

Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital

Axcelfuture og IPO Advisory Group
Baggrundsrapport
April 2016

Forfattere:
Helge Sigurd Næss-Schmidt, Partner
Christian Heebøll, Economist
Dan Thor Larsen, Analyst

Forord

Axcelfuture har sammen med en sponsorgruppe ønsket at sætte fokus på hvordan markedet for børsnoteringer (IPO) af mindre virksomheder fungerer i Danmark. Der har særligt været fokus på den rolle, som IPO spiller som finansieringskilde i forhold til Sverige og om forskelle i rammevilkår kan forklare en betydeligt bedre performance i Sverige netop på IPO markedet for børsnoteringer af mindre virksomheder.

Denne baggrundsrapport har fungeret som indspil til sponsorgruppens anbefalinger til gøre det danske IPO marked mere velfungerende. Rapporten indeholder ikke konkrete anbefalinger.

Sponsorgruppens sammensætning og dens anbefalinger kan læses på Axcelfutures hjemmeside.

Indholdsfortegnelse

Forord	0
Sammenfatning	5
1 Samfundsmæssig gevinst ved øget tilgang af risikovillig kapital til vækstvirksomheder	6
1.1 For få vækstiværksættere i Danmark	6
1.2 Vækstiværksættere og innovation kræver risikovillig kapital	8
1.3 Manglen på vækstiværksættere i stærke danske brancher hvor risikovillig kapital er vigtige	10
2 Kapitalfødekæden for nystartende vækstvirksomheder i Danmark i forhold til Sverige	13
2.1 Kapitalfødekæden for forskellige størrelsessegmenter	13
2.2 Kapitalmarkederne tidligt i fødekæden (VC og BA)	15
2.3 Kapitalmarkederne senere i fødekæden (M&A og IPO)	16
2.4 Performance for små børsnoterede virksomheder	18
3 Barrierer i børsnoteringsmarkedet	21
3.1 Det svagere danske investorlandskab	21
3.2 Danske børsnoteringer dyrere og mere omstændelige	25
3.3 Prospektkrav til mindre IPO'er kan reduceres og likviditeten i markederne bør styrkes	30
4 Analyse af forskellige politiktiltag	34
4.1 Private investorers rammevilkår	34
4.2 Skattetiltag: provenu og dynamiske effekter	39
4.3 Aktivering af institutionelle investorer	43

4.4	Kickstart af small-cap market	45
4.5	Perspektivering af politiktiltag i forhold til Sverige	47
5	Litteraturliste	49
6	Appendiks A: Interviewanalysens struktur	52
7	Appendiks B: Resultater fra interviewanalysen	54
8	Appendiks C: Spørgeskemaanalysen	63
9	Appendiks D: Børsnoteringer i Sverige	65

Oversigt over figurer

Figur 1.1 Sammenligning af iværksættere og hurtigt voksende virksomheder på tværs af lande.....	7
Figur 1.2 Jobskabelse og produktivitet i virksomheder	8
Figur 1.3 Tilførsel af egenkapitals betydning for innovation	9
Figur 1.4 Sektorfordeling af amerikanske børsnoteringer i 2015	10
Figur 1.5 Sektorfordeling af den eksisterende aktiekapital i Danmark og Sverige	11
Figur 1.6 Sektorfordeling af VC-finansierede og mindre børsnoterede virksomheder.....	12
Figur 2.1 Segmentinddeling i denne rapport i forhold til NASDAQs markedsopdeling.....	14
Figur 2.2 Funding i fødekæden for nystartende virksomheder	15
Figur 2.3 Venturekapital rejst/investeret i Danmark og Sverige.....	16
Figur 2.4 M&A-markedet fordelt på størrelsessegmenter, Danmark i forhold til Sverige	17
Figur 2.5 Børsnoteringer fordelt på størrelsessegmenter, Danmark i forhold til Sverige	18
Figur 2.6 Svenske mindre IPO'er og børsnoterede virksomheders performance i forhold til det samlede aktiemarked	19
Figur 2.7 Historisk årligt afkast for aktier i USA og Storbritannien	20
Figur 3.1 Investorer i børsnoteringer i forskellige størrelsessegmenter	22
Figur 3.2 Danske og svenske institutionelle investorers aktiver	23
Figur 3.3 Pensionsselskabernes investeringer i aktier og obligationer, 2014.....	24
Figur 3.4 Andel af børsnoteringer der involverer internationale investeringsbanker, 2005-2015	27
Figur 3.5 Omkostninger ved børsnoteringer i Danmark og Sverige i forskellige størrelsessegmenter	28

Figur 3.6 Omkostninger i forbindelse med IPO'er på First North i Sverige siden 2010.....	29
Figur 3.7 Likviditeten i Danmark og Sverige i form af spreads	32
Figur 3.8 Størrelsen af de forskellige segmenter og omsætning.....	33
Figur 4.1 Beskatning af indtægter fra aktier	34

Oversigt over bokse

Boks B.1 Spørgerammen for noteringsproces og omkostninger	55
Boks B.2 Spørgerammen for betydning af investorlandskab	56
Boks B.3 Spørgerammen sendt til aktørerne	58
Boks C.1 Kvantitative spørgeskema sendt til investeringsbanker og advokater	63

Sammenfatning

Sammenlignet med en række andre lande har Danmark en udfordring med at få nystartende virksomheder til at vokse.

Fokus i denne rapport er at koble dette faktum med hvordan det danske marked for risikovillig kapital ser ud. Kernen er her, at hurtig vækst – særligt for virksomheder med høj risiko, men også store potentialer – kræver megen egenkapital. Det gælder ikke mindst for industrier som biotek og farma, hvor der kan gå langt tid før udvikling af et nyt produkt kan konverteres til indtjening. Der kræves derfor aktører, som forstår at vurdere potentialer – ofte kaldet cornerinvestorer – og en langt bredere gruppe af investorer, der går med som følgeinvestorer, når investeringsmuligheden har fået et vist kvalitetsstempel.

I analysen bruges Sverige som benchmark for, hvordan det danske marked for risikovillig kapital fungerer med fokus på evnen til at bringe små virksomheder til en børsnotering (IPO). Der fokuseres særskilt på elementet af IPO'er med markedskapitalisering under 1,5 mia. kr. I dette segment har Sverige gennem de sidste ti år systematisk gennemført et højt antal af IPO'er; langt flere end det vi har set i Danmark, også renset for forskelle i landet størrelse. Forskellen er særligt udtalt efter krisen. Den sidste danske IPO i dette segment var i 2010.

Givet at Danmark i international sammenhæng har meget stærke relative styrkepositioner netop i biotek- og farmaindustrien forekommer det lave danske IPO niveau at være særligt slående. Globalt set tegner disse to industrier sig for en meget betydelig del af alle small-cap IPO.

Det vurderes, at forskellen mellem Danmark og Sverige først og fremmest skyldes nogle grundlæggende forskelle i rammevilkår. Efter krisen i starten af 1990erne gennemførte Sverige for det første en grundlæggende reform af beskatningen af kapitalindkomster for private personer, som gjorde det betydelig mere interessant for private personer at investere i aktier. For det andet gik svenske offentlige pensionsfonde offensivt ind som investorer i small-cap aktiemarkedet, herunder som direkte deltagere ved en IPO. Det førte til, at Sverige rykkede fra en position med en ret mådelig succes på markedet for risikovillig kapital til at være i førerposition i EU sammen med UK.

Rammevilkårene på disse to felter i Danmark ser ganske anderledes ud. Beskatningen af private personers aktie- og andre kapitalindkomster er betydeligt højere end i Sverige på en række dimensioner. Samtidig har de danske pensionsmidler i langt mindre grad fokus på small-cap markeder.

Der er er afslutningsvis i denne rapport gennemgået en række forskellige tiltag, som kunne styrke tilskyndelser for private investorer og pensionskasser til at investere i small-cap markedet. Heri indgår skøn over provenueffekter samt kvalitative vurderinger af deres effekt på IPO-markedet.

Kapitel 1

Samfundsmæssig gevinst ved øget tilgang af risikovillig kapital til vækstvirksomheder

Danmarks produktivitet og fremtidige vækst bestemmes i høj grad af, hvor godt vi lykkes med at skabe nye innovative virksomheder, der hurtigt realiserer deres vækspotentiale og bidrager til et produktivt erhvervsliv i Danmark. Adgangen til risikovillig kapital er afgørende herfor; uden tilførsel af egenkapital begrænses væksten i danske virksomheder, eller iværksættere søger til udlandet/sælger deres virksomhed til udlandet, hvorved Danmark går glip af vækst, produktivitet og arbejdspladser.

Dette kapitel tager først temperaturen på, hvor god Danmark er til at skabe vækstvirksomheder set i et internationalt perspektiv (afsnit 1.1). Dernæst diskuteres vigtigheden af, at virksomheder kan skaffe risikovillig kapital i de tidlige vækstfaser (afsnit 1.2). Til sidst kigger vi på, hvordan risikovillig kapital og et aktivt børsnoteringsmarked specielt er vigtigt inden for de videnstunge erhverv (afsnit 1.3). Det gælder i høj grad sektorer som Life Science (*bioteknologi, medicinalindustri og medicinsk udstyr*), som historisk set har været en stor drivkraft for væksten i Danmark. Når markederne for risikovillig kapital ikke fungerer optimalt, har det dermed store konsekvenser for vækspotentialet i vores kernesektorer og dermed for Danmarks vækst som helhed.

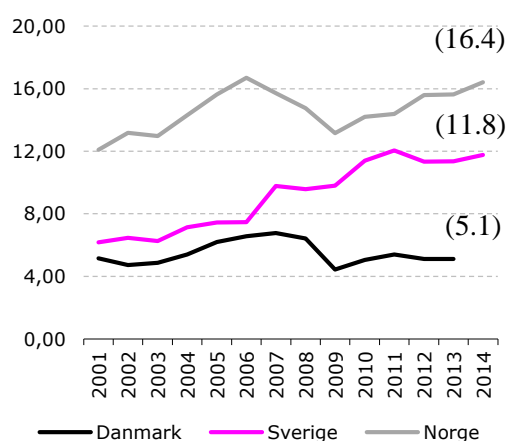
1.1 For få vækstiværksættere i Danmark

Danmark har et vækstproblem, når det gælder både start af og vækst i nye virksomheder. I modsætning til tendensen i Sverige og Norge ses et tydeligt fald i antallet af iværksættere i Danmark siden finanskrisen. I 2013 havde Sverige over dobbelt så mange iværksættere pr. 1.000 arbejdsduelige som Danmark, mens Norge havde ca. tre gange så mange, jf. Figur 1.1a.¹ Mere alvorligt er det, at kun et meget begrænset antal danske iværksættere formår at skabe høj vækst. Det ses bl.a. på antallet af iværksættere, der formår at vokse hurtigt de første år, de såkaldte gazeller, hvor Danmark også ligger betydeligt under både Sverige og Norge, jf. Figur 1.1b.

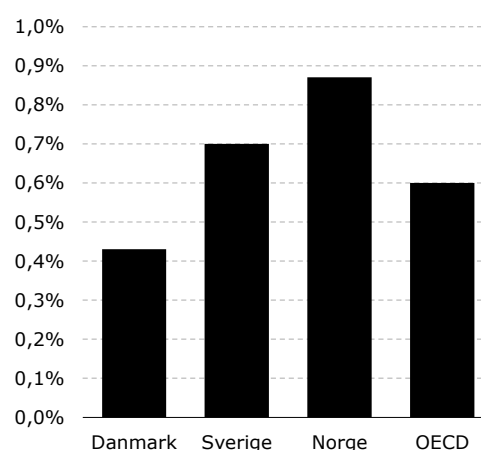
¹ Her er sammenligningsgrundlaget helt afgørende. Vi sætter antallet af iværksættere i forhold til arbejdsstyrken, da det er de arbejdsduelige, der udgør basen af potentielle iværksættere. En del andre analyser sætter antallet af iværksættere i forhold til antallet af eksisterende virksomheder. Dette kan være misvisende, ikke mindst da Sverige har næsten tre gange så mange små virksomheder, som vi har i Danmark (jf. OECD SDBS).

Figur 1.1 Sammenligning af iværksættere og hurtigt voksende virksomheder på tværs af lande

a) Antal iværksættervirksomheder pr. 1.000 arbejdere



b) Gazellers andel af alle virksomheder med min. 10 ansatte, 2009



Note: a) Arbejdsstyrke defineret som hele befolkningen i alderen 15-64 år. b) Definitionen af en gazelle følger OECD og er en op til fem år gammel virksomhed, der har ti eller flere ansatte i starten af vækstperioden, og som har en gennemsnitlig årlig vækst i antallet af ansatte på mere end 20 procent over en treårig periode.

Kilde: a) ERST; Tilvækstanalys; UN-DESA World Population Prospects (2013); Danmarks Statistiks optælling af højvækstvirksomheder i Danmark. b) The Nordic Growth Entrepreneurship Review 2012

Denne mangel på iværksættere og deres succes er et alvorligt problem for produktiviteten og jobskabelsen i Danmark. Fra 2006 til 2009 skabte danske vækstvirksomheder små 5.000 jobs, hvor svenske og norske vækstvirksomheder skabte hhv. 13.500 og 17.500 jobs, jf. Figur 1.2a.² Denne tendens har gjort sig gældende over en årrække og vil også påvirke virksomhedernes jobskabelse fremover. Danmarks 'job-tab' på denne konto er således langt større end som så.

Den simple forklaring er, at der i Danmark dels startes langt færre nye vækstvirksomheder end der gør i vores nordiske nabolande. Det gælder navnlig de seneste 7-10 år, hvor antallet af vækstiværksættere har ligget et stykke under 200 pr. år, imod ca. 330 pr. år i midt oerne. Det kan indikere, at danskerne er tilbageholdende i forhold til at udleve deres iværksætterdrømme eller evt. søger til udlandet, hvor mulighederne er bedre. Derudover er den gennemsnitlige jobskabelse i de vækstvirksomheder, der startes, også betydeligt lavere end det, vi ser i Norge og Sverige, jf. Figur 1.2a, højre søjle.

Disse tendenser hænger også sammen med, at der statistisk – såvel i Danmark som i andre lande – findes et kritisk væksthiveau, hvor virksomheder over niveauet har et langt højere vækstbidrag og jobskabelse end virksomheder under. Her er kapitaltilgangen afgørende. Når der er kapital nok til, at produktet kan opfindes, udvikles og kommerialiseres, er det

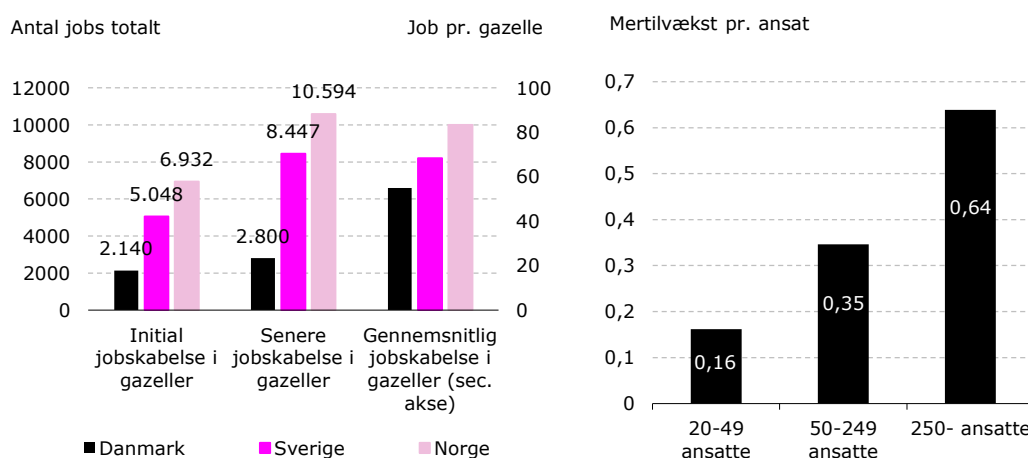
² Når vi kigger på højvækstvirksomheder var billedet ca. det samme i Danmark frem til 2012, jf. Danmarks Statistiks optælling af højvækstvirksomheder i Danmark.

betydeligt lettere at udvide omsætningen fx i et andet markedssegment. Tilvæksten i produktivitet (indekseret i forhold til virksomheder med 0-19 ansatte) er næsten dobbelt så høj i virksomheder med over 250 ansatte som i virksomheder med 50-249 ansatte, og fire gange højere end tilfældet er for virksomheder med 20-49 ansatte, jf. Figur 1.2b.³

Figur 1.2 Jobskabelse og produktivitet i virksomheder

a) Jobskabelse i gazellevirksomheder i Norden, 2006-9

b) Produktivitet vokser med virksomhedsstørrelse



Note: a) Søjlen længst til højre relaterer sig til akse til højre. b) For at isolere effekten af virksomhedens størrelse på totalfaktorproduktiviteten er der foretaget en regression, der kontrollerer for, om virksomheden blandt andet eksporterer eller importerer varer eller services, eksporterer globalt, outsourcer passivt eller aktivt, og om virksomheden foretager FDI.

Kilde: a) The Nordic Growth Entrepreneurship Review 2012 og OECD. b) Copenhagen Economics på baggrund af Altomonte et al. (2012)

1.2 Vækstiværksættere og innovation kræver risikovillig kapital

Vækstvirksomheder kræver meget risikovillig kapital de første leveår, og der findes et antal potentielle kanaler, hvorigennem dette kan fremskaffes. Det gælder typisk iværksætterens personlige midler samt forskellige former for kapitalfonde relativt tidligt i vækstprocessen. I Danmark kommer børsnotering først på tale senere i vækstprocessen. Her forholder det sig anderledes i Sverige, hvor børsnoteringer kan komme på tale langt tidligere. Det vender vi tilbage til.

