt vil informationen slet ikke blive anvendt.

Endelig, så fungerer IR funktionens i spændet mellem skrappe krav fra ejerne om at styre informationsadgangen til selskabet og lovgivningen vedrørende oplysningsforpligtelser og offentliggørelse af følsomme informationer. Tillid er det centrale element. Det tager tid at opbygge, og det kan forsvinde med enkelte forkerte bemærkninger eller fejl i kommunikationen.

Referencer

- Akerlof, G. 1970. The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty and the Market Mechanisms, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500.
- Allen, C.E. 2002. Building mountains in a flat landscape: investor relations in the post-Enron era, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 7, No. 4, pp. 206-211.
- Andersen, P.K. & N. J. Clausen. 2007. *Børsretten I: Regler og Markedsaktører*, 3. Udgave. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Andersen, Poul Krüger & Nis Jul Clausen. 2008. *Børsretten II: Oplysninger, overtagelsestilbud og markedsføring*, 3. Udgave. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Baldvinsson, C., T. Bender, K. Busck-Nielsen & F. N. Rasmussen. 2005. *Dansk Bankvæsen*, 5. Udgave, København: Forlaget Thomson.
- Barker, R. (1998), "The market for information: Evidence from finance directors, analysts and fund managers", *Accounting and Business Research*, Vol. 29, No. 1, pp. 3-20.
- Blair, M. & S. Wallman. 2001. *Unseen Wealth*. Brookings Institution, Washington D.C.
- Brown, P.R. 1997. Financial Data and Decision-Making by Sell-Side Analysts, *The Journal of Financial Statement Analysis*, Spring, pp. 43-48.
- Clarke, G. & L.W. Murray. 2000. Investor relations: perceptions of the annual statement, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 5, No. 3, pp. 144-151.
- CSE (Copenhagen Stock Exchange) 2003. *Guide for Investor Relations*. København
- Davis, A. 2004. The role of mass media in investor relations, *Journal of Communication Management*, Vol. 10, No. 1, pp. 7-17.
- DIRF (Dansk Investor Relations Forening) 2006. *DIRF's anbefalinger om god Investor Relations*. København
- Dolphin, R.R. 2004. The strategic role of investor relations. *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 9, No. 1, pp. 25-42.
- Dowling, G. 2006. In practice: How good corporate reputations create corporate value, *Corporate Reputation Review*, Vol. 9, No. 2, pp. 134-143.

- Farragher, E.J., R. Kleiman & M.S. Bazaz. 1994. Do investor relations make a difference? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 34. No. 4, pp. 403-412.
- Fensel, D. 2001. *Ontologies: Silver Bullet for Knowledge Management and Electronic commerce*. Heidelberg: Springer-Verlag.
- Fombrun, C. & M. Shanley. 1990. What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy, *The Academy of Management Journal*, Vol. 33, No. 2, pp. 233-258.
- Hansen, J.L. 2008a. *Værdipapir Handelsloven med kommentarer, bind 1: Loven*, 4. udgave. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.
- Hansen, J.L. 2008b. *Værdipapir Handelsloven med kommentarer, bind II: Kommentaren*, 4. udgave. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.
- Heemskerk, B., Pistorio & M. Scicluna (WBCSD). 2003. Sustainable development reporting: Striking the balance. World Business Counsel for Sustainable Development.
- Helm, S. 2007. The role of corporate reputation in determining investor satisfaction and loyalty, *Corporate Reputation Review*, Vol. 10, No. 1, pp. 22-37.
- Higgins, R. B. (2000) Best practice in global investor relations: The creation of shareholder value. Westport: Quorum Books.
- Holland, J.B. & U. Johanson. 2003. Value Relevant Information on Corporate Intangibles - Creation, Use, and Barriers in Capital Markets - Between a Rock and a Hard Place, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 4, No. 4, pp. 465-486.
- Holland, J.B. 1997. *Corporate Communications to Institutional Shareholders*. ICAS Research Report, Edinburgh.
- Hong, Y. & E.-Y. Ki. 2007. How do public relations practitioners perceive investor relations? An exploratory study, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 12, No. 2, pp. 199-213.
- Ikäheimo, S. 1996. *Communication in the Share Markets*. Ph.D Dissertation, The Turku School of Economics and Business Administration, Finland.
- Jensen, Michael C. 2000. *Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Michael C. Jensen. Cambridge: Harvard University Press.