Når adgangen til risikovillig kapital er specielt vigtig i de første leveår, skyldes det først og fremmest, at nystartende virksomheder bærer en høj risiko som konsekvens af uprøvede markeder, en begrænset diversificering på produkter og segmenter samt en kort historik. For enhver sund virksomhed gælder det, at strukturen på virksomhedens investeringsafkast er nødt til at matche strukturen af dens finansiering. Det gælder dels timing, hvor nystartede vækstvirksomheder kræver investorer med langfristet investeringshorisont, da

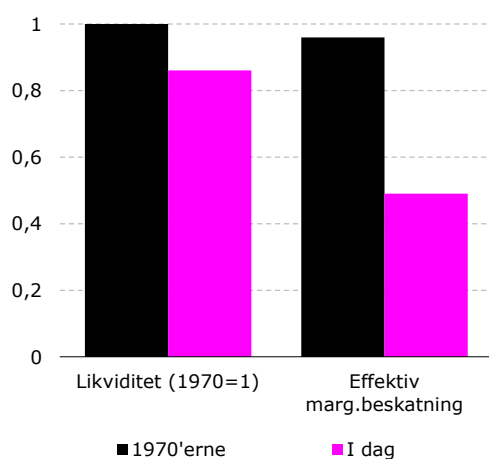
³ Studier viser en stærk positiv sammenhæng mellem produktivitet og TFP. Dvs. at større totalfaktorproduktivitet afspejles i tilsvarende højere produktivitet. Se fx Altomonte et al. (2012).

disse virksomheder oftest er i brancher, der er meget videnstunge og først forventes at give afkast efter nogle års levetid.

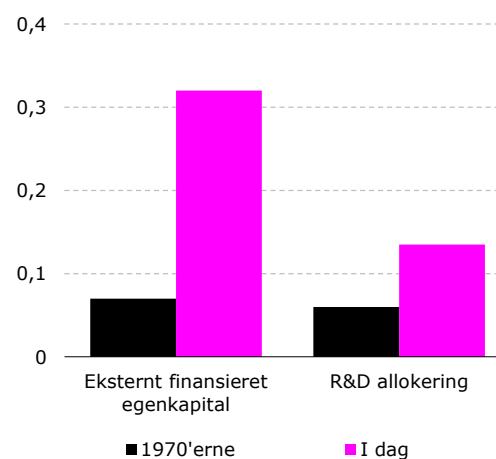
Når der spørges til de underliggende årsager finder flere studier, at væksteffekten af vel-fungerende kapitalmarkeder skyldes, at bedre adgang til risikovillig kapital øger mulighederne for risikofyldte, men profitable, investeringer samt R&D, specielt i de mindre virksomheder.⁴ Finansieringsbarrierer kan ofte bremse sådanne investeringer, så de kun er mulige for virksomheder med høj soliditet, enten fra tidligere indtjening eller eksternt finansieret fra fx venturekapital, børsnoteringer mv.⁵

Figur 1.3 Tilførsel af egenkapitals betydning for innovation

a) Lavere omkostninger for tilførsel af egenkapital



b) Øget eksternt egenkapitalfinansiering og øget innovation for små virksomheder



Note: Likviditet er målt som børsnotering-spreads, indekseret efter niveauet i 1970 og sammenlignet med 1990. Den effektive marginalbeskatning er målt i hhv. 1960 og 2000. Eksternt finansieret egenkapital og R&D allokering er målt fra 1976 til 2005.

Kilde: Itenberg (2013).

Et studie fra USA taler for, at en bedre adgang til børsnoteringsmarkedet for små virksomheder fra midten af 1970erne og frem til i dag har været drivende for investeringsaktiviteten og væksten i mindre, stærkt innovative amerikanske virksomheder.⁶ Tilbage i 1970erne var omkostningerne ved at rejse risikovillig kapital i USA betydeligt højere, end de er i dag. Siden er likviditeten i aktiemarkedet steget betydeligt, så omkostningerne ved børsnotering er blevet betydelig mindre, specielt for små virksomheder, jf. Figur 1.3a. Samtidig er den effektive marginalbeskatning af aktieafkast faldet betydeligt.⁷ Begge dele har mindsket virksomhedernes kapitalomkostninger og øget adgangen til risikovillig kapital igennem aktiemarkedene. Hvor en mindre virksomhed i 1970erne rejste 7 procentprocent af egenkapitalen eksternt, rejser den i dag 32 procent, jf. Figur 1.3b.

⁴ Giannetti (2001), Beck, Demiguc-Kunt, Laeven og Levind (2006), økonomer fra IMF, Verdensbanken mv.

⁵ Czarnitzki & Binz (2013) og Magri (2007).

⁶ Jf. Itenberg (2013).

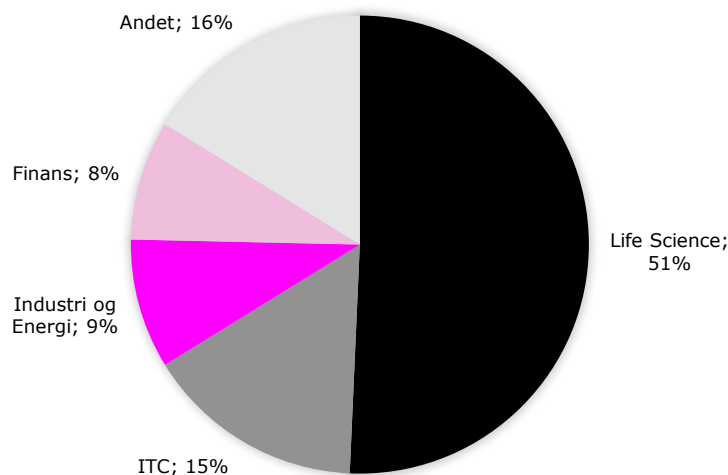
⁷ Den lavere effektive marginalbeskatning skyldes, at andelen af aktier, som er ejet af fonde (pensionskasser mv.), der ikke er beskattede, er steget fra 4 procent i 1960 til 51 procent i 2000.

Den forbedrede adgang til risikovillig kapital har specielt øget små virksomheders investeringer i R&D. Mens en typisk lille virksomhed i 1970'erne allokerede 6 procent af omsætningen til R&D, allokerer den i dag ca. 13,5 procent, og i modsætning til tendensen i 1970'erne er små virksomheder dem, der foretager mest R&D i forhold til deres omsætning.

1.3 Mangel på vækstiværksættere i stærke danske brancher, hvor risikovillig kapital er vigtig

Risikovillig kapital er specielt vigtigt i videnstunge sektorer behæftet med høj risiko, og hvor nystartende virksomheder typiske først opnår positivt afkast efter mange år. Det gælder til dels finans, industri, teknologi og telecom, men i særdeleshed inden for Life Science hvor Danmark står stærkest. Dette ses ikke mindst, når vi kigger på små børsnoteringer på internationalt plan. Life Science stod for over 50 procent af de amerikanske børsnoteringer i 2015, jf. Figur 1.4.

Figur 1.4 Sektorfordeling af amerikanske børsnoteringer i 2015



Note: I figuren baseret på antal IPO'er, hvorved små og store IPO'er har lige stor betydning.

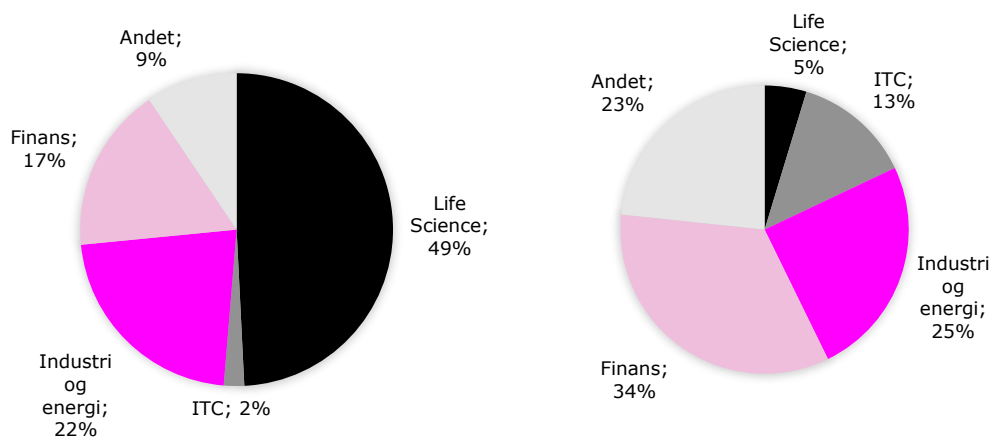
Kilde: <http://www.renaissancecapital.com/ipohome/press/ipoindustry.aspx>

Historisk set er Life Science en af Danmarks stærkeste sektorer, og vi må derfor også forvente, at fremtidige store vækstfremstød skal findes her. Life Science defineres her i en bred forstand, inklusiv bioteknologi, medicinalindustri og medicinsk udstyr. Danmarks styrke inden for Life Science ses ikke mindst når vi sammenligner sektorinddelingen af den eksisterende børsnoterede kapital i Danmark og Sverige, hvor næsten halvdelen af den danske aktiekapital ligger inden for Life Science, imens Sverige kun har ca. 5 procent, Figur 1.5. Life Science i Danmark er specielt trukket af store selskaber som Novo Nordisk, Novozymes, Christian Hansen, Coloplast, Genmab, GN Store Nord, Lundbeck og William Demant. Omvendt er Sverige meget stærk på industrivirksomheder, store banker samt forbrugervarer som Hennes & Mauritz.

Figur 1.5 Sektorfordeling af den eksisterende aktiekapital i Danmark og Sverige

a) Sektorfordeling i Danmark i dag

b) Sektorfordeling i Sverige i dag



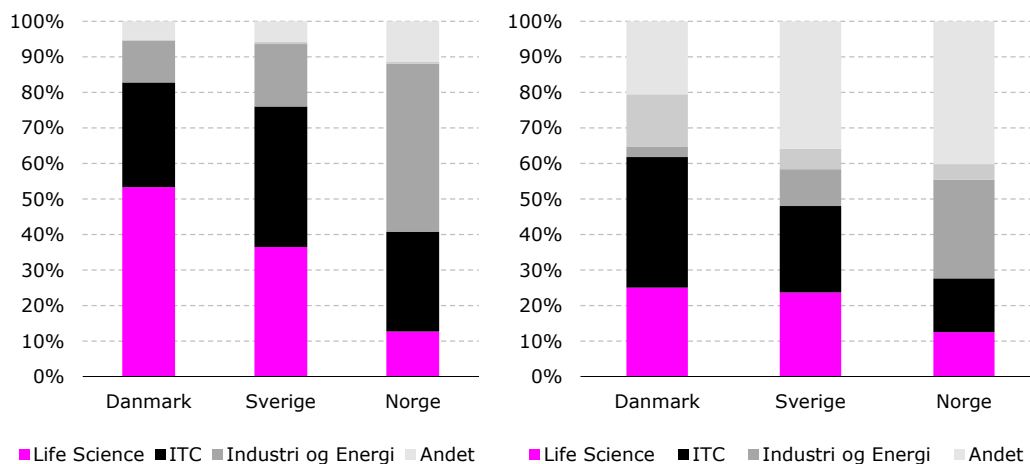
Note: Denne sektorinddeling er gjort ud fra market-cap af alle eksisterende aktier på main market. Baseret på market-cap betyder det intet for tallene, om vi inkluderer First North børsen eller ej.

Når de danske markeder for risikovillig kapital fungerer dårligt, får det således alvorlige konsekvenser for vækstpotentialet i vores kernesektorer og dermed for Danmark som helhed. Danmarks problem på dette punkt ses ikke mindst ved, at kun ganske få danske Life Science virksomheder formår at vokse sig store, og af dem, der gør, bliver langt de fleste senere hen 'eksporteret ud af Danmark' for at skaffe kapital.

I de tidlige vækststadier investeres der relativt meget venturekapital inden for Life Science i Danmark, jf. Figur 1.6a. Men til trods for både det og Danmarks styrke inden for sektoren er der siden 1998 ikke børsnoteret mere inden for Life Science i Danmark, end der er gjort i Sverige og Norge, Figur 1.6b. Forklaringen på dette er bl.a., at de seneste danske børsnoterede virksomheder inden for Life Science næsten alle er børsnoteret i Sverige, Norge eller USA, jf. Tabel 1.1.

Figur 1.6 Sektorfordeling af VC-finansierede og mindre børsnoterede virksomheder

a) Sektorfordeling af venturekapital finansierede virksomheder siden 2007 b) Sektorfordeling af mindre børsnoteringer siden 1998



Note: Denne sektorinddeling er dannet ud fra totalværdien af den børsnoterede kapital. For VC finansierede virksomheder er finanssektoren indeholdt i andet, da finanssektoren antager en meget lille andel.

Kilde: Data fra Nordea og NASDAQ

Tabel 1.1 Mindre danske virksomheder børsnoteret siden 2010

År	Firm	Noteringsland	Industri	Segment
2010	Zealand Pharma A/S	DK	Life Science	Small
2011	Danske Andelskassers Bank A/S	DK	Finance	Small
2013	Asetek A/S	NO	IT	Micro
2013	Napatech A/S	NO	IT	Micro
2014	Egalet Corp	US	Life Science	Small
2013	Medical Prognosis Institute	DK	Life Science	Micro
2014	Forward Pharma A/S	US	Life Science	Medium
2014	Saniona AB	SE	Life Science	Micro
2014	Serendex Pharmaceuticals A/S	NO	Life Science	Micro
2015	Ascendis Pharma A/S	US	Life Science	Medium
2015	Hugo Games A/S	NO	IT	Micro
2015	NNIT A/S	DK	Life Science/IT	Medium
2015	Oncology Venture Sweden AB	SE	Life Science	Micro
2015	Photocat A/S	SE	Chemicals	Micro
2015	Ivisys AB	SE	Industrial Goods & Services	Micro
2015	Nuevolution AB	SE	Health Care	Small

Note: Dette inkluderer ikke store virksomheder.

Kilde: Data fra Nordea og NASDAQ

Kapitel 2

Kapitalfødekæden for nystartende vækstvirksomheder i Danmark i forhold til Sverige

Vi konkluderede i kapitel 1, at Danmark har svært ved at udvikle nye vækstvirksomheder, ikke mindst pga. svage markeder for risikovillig kapital til små virksomheder. Denne tendens er generelt funderet, men den er i særdeleshed blevet forstærket i årene efter finanskrisen. I dette kapitel går vi dybere ned i spørgsmålet om, hvor i fødekæden for nye vækstvirksomheder de danske kapitalmarkeder især er en hindring, samt hvad det implicerer.

For at illustrere betydningen af det mere velfungerende marked for risikovillig kapital i Sverige i forhold til Danmark ser vi på, hvordan unge vækstvirksomheder kan skaffe kapital i de to lande.

Først beskriver vi de typiske kilder til kapital i fødekæden fra start-up til børsnotering for svenske og danske virksomheder i forskellige størrelsessegmenter (afsnit 2.1). Videre analyserer vi forskelle i markederne tidligt og sent i fødekæden for nystartende virksomheder (hhv. afsnit 2.2 og 2.3). Og til sidst ser vi mere specifikt på performance og deraf vækstbidrag fra små børsnoterede virksomheder, både for de konkrete virksomheder børsnoteret i Sverige igennem de seneste år og mere generelt (afsnit 2.4). Dette anskueliggør til dels også, hvilket vækstpotentiale Danmark går glip af.

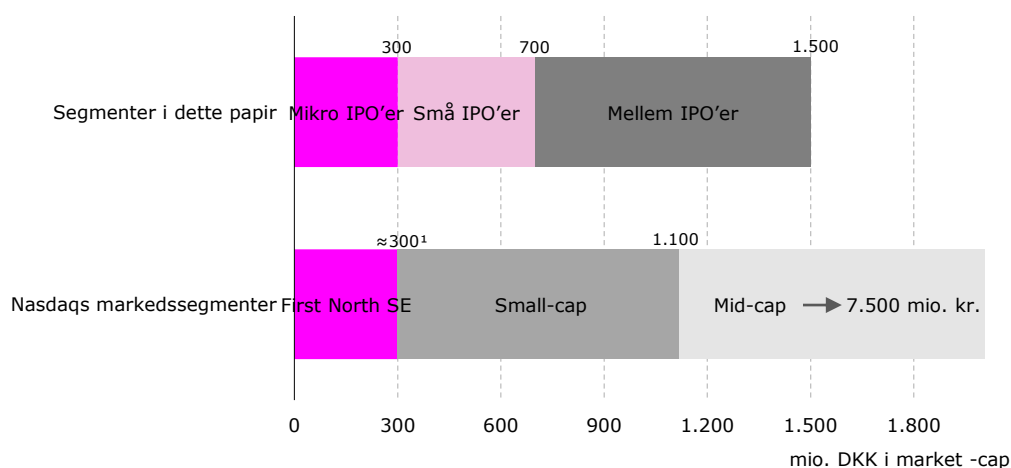
2.1 Kapitalfødekæden for forskellige størrelsessegmenter

I analysen af betydningen af IPO for forskellige størrelser af virksomheder inddeler vi virksomhederne i tre segmenter på baggrund af den kapital der er solgt:

1. Mikro: transaktioner for under 300 mio. kr.
2. Små: transaktioner for mellem 300 og 700 mio. kr.
3. Medium: transaktioner for mellem 700 mio. og 1,5 mia. kr.

Disse tre segmenter er en findeling af de mindre børsnoterede selskaber, svarende til NASDAQs First North marked, small-cap marked og en lille del af mid-cap markedet, jf. Figur 2.1.

Figur 2.1 Segmentinddeling i denne rapport i forhold til NASDAQs markedsopdeling



Note: For børsnoteringer defineres segmentet ud fra den totale værdi af de børsnoterede aktier. For Sverige ligger langt de fleste First North noteringer med en total noteret værdi på under 300 mio. kr., men der sker enkelte større noteringer på First North i Sverige. I Danmark er der ikke noteret virksomheder på First North i mange år, men de seneste noteringer tilbage i 2008 lå betydelig lavere (op til ca. 100 mio. kr.).

Kilde: NASDAQ

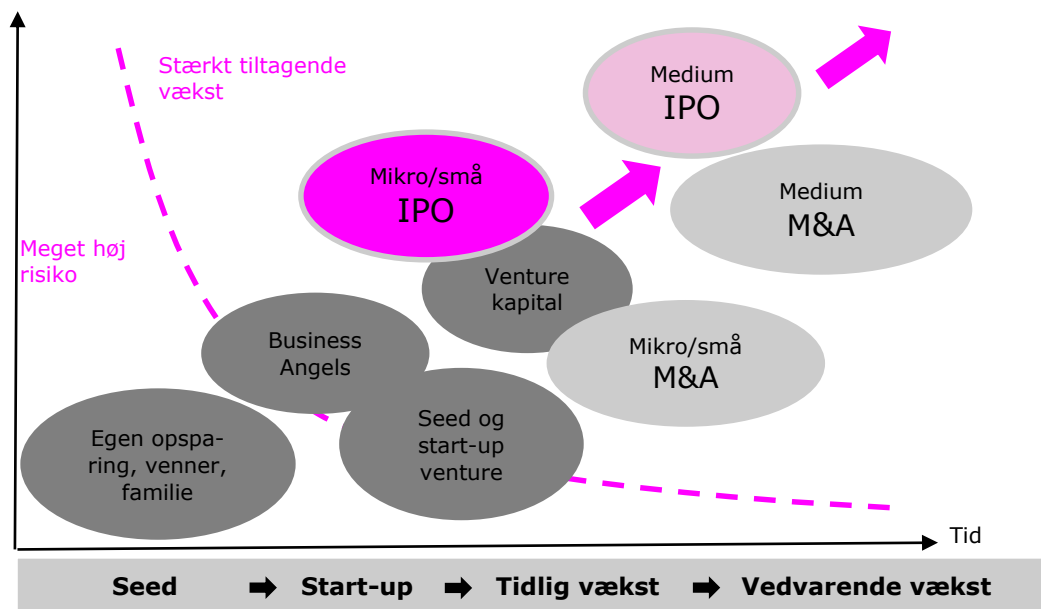
Der er afgørende forskelle i den typiske kapitalfødekæde for en lille dansk virksomhed i forhold til en tilsvarende svensk. Tidligt i fødekæden vil små *danske* vækstvirksomheder typisk finansiere sig ved iværksætterens personlige midler, evt. business angels (BA) og venture-kapitalfonde (VC), som også fungerer som sparringspartnere for entreprenøren i kraft af deres erfaring ('kompetent kapital'), jf. Figur 2.2. Efter nogle år kan mindre salg uden om børsmarkedet (*mergers and acquisitions*, M&A) komme på tale. Her træder iværksætteren ofte ud af virksomheden og realiserer sin gevinst. M&A er ganske udbredt for mindre danske virksomheder. Siden finanskrisen ses børsnoteringer først meget sent i vækstprocessen for danske virksomheder, dvs. som medium store IPO'er efter virksomheden har dokumenteret solid indtjening.⁸ I *Sverige* er M&A transaktioner mindre udbredt relativt til antallet af små virksomheder. Omvendt er børsnoteringer langt mere udbredt, specielt i mikro og små virksomheder tidligt i vækstprocessen, som en substitut til VC og BA.

Antallet af potentielle danske IPO'er er altså i høj grad bestemt af hvor mange start-ups, der foretages i Danmark; hvor nemt de kan finansiere sig og vokse sig større tidligt i fødekæden; samt hvor mange iværksættere der 'modstår' fristelsen til at realisere deres gevinst tidligt gennem videresalg til udlandet (M&A).

⁸ Før finanskrisen blev der foretaget en del Danmarks børsnoteringer af virksomheder relativt tidligt i vækstprocessen. I de seneste år er en del unge danske virksomheder blevet børsnoteret i Sverige.

Figur 2.2 Funding i fødekæden for nystartende virksomheder

Behov for kapital



Note: Den største forskel mellem billedet for Sverige og Danmark ligger i, at de mikro/små børsnoteringer kun foretages i Sverige, hvorimod de mikro/små M&As til gengæld er relativt mere brugt i Danmark. Dette er et forsimplet billede og tager udgangspunkt i de typiske tendenser.

Kilde: Copenhagen Economics

2.2 Kapitalmarkederne tidligt i fødekæden (VC og BA)

VC-finansiering er ikke benyttet nær så meget af danske virksomheder som af svenske virksomheder. Det gælder for alle typer af VC fra 2007 til 2014, og selv når vi tager landenes størrelser i betragtning, jf. Figur 2.3a (de stiplede linjer). Det er endda på trods af, at VC markedet er et ud af få kilder til ekstern risikovillig kapital for unge danske virksomheder, hvor de svenske virksomheder også har et langt stærkere IPO marked som alternativ.

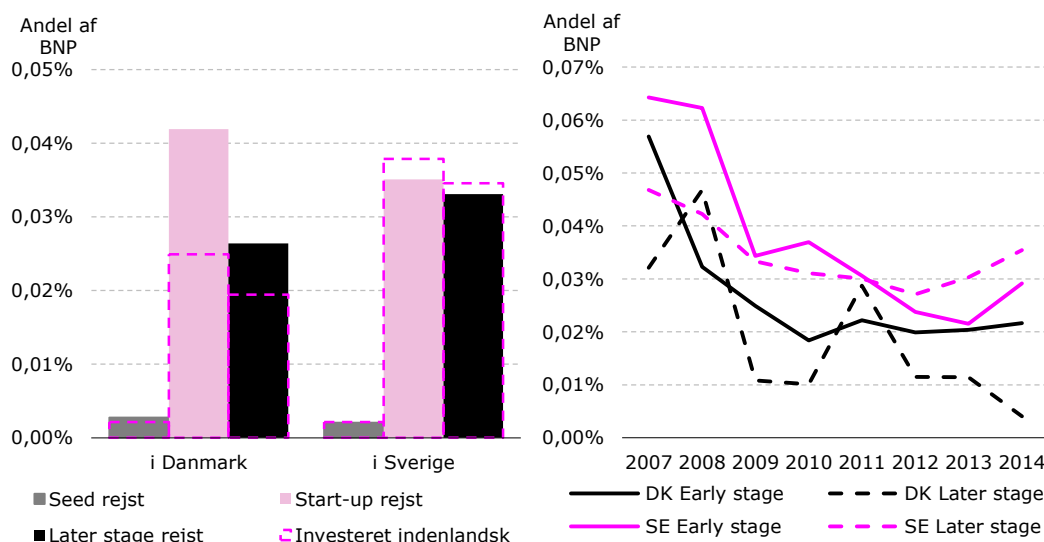
I Danmark ligger det store problem dog ikke i at rejse venturekapital. I årene fra 2007 til 2014 var danske VC-fonde i stand til at rejse lige så meget kapital som svenske VC-fonde, jf. Figur 2.3a.⁹ Når vi ser på udviklingen over tid, har mængden af venturekapital investeret i begge lande været generelt faldende siden 2007, jf. Figur 2.3b.

⁹ En stor del af dette skyldes de store fonde Novo og Lundbeck, der investerer massivt i amerikansk biotech mv.

Figur 2.3 Venturekapital rejst/investeret i Danmark og Sverige

a) Gennemsnitlig venturekapital som andel af BNP, 2007-2014

b) Investeret venturekapital som andel af BNP



Note: b) Early stage seed + start-up.

Kilde: EVCA

2.3 Kapitalmarkederne senere i fødekæden (M&A og IPO)

Ser vi først på M&A markederne, performer Danmark faktisk bedre end Sverige. I de seneste år er der generelt set foretaget lige så mange M&A transaktioner i Danmark, som der er i Sverige, til det trods for at Sveriges økonomi er betydeligt større (70-80 procent) og har flere både start-ups og vækstvirksomheder, jf. Figur 2.4. Set over hele perioden 2005-2015 er Sverige imidlertid trukket op af et boom i antallet af små M&A-transaktioner før finanskrisen.

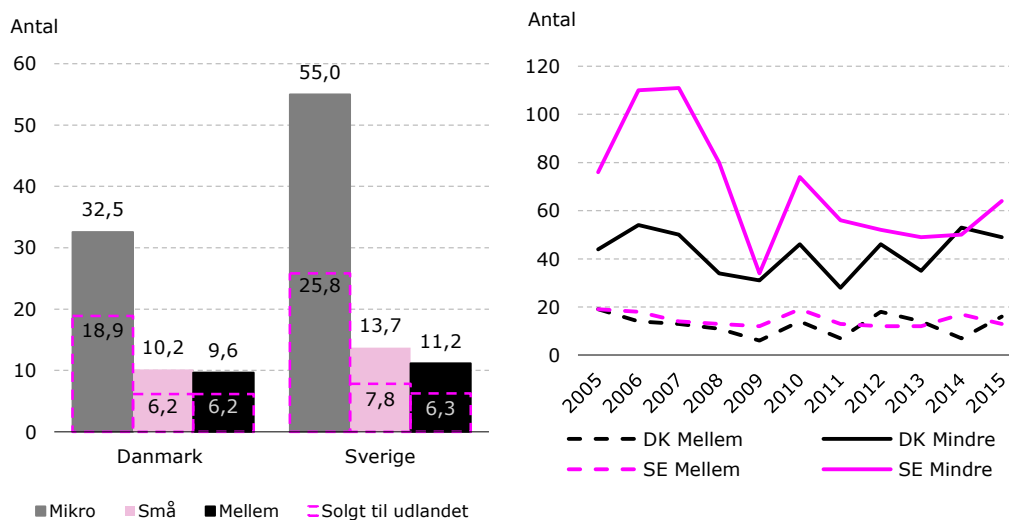
Dette er dog ikke udelukkende positivt for Danmark. Siden 2005 er der gennemsnitligt foretaget 30 M&A transaktioner til udlandet, hvilket betyder, at vækst, produktivitet og jobskabelse risikerer at rykke til udlandet, jf. Figur 2.4a (stiplede linjer). Det kan i høj grad være et resultat af et svagt dansk IPO marked: Når en VC-fond, BA eller iværksætter ønsker at sælge en virksomhed, sker det enten som et virksomhedssalg (M&A) eller som en IPO, og udviklingen på M&A og IPO markederne er således negativt relaterede.

Danmark kan dermed gå glip af mange vækstvirksomheder og arbejdspladser, der, i mangel af bedre alternativer, bliver solgt til udlandet. Relativt til antallet af højvækstvirksomheder sælger Danmark ca. dobbelt så mange virksomheder til udlandet, som man gør i Sverige, og det gælder inden for alle tre størrelsessegmenter (*mikro, små og mellem*). Hvis Danmark havde samme lave antal virksomhedssalg til udlandet som Sverige, ville vi (groft skønnet) årligt kunne beholde endnu 11 mikro virksomheder på danske hænder, 3 små virksomheder og endnu 2,5 mellem store virksomheder. Sætter vi dette i forhold til det gennemsnitlige antal medarbejdere beskæftiget i danske virksomheder solgt over de seneste

10 år inden for hvert størrelsessegment, finder vi, at Danmark årligt sætter 3.500 arbejdspladser i risiko for at blive flyttet ud af landet. Dertil kommer den vækst, vi ville have set i virksomhederne fremadrettet. Med en anslået vækst på 10 procent, bliver det til over 50.000 jobs over en 10 årig periode.

Figur 2.4 M&A-markedet fordelt på størrelsessegmenter, Danmark i forhold til Sverige

a) Gennemsnitligt antal årlige M&A-transaktioner, 2005-2015 b) Årligt antal M&A transaktioner



Note: I modsætning til Figur 2.3 tager denne figur ikke økonomiernes størrelse i betragtning. Her inkluderes kun M&A transaktioner større end 50 mio. kr. Mikro transaktioner er defineret som handler for under 300 mio. kr., små transaktioner er mellem 300 og 700 mio. kr., og mellem-størrelse transaktioner er mellem 700 og 1.500 mio. kr.

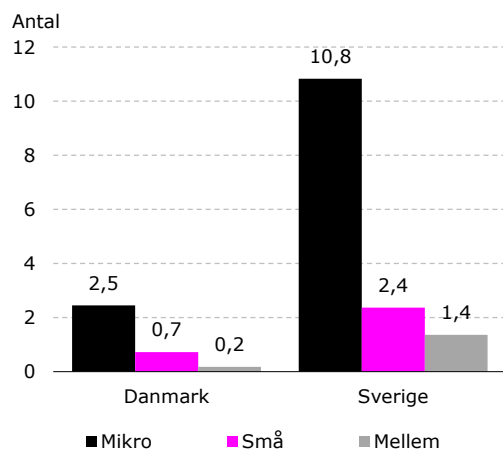
Kilde: Nordea

Når vi ser på de små børsnoteringer, er Sverige til gengæld endnu længere foran Danmark, både over den længere periode (siden 1998) og specielt over de seneste år siden finanskrisen, Figur 2.5. Her har vi tilmed opdelt efter virksomhedens nationalitet og ikke børsens. For mikro og små børsnoteringer blev der foretaget over 60 børsnoteringer i Sverige sidste år, imod nul i Danmark. Af de få børsnoteringer, der ses for danske virksomheder, er de fleste danske virksomheder noteret i Sverige og Norge.

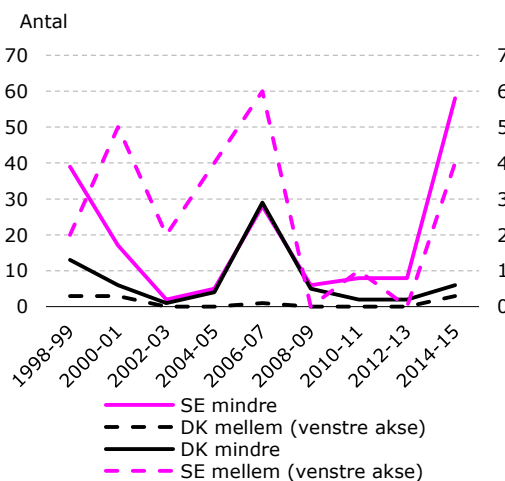
Oven i dette har Sverige en del andre mindre aktiemarkeder uden dansk sidestykke. For eksempel er der siden 2007 noteret 153 mikro virksomheder på Aktietorvet. Disse noteringer ligger mellem 0,5 og 20 mio. SEK, men Aktietorvet fungerer ofte som springbræt for noteringer på First North.

Figur 2.5 Børsnoteringer fordelt på størrelsessegmenter, Danmark i forhold til Sverige

a) Gennemsnitligt årligt antal børsnoteringer, 1998-2015



b) Årlige børsnoteringer, i 2-årige intervaller



Note: I modsætning til Figur 2.3 tager figuren ikke økonomiernes størrelse i betragtning. Vi har primært anvendt data fra Dealogic-databasen, hvor der ikke specifikt fokuseres på IPO'er på NASDAQ, men inkluderer virksomheder afhængig af deres størrelse. Det betyder dog, at enkelte af de helt små First North noteringer ikke er med. Til gengæld er en del noteringer på Aktietorget og andre børser inkluderet. Der er opdelt på virksomhedens nationalitet, ikke på børsens nationalitet. Dvs. danske virksomheder børsnoteret i Sverige tæller med hos 'Danmark'. Mikro IPO'er er defineret som IPO, hvor der samlet set sælges for under 300 mio. kr., små transaktioner er imellem 300 og 700 mio. kr., og mellem IPO'er er imellem 700 mio. og 1,5 mia. kr. Mindre transaktioner er mikro og små samlet.

Kilde: Data fra Nordea

Dette medfører tab af vækst og danske arbejdspladser: *i)* Unge virksomheder, der i højere grad bliver solgt til udlandet, *ii)* en sværere kapitaladgang og mindre vækst for de virksomheder, der bliver i Danmark; og endelig *iii)* vi risikerer, at flere danskere dropper deres iværksætterdrømme eller vælger at foretage start-ups i udlandet, hvor adgangen til kapital er nemmere.

2.4 Performance for små børsnoterede virksomheder

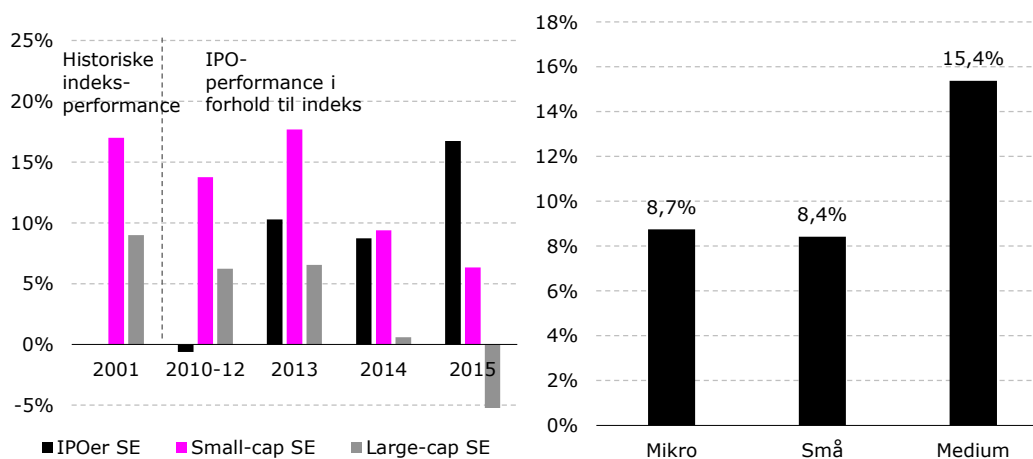
Opbygningen af et stærkt small-cap marked har stået på i Sverige over de seneste 25 år og været fulgt af ganske gode aktieafkast. Betragter vi hele det svenske small-cap marked, har afkastet siden 2001 i gennemsnit været på hele 17 procent om året, imod 9 procent for det samlede svenske aktiemarked, jf. Figur 2.6. Investeringer i små svenske virksomheder giver altså et højere afkast end for større virksomheder – en tendens, som også ses i de fleste andre lande. Det kan i et vist omfang forklares af en højere risiko ved investering i små virksomheder, hvilket vi vender tilbage til.

Ser vi på den foreløbige aktieprisudvikling i på svenske IPO'er fra 2010 og frem, synes performance generelt at have været tilfredsstillende. Afkast fra de relativt få IPO'er i 2010-12 er trukket ned af enkelte virksomheder, der har klart sig meget dårligt og ender på -0,5 procent årlig. Omvendt har IPO'er i de senere år klart sig langt bedre med et årligt afkast

på 10 procent, 9 procent og 17 procent for IPO'er fra hhv. 2013, 2014 og 2015. Det er dog kun i 2015, at afkastet fra de nye IPO'er har out-performet det samlede small-cap marked i Sverige. Siden 2010 har de medium-store IPO'er klaret sig absolut bedst med et årligt afkast på ca. 15 procent årligt, imod ca. 8,5 procent for både mikro og små IPO'er.