- Lykkesfeldt, P. 2006. *Investor Relations: En bog om aktiemarkedsrelationer*. København: Børsens Forlag.
- Marcus, B.W. 2005. *Competing for Capital: Investor relations in a dynamic world*. New Jersey: Wiley Finance.
- Marcus, B.W. & S.L. Wallace. (1997) New dimensions in investor relations: Competing for capital in the 21st century. New York: John Wiley & Sons.
- Marston, C.L. & M. Straker. 2001. Investor Relations: A European Survey, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 6, No. 2, pp. 82-93.
- Marston, C. 1996. *Investor Relations: Meeting the Analysts*. ICAS Research Report, Edinburgh.
- Nielsen, C. 2005a. Essays on Business Reporting: Production and Consumption of Strategic Information in the Market for Information. Ph.D. Dissertation, Copenhagen Business School. Copenhagen: Samfundslitteratur.
- Nielsen, C. 2005b. Comments on the IASB discussion paper concerning Management Commentary. (http://www.iasb.org/current/comment_letters.asp)
- Nielsen, C., E. Vali, R. Hvidberg, J.T. Jensen & T.P. Madsen. 2006. *Business Models & Transparency: Når udfordringen hedder effektiv prisdannelse*. Rapport for Dansk Investor Relations Forening (DIRF).
- Nielsen, C. & P.N. Bukh. 2008. What constitutes a Business Model: The perception of financial analysts. Under publicering i *International Journal of Learning and Intellectual Capital*.
- Norberg, P. 2001. *Finansmarknadens amoralitet och det kalvinska kyrkorummet – en studie i ekonomisk menatlitet och etik*, The Economic Research Institute, Stockholm School of Economics, Stockholm. (In Swedish).
- Osterwalder, A. & Y. Pigneur. 2003. Towards Business and Information Systems Fit through a Business Model Ontology. Working paper, Ecole des HEC, University of Lausanne.
- Ryan, T.M. & C.A. Jacobs. 2005. *Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation*. New Jersey: Wiley Finance.
- Sandberg, K.D. 2002. Is it Time to Trade in your Business Model? *Harvard Management Update*, January, pp. 3-5.

- Schaumburg-Müller, Peer & Erik Werlauf. 2008. *Børs- og Kapitalmarkedsret*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Schaumburg-Müller, Peer. 2006. *Børsretslig Guide – En introduktion til børsretten*, 2. udgave. København: Nyt Juridisk Forlag.
- Song, F. & A.V. Thakor. 2008. Agency and Disagreement: A theory of investor relations and outside equity. Working paper presented at the University of Amsterdam.
- Srivastava, R.K., T.H. McInish, R.A. Wood & A.J. Capraro. 1997. *Corporate Reputation Review*, Vol. 1, No. 1 & 2, pp. 62-68.
- Tamura, H. 2002. Individual-Analyst Characteristics and Forecast Error, *Financial Analysts Journal*, July/August, pp. 28-35.
- Tuominen, P. 1997. Investor relations: a Nordic School approach, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 2, No. 1, pp. 46-55.
- Vanstraelen, A., M. Zarzeski & S. Robb. 2003. Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across 3 European countries, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14, No. 3, pp. 249-278.

Appendiks 1:

Forretningsmodellen og den finansielle kommunikation i Topdanmark

Topdanmark (www.topdanmark.dk) er en af Danmarks største forsikringskoncerner på detailforsikringsmarkedet. Selskabet blev grundlagt i 1899, og havde i 2008 omkring 2.300 medarbejdere. I 2007 havde Topdanmark præmieindtægter for DKK 12,4 mia. og opnåede heraf et overskud på DKK 1,3 mia. efter skat. Se selskabets finansielle nøgletal i appendiks 1

Virksomheden er flere gange blevet hædret for sin åbne informationspolitik, herunder med informationsprisen for bedste årsregnskab (1998) og bedste investor relations arbejde (2001). Informationsprisen uddeles af Regnskabsudvalget under Den Danske Finansanalytikerforening, og gives til det selskab, som leverer den bedste informationshelhed. Prisen for bedste investor relations arbejde uddeles gennem Dansk Investor Relations Forening (DIRF) på baggrund af indsamlede vurderinger fra de danske aktieanalytikere og institutionelle investorer. Prisen uddeles til det selskab, hvis kommunikation og møder med de finansielle aktører vurderes at have den højeste kvalitet.