Figur 2.6 Svenske mindre IPO'er og børsnoterede virksomheders performance i forhold til det samlede aktiemarked

a) Gennemsnitligt årligt afkast siden IPO i forhold til gennemsnitlig årlig afkast for indeks
b) Gennemsnitligt årligt afkast opdelt på segmenter (alle IPO'er 2010-15)

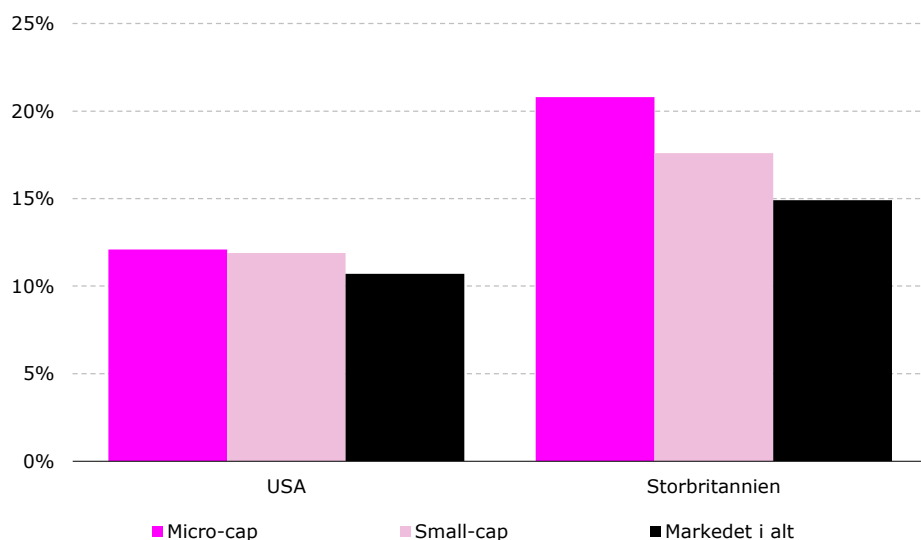


Note: Dette er beregnet ud fra alle 70 IPO'er på NASDAQ i Dealogic-databasen, 2010-15. Dette inkluderer kun IPO'er på NASDAQ og ikke virksomheder, der tidligere har været noteret på andre børser. Yderligere inkluderer det ikke alle First North noteringer, og der tages ikke højde for, hvad der sker med virksomheder efter de afnoteres (fx Transmode Holding AB, der blev afnoteret i 2015). Det kan medføre en bias.

Kilde: Dealogic-databasen

Internationale studier viser også, hvordan aktieinvesteringer i mikro- og small-cap virksomheder historisk set har out-performet large-cap investeringer på globalt plan, selv når der korrigeres for en højere risiko, jf. Figur 2.7. For USA har det gennemsnitlige årlige afkast for henholdsvis mikro-cap, small-cap og det samlede markeds investeringer målt over en 80-årig periode været hhv. 12,1 procent, 11,9 procent og 10,7 procent. De tilsvarende afkast på Londons fondsbørs har henholdsvis været 20,8 procent, 17,6 procent og 14,9 procent målt over en 45-årig periode.¹⁰

¹⁰ Jf. Asness et al 2015; Dimson et al, 2002, ch. 9

Figur 2.7 Historisk årligt afkast for aktier i USA og Storbritannien

Note: USA er her afkast for NYSE i perioden 1921-2001; UK er afkast for LSE i perioden 1955-2000.

Kilde: Dimson et al, 2002, ch. 9

Investorer i mindre virksomheder skal imidlertid være mere tålmodige, da afkastet er be-
hæftet med større risiko og udsving på kort- og mellemlang sigt. Denne risiko kan dog ned-
bringes ved diversificering af investeringsporteføljer på tværs af 'store' og 'små' virksomhe-
der.¹¹ Det højere afkast hos små virksomheder kan ikke forklares af de mest risikable små
aktiers performance. I stedet er det de små, mere stabile, højkvalitetsaktier som synes at
drive effekten. Den nærmere sammenhæng mellem størrelse og risiko er stadig et åbent
spørgsmål i litteraturen. En del af forklaringen kunne bunde i en unik form for ekstra risiko,
relateret til at mikro- og small-cap selskaber ikke har samme adgang til kapital som større
selskaber og således er mere afhængige af bank- og equity-finansiering.¹²

¹¹ Jf. Dimson et al, 2002, ch. 9

¹² Jf. Asness et al 2015; Lazard Asset Management

Kapitel 3

Barrierer i børsnoteringsmarkedet

Kapitel 1 og 2 viste klart, at Danmark har en dårligere IPO performance for de mindre virksomheder end Sverige. Spørgsmålet er hvorfor. I tidligere analyser af det danske IPO marked har der være fokuseret på tre typer af barrierer: (1) Svagt investorlandskab, (2) en dyr noteringsproces, og (3) begrænset likviditet i IPO efter notering, som gør dem mindre attraktive som investeringsobjekt.¹³

Vi starter med at dokumentere, at investorlandskabet for investeringer i mindre IPO er langt stærkere og bredere i Sverige end i Danmark (afsnit 2.1). Dette har bidraget til udvikling af en infrastruktur, der gør børsnoteringer billigere og mere effektive i Sverige (afsnit 2.2), mens krav til IPO i Danmark, fx til prospekter, måske er for høje (afsnit 2.3).

3.1 Det svagere danske investorlandskab

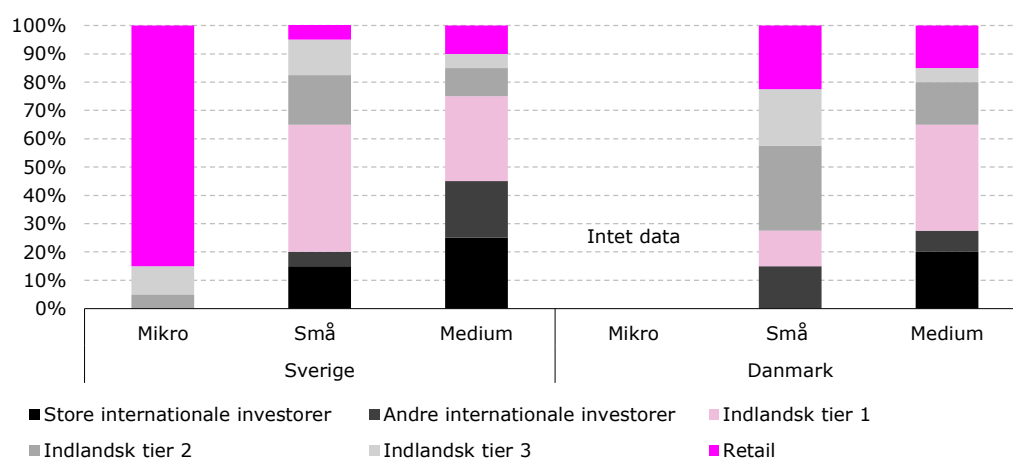
I noteringsprocessen skal investeringsbanken ud og bygge bogen af investorer (*book-building*). Det er vigtigt, at der er tilstrækkelig efterspørgsel på aktien generelt set, men nok så afgørende at bogen af investorer har den rette 'kvalitet'. Specielt er det vigtigt, at der er tilpas mange store, velinformererede og langsigtsorienterede investorer, der ikke forventes at sælge aktien kort tid efter børsnoteringen. Herved minimeres risikoen for store fald og fluktuationer i aktieprisen, og ultimativt sikres det, at børsnoteringen bliver en succes samt at investorerne er tilfredse og interesserede i at investere i andre børsnoteringer mv. fra samme investeringsbank fremover. Der er altså ikke mindst en *reputational risk* for investeringsbanken, hvis de markedsfører for mange selskaber, der kuldsejler.

Det er således afgørende, at der findes et landskab af potentielle risikovillige investorer for hvert størrelsessegment. Man deler typisk investorer op i:

1. Internationale investorer
2. Store indenlandske institutionelle investorer (tier 1)
3. Mellemstore indenlandske institutionelle investorer (tier 2)
4. Små indenlandske semiinstitutionelle investorer såsom meget velhavendes private fonde (tier 3)
5. Små private småsparere (retail)

For de mellemstore børsnoteringer er afsætningen til de forskellige typer af investorer stort set ens i Danmark og Sverige. Der afsættes typisk lidt under halvdelen til udenlandske investorer, og imellem de indenlandske fordeles der lidt over halvdelen til store institutionelle investorer (Tier 1), noget mindre til de mindre institutionelle investorer (Tier 2 og 3) og ca. 10 procent til retail, jf. Figur 3.1 under medium.

¹³ Se fx Nasdaq (2013)

Figur 3.1 Investorer i børsnoteringer i forskellige størrelsessegmenter

Note: Da Danmark ikke har haft nogle børsnoteringer i mikro segmentet i de seneste år, har ingen banker udtalt sig om allokeringerne på investortyper.

Kilde: Spørgeskema på banker

Forskellen i investorlandskab er modsat markant for IPO-segmenterne mikro og små. I segmentet små ses, hvordan andelen af internationale investorer falder meget drastisk i Sverige. I Danmark har vi slet ikke haft denne type af børsnoteringer siden 2000. For mikro-segmentet findes der udelukkende retail investorer i Danmark, i de små børsnoteringer vi havde tilbage i 2005-08, hvor Sverige stadig har nogle små tier 2 og tier 3 investorer, jf. Figur 3.1 under mikro.

Forklaringen på det bredere investorlandskab i bunden og tilsvarende også flere IPO'er udtrykkes klart af forskellige svenske investeringsbanker og advokathuse:

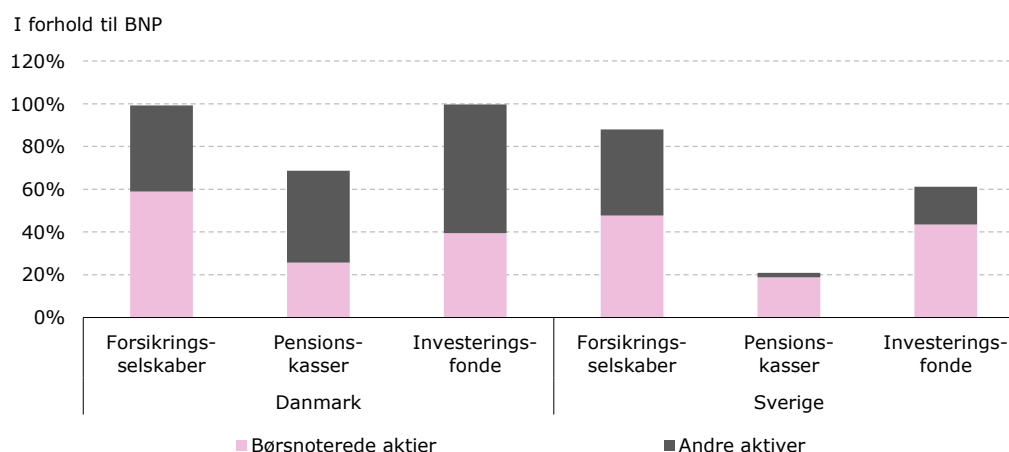
"Brugen af corner-stone investorer har været vigtig i forhold til den succes man har set i Sverige i forhold til mikro og små noteringer. Trenden er specielt blevet udbredt siden 2013. Investeringsbanker vurderer, at det medfører en større transaktionssikkerhed samt efterspørgsel fra institutionelle investorer, der ønsker at sikre sig en vis aktieandel i børsnoteringer." **Citat: Associate hos Baker & McKenzie advokater SE**

Derudover er der den generelle sammensætning af investorlandskabet i Sverige i forhold til Danmark.

"I Sverige findes der et tæt landskab af institutionelle investorer med interesse i small-cap og til dels First North noteringer. Det gælder såvel etablerede pensionsfonde som familiefonde og velhavende privatinvestorer. Tilstedeværelsen af disse har været afgørende for den succes, der er set i Sverige på dette punkt". **Citat: Associate hos Baker & McKenzie advokater SE**

De danske institutionelle investorer er generelt langt større spillere end de svenske, samtidigt med at investeringsstrategierne også varierer mellem landene, jf. Figur 3.2. De danske forsikrings-selskaber, pensionskasser og investeringsfondes aktiver svarede i 2013 til 267 procent af Danmarks BNP. Til sammenligning svarede de svenske modparters aktiver til godt 170 procent af det svenske BNP. Især på pensionsselskabernes størrelse er forskellen stor. Hvor de danske pensionskassers samlede investeringer udgør 69 procent af BNP, udgør de svenske kun 21 procent. Samtidig er andelen af aktieinvesteringer også markant anderledes imellem landenes pensionskasser: hvor 37 procent af investeringerne fra Danmark ligger i børsnoterede aktier, udgør de 90 procent af de svenske pensionskassers aktiver i alt.

Figur 3.2 Danske og svenske institutionelle investorerers aktiver



Note: Vi arbejder på at få flere tal på dette område fra Nationalbanken og SCB.

Kilde: OECD *Institutional Investors Database*, DST, SCB

Ser man kun på pensionsselskabernes investeringer i henholdsvis aktier og obligationer, eksklusiv aktiver tilknyttet unit-linked kontrakter, bliver billedet af store forskelle endog mere markant, jf. Figur 3.3. Af de seks største danske pensionsselskabers investeringer i aktier og obligationer udgjorde værdien af obligationer 91 procent i 2014. Investeringen i indenlandske aktier (noterede og unoterede) udgjorde godt 32 mia. kr., svarende til 3 procent af de samlede aktier og obligationer.

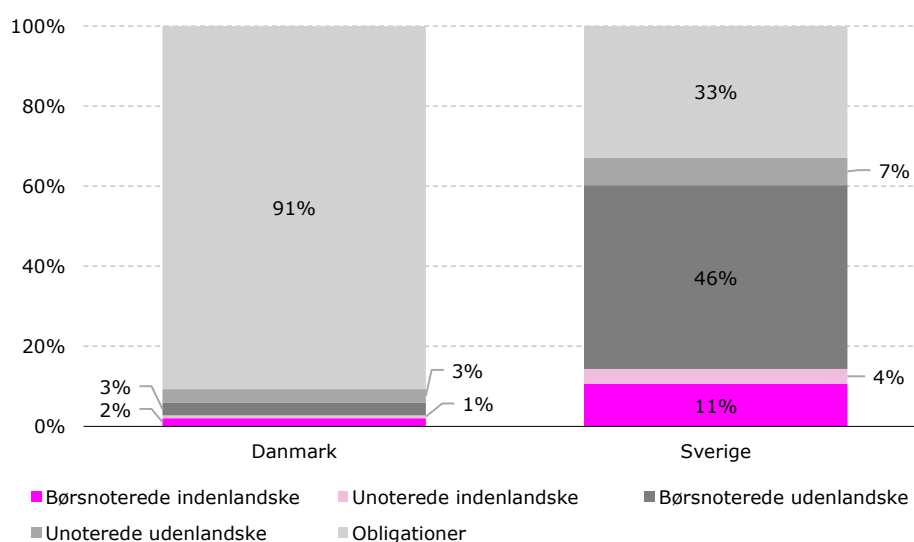
"Kapitalkoncentration i få store 'kasser' (pensionskassestruktur) gør, at det ikke er rentabelt/skalerbart at se på mid- og small-cap investeringer." **Citat: Gregers Kronborg Venture Partner, Northzone DK**

"Der er behov for mere mangfoldighed i det danske investorlandskab, så penge flyttes ned i 'systemet' til mid- og small-cap mv." **Citat: Gregers Kronborg, Venture Partner i Northzone, DK**

For AP-fondene i Sverige var værdien af investeringerne i obligationer 33 procent, mens de indenlandske aktier udgjorde godt 14 procent af den samlede investering i aktier og obligationer. Denne forskel skyldes ikke mindst en vidtgående reformproces i Sverige i 1980'erne og 1990'erne, der bl.a. indebærer en opsplitning og målretning af flere offentlige pensionsfonde netop mod small-cap markedet.

"De større svenske pensionskasser, fx de seks AP-fonde, placerer 55-60 procent af kapitalen i aktier. Herudover findes der et antal regionale offentlige pensionskasser, hvoraf 8-10 pensionskasser har egne small-cap porteføljer." **Citat: Ulric Grönvall, Senior Portfolio Manager i Danske Capital, SE**

Figur 3.3 Pensionssekskabernes investeringer i aktier og obligationer, 2014



Note: For Danmark viser figuren de seks største pensionssekskabers (ATP, PFA, Danica, PensionDanmark, Norddea Liv & Pension, Sampension) samlede investering ultimo 2014.

For Sverige viser figuren AP-fondenes samlede investeringer ultimo 2014.

Kilde: Årsrapporter for 2014 for de forskellige selskaber/fonde.

Det svage investorlandskab i mellemsegmentet (tier 2 og 3) gør, at det er svært at foretage de mindre børsnoteringer i Danmark. De store institutionelle investorer vil af likviditets- og omkostningsmæssige årsager nødtigt investere i små virksomheder, som også illustreret i Figur 3.2 og Figur 3.3. Dermed står man i Danmark tilbage med de private småsparere (retail), som ikke er nær så aktive i Danmark som i Sverige.

Årsagen til denne skæve sammensætning af investortyper i Danmark skal findes flere steder. En del relaterer sig til måden, danske husholdninger opsparer i forhold til svenske husholdninger. I Danmark opsparer man langt overvejende af to veje: 1) bolig (afbetaling på boliggæld) og 2) pension. I modsætning hertil foregår dette i et højere omfang som privat opsparing uden om pensionssystemet i Sverige.

Der er også stor forskel på det fokus, de danske og svenske pensionskasser har haft på placering af deres midler jf. boks 2.1. I Danmark er der over de senere år set en betydelig konsolidering og fokus på at øge effektiviteten samt nedbringe investorkomkostninger. Dette er i modsætning til Sverige, hvor man har opdelt offentlige pensionsmidler i flere mindre pensionsfonde med forskelligt fokus (AP-fondene). Det bidrager til intern konkurrence imellem pensionsfonde og til at pensionskasserne får et mindre likviditetsproblem i forhold til investering i mindre virksomheder. Fx er AP 4 meget fokuseret på small-cap investeringer og fungerer ofte som såkaldt ankerinvestor ved børsnotering af mindre virksomheder. De andre fonde har ikke specifikt fokus på small-cap segmentet, men er ikke underlagt samme krav som de danske pensionskasser og er derfor også tilstede i small-cap markedet

Boks 3.1 Pensionssystemet i Danmark og Sverige

Opbygningen af det svenske og danske pensionssystem er nogenlunde ens. Der er en offentlig del, en privat del og en del, der er reguleret af arbejdsgiveren. Den største forskel mellem de to systemer er, hvor meget de forskellige dele udgør.

Den offentlige del af pensionen

Folkepensionen i Danmark er noget lavere end den tilsvarende allmänna pension i Sverige. Den danske pension består af et fast beløb, som kun udbetales fuldt ud, hvis man har boet eller arbejdet i Danmark i mindst 40 år. Den svenske pendant til folkepensionen - den allmänna pension - er til gengæld baseret på, hvor meget man har tjent gennem hele sit arbejdsliv. Derfor er den som regel højere.

De svenske AP-fonde

I 1999 reformerede man det offentlige svenske pensionssystem, hvilket medførte en opdeling i flere AP-fonde. Formålet med denne opdeling var at diversificere risikoen, sænke administrationsomkostningerne via konkurrence imellem fondene, mindske de enkelte fondes påvirkning på markedet og dets likviditet, samt at mindske risikoen for politisk indblanding. De forskellige fonde har forskelligt investeringsfokus. De forskellige bestyrelser opsætter mål og investeringsstrategi uafhængigt af hinanden. For AP6 blev det på forhånd besluttet, at investeringerne udelukkende skulle være inden for private equity.

Arbejdsgiverdelen

En del af pensionen reguleres af arbejdsgiveren. Det drejer sig om den såkaldte firmapension/arbejdsmarkedspension i Danmark og tjenstepension i Sverige. I Danmark er det ikke alle arbejdsgivere, der har en aftale om at indbetale til pension. Desuden er de danske aftaler ofte individuelt styret, mens der i Sverige er tale om obligatoriske aftaler mellem arbejdsgiver og fagforening. Derfor er de svenske satser som regel noget højere.

Den private del af pensionen

Det er langt mere almindeligt med private pensionsopsparinger i Danmark end i Sverige. Det skyldes, at den danske folkepension, og eventuelt arbejdsgiverpension, samlet set udgør et mindre beløb end de tilsvarende pensioner i Sverige.

Kilde: Øresunddirekt; Fjärde AP-fonden; Severinson, C. and F. Stewart (2012), "Review of the Swedish National Pension Funds", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 17, OECD Publishing.

"Muligheden for 'egen-placering' af pensionsmidler i enkeltaktier er ganske anvendt i Sverige." **Citat: Jonas Björkman, Chef for Avanza Corporate Finance, SE**

3.2 Danske børsnoteringer dyrere og mere omstændelige

En børsnotering er en krævende proces. Virksomheden skal gøres gennemskuelig og interessant for investorer, og denne proces involverer typisk en række aktører. Tidsforbrug og omkostninger ved denne proces er meget betinget af forhold såsom: i) Hvor forberedt er virksomheden, fx i forhold til regnskabsstandarder? ii) Hvilken type børsnotering er der tale om: På First North eller Main Market? iii) Hvor meget kapital skal der rejses, og hvor meget skal rejses fra nye købere i ind- og udland? iv) Hvor interessant og kendt er virksomheden på forhånd, hvor meget koster den at markedsføre, og hvad er risikoen for at investorerne takker nej?

Vi kan opdele disse omkostninger i tre dele:

1. *Faste omkostninger*: Relativt faste omkostninger til bl.a. NASDAQ, Euroclear samt finanstilsynet eller *certified advisor* bistand.
2. *Semi-variable omkostninger*: Omkostninger til advokater, revisorer og PR.
3. *Variable omkostninger*: Omkostninger til book-building i investeringsbanker, hvilket typisk udgøres af såkaldte basisomkostninger, der afhænger af størrelsen af børsnotering, samt diskretionære omkostninger, som afhænger af andre karakteristika. Disse omkostninger udgør typisk en vis procentdel af den børsnoterede kapital.

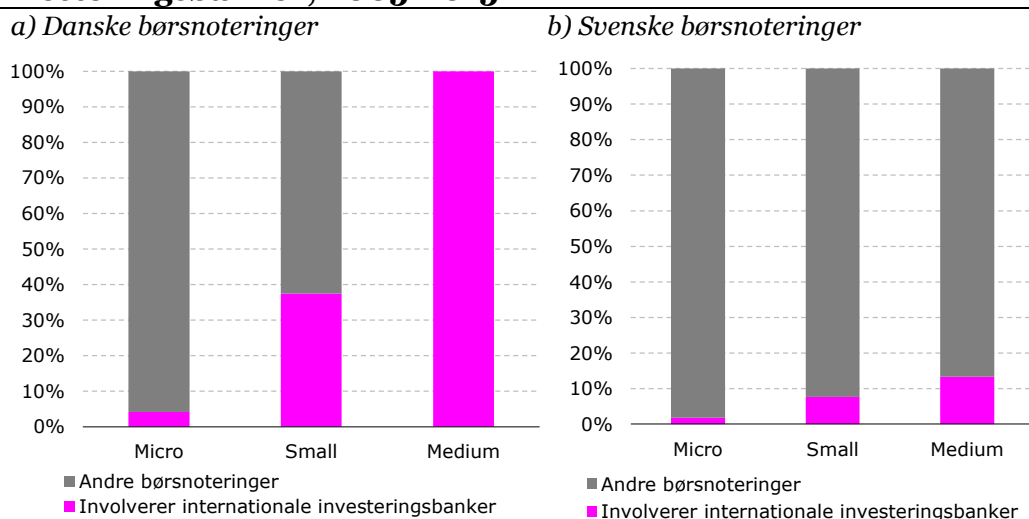
Dertil kommer markedsfaktorer som likviditet, investorinteresse mv., som selvsagt er afgørende for, hvilken pris virksomheder/aktier kan sælges for.

Konsortier og prospekttyper

Når vi ser på børsnoteringsomkostninger for mindre virksomheder, er der specielt ét forhold, der er afgørende. Nemlig hvorvidt der børsnoteres med et nationalt/nordisk investorsigte eller et internationalt investorsigte. For at aktivere de amerikanske investorer kræver det, at prospekter og regnskaber lever op til internationale, og specielt amerikanske, standarder, hvilket øger de semi-variable omkostninger til advokater og revisorer. Yderligere bliver konsortierne af investeringsbanker større, hvilket også øger de variable omkostninger betydeligt.

I tak med at vi går op i børsnoteringsstørrelse, går man i Danmark langt hurtigere over til at lave internationale prospekter, end man gør i Sverige. I Danmark ses således en større tendens til at bruge store eller udenlandske investeringsbanker, selv i mindre noteringer. Siden 2005 har samtlige børsnoteringer i mellemsegmentet og næsten 40 procent af de små noteringer haft udenlandske investeringsbanker med i konsortiet, jf. Figur 3.4. I Sverige gjaldt det kun for hhv. 13 og 7 procent af de mellem-store og små noteringer.

Størrelsen af investeringsbankerne og konsortierne har også en betydning. Siden 2005 har 45 procent af alle mindre danske børsnoteringer været ledet af store investeringsbanker, hvoraf 13 procent er internationale spillere som Goldman Sachs og Morgan Stanley. For Sverige har de store investeringsbanker stået for 37 procent af alle mindre børsnoteringer, og kun ca. 1 procent har været udenlandske. Hvor de svenske børsnoteringer typisk involverer to investeringsbanker i dette segment, er det i Danmark ikke unormalt at se tre eller flere.

Figur 3.4 Andel af børsnoteringer, der involverer internationale investeringsbanker, 2005-2015

Note: Danske selskaber bliver også børsnoteret i Sverige. Dvs. de ovenstående danske børsnoteringer potentielt kan være på en børs i Stockholm.

Kilde: IPO-data fra Nordea

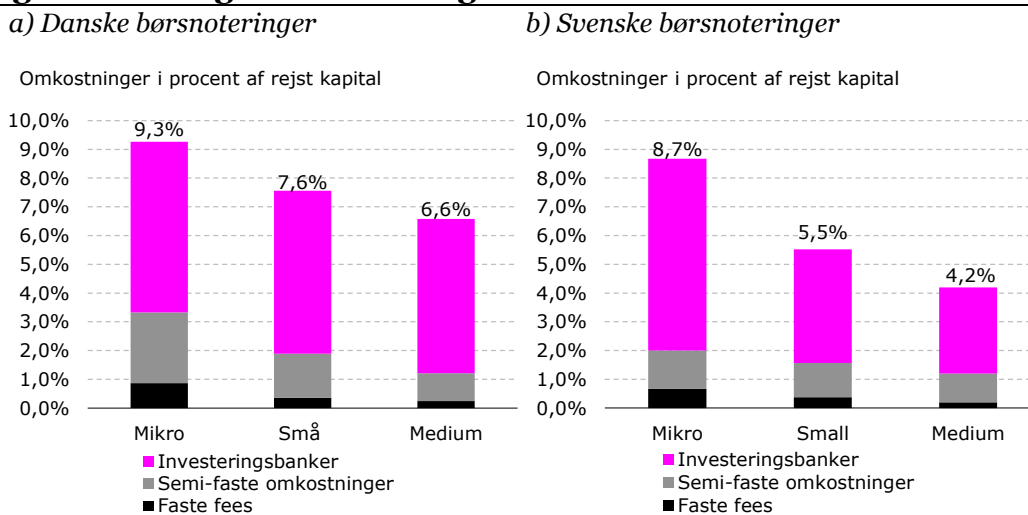
Omkostninger for mellemstore børsnoteringer (700 mio. til 1,5 mia. kr.)

Danmark har haft nogle enkelte mellemstore børsnoteringer over de seneste fem år: NNIT A/S samt enkelte farmavirksomheder. Over samme periode har Sverige haft betydeligt flere, bl.a. Bufab Holding AB, PowerCell, Sweden Recipharm AB, Scandi Standard AB og Collector AB.

I dette segment er noteringsomkostningerne i gennemsnit ca. 50 procent højere i Danmark, end de er i Sverige. Hvor de samlede omkostninger for danske børsnoteringer i gennemsnit ligger omkring 6,5 procent af den noterede kapital, ligger de svenske typisk nede omkring 4 procent, jf. Figur 3.5.

De høje omkostninger skyldes primært, at danske mellemstore noteringer næsten altid har et internationalt fokus og inkluderer store internationale investeringsbanker. Hvis danske mellemstore børsnoteringer – tilsvarende de svenske – kun havde internationalt fokus i 13 procent af tilfældene, ville omkostningerne også ligge nede omkring 4 procent af den noterede kapital.

Figur 3.5 Omkostninger ved børsnoteringer i Danmark og Sverige i forskellige størrelsessegmenter



Note: Disse tal er baseret på generelle og relativt løse skøn fra investeringsbanker og rådgivere i Danmark og Sverige, og de faktiske omkostninger ved en given børsnotering kan variere meget afhængigt af diverse forhold. For Danmarks små og mikro segmenter skal tallene også tages med forbehold for, at der ikke er børsnoteret nogle selskaber i disse segmenter i mange år.

Kilde: Spørgeskemaundersøgelse på investeringsbanker og rådgivere samt prospekter

Omkostninger for små børsnoteringer (300 til 700 mio. kr.)

Når vi videre sammenligner omkostningerne ved små børsnoteringer, ser vi også en betydelig forskel i omkostningerne. I Sverige er omkostningerne omkring 6 procent af den rejste kapital, hvor de i Danmark ligger omkring 7,6 procent, jf. Figur 3.5.

En del af de danske børsnoteringer i dette segment er stadig med internationalt sigte, hvilket forklarer en del af forskellen i omkostningerne. Danmark har kun haft to børsnoteringer i dette segment siden 2010: Danske Andelskassers Bank A/S og Zealand Pharma A/S.¹⁴ Over samme periode har Sverige haft over tyve børsnoteringer i dette segment. Derudover foretages en del af de små børsnoteringer i Sverige på First North, hvor de faste omkostninger er betydeligt lavere og kravene til revision mv. også mindsker de semivariable omkostninger. I Danmark bruges typisk altid *main market* noteringer i dette segment.

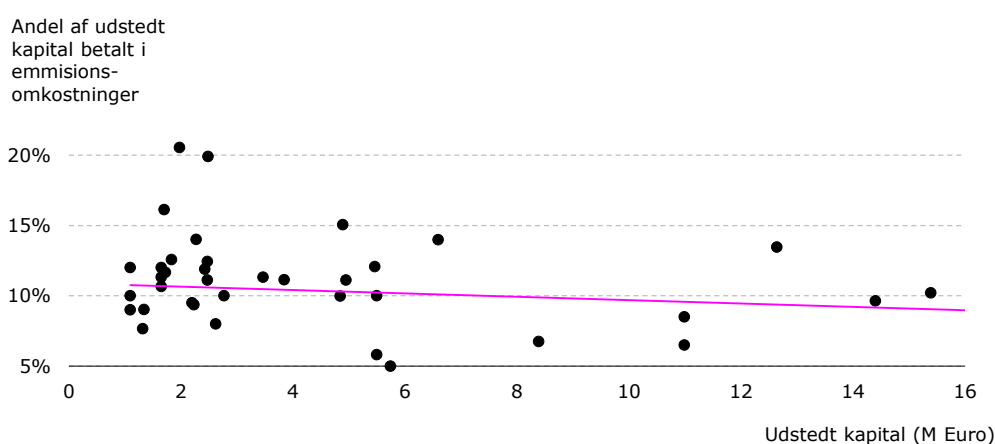
Omkostninger for mikro børsnoteringer (under 300 mio. kr.)

I mikro-segmentet skal vi flere år tilbage for at finde nogen danske børsnoteringer, og dengang var børsnoteringsomkostningerne ligeledes betydeligt højere end de omkostninger, vi ser i Sverige i dag. I Sverige foretages dog noteringer for meget små beløb (helt ned til ca. 10 mio. kr.), hvor de relative omkostninger kan blive uforholdsmæssigt høje (10-20 procent), jf. Figur 3.6. I sammenligningen betragter vi derfor kun omkostningerne for noteringer imellem 100 og 300 mio. kr. Her ligger omkostninger i Sverige på ca. 8,7 procent, hvor

¹⁴ Disse cases er biotek virksomheder, hvilke kan være lidt specielle i forhold til andre sektorer...

de i Danmark igen er noget højere, jf. Figur 3.5.¹⁵ Det er specielt de semivariable omkostninger, som er højere i Danmark, hvilket kan skyldes, at de danske virksomheder sjældent er særligt godt forberedt inden en børsnotering, hvorved advokat- og revisoromkostninger kan blive høje.

Figur 3.6 Omkostninger i forbindelse med IPO'er på First North i Sverige siden 2010



Kilde: Prospekter fra individuelle IPO'er

For alle tre segmenter synes der endvidere at være en tendens til, at prisen, som virksomheder/aktier kan sælges til i markedet, er marginalt bedre i Sverige, end den er i Danmark. Det ses fx af det gennemsnitlige forhold imellem aktiepris og indtjening (*price-earning* eller P/E), hvor svenske små virksomheder på *main market* historisk har ligget på ca. 17,6 imens danske har ligget på 15,5.¹⁶ Dette kan dog være meget svingende over tid og afhænger ikke mindst negativt af andelen af nyligt børsnoterede virksomheder, hvor Danmark har meget få, hvilket således skævvrider tallet for Danmark i en positiv retning.¹⁷ Yderligere er bid-ask spreads og likviditet betydeligt bedre i Sverige, hvilket vi vender tilbage til.

Samlet medfører den relativt dårligere pris og likviditet endnu en 'omkostning' ved at notere virksomheder på small-cap i Danmark i forhold til Sverige. Ud fra de gennemsnitlige P/E niveauer kan denne omkostning beløbe sig til 13,5 procent. Det er vel at mærke udover de tidligere diskuteret noteringsomkostninger.

Overordnet kan vi altså konstatere, at noteringsomkostningerne er betydeligt højere i Danmark, end de er i Sverige, primært fordi man i Danmark oftere laver internationalt fokuserede prospekter med større konsortier af investeringsbanker, og typisk noteres der kun på *main market*.

¹⁵ Det skal bemærkes, at vi således også sammenligner børsnoteringer på vidt forskellige tidspunkter. Den svenske børsnoteringsproces i dette segment er blevet betydeligt mere effektiv og omkostningsminimerende over de seneste år.

¹⁶ Her ser vi kun på aktier med en marked-cap på under 1 mia., og vi har generelt frasorteret outliers med en P/E højre end 40.

¹⁷ På First North markedet finder vi en betydeligt højere gennemsnitlig P/E i Danmark end i Sverige. Men dette er meget misvisende, da Danmark kun har meget få virksomheder på First North. Der er foretaget et stort antal afnoteringer over finanskrisen, og der er ikke noteret nye virksomheder for DK First North i mange år.

Forskellen mellem Sverige og Danmark synes ikke knyttet til forskelle i regulering men snarere fokus på innovation og omkostningsminimering i de mindre svenske prospekter. Det er specielt blevet muligt at skære mange revisor- og advokatombkostninger fra. Men der er ikke noget til hindring for, at dette også kan indføres i Danmark:

"Regulatorisk er der ikke de store forskelle på Sveriges og Danmarks børsmarkeder, og hvis markedet var der, ville man kunne foretage tilsvarende små IPO'er i Danmark til ca. samme omkostninger. Omkostninger og noteringsprocessen i fbm. en børsnotering er altså ikke en selvstændig barriere." Citat: Jesper Schönbeck, Partner i Vinge advokater, SE

3.3 Prospektkrav til mindre IPO'er kan reduceres og likviditeten i markederne styrkes

For at stille det skarpt op kan man sige, at der i Danmark kun børsnoteres virksomheder, hvor investorinteressen er der uden behov for specielle tiltag som ankerinvestorer, særskilt likviditetsstillelse og analysedækning. Her ligger professionalismen ofte internt i virksomheden qua virksomhedens størrelse, og virksomheder børsnoteres først, når de har vokset sig store og har udvist succes i deres marked:

"De virksomheder, der børsnoteres i Danmark med succes, er næsten altid markedsledere, hvorved risikoen er faldet betydeligt i forhold til de tidligere vækststadier." Citat: Christian Hansen, Head of Equity Capital Markets i Nordea, DK

Anderledes forholder det sig i Sverige, hvor markedet kan opdeles i tre dele:

1. Det traditionelle børsnoteringsmarked, som fungerer meget tilsvarende det, vi har i Danmark. Dette gælder mellemsegmentet samt større virksomheder.
2. Derudover har Sverige et børsnoteringsmarked for små virksomheder, hvor en børsnotering ikke ville kunne ske i Danmark af naturlige markedsmæssige årsager, mangel på likviditet mv. Den bredere aktionærkultur, det mere lukrative skattesystem for investorer samt større tilstedeværelse af mellemstore aktionærer gør det betydeligt nemmere (muligt) at foretage børsnoteringer i dette segment i Sverige.
3. Endvidere har de et mikro segment af børsnoteringer. Her er der gjort et antal formildende reguleringsmæssige tiltag, finansielt innovative tiltag, og der er opbygget et netværk af finansielle rådgivere, der hjælper virksomheder i dette segment til stadig at kunne anvende aktiemarkedet som indsprøjtning af risikovillig vækstkapital.