Det er Topdanmark's målsætning fortsat udvikle kvaliteten af Investor Relations (IR) arbejdet for at holde en høj standard i forhold til det danske marked og i forhold til globale forsikringselskaber. I Berlingske Nyhedsmagasins årlige IR ranking over danske selskaber har Topdanmark de senere år været blandt de bedste inden for de danske selskaber. Også IR-chef Steffen Heegaard rangerer i mange undersøgelser blandt de bedste IR-managere i landet.

Forretningsmodellen og den finansielle kommunikation

Topdanmark benytter sig af selskabets hjemmeside til at kommunikere omkring forretningsmodellen, herunder hvordan de forskellige elementer af de aktiviteter som selskabet foretager sig påvirker de regnskabsmæssige resultater. Topdanmarks to hovedforretningsområder er skadesforsikring og livsforsikring. Indtjeningen fra skadeforsikringsområdet påvirkes i høj grad af Topdanmarks evne til beregne sandsynligheden for skader. Derudover kan der være uforudsete udgifter pga. vejrforhold og lignende. Indtjeningen i livsforsikringsområdet afhænger af kundernes gennemsnitlige levealder. Herudover har selskabet en anseelig indtjening på at investere de indbetalte midler.

Som det er vist i figur 1, tager selskabets beskrivelse af værdiskabelsen udgangspunkt i en værdikæde, hvor indsatser, dvs. driftsorienterede og taktiske aktiviteter påvirker ikke-finansielle value-drivere, som igen påvirker finansielle value-drivere. Sidstnævnte er den type information som primært relateres til det finansielle regnskab, og som har en direkte indflydelse på virksomhedens aktiekurs, hvorfor de er mest centrale for analytikerne i deres fokus på selskabet.

Værdikæde



Mål

- Overskudsgrad på 10 pct. i skade
- Fortsat faldende omkostningsprocent i såvel skade som liv
- En vækst på løbende præmier på 10 pct. i liv

Vi fokuserer kontinuerligt på at optimere afkastet af vores aktiviteter:

[Værdikæde](#)

[Finansielle valuedrivere](#)

[Ikke-finansielle valuedrivere](#)

Figur 1: Uddrag af Topdanmark's hjemmeside

De finansielle value-drivere relativt branchespecifikke, og kan opgøres for sammenlignelige selskaber, der indgår i den såkaldte *peer group* - dvs. sammenlignelige selskaber. Sammenligningen af nøgletal mellem sammenlignelige selskaber er central, idet dette giver en pejling af, hvad det aktuelle selskabs aktier bør koste relativt til, hvordan markedet prissætter selskaber med sammenlignelige finansielle nøgletal – altså det som analytikerne kalder det langsigtede kursmål.

Af de fire ikke-finansielle value-drivere, som Topdanmark fremhæver, jf. figur 1, er de tre første karakteriseret ved at være effektmålinger. Den sidstnævnte, risikostyring afspejler aktiviteter, som gøres for at forebygge eller afdække konsekvenser af de hændelser, som vil kunne påvirke de finansielle value-drivere negativt. Det drejer sig for eksempel om at beregne effekten af forskellige

skadescenarier, herunder stormflod, og scenarier for udviklingen på de finansielle markeder, på drift og regnskaber i koncernen.

Kundetilfredshed, medarbejdertilfredshed og omdømme er, som det står skrevet, resultatmålinger, der vedrører en række forskellige indsatser. Ved på selskabets hjemmeside at klikke på linkene vises disse i detaljeret form, i de fleste tilfælde i tidsserier, således at læseren gives et indblik i udviklingen. Blandt de indsatser, som Topdanmark har igangsat for at forbedre virksomhedens drift og fremtidige konkurrenceevne, er eksempelvis forbedring af skadebehandling ved hjælp af IT. Dette er formuleret som vist i figur 2.

Vi igangsætter løbende indsatser for at påvirke valuedriverne. Indsatsernes påvirkning af valuedriverne giver i sidste ende en værditilvækst, som viser sig i aktiekursen. Vi sætter mål op for valuedriverne og evaluerer jævnligt via resultatmålinger, om vi har nået vores mål.

Til styring af større indsatser i form af projekter er der etableret et projektcenter, der via et projektudvalg (PU) har ansvaret for, at tildelte ressourcer udnyttes bedst muligt. For disse projekter er der etableret en projektmodel med et velstruktureret projektforslag.