Forskelle i small- og mikro-cap segmentet

Markedet for små børsnoteringer – specielt på First North – fungerer betydeligt anderledes end markedet for større børsnoteringer. Infrastrukturen og landskabet af investeringsbanker og rådgivere i dette segment er betydeligt mere udbygget i Sverige end det er i Danmark. Hvor Sverige har 16-20 investeringsbanker, der fokuserer på mikro og small IPO-markedet, har Danmark 4-7. Manglen på rådgivere og investeringsbanker i dette segment

kan være en betydelig barriere i Danmark. I Sverige har First North børsen haft langt større succes og har i dag et bedre ry:

"I Sverige har First North stor succes og benyttes af mindre virksomheder til at rejse risikovillig vækstkapital (alternativ til VC), eller som en smooth entry/'stepstone' til main market." **Citat: Erik Josefsson, Head of Corporate Finance, Mangold, SE**

Aktiviteten blandt små og mindre private investorer – *retail og private banking* – er også betydeligt større i Sverige, ikke mindst da en større del af svensk opsparing går uden om pensionsordningerne. Retail og private banking er vigtige for de små børsnoteringer, jf. også venstre søjle i Figur 3.1. For nyligt er flere små finske virksomheder blevet listet både i Finland og Sverige netop for at udnytte det store retail og private banking marked, der findes i Sverige.¹⁸

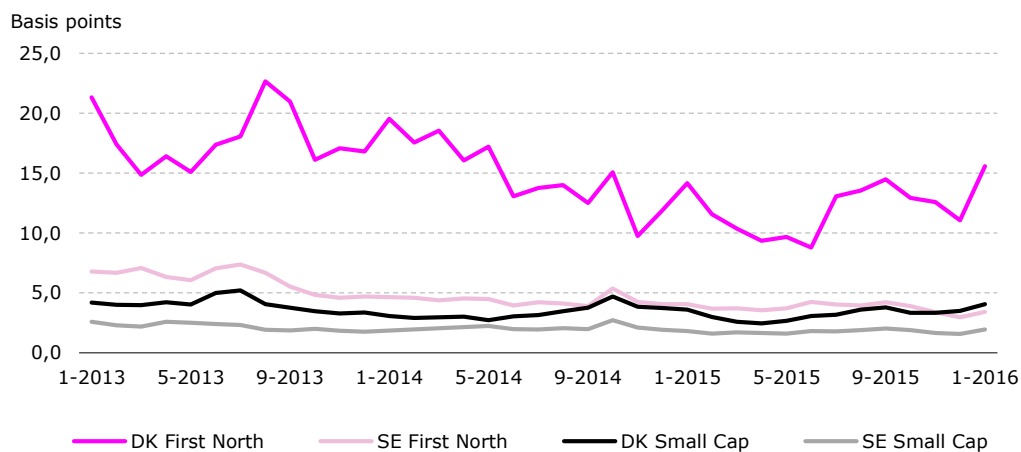
"Private banking og retail markedet med privat-orienterede investeringsplatforme har stor betydning i de små børsnoteringer" **Citat: Jonas Björkman, Chef for Avanza Corporate Finance, SE**

Desuden er små børsnoteringer en kilde til vækstkapital for start-ups med en meget høj risikoprofil. Specielt i de seneste år har der været flere sager, hvor svenske virksomheder har brugt Aktietorvet og First North som en direkte substitut til VC-markedet.

Mangel på likviditet og omsætning i det danske mikro- og small-cap marked er endnu en barriere for de mindre børsnoteringer Danmark. Der er to årsager til dette. Dels gør lav likviditet og omsætning det mere omkostningsfuldt for større aktionærer at ændre deres aktiepositioner (sælge helt eller delvist). Dermed vil de selvsagt være mere tilbageholdende med at købe ind i små aktier. Derudover er likviditet, handel, investorinteresse og muligheden for senere kapitaludvidelser (seasoned issue, SEO) netop grunden til, at virksomheder vælger at gå på børsen. Det er så at sige den service, de betaler for igennem børsnoteringsomkostninger, årlige fees mv. Hvis likviditeten og investorinteressen er lav på NASDAQ København i forhold til Stockholm, får virksomhederne altså et ringere produkt, og virksomhederne har dermed interesse i at søge til Sverige, hvor de får mere for pengene.

Likviditeten for de mindste danske selskaber er betydeligt under den tilsvarende i Sverige, jf. Figur 3.7. Køb-salg-spreads på DK First North har siden 2013 ligget mellem 23 og 9 basispoint, mens det tilsvarende svenske har ligget mellem 7 og 4 basispoint i perioden. For small-cap har det danske spread ligget mellem 5 og 2 basispoint, mens det svenske small-cap marked spread har ligget mellem 2 og 3 basispoint.

¹⁸ Denne måde at *dualliste* er bl.a. anvendt af investeringsbanken Mangold.

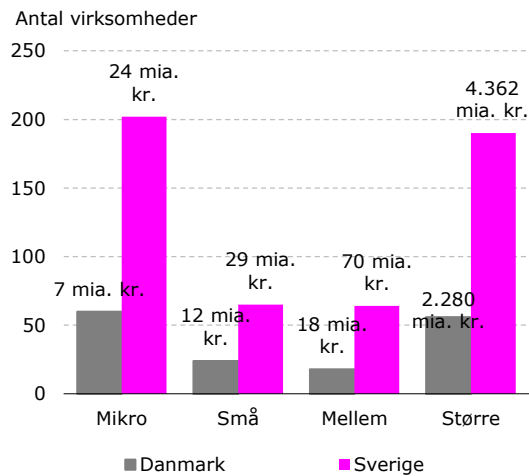
Figur 3.7 Likviditeten i Danmark og Sverige i form af spreads

Kilde: NASDAQ

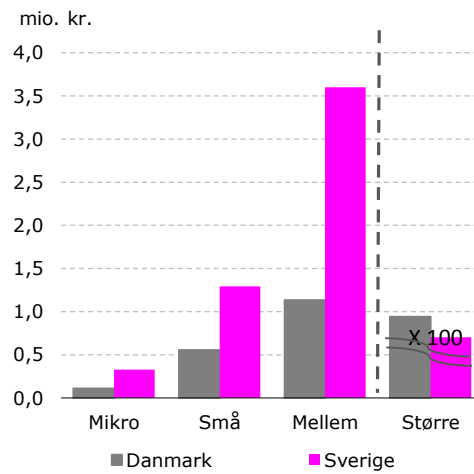
De samme tendenser ses, når vi betragter størrelsen af de forskellige markedssegmenter og gennemsnitlig omsætning, jf. Figur 3.8. Aktiemarkedene for små virksomheder er betydeligt større i Sverige i forhold til Danmark, og det samme gælder omsætningen pr. aktie. Omvendt gælder det for større aktier med market-cap over 1,5 mia. kr., hvor Danmark faktisk klarer sig bedre end Sverige hvad angår omsætning pr. aktie.

Figur 3.8 Størrelsen af de forskellige segmenter og omsætning

Antal noterede virksomheder og samlet market-cap



Gennemsnitlig daglig omsætning pr. virksomhed



Note: I segmentet mikro har virksomheder gennemsnitligt en markeds-kapitalisering på lidt over 100 mio. kr., små virksomheder har ca. 500 mio. kr. og mellem virksomheder har ca. 1 mia. kr. Segmentet 'større' er markeds-kapitalisering over 1,5 mia. kr. og omfatter således mere end large-cap på NASDAQ, hvor afgrænsningen er på over USD 5 mia.

Kilde: NASDAQ

Kapitel 4

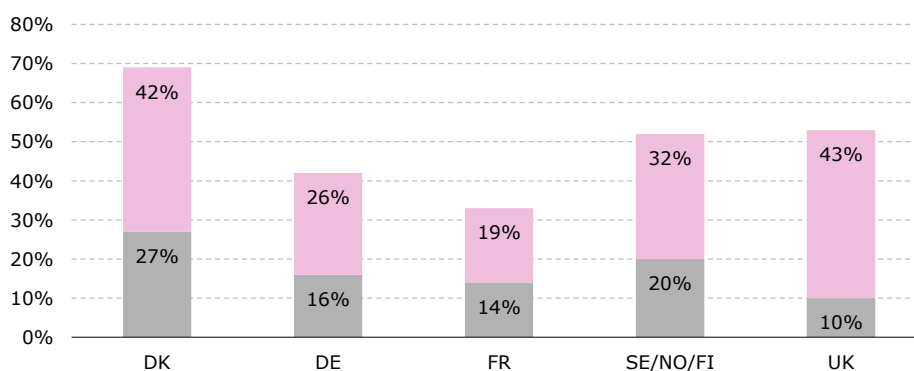
Analyse af forskellige politiktiltag

I dette sidste kapital vender vi en række forslag, som kan hjælpe med til at sætte gang i det danske marked for risikovillig kapital. Dette skal ses som input til konklusioner og anbefalinger fra Axcelfutures Advisory Board. Det gælder dels forbedring af det danske investorlandskab ved, at vi forbedrer vilkår for private investorer via generelle eller mere målrettede instrumenter (afsnit 4.1 og 4.2). Og dels gælder det forbedring af vilkårene for institutionelle investorer (afsnit 4.3). Kapitlet afsluttes med en kort perspektivering til reguleringen og markedet i Sverige på disse områder. Her finder vi, at svenskernes succes med at starte nye vækstvirksomheder i stort omfang skyldes dybtgående reformer i Sverige siden slutningen af 1980erne (afsnit 4.4).

4.1 Private investorers rammevilkår

Skattesystemet spiller en rolle for danske privatinvestorers beskedne interesse for investering i små aktieselskaber. Den generelle beskatning af privatpersoners aktieindkomst betydeligt højere i Danmark end i andre sammenlignelige lande som Sverige, Norge, Finland, Tyskland, Frankrig og Storbritannien, jf. Figur 4.1. For aktieindkomster over et forholdsvist beskedent niveau er satsen 42 procent i Danmark mod maksimalt 30 procent i de nordiske lande og endnu lavere i Tyskland og Frankrig. I Tyskland og Frankrig er beskatningen lavest for avance på salg af aktier, som er holdt i et vist antal år (typisk mere end tre år). Det skal i Danmark ses i sammenhæng med en beskatning på 15 procent på afkast i pensionsordninger.

Figur 4.1 Beskatning af indtægter fra aktier



Kilde: Eurostat (2012), Deloitte (2012) Highlights, PFK (2011), PFK (2012), OECD (2012) Norway

Der er nedenfor listet to hovedtyper af tilgange til at reducere beskatningen af kapitalindkomster personer, nemlig generelle reformer af beskatningen af kapitalindkomst og mere målrettede tiltag

Generelle reformer af beskatningen af kapitalindkomster

En række analyser peger på, at der vil være samfundsmæssige gevinster ved en skattereform i Danmark, hvor man nærmer sig strukturen og niveauet på kapitalbeskatning i det svenske/nordiske skattesystem.¹⁹ Et grundlæggende problem er, at aktive ejere med samme løn- og kapitalindkomst, herunder fra aktier, beskattes højere end andre personer med samme løn- og kapitalindkomst over deres livstid. Det gør det systematisk mindre attraktivt at være entreprenør, hvilket netop er en af manglerne i forhold til at skabe vækst i Danmark.

En lavere skat på aktieindkomst giver imidlertid risiko for, at ejere udlodder lønindkomst som udbytte. I de andre nordiske lande er en lavere kapitalbeskatning derfor kombineret med såkaldte værnsregler, som forhindrer at ejere og hovedaktionærer udlodder løn som lavere beskattet udbytte²⁰. Det betyder i praksis, at der er lagt grænser for, hvor megen indkomst, der kan tages ud som kapitalindkomst til lavere beskatning. Her har der været brugt to forskellige hovedmodeller for beregning af kapitalindkomst:

Et imputeret afkast på en beregnet kapitalbase. Der findes to udfordringer og uafklarede spørgsmål ved denne model:

- Hvad bør bestemme det risikofrie afkast?: Skal det være en risikofri realrente, hvor merafkast beskattes som arbejdsindkomst? Det betyder de facto fortsat en diskriminering mod ejerledede virksomheder, fordi man ved opsparing i pensionskasser kun beskattes med 15 procent af det faktiske afkast, som typisk på lang sigt ligger betydeligt over mål for den risikofrie realrente.²¹ Det tilsiger, at den tilladte skattemæssige afkastprocent skal være tættere på afkastet fra mere risikobetonede investeringer.
- Hvad er kapitalbasen? Skal det være den skattemæssige kapitalbeholdning, som giver nem konsistens med beskatningen af virksomheden i øvrigt? Kan det give udfordringer i forhold til afkast på immaterielle afkast mv.?

En delvist residualt beregnet kapitalindkomst. Her opgør man et minimumsniveau for lønindkomst, fx baseret på den samlede indkomst, og beregner dernæst kapitalindkomsten herudfra. Den model har historisk været brugt i fx Norge. Her kan udfordringen være, at minimumsniveau er så lavt, at højtlønnede selvstændige med begrænsede erhvervsaktiver får en stor del af en lønindkomst ud som kapitalindkomst til lavere beskatning.

Det er imidlertid ikke kun satserne, der betyder noget, det er også kompleksiteten i reglerne. Når man investerer i aktier i en pensionskasse, så opgøres gevinster og tab årligt, og tab fraregnes i udgifter. Da pensionskasserne har en meget bred portefølje af aktiver, vil der typisk være mulighed for at modregne tab fra nogle aktiver i gevinster fra andre i samme

¹⁹ Se analyser fra det Økonomiske Råd(2008) og Produktivitetskommissionen(2014), særligt delrapport om Skat.

²⁰ Konkrete modeller herfor og de provenumæssige konsekvenser er gennemgået i Copenhagen Economics (2013 og 2014).

²¹ Det problem er specifikt fremhævet i Produktivitetskommissionen(2014) i baggrundsrapport om skat side 27-28 som en udfordring med den nuværende danske Virksomhedsskatteordning, hvor der skatteteknisk beregnes et afkast på 2 procent som reelt vil være betydeligt under det faktiske afkast, der vil kun opnås fx ved placering af opsparing i en pensionsordning.

år. For privatpersoner er reglerne betydeligt mere komplicerede, og tab på aktier er som udgangspunkt kun fradragsberettigede i gevinster på andre aktier, som måske først kommer mange år senere eller aldrig. Mere generelt gør den skattemæssige opsplitning af kapitalindkomsten i forskellige elementer med forskellige satser og definitioner af skattepligt området ganske komplekst.

En række tiltag kunne gøre skattesystemet mere symmetrisk og mindre kompliceret med særlig betydning for personligt ejerskab af mindre virksomheder. I Produktivitetskommissionen foreslås fx²² en dual indkomstbeskatning, hvor al kapitalindkomst regnet netto og beskattes med en fælles sats. Såfremt der i Danmark lægges vægt på at have en højere sats for aktieindkomster over et vist niveau, i dag 48.300 kr., kunne man også overveje at give muligheder for carry back og carry forward for 'uudnyttede' fradrag for indkomster under progressionsgrænsen. Det ville fx betyde, at hvis man i fem år i træk ikke havde nogen personlige aktieindkomster overhovedet, så ville man i år seks have knap 250.000 kr. i fradragsmuligheder, før den høje sats indtrådte. Det ville netop kompensere for, at privatpersoner typisk vil have en mere begrænset portefølje af aktier med mere svingende indtægter og særligt ved ejerskab af mindre virksomheder fx small-cap børsnoterede virksomheder. Endelig kunne reglen om, at tab på ejerskab på unoterede aktier kan modregnes i anden indkomst, også overføres til børsnoterede aktier, evt. også med en carry back mulighed, dvs. fradrag i tidligere års betalte skat.

Målrettede tiltag til lavere skat på mindre virksomheder

Ikke mindst for at reducere kompleksiteten i reglerne har man i Sverige – og i øvrigt også Tyskland – lavet nogle mere simple regler, hvor private investorer ikke beskattes af det faktiske årlige afkast men af et beregnet årligt afkast. Den svenske ordning – Investerings-sparkonto (ISK) – er beskrevet i boks 4.1. nedenfor. Fordelen for investor har to elementer: For det første vil skattebetalinger blive betydeligt mere jævne over årene, fordi man ikke løbende beskattes af den faktiske gevinst eller tab. Det betyder også, at beslutninger om køb og salg af aktiver ikke påvirkes af skattemæssige overvejelser. For det andet kan der i det svenske system være en fordel ved, at det gennemsnitlige afkast på aktiverne overstiger statens udlånsrente. Generelt vil det være tilfældet, fordi aktiverne har en større risiko og derfor også et større afkast. Investorerne betaler med andre ord ikke skat på den merafkast, de får ved at påtage sig risiko.

²² Produktivitetskommissionen(2014) side

Boks 4.1 Investeringsparkonto i Sverige (ISK)

Fysiske personer, altså husholdninger ikke virksomheder, kan investere i en ISK. Der kan investeres i likvide midler, finansielle instrumenter som handles på et reguleret marked/handelsfacilitet og investeringsbeviser. Formålet med begrænsningen er, at der skal kunne ske en løbende værdiansættelse. Der kan ikke investeres i aktier, som indskyder har mere end 10 procent ejerandel i.

Der beregnes en årlig skat på 30 procent af det beregnede afkast på aktiver. De 30 procent svarer til den almindelige skatteprocent i Sverige på aktieindkomst for almindelige husholdninger. Det beregnede afkast defineres som værende lig statens udlånsrente plus 0,75 procentpoint. Det faktiske afkast – tab eller gevinst – indgår aldrig i personens opgjorte indkomster. Dog vil efterfølgende års skattebetaling påvirkes: det skyldes, at det beregnede afkast sættes i forhold til markedsværdien af aktiverne i skatteåret. Med andre ord: hvis aktiverne stiger i værdi med 10 procent i år 2014 så øges skatten alt andet lige også 10 procent det efterfølgende år, hvis udlånsrenten er uforandret.