Til den daglige styring af indsatserne anvendes en indsatsdatabase, der giver overblik over igangværende indsatser og deres påvirkning af valuedriverne. For alle større indsatser er der opstillet succeskriterier, der løbende rapporteres til Topdanmarks direktion.

De enkelte indsatser vil ofte påvirke flere valuedrivere. For at følge op på, om indsatserne samlet set har givet den ønskede effekt på valuedriverne, foretages jævnligt resultatmålinger af de fælles valuedrivere på både selskabs- og områdeniveau. Eksempler på indsatser i de enkelte forretningsområder og stabe findes under [Forretningsgrundlag](#).

Figur 2: Beskrivelse af indsatser, som de findes på Topdanmark's hjemmeside

Topdanmark har med andre ord en oversigt over de ledelsesmæssige indsatser, som påviser indsatsernes gennemførelse, udvikling og effekter. Selskabets ledelse har besluttet ikke at offentliggøre disse informationer i deres fulde udstrækning. Der kan skyldes, at informationerne kan være følsomme i forhold til konkurrenthensyn, men det kan også skyldes at kapitalmarkedsaktørerne reelt set ikke har tid til at sætte sig grundigt ind i alle disse forhold eller ikke har det fulde overblik, der er nødvendigt for at kunne forstå dem. Herudover vil kommunikationen omkring det i praksis blive ganske uoverskuelig.

Supplerende information og den trykte årsrapport

Af hensyn til overskueligheden har Topdanmark valgt, at samtlige supplerende informationer omkring virksomheden kun udgives på hjemmesiden. Således består den trykte årsrapport udelukkende af det finansielle regnskab. Dette er delvist uddybet i en interaktiv årsrapport, som er

tilgængelig via hjemmesiden, og hvor der henvises til Investor relationssiderne for yderligere uddybninger.

Ulempen ved en sådan konstruktion er, at man ikke tillader den eksterne læser adgang til alle informationer uden at være på Internettet. Undladelsen af en udgivelse på papirform er muligvis billigere for virksomheden, og tillader løbende rettelser og links mellem de forskellige elementer. Men analyseopgaven, hvad angår de supplerende informationer overlades til læseren. Fordelen er naturligvis, at de interaktive version kan ajourføres løbende, i højere grad kan afspejle de emner, som brugerne har behov for at få yderligere information om samt give information, som både indholdsmæssigt og formatmæssigt kan tilfredsstille de finansielle brugers informationsbehov.

Topdanmark beskriver på hjemmesiden blandt andet, at der er iværksat en række indsatser, hvis effekter kan måles i de ikke-finansielle value-drivere, som igen påvirker de finansielle value-drivere. Ofte anbefales det, at kommunikation af strategiske initiativer og kritiske succesfaktorer sker integreret med forretningsmodellen, således at man direkte kan se, hvilke indsatser der relaterer sig til de ikke-finansielle effektmålinger (value-driverne) og hvordan disse indsatser påvirker indikatorerne.

Det betyder, at der eksempelvis vil være fokus på, om det er muligt at sige noget om relationerne mellem indsatserne indbyrdes, eller mellem indsatserne og effektmålene? Eksisterer der fx en entydig sammenhæng i forhold til deres fortegn, størrelsen i deres udsving, eller typen af sammenhæng, dvs. er den kausal, komplementær, eller er indsatserne substitutter for hinanden? Disse hypoteser om sammenhængene i Topdanmarks forretningsmodel er ikke eksplicite i præsentationen og må skabes af læseren.

Analytikerne inviteres til kapitalmarkedsdagen

Topdanmark har investeret mange ressourcer i at skabe en konsistent og gennemsigtig kommunikation til kapitalmarkedet. Udover de direkte kommunikation via hjemmesiden deltager direktionen og IR-afdelingen i møder med investorer og analytikere – enten på foranledning af disse eller ved regnskabspræsentationer, roadshows og andre arrangementer, som selskabet tager initiativ til.

Den 2. november 2007, afholdt Topdanmark således en kapitalmarkedsdag for en række institutionelle investorer og analytikere i Ballerup. Kommunikations- og IR-direktør Steffen

Heegaard havde pr. email den 5. oktober 2007 udsendt invitation, inklusiv dagsorden (se appendiks 2). Der havde i den mellemliggende periode i medierne været stor fokus på de amerikanske finansielle virksomheders eksponering mod boligsektoren – og i særdeleshed på den måde finansieringen af boliglånene var konstrueret ved brug af forskellige former for kreditprodukter, Asset Backed Securities (ABS'er) eller Collateralized Debt Obligations (CDO'er).

Da emnet var aktuelt, og da den typiske aktieanalytiker ikke beskæftiger sig med kreditinstrumenter, valgte Steffen Heegaard som en del af beskrivelsen af Topdanmarks investeringspolitik at give en kort introduktion til, hvorledes sådanne kreditprodukter var opbygget. I den forbindelse, blev det på grundlag af tidligere offentliggjort regnskabsinformation (se appendiks 3) vist, hvorledes sådanne produkter indgår i Topdanmarks portefølje

Baggrunden for interessen for CDO'erne

Udgangspunktet for den aktuelle interesse for CDO'er var den såkaldte Sub-prime krisen, som tog afsæt i, at en række amerikanske boliglån på en kompliceret måde var konstrueret som obligationslån, således at hovedparten af kreditrisikoen blev båret af obligationer med en højere rente, men med større risiko (altså en kreditkvalitet, der var "sub prime"). Da boligpriserne hen over 2007 begyndte at falde voldsomt i USA blev disse Sub-prime obligationer værdiløse og de investorer, der ejede dem tabte derfor penge på dem.

En stor del af obligationerne var ejet af amerikanske banker, investeringsfonde mv., men det blev hurtigt klart, at også europæiske institutionelle investorer havde placeret midler i disse værdipapirer. Spørgsmålet var bare, hvilke investorer der ejede dem? Og ikke mindst hvor store beløb, det drejede sig om. Usikkerheden omkring problemernes omfang voksede i takt med at faldende boligpriser forplantede sig til misligholdelse af boliglånene, nedskrivninger på lånene, dernæst fald i de bagvedliggende obligationers værdi og endeligt opgørelsen af tabene i de institutioner, der ejede obligationerne.

Kapitalmarkedsdagens forløb

Under præsentationen bliver der stillet uddybende spørgsmål til selskabets beholdning af disse typer værdipapirer. Emnet var ikke direkte sat på dagsordenen, men der er stor interesse for det blandt de

fremmødte analytikere. Med udgangspunkt i regnskabet forklares det, at Topdanmark har en beholdning af Sub-prime relaterede papirer, hvor tabet har kunnet opgøres til ca. DKK 50 mio.

Undervejs i præsentationen kommunikerer analytikerne med via mobiltelefoner og PDA'er og i løbet af dagen falder kursen på Topdanmark-aktien 5,0 %, således at værdien af aktierne i Topdanmark falder med omkring DKK 500 mio. inden dagen er omme. Dvs. tifoldigt det aktuelle tab. I løbet af de næste to uger falder kursen yderligere og det samlede fald i markedsværdien kommer op på DKK 2,5 mia. I appendiks 4 er Topdanmark-aktiens kurs vist for november 2007 sammenlignet med TrygVesta og OMX Copenhagen Financials indekset.

Diskussionsspørgsmål

1. Hvilke elementer består Topdanmarks forretningsmodel af og hvilke er de vigtigste værdiskabende elementer i Topdanmarks organisation? Hvad er virksomhedens strategi? Hvordan kommunikeres strategien internt og eksternt?
2. Hvad foregik på kapitalmarkedsdagen, den 2. november 2007? Hvad var gået forud og hvorfor reagerede deltagerne, som de gjorde?