Kilde: NASDAQ OMX, Copenhagen, 'Gennemgang af Svensk Investeringsparkonto'

En dansk ordning kunne baseres på de svenske principper, dog således at man overvejer konkrete justeringer af, hvad der kan indgå som aktiver og med hvilke satser, det beregnede afkast skal beskattes:

- I den nuværende svenske ordning kan midler brugt til at indgå i en IPO ikke indgå: det er der ønsket om at ændre i Sverige, og det kunne tilsvarende også overvejes i en dansk ordning.²³ Der vil blive noteret en markedspris for erhvervelsen, som kan indgå som indskudsværdi, og inddragelse vil netop også kunne understøtte finansiering af nye virksomheder.
- Det kunne overvejes, om kun indskud knyttet til investeringer i mindre virksomheder med en markedsværdi under en tærskelværdi kan indgå i ordningen. En sådan løsning kan begrundes med, at det netop er for de mindre virksomheder, at de høje beskatningsregler for personlig aktieindkomst virker som begrænsning. De store virksomheder har god adgang til kapitalmarkederne.
- Den svenske sats for beskatning er 30 procent svarende til den almindelige sats for beskatning af kapitalindkomster i Sverige. Såfremt formålet primært er at gøre aktieejerskab lettere at administrere, ville en dansk ordning tilsige, at man sigtede på en sats, der lå mellem de 42 og 27 procent som gælder for henholdsvis større og mindre aktieindkomster i et givet år. Hvis man sigter mod også at lempe beskatningen, så skulle satsen ligge i den lave ende af dette interval. Det er indlysende, at en dansk version af en ISK vil fungere mest smertefrit i forhold til risiko for skattetænkning og andre forvridninger, hvis den faktiske skattesats lå tæt på eller var lig med den sats, der gælder for anden aktieindkomst. Det ville være problematisk, hvis beskatningen af noterede aktier og andre handlede værdipapirer, som kan indskydes i en ISK, var lavere end beskatningen på unoterede aktier, som ikke kan. Det ville være en fortrinsstilling for de virksomheder, som i forvejen har nemmest ved at få kapital tilført.

²³ Børsmæglerforeningen(2016), 'Vækst, aktiekultur og Børsnoteringer'

Overvejelserne ovenfor indikerer, at det kan være udfordrende at importere et enkelt element af det svenske skattesystem ind i det danske, som fx en ISK. Det vil kunne øge aktiekulturen og interessen for IPO, herunder evt. særligt de mindre, ved at indføre en tærskelværdi, men det vil også kunne føre til ny diskrimination mod besiddelse af unoterede aktier, fx ejet af entreprenøren. Her er situationen i Sverige stik modsat: for ejerskab i såkaldte 'fämansföretag' – dvs. selskaber hvor højst fire ejere kontrollerer mindst 50 procent af aktier – er skatten af afkast 20 procent, altså lavere end den generelle skattesats på aktieindkomst på 30 procent i Sverige.²⁴ Der vil derfor typisk i Sverige være en lavere beskatning af aktieafkast fra mindre, ofte ikke børsnoterede, aktier, holdt i en mindre ejerkreds end af større børsnoterede aktier holdt i en bredere ejerkreds.

Sagt med andre ord: en dansk ISK fungerer klart bedst i sammenhæng med en bredere reform af beskatning af aktieindkomster som også reducerer niveauet for, og kompleksiteten i, beskatningen af ikke børsnoterede aktier.

Storbritannien har indført en række forskellige skattebaserede ordninger, der i betydelig grad nedsætter beskatningen for entreprenører, medarbejdere og almindelige husholdninger, som investerer i unoterede aktier. Som det fremgår af boks 4.2 nedenfor indebærer de ret betydelige fordele for investorer.

²⁴ ESO(2012), 'Income shifting in Sweden An empirical evaluation of the 3:12 rules', report to the Expert Group on Public Economics.

Boks 4.2 UK initiativer til at øge risikovillig kapital til MMV

- **Enterprise Investment Scheme (EIS):** Fradrag i indkomstskat på op til 30 procent af udgift til køb af aktier op til £1 mio. i unoterede aktier i virksomheder med færre ansatte end 250. Fritagelse for skat på gevinst men fradrag for tab.
- **Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS):** Samme princip som IES men målrettet mindre selskaber med højst 25 ansatte med investeringsgrænse på £100.000 og fradrag i skat på 50 procent af udgiften
- **Entrepreneurs Relief:** Iværksættere med mindst 5 procent ejerandel bliver kun beskattet med 10 procent af gevinst ved salg af deres ejerandel for gevinst under £10 mio.
- **Venture Capital Trust:** Private investorer får fradrag i indkomstskatten på op til 30 procent for indskud på op til £200.000 i Venture Capital Trust, der investerer i unoterede aktier, såfremt andelen holdes 5 år. Ingen skat på eventuel kapitalgevinst.
- **Enterprise Management Incentive:** Virksomheder med maksimalt 250 ansatte kan give medarbejdere en option nu uden umiddelbar skattepligt og en beskatning af en eventuel gevinst ved senere salg baseret på beskatning af aktieindkomst typisk 10 procent. Fordelen ved ordningen er for virksomhed og lønmodtagere, at en forventet værdistigning i virksomheden kan udloddes som lavt beskattet aktieindkomst i stedet for højere beskattet løn.

Kilde: DVCA(2016), "Danmark Som Investeringsland"

4.2 Skattetiltag: provenu og dynamiske effekter

Vækstpakken fra juni 2014 afsatte en ramme på 210 mio. kr. årligt fra 2016 og frem til opfølgning på erhvervsbeskatningsudvalget. Erhvervsbeskatningsudvalget kan dog fremlægge forslag, der rækker ud over den afsatte ramme på 210 mio. kr. I den sammenhæng har vi prøvet at opstille nogle baggrundsvurderinger for at kunne vurdere fordele og ulemper både provenumæssigt og i forhold til dynamiske virkninger nedenfor.

Generel reduktion i skattesatser på aktieindkomster

Det synes umiddelbart svært at skaffe plads til mere end marginelle ændringer af den generelle danske beskatning af aktieindkomster inden for disse rammer. Det kan anskueliggøres ved at se på de statiske provenutab i Tabel 4.1: En model, hvor skatten reduceres til 30 procent, koster knap 3 mia. kr. uden adfærdsændringer.

Tabel 4.1 Provenuvirkninger lempelser af aktieskat generelt

Model	Provenu pr. procentpoint, mio. kr.	Nedsættelse	Tabt statistisk provenu, mio. kr.	Dynamiske virkninger
Nordisk model for skat på aktieindkomster	245	Fra 42 til 30	2.940	?
Nordisk model for skat på renteindtægter	40	Fra 40 til 30	400	

Note: *De 507.600 svarer til den nye topskattegrænse, når den er fuldt indfaset i 2022 før AM bidrag.
 ** Beregningen tager udgangspunkt i situationen, hvor den forhøjede topskattegrænse er fuldt indfaset. Vi finder, at ca. 80 procent af topskattegrundlaget ligger i indkomstintervallet 0,5-1 mio. kr. Dermed vil ca. 80 procent af det samlede topskatteprovenu forsvinde ved en forøgelse af topskattegrænsen fra 0,5 mio. til 1 mio. kr. Dette svarer ca. til 12 mia. kr.

Kilde: Copenhagen Economics, 2013 rapport for Axcelfuture

Størrelsen af skattetabet ved en reduktion af satsen for beskatningen af aktieindkomster afhænger imidlertid meget af, hvordan reduktioner af satser skrues sammen. Det afhænger for det første af, hvordan en værnsmodel udformes. Det betinger nemlig hvor meget af de nuværende aktieindkomster, der fremadrettet vil blive beskattet som lønindkomst hos ejere/lederne og dermed fortsat overvejende blive beskattet med topskat og hvor meget, de kan trække ud til den reducerede sats for aktieindkomster. Med 75 procent af alle aktieindkomster placeret hos hovedaktionærer vil det spille en betydelig rolle. Der kan formentligt gennemføres betydelige løft i progressionsgrænsen for aktieindkomster uden større provenutab af samme årsag, fordi så få aktieindkomster ligger i omegnen af de nuværende progressionsgrænser.

Der er ikke lavet systematiske beregninger af tabet *inklusive* dynamiske effekter: det er selvsagt betydeligt lavere men også sværere at beregne.

Når tabet inklusiv adfærd bliver betydeligt lavere, så er det primært fordi, der er en meget betydelig forskel på beskatning af aktieindkomst for personer i forhold til afkast fra pensionsmidler og af ejerboliger. Når man derfor begynder at reducere beskatning af personligt ejede aktier, flyttes opsparring fra lavt beskattede aktiver til stadigvæk højere beskattede aktiver: 30 procent er stadigvæk højere end 15 procent. Så man taber statistisk på at reducere satsen for beskatning af aktieindkomst fra 42 procent til 30 procent, men vinder modsat skatteprovenu, hver gang man flytter en krone fra pensionsopsparing til personligt ejede aktier. Heraf følger også, at de dynamiske positive provenueffekter formentligt er større for en reduktion fra 42 procent til 37 procent end fra 37 procent til 30 procent.

Når det er svært at beregne den konkrete effekt, så skyldes det, at der er mange dynamiske komponenter, som hver for sig er komplekse. Derfor har vi også sat et spørgsmålstejn i søjlen for dynamiske effekter i tabellen ovenfor.²⁵

²⁵ I tidligere analyser fra Skatteministeriet, Det Økonomiske Råd mv. er der heller ikke specifikke analyser af dynamiske provenueffekter fra sænkning af personlige kapitalindkomster alene.

- Vi får formentlig en større andel af selvstændige som ejere af virksomheder: omflytning af skattebase knytter sig til nogle underliggende realøkonomiske forandringer i virksomhedsstruktur. Herunder at ejere holder på deres aktieandele længere, inden de sælger ud: Det kan fx være relevant i forhold til de oprindelige indskyderes adfærd ved en IPO.
- Det vil formentligt også betyde, at vi får en virksomhedsstruktur med højere soliditet og færre rentefradrag for de mindre virksomheder og øget andel af selskaber med høj afkast af den investerede kapital. Det svarer til effekten af en lavere selskabsskat.
- Almindelige husholdninger vil holde en større del af deres aktiver som personligt ejede aktier. Det vil sige omflytning fra en ratepension eller arbejdsmarkedspension. Den varige provenuvirkning af sådanne omflytninger og gevinsten for opsparere er meget afhængig af, hvor de er henne i livsforløb, deres indkomstniveau før og efter pension, boligforhold mv.

Der er ingen solide danske undersøgelser af de samfundsøkonomiske gevinster eller effekter på provenu ved en sådan omlægning. Først og fremmest er der ingen undersøgelser, som inddrager effekter af en anden erhvervsstruktur og effekter på innovation, herunder spill-over effekter herfra. Modsat er der solid international evidens for, at beskatning af entreprenører kan betyde noget, herunder i forhold til at rykke virksomheder hurtigere op til det niveau, hvor de kan børsnoteres.

En dansk version af en ISK

De umiddelbare provenuvirkning ved en ISK er afhængig af en række forhold

For det første valg af afkastprocent til beregning af imputeret kapitalafkast. På grund af ekstremt lave statslånerenter i øjeblikket vil en sådan referencerente give et meget lavt imputeret afkast (for 2016 lidt over 1 procentpoint i Sverige og kun så 'højt', fordi man nyligt har lavet et tillæg på 75 basispoint).

For det andet valg af skatteprocent. I Sverige beskattes aktieafkast for personlige minoritetsaktionærer med 30 procent, den samme sats som bruges for almindelige aktieindkomster. Så den principielle svenske 'lempelse' ligger på afkastprocent, og den tenderer til at give mere symmetrisk behandling af tab og gevinst end indrullering i et almindelige årligt baseret beskatningssystem.

For det tredje niveauet og fordelingen af aktieindkomster. Aktier i Danmark er i meget høj grad koncentreret hos ejere med ejerandele over 10 procent, jf. også diskussionen ovenfor. Så antallet af aktionærer, som kan drage fordel af en ISK – også renset for landenes størrelse – er formentligt mindre i Danmark end i Sverige. Modsat vil en beskatningsprocent på 30 procent som i Sverige være mere gunstig i Danmark end i Sverige.

Samlet set skønnes at, at det statiske provenutab ligger betydeligt under de 3 mia. kr., som en total reduktion af beskatningen af aktieindkomst for alle til 30 procent vil indebære alene på grund afgrænsning til mindretsaktionærer. Såfremt hele denne gruppe af ikke-hovedaktionærer kunne skyde alle midler ind på ordningen, vil det umiddelbare skattetaf

formentligt være under 400 mio. kr.²⁶ Såfremt ordningen yderligere målrettes mod aktieselskaber under C20 niveauet, må det forventes, at den umiddelbare udgift bliver ganske betydeligt mindre, da en betydelig del af husholdningernes aktier består af bankaktier og større C20 selskaber i øvrigt.

Så kommer der selvsagt nogle dynamiske provenuvirkninger oveni. Såfremt vi får en målrettet ordning mod small-cap aktier, så må der forventes en vis flytning fra beholdning af andre aktier, der i dag er beskattet med 28 eller 42 procent. Forventeligt er der dog tale om en mindre effekt, særligt på kort sigt.

Den samfundsmæssige positive effekt er formentlig også betydeligt mindre end ved de dyrere men også mere omfattende generelle modeller som fx en nordisk model. Det må forventes, at almindelige husholdninger vil investere nok så meget via small-cap investeringsforeninger – som forventes at være et muligt investeringsobjekt i ordningen, også for at kunne give risikospredning. Gevinsten vil således først og fremmest være at gøre investorbasen for small-cap aktier større og dermed skubbe et marked i gang.

Modsat vil den ikke have direkte effekt for ejere med betydelige aktieandele, altså stifteren i virksomheder mv. Det vil også alene hjælpe noterede aktier og altså ikke bidrage direkte til fødekæden af virksomheder til et IPO marked. Det vil således reelt kunne bidrage til en skævvridning mellem noterede og unoterede aktier.

Målrettede UK-agtige ordninger på investorer i mindre selskaber

Ligesom for forslaget om en dansk udgave af ISK gælder, at brug af disse instrumenter i dansk sammenhæng kræver nogle overvejelser om sammenhængen til det danske skattesystem, som er ganske anderledes end det britiske. Fx det simple forhold at beskatning af aktiegevinster, som holdes i en minimumsperiode i UK, kun beskattes med 10 procent i almindelighed mod 42 procent i Danmark. I Danmark vil fordelene ved at blive fritaget for beskatning af aktiegevinst skulle ses i forhold til en normal skat på 42 procent mod 10 procent i UK. Det har betydning både for de statistiske og dynamiske provenuvirkninger, hvis ordninger skulle overføres til Danmark.

I forhold til virkninger på IPO markedet er det værd at notere sig, at nogle af de britiske ordninger alene retter sig mod ikke-noterede aktier: det kan bidrage til at sætte fart i væksten af mindre virksomheder, og dermed gør dem klar til en senere IPO notering, men det kan også bremse en noteringsproces, fordi skattefordelen er knyttet til ikke-notering.

Det er den stik modsat effekt af ISK-lignende ordninger.

²⁶ Skatteindtægter fra aktieindkomster hos ikke-hovedaktionærer kan antages at udgøre omkring ¾ mia. kr., svarende til en fjerdedel af de samlede skatteindtægter fra aktiebeskatningen. Baseret er således samlet set under 1 mia. kr. om året, hvoraf en del vil til en sats på de 28 procent. Antager vi at mindretalsaktionærer blandt husholdninger i dag bliver beskattet med i gennemsnit 35 procent af deres indkomst så kan vi beregne en lempelse svarende til forskellen mellem de 35 procent og 18 procent svarende til en halvering af skatten. Det vil sige knap 400 mio. kr.

4.3 Aktivering af institutionelle investorer

En række tiltag kan overvejes for at øge institutionelle investorers interesse for investeringer i mindre danske virksomheder og særligt mindre IPO'er:

Lempelse af den såkaldte "pengetanksregel": For en række typisk familieejede virksomheder er muligheden for såkaldt skattemæssig succession afgørende for, at der ikke udløses en stor skattebetaling ved et generationsskifte. Det vil sige, at de nye ejere overtager virksomheden uden, at der skal betales aktieavanceskat af den beregnede gevinst ved overdragelse. Den skattemæssige succession er dog afhængig af, at andelen af finansielle aktiver i virksomheden ikke overstiger 50 procent af værdien af selskabet. Typisk købes et holdingselskab med ejerskab af et underliggende driftsselskab. En ejerandel på under 25 procent i et selskab betragtes per automatik som en passiv investering uanset dets aktivitet.

Reglen om de 25 procent gør det vanskeligere for ejerne af et holdingselskab at tage en rolle som cornerinvestor. Kravet om en så stor ejerandel kan indebære en eksponering, som overstiger det niveau som ejerne i holdingselskabet ønsker. Det foreslås derfor, at kun ejerandele under 10 procent betragtes som rene finansielle aktiver uanset de underliggende aktiviteter.

Fjernelse af skat på udbytte fra unoterede selskaber ("iværksætterskatten"). For selskaber, eller fonde, registrerede i Danmark er beskatningen af udbytte fra deres investeringer i unoterede aktier med en ejerandel under 10 procent på 15,4 procent (70 procent af selskabsskatten på 22 procent). Tilsvarende er en række udenlandske institutionelle investorer, som ejer mindre end 10 procent af en virksomhed, omfattet af en kildeskat på udbytte. For en del af disse udenlandske investorer vil kildeskatten ikke kunne modregnes i anden skat og får dermed karakter af en ekstra selskabsskat.

Både danske og udenlandske investorer i VC- eller PE-konstruktioner kan opleve, at et principielt skattefrit provenu ved salg af unoteret virksomhed skatteteknisk bliver konverteret til udbytte. Det kan i nogle tilfælde lede til, at den effektive skat overstiger 100 procent. Det skyldes, at man risikerer ikke bare beskatning af avancen men reelt også af provenu fra salg af den oprindelige investering (beskatning af "hovedstolen").

Det foreslås derfor, at fjerne skat på udbytte fra unoterede aktier for både danske og udenlandske investorer. Det vil gøre det mere attraktivt at investere i unoterede aktier og dermed også bidrage til øget vækst fx frem mod en senere børsnotering.

Pensionsmidler placeret som såkaldte markedsrenteprodukter er en betydelig potentiel finansieringskilde. En betydelig del af de danske pensionsmidler er placeret som såkaldte markedsrenteprodukter, dvs. uden garanteret afkast. Det betyder, at der er et principielt større regulatorisk frirum til at investere i aktier med højere risiko og lav likviditet. Det kan bidrage til styrket aktiekultur og måske bidrage til at pensionssektoren får større fokus på dette område generelt.

I praksis, som illustreret af det såkaldte Julebrev fra Finanstilsynet fra december 2015 og gengivet i uddrag i boks 4.3 nedenfor, så vil tilsynet lægge til grund, at pensionsopsparere

har en begrundet formodning om, at deres opsparing som minimum skal beholde sin købekraft svarende til et nominelt afkast, som i gennemsnit svarer mindst til inflationen over opsparingsens løbetid. Der lægges også vægt på porteføljens likviditet, samt betydningen af, at værdierne løbende kan måles og opgøres.