Hoved- og nøgletal for Topdanmark

Mio. kr.	2004	2005	2006	2007
Præmieindtægter:				
Skadeforsikring	7.894	8.413	8.805	8.883
Livsforsikring	2.285	2.549	3.154	3.556
	10.179	10.962	11.959	12.439
Resultater:				
Skadeforsikring	866	1.309	2.047	1.580
Livsforsikring	156	107	118	50
Moderselskab m.v.	53	-12	58	27
Resultat før skat	1.075	1.404	2.223	1.657
Skat	-299	-244	-531	-386
Resultat	776	1.160	1.692	1.271
Egenkapital moderselskabet primo	3.304	3.367	3.973	4.366
Resultat	776	1.160	1.692	1.271
Tilbagekøb af egne aktier	-803	-676	-1.430	-2.026
Aktiebaseret aflønning	80	103	136	104
Andre egenkapitalbevægelser	10	19	-5	1
Egenkapital moderselskabet ultimo	3.367	3.973	4.366	3.716
Udskudt skat af sikkerhedsfonde	-417	-389	-389	-348
Egenkapital koncernen ultimo	2.950	3.584	3.977	3.368
Ansvarlig kapital, moderselskabet	3.367	3.973	4.336	4.118
Aktiver i alt, moderselskabet	4.503	4.948	5.048	4.826
Aktiver i alt, koncernen	34.560	41.098	43.640	44.645
Hensættelser til forsikrings- og investeringskontrakter:				
Skadeforsikring	10.555	12.121	12.783	13.314
Livsforsikring	17.709	20.808	23.459	25.093
Finansielle nøgletal (moderselskabet)				
Resultat efter skat i pct. af egenkapitalen	23,1	31,7	39,4	31,2
Resultat efter skat pr. aktie (kr.)	36,7	59,1	90,9	75,0
Resultat efter skat pr. aktie udvandet (kr.)	35,8	57,7	88,3	73,3
Indre værdi pr. aktie (kr.)	166	207	244	232
Tilbagekøb af egne aktier pr. aktie (kr.)	37,1	33,6	74,6	116,8
Børskurs ultimo	435	547	934	734
Gennemsnitligt antal aktier (1.000)	21.144	19.631	18.612	16.948
Gennemsnitligt antal aktier udvandet (1.000)	21.681	20.116	19.171	17.351
Antal aktier ultimo (1.000)	20.297	19.189	17.896	15.995
Nøgletal skadeforsikring				
Bruttoerstatningsprocent	74,7	83,8	67,4	65,9
Nettogenforsikringsprocent	2,1	-7,7	4,0	3,9
Skadeforløb	76,8	76,1	71,4	69,8
Bruttoomkostningsprocent	15,6	14,8	14,6	14,5
Combined ratio	92,4	90,9	86,0	84,3
Operating ratio	91,4	90,0	84,8	82,7

Mail til analytikerne

Topdanmark's Capital Market Day, 2 November 2007

Ejer Rediger Vis Funktioner Meddelelse Hjælp

Besvar Svar til alle Videre send Udskriv Slet Forrige Næste Adresser

Fra: Topdanmark
Dato: 16. oktober 2008 10:04
Til: Ingen
Emne: Topdanmark's Capital Market Day, 2 November 2007

Dear investors and analysts,

Topdanmark invites you to attend our Capital Market Day being held Friday 2 November 2007, 14:00 (CET) at Topdanmark, Borupvang 4, Ballerup

The business part of the event is expected to end around 18:00 (CET), followed by an informal dinner.

The topics of the CMD will include:

- Update on Topdanmark's investment policy
- Review of the impact of Solvency II (QIS 3) on Topdanmark
- Value creation in Topdanmark Livsforsikring
- Topdanmark's new claims system
- Short demonstration of Topdanmark's risk management centre

To attend this event please register with Hanne Brink, hnb@topdanmark.dk tel. +45 4474 3169 NO LATER THAN 23 OCTOBER 2007.

Best regards
Steffen Heegaard
Head of IR and Communications

Topdanmarks årsrapport 2007

Med det aktuelle renteniveau er disse depotrenter fastsat på et højt niveau, og Topdanmark Livsforsikring har derfor fastsat depotrenterne med forbehold for ændringer, hvis udviklingen på de finansielle markeder viser sig anderledes end forventet.

Investeringsaktiviteter

Topdanmark koncernen eksklusive livsforsikringskoncernen

Resultatet af investeringsvirksomhed i Topdanmark koncernen eksklusive Topdanmark Livsforsikring koncernen udgjorde 685 mio. kr. i 2007 inklusive kursregulering af hensættelser og indtægter fra associerede virksomheder, men før overførsel til forsikringsteknisk resultat. I 2006 udgjorde det tilsvarende investeringsafkast 1.246 mio. kr.

Afkastet i 2007 var lavere end forventet, hvilket især skyldes relativt svage aktiemarkeder i slutningen af året og fald i markedsværdien af CDO's. Den negative påvirkning fra udviklingen på rente- og valutamarke-derne blev afværget gennem anvendelse af shortpositioner.

Afkastet i 2007 af de væsentligste aktivkategorier fremgår af nedenstående tabel.

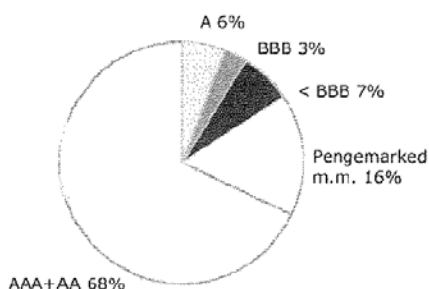
	Beholdning mio. kr.	Afkast mio. kr.	Afkast i procent
Danske aktier	0,5	41	5,9
Udenlandske aktier	1,0	168	12,0
Stats- og realkreditobligationer	6,9	444	5,6
Kreditobligationer	1,6	10	0,3
CDO's	1,5	-131	-6,5
Andet	2,4	62	3,1
I alt	13,9	594	3,7

Eksponering i udenlandske aktier er tilpasset ved hjælp af afledte finansielle instrumenter. Ved beregning af afkastprocenter sættes afkastet af finansielle instrumenter i forhold til størrelsen af eksponeringen i det underliggende aktiv. Investeringsafkastet på 594 mio. kr. afviger fra det i teksten nævnte investeringsafkast på 685 mio. kr., idet der i tabellen ses bort fra syge- og ulykkesforsikring (hvor afkastet indgår i nøgletallene for livsforsikring) og indtjeningen i Topdanmark Kapitalforvaltning A/S. Afkast af stats- og realkreditobligationer inkluderer kursregulering af erstatningshensættelser.

Markedsværdien af rentebærende fordringer tilhørende koncernen eksklusive livsforsikring udgjorde 11.263 mio. kr. ultimo 2007 svarende til 81,0 pct. af de samlede investeringsaktiver. Koncernen har ingen væsentlig koncentration af kreditrisici på

investeringssiden, når der ses bort fra investeringerne i danske realkreditobligationer, der anses for særligt sikre aktiver i henhold til lov om finansiell virksomhed.

Koncern ekskl. livsforsikringskoncern Rentebærende fordringer fordelt på rating *)



*) Bemærk at figuren er ændret i forhold til tidligere år, idet pengemarkedsplaceringer m.m. er inkluderet

Rammen for rentefølsomhed - opgjort som en ændring i kursværdien ved en rentændring på 1 procentpoint - er fastsat til 100 mio. kr. efter skat og efter indregning af rentefølsomheden på diskonterede hensættelser. Ultimo 2007 udgjorde den faktiske rentefølsomhed 28 mio. kr.

CDO's med en rating lavere end AA eller uden rating (i alt 621 mio. kr.) indgår i obligationsbeholdningen, men underkastes en supplerende regulering efter value-at-risk metoden. Rammen for tab, der med en sandsynlighed på 99 pct. ikke vil blive overskredet, er fastsat til 150 mio. kr. efter skat p.a. Ved årets udgang udgjorde denne risiko 82 mio. kr. beregnet ud fra historiske overgangssandsynligheder for ratings. Metoden tager ikke højde for værdiændringer, der skyldes efterspørgselsforhold i markedet. De samlede porteføljestørrelser begrænses derfor tillige ud fra en vurdering af risikoen ved investering i produkter, der er underkastet ustabile efterspørgselsforhold.

Rammen for valutarisiko opgjort efter value-at-risk metoden som størrelsen af det tab, der med en sandsynlighed på 97,5 pct. ikke vil blive overskredet, er fastsat til 60 mio. kr. p.a. efter skat. Ved udgangen af 2007 udgjorde valutarisikoen 3,1 mio. kr. p.a. efter skat.

Topdanmarks årsrapport 2007

Ultimo 2007 udgjorde værdien af associerede virksomheder 37 mio. kr. af de samlede investeringer i aktier på 1.527 mio. kr. Aktieeksponeringen udgjorde 1.453 mio. kr., når der ses bort fra associerede virksomheder, og når påvirkningen af afledte finansielle instrumenter indregnes. Ca. en tredjedel af eksponeringen udgøres af positioner i danske, børsnoterede aktier.

CDO's

Det fremgik af delårsrapporten for 3. kvartal 2007, at Topdanmark koncernen eksklusiv livsforsikring havde nedskrevet værdien af CDO's med 221 mio. kr. for de første ti måneder af året. Specielt fremgik det, at CDO's med eksponering til subprime var nedskrevet til en brøkdel af den tidligere værdi.

I løbet af 4. kvartal voksede frygten for recession, hvilket førte til en yderligere udvidelse af kreditspændene og dermed til en fortsat generel reduktion i værdien af CDO's. Udvidelsen af kreditspændene ramte bredt på trods af, at mange aktiver fortsat udviser en særdeles lav misligholdelsesfrekvens. Dermed er også CDO's med underliggende aktiver uden misligholdelser eller med en meget lav misligholdelsesfrekvens ramt af den negative udvikling.

Markedet for subprime-obligationer er fortsat præget af vækst i misligholdelser og tab, specielt på obligationer udstedt i perioden 2005 - 2007. Flere af disse CDO's har dog fortsat nogen værdi, idet det påregnes, at der vil blive betalt renter et stykke tid endnu.

Generelt er cash flow'et fra CDO's uden eksponering til subprime højere end forventet ved erhvervelsen, og ingen CDO's uden eksponering til subprime, har fået reduceret ratingen.

Med indregning af yderligere nedskrivninger i 4. kvartal er den samlede nettonedskrivning i 2007 for koncernen eksklusiv livsforsikring 280 mio. kr., som er udgiftsført direkte over resultatopgørelsen. Heraf er de 99 mio. kr. foretaget på CDO-investeringer med subprime-eksponering.

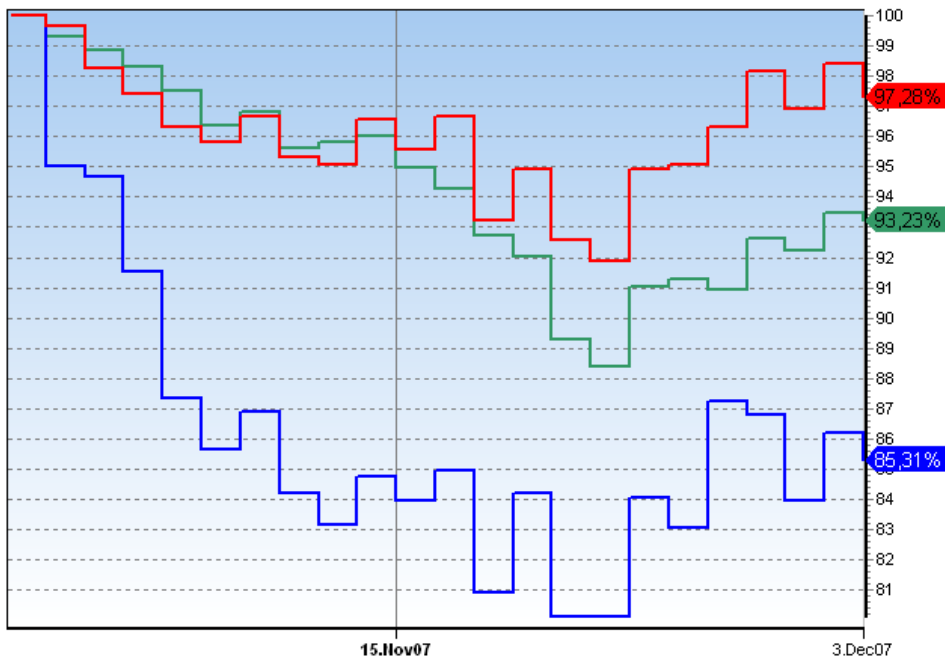
Aktionærernes andel af eksponeringen til CDO's i livsforsikring udgør ca. 12 pct.

Inklusive aktionærernes andel af afkastet i livsforsikring udgjorde nettonedskrivningen på CDO's 357 mio. kr. i 2007. Heraf udgjorde nedskrivningen på CDO's med subprime-eksponering 130 mio. kr.

Efter de seneste nedskrivninger udgør den bogførte værdi af CDO-investeringer med subprime-eksponering i koncernen eksklusiv livsforsikring 41 mio. kr., hvilket svarer til 3 promille af investeringsaktiverne. Inklusive CDO-investeringerne i livsforsikring udgør aktionærernes andel af CDO-investeringer med subprime-eksponering 49 mio. kr.

Nedenstående oversigt viser koncernens CDO-afkast inklusive realiserede og urealiserede kursreguleringer pr. 31. december samt beholdningernes markedsværdi pr. samme dato. Det fremgår, at det samlede investeringsresultat for CDO-investeringerne i koncernen eksklusiv livsforsikring udgjorde -131 mio. kr. i 2007. Inklusive aktionærernes andel af afkastet i livsforsikring blev investeringsresultatet for CDO-investeringerne -168 mio. kr.

Topdanmarks aktiekursudvikling



Note: Den grønne linie er OMX Copenhagen Financials, den blå linie er Topdanmark og den røde linie er forsikringsselskabet TrygVesta.