Boks 4.3 Finanstilsynets julebrev til bestyrelserne i pensionselskaberne december 2015 (uddrag)

Finanstilsynet ønsker at rette bestyrelsens opmærksomhed mod hensynet til at sikre en robust investeringsstrategi. Over den seneste 10-årige periode er der sket en betragtelig forskydning af pensionsopsparingsprodukterne fra produkter med høje nominelle garantier til produkter uden eller med begrænset garanti. Fra 2005 til 2014 er produkter med 'ingen garanti eller 0 procent-garanti' steget fra 12 procent til 42 procent af de samlede livsforsikringshensættelser, mens andelen af produkter med garanti over 4 procent er faldet fra 57 procent til 16 procent af de samlede livsforsikrings-hensættelser.

Det er i den forbindelse væsentligt at have for øje, at pensionsopsparing basalt set er et spørgsmål om at udbygge og forsvare indkomststrømme, som den fremtidige pensionist skal leve af. Det indebærer, at investeringerne skal være sammensat på en sådan måde, at investeringsporteføljens forventede værdi og udvikling er robust over for fremtidige mulige stress-scenarier i forhold til henholdsvis de finansielle markeder og samfundsøkonomien, og investeringsporteføljen herved understøtter, at kunderne modtager de ydelser, som de er stillet i udsigt.

Private pensioner er det væsentligste grundlag for forsørgelse for mange i fremtiden. Derfor er det Finanstilsynets opfattelse, at stabilitet og forudsigelighed er nøgleord, ligesom det som udgangspunkt må være en forventning hos pensionsopsparene, at opsparingen som minimum bevarer sin købekraft både under opsparing og under udbetaling.

Bestyrelserne blev anmodet om at redegøre for, hvorledes den samlede porteføljes sikkerhed, kvalitet, likviditet og rentabilitet sikres. Redegørelserne viser, at en stor del af selskaberne vurderer stor sammenhæng mellem disse porteføljeegenskaber og derfor redegør for sikringen af de fire elementer under ét. Specifikt vurderes likviditeten af porteføljen typisk ved at se på forholdet mellem illikvide og likvide investeringer. Herunder redegør enkelte selskaber for, at dette sker med en højere graduering, hvor de enkelte investeringer klassificeres på en skala i en likviditetsscoremodel. Derudover er der eksempler på anvendelse af likviditets-stressanalyser, hvor det undersøges, hvor likvid porteføljen er i stressede situationer.

Kilde: Finanstilsynets julebrev til bestyrelserne i pensionselskaberne december 2015

Overgang til produkter uden garanteret afkast fritager således ikke pensionselskaberne fra fortsat at skulle levere et 'rimeligt' afkast svarende minimum til inflation samt bevare en 'rimelig' likvid aktivmasse.

Det afgørende i forhold til mulighederne for at aktivere pensionsmidler i forhold til mindre likvide og mere risikofyldte aktiver som small-cap aktier vil således være, hvordan disse regler i praksis bliver administreret, og hvordan pensionskasserne udnytter deres øgede frirum på forskellige typer af mere risikofyldte og mindre likvide aktiver.

Det betyder også, at tiltag, der gør prissætning af small-cap aktier mere sikker og markedet mere likvidt i sig selv, bør muliggøre flere placeringer fra pensionselskaberne i dette segment. Det er en af flere motivationsfaktorer for at kickstarte en proces med at skabe et sådan mere transparent og likvidt small-cap marked i Danmark som beskrevet nedenfor.

4.4 Kickstart af small-cap marked

Der er i dag for få aktive investorer på det noterede SMV-marked. Det gør det sværere at gennemskue afkast- og risikoprofil ved en børsnoteret SMV-aktie.

Som beskrevet ovenfor foreslår vi en aktiesparekonto til at kickstarte det private marked, men der er brug for en tilsvarende kickstart på det institutionelle marked. Spørgsmålet er, hvordan man bedst muligt får institutionel kapital allokeret ned i markedet for mindre virksomheder? På det unoterede marked har vi allerede set DVK I og DVK II fungere i praksis. Det kunne på tilsvarende vis også være en brugbar model i forhold til spredning af risikovillig kapital på det noterede small-cap marked i Danmark. Tanken er, at disse nye fonde skal motivere professionelle investeringsforvaltere, til at etablere investeringsfonde med fokus på SME segmentet. Blå stemplingen fra Vækstfonden, skal gøre det muligt at rejse yderligere kapital fra fx virksomheder, familier og pensionsopsparende, der herved kan motiveres til at investere i small-cap markedet.

Det er vigtigt, at udformningen af fondene bliver forskelligartet, men med et fælles mandat i forhold til at investere i mindre børsnoterede selskaber. Strukturen kan være som i en hedgefond, en investeringsforening eller en Private Equity-fond, hvor en carried interest-lignende aflønningsform kan motivere professionelle porteføljemanagers. Det er under alle omstændigheder afgørende, at midlerne flyder det rigtige sted hen og således investeres i kompetente enheder. Beslutningen om, hvilke fonde der kan modtage kapital fra ”katalysatorfonden”, træffes af en bestyrelse, hvor markedsdeltagere ideelt set indgår med betydelig vægt. Modellen er skematisk beskrevet i figur 11.

Figur 4.2 Katalysator til SMV-børsmarkedet

Fondene vil som noget helt naturligt deltage i IPO'er og dermed bidrage til en korrekt pris-sætning i forbindelse med disse. I praksis vil disse fonde ofte fungere som ankerinvestorer i IPO processen. Fonde der har en PE-lignende struktur kan forventes at deltage som cornerinvestorer og dermed have en mere langsigtet commitment i de enkelte selskaber. Nogle fonde kommer således til at fokusere på langsigtet formidling af kapital til særligt risikobetonede vækstsegmenter, sektorer mv. Andre kan være mere kortsigtede og blot søge at øge likviditet og dybde i markedet, så det bliver mere velfungerende, som vi kender det fra C20-markedet.

Den ovenfor beskrevne model sikrer mangfoldighed i markedet gennem en indbyrdes konkurrence imellem fondene (som vi også ser det med fx AP-fondene i Sverige). På sigt vil det kunne betyde, at ingen fonde bliver monopolister i markedet, og at fondene optimalt set kan træde ud af de enkelte aktier uden risiko for, at likviditeten forsvinder helt.

4.5 Forbedret analysedækning af SMV-selskaber

Et velfungerende børsmarked kræver transparens. Der er behov for at øge mindre virksomheders synlighed, og der er også brug for kritisk analysedækning af deres aktier. Det vil være hensigtsmæssigt, hvis markedet af sig selv, som følge af denne katalysatoreffekt, opgraderer deres analysekapacitet på SMV-området, så der opnås en højere grad af transparens på markedet.

For at sætte skub i denne udvikling foreslås en finansieringsmodel, der sikrer en øget analysedækning af small-cap selskaberne, som vi kender det fra C20-markedet. Det foreslås ligeledes gennemført i regi af Vækstfonden og i øvrigt i form af bilaterale samarbejder med de enkelte markedsdeltagere.

4.6 Perspektivering af politiktiltag i forhold til Sverige

Når man sammenligner performance på markedet for risikovillig kapital for Danmark og Sverige, er det vigtigt at anlægge et langsigtet perspektiv.

Den svenske succes på venture kapitalmarkedet er en relativt ny udvikling. Frem til 1990 udgjorde kapitalen administreret af venture kapitalfonde mindre end 10 basispoint af BNP. Efterfølgende udviklede venture kapitalmarkedet sig voldsomt op gennem 90erne og 00erne. På toppen, i 2000, udgjorde venture kapitalen op mod 5 procent af BNP, til sammenligning havde amerikanske venture kapitalfonde kun ca. 2 procent af BNP under administration samme år.

Det lave niveau af venture kapital før 1990 kan tilskrives en række omstændigheder:

- Manglende offentlige tiltag rettet mod investeringer i små virksomheder
- Uhensigtsmæssig regulering af pensionsfonde tillod ikke investeringer i venture kapital
- Sverige havde historisk set et bankcentreret finansielt system i modsætning til et egenkapital centreret system
- Skattesystemet resulterede i et effektivt skatteskjold på udstedelse af gæld
- Opdeling af kapitalbeskatning mellem passivt og aktivt administrerede foretagender gjorde det ufordelagtigt at være entreprenør.

Grundet det lave niveau af private investeringer i venturekapital lavede den svenske regering en række tiltag rettet mod forbedringer af markedet over en meget lang årrække. Helt tilbage i 1973 oprettede regeringen i samarbejde med flere svenske banker den første svenske venture kapitalfond, Företagskapital. For at sætte skub i udviklingen af venture kapitalmarkederne lavede regeringen yderligere en række tiltag for at deregulere det hovedsageligt bankbaserede system til et mere let reguleret markedsbaseret system. Man tilførte også betydelige midler (ca. 42 procent af den samlede administrerede kapital) til de ca. 20 venturekapital fonde i 1986-1987. Krisen i Sverige i starten af 1990erne udløste en ny og vidtgående reformproces. Det indebar blandt andet en markant reduktion af beskatningen af aktieindkomster samt målretning af flere offentlige pensionsfonde netop mod small-cap markedet.

"Det svenske børsmarked blev dereguleret i 1980erne og i højere grad overladt til selvregulering af markedet og markedsdeltagerne. Stiftelse af pensionsfonde (APer) blev foretaget samt regulering af skattesystemet. Det har været afgørende for den succes, vi ser i dag." **Citat: Ulric Grönvall, Senior Portfolio Manager i Danske Capital, SE**

Disse reformer har betydet, at Sverige over de sidste 25 år har udviklet en førerposition i EU hvad angår størrelsen af venturekapital og small-cap IPO markeder. Fra 1990 og op gennem 90erne blev det private venture kapitalmarked succesfuldt etableret. Med til at hjælpe denne udvikling var, at en del af pensionsmidlerne i den svenske nationale pensions fond blev allokeret til venture kapital investeringer, samt en positiv udvikling i økonomien som helhed. Tilførsel af udenlandske midler og deregulering af finansielle markeder et årti

tidligere (1982) havde medført et boom i antallet af IPO, hvilket alt andet lige øgede markedet for venture kapital.

I 2010 var venture kapitalmarkedet i Sverige det sjette største (målt som andel af BNP) i verden. En mulig årsag til denne relative succes kan tilskrives, at Sverige i dag er en meget attraktiv destination for cross-border venture kapital investeringer, samt at pensionsmidler til stadighed bliver investeret i venture kapital gennem fx den sjette AP fund, som er startet med henblik på at investere i nystartede virksomheder.

Litteraturliste

- Abrahamson, Martin; De Ridder, Adri and Råsbrant, Jonas (2011). "Information Asymmetries among European Investors: Evidence from Swedish IPO'er" Working paper
- Altomonte et al. (2012), The triggers of competitiveness: the EFIGE cross-country report
- Asness, Cliff et al. (2015) Size Matters, if You Control Your Junk
- Beck, Demiguc-Kunt, Laeven og Levind (2006), Finance, Firm Size, and Growth
- Brown, James R; Fazzari, Steven M. and Petersen, Bruce C. (2009). "Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom" The Journal of Finance Vol LXIV, No 1
- Bruegel (2015), "The Globalization of Business Angels".
- Chemmanur, Thomas J. and Fulghieri, Paolo (2014). "Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research" The Review of Financial Studies n1
- Champonnois (2010), Comparing Financial Systems A Structural Analysis
- Czarnitzki & Binz (2008), R&D Investment and Financing Constraints of Small and Medium-Sized companies
- Dimson, Elroy et al. (2002), Triumph of the Optimists – 101 Years of Global Investment Returns
- Ewing, Marion "M&A & IPO'er" Kauffman Foundation
- Finanswatch (2013) Konsolidering i sneglefart
- Giannetti (2001), Risk Sharing and Firm Size: Theory and International evidence
- Gleadle, Pauline; Parris, Stuart; Shipman, Alan and Simonetti, Roberto (2012). "Financialisation As An Enabler Or Inhibitor Of Innovation? The Case Of UK Biotech." FINNOV, Milton Keynes.

- Hall, Bronwyn H. and Lerner, Josh (2009) "The Financing of R&D and Innovation" Forthcoming 2010 in Hall, B. H. and N. Rosenberg (eds.), Handbook of the Economics of Innovation, Elsevier-North Holland.
- Hsu, Hung-Chia (2014) " Industry Technological Innovations and Initial Public Offerings: An Empirical Analysis" Journal of Accounting and Finance vol. 14(1)
- Itenberg, Olga (2013). "Firm Size, Equity Financing and Innovation Activity" Job Market Paper
- Kerr et al(2014), "The consequences of Entrepreneurial Finance Evidence from Angel Financing"
- Kim, Woojin and Weisbach, Michael S. (2005). "Motivations for public equity offers: an international perspective" NBER working paper 11797
- Kolympiriris, Christos; Kalaitzandonakes, Nicholas and Miller, Douglas (2011). "Spatial collocation and venture capital in the US biotechnology industry" Research Policy 40 1188-1199
- Lazard Asset Management (2015), Small Caps, Large Opportunity
- Leiponen, Aija and Zhang, Jiahong (2010). " Capital Structure and Innovation in Asian Emerging Economies" Working paper
- Magri (2007), The financing of small innovative companies: The Italian case.
- McGrattan, Ellen, R and Prescott, Edward, C (2005). "Taxes, Regulations, and the Value of U.S and U.K. Corporations" Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 309.
- Nicholson, Sean (2012). "Financing research and Development" The Oxford Handbook of the Economics of the Biopharmaceutical Industry
- Plehn-Dujowich, Jose (2013) "Product Innovations by Young and Small Firms" SBA office of Advocacy
- Revest, Valeri and Sapio, Sandro (2012). "Financing Technology-Based small Firms in Europe: what do we know?" Small Business Economics Volume 39, Issue 1, pp 179-205
- Severinson, C. and F. Stewart (2012), Review of the Swedish National Pension Funds

- Small Business (2003). "The cost of equity capital for small firms" SB9_SW_Brigham_778312
- Sohl, Jeffrey (2015). "The angel investor market in 2014: a market correction in deal size" Center for Venture Research
- Sørensen, Peter Birch (2014) "Taxation of shareholder income and the cost of capital in a small open economy"
- Skatteministeriet (2014) "Skatteudvalget 2013-14 SAU Alm.del endeligt svar på spørgsmål 255 Offentligt (01), j.nr. 14-0429927
- Tåg, Joacim and Lerner, Josh (2013). "Institutions and venture capital" *Industrial and Corporate Change*, Volume 22, Number 1, pp. 153–182
- Ughetto, Elisa (2008). "Does finance matter for R&D investment? New evidence from a panel of Italian firms" *Cambridge Journal of Economics* (2008) 32 (6): 907-925.
- Zimmerman, Jerold L (2015). "The Role of Accounting in the 21st Century Firm" Working paper

Appendiks A: Interviewanalysens struktur

For at kunne analysere barriererne for det danske børnoteringsmarked, er det vigtigt at have indsigt i hvordan de forskellige aktører i det danske børnoteringsmarkedet opererer set i forhold til det svenske, samt hvorfor. Er det fx de danske virksomheder der er ekstraordinært tilbageholdende med at søge børnoteringvejen, og i så fald hvorfor? Er børnoteringsprocessen dyrere i Danmark end i Sverige eller er det svært at finde de rette investorer?

For at få en direkte indsigt i de forskellige aktøres incitamenter har vi foretaget interviews med en række aktører på det danske og svenske marked. Disse er beskrevet i Bilag A.1.

Alle interviews tog udgangspunkt i en spørgeramme, som deltagerne fik tilsendt nogle dage inden interviewet blev afholdt. Denne vil blive gennemgået sammen med resultaterne i Bilag B. I spørgerammen og interviewene var fokus på barriererne for det danske børnoteringsmarked set i forhold til det boomende svenske børnoteringsmarkedet, og spørgepunkterne var inddelt nogle hoved punkter.

Resultatet af disse interviews er sammenfattet i hhv. nogle generelle og mere agentspecifikke punkter, som forklaret i Bilag B. Der er ikke tale om citater eller specifikke udsagn fra enhver aktør, men de konklusioner, vi har draget fra vores overordnede indtryk af alle interviews.

A.1 Aktører vi har interviewet

Vi inddeler generelt aktørerne i fire kategorier:

1. Iværksættere og fonde der afsætter virksomheder igennem børnotering.
2. Investeringsbanker der hjælper virksomheder i børnoteringsprocessen.
3. Advokater som rådgivere i børnoteringsprocessen.
4. Pensionskasser og andre fonde der investerer i nye børnoterede virksomheder.

I Sverige har vi foretaget interview over flere dage, med aktører der er aktive i markedet for børnoteringer af forskellig størrelse. Her var vi i kontakt med aktører inden for alle de tre segmenter af børnoteringer: i) mikro (xs), ii) små (s), og iii) mellemstore børnoteringer (m). I Tabel A.1 ses en opdelt oversigt over de aktører vi har interviewet i Sverige.

I Danmark har vi ligeledes foretaget både fysiske interviews og telefon interviews, og interviewene var ligeledes af 1,5-2 timers varighed. I Danmark har det dog ikke været muligt at få kontakt med aktører inden for alle størrelsessegmenter. I mellem segmentet har Dan-

mark haft nogle børsnoteringer over de seneste år, og vi har været i kontakt med de involverede agenter. Omvendt er der slet ikke foretaget små børsnoteringer i Danmark siden omkring 2000, og vi har derfor ikke kunne få kontakt med de relevante aktører i dette segment. I mikro segmentet er der senest foretaget børsnoteringer i Danmark i 2006-2008, og kun få af de involverede aktører findes stadig den dag i dag. Heraf har vi haft held med at få interviews med en af disse aktører. For Danmark er interviewdeltagerne vist i Tabel A.2.

Ud over de aktører nævnt i Tabel A.1 og Tabel A.2 har vi også foretaget interviews af andre eksperter (også enkelte i Norge). Det gælder Peter Max (ICT), Jo Forfang (Nordic Trustee) og Magnus Tornling (ABG), Jesper Ravn fra Dansk Erhverv og Aktiespararna

Tabel A.1 Interviews med svenske aktører

Iværksættere og fonde	Investeringsbanker	Advokater	Investorer
<i>Dem vi har snakket med</i>			
EQT SE (m+)	Carnegie SE (m+)*	Baker & McKenzie (xs/s/m)*	Danske Capital SE (m)
	Mangold (xs/s)*	Gernandt & Danielsson (s/m)*	AP 4 (m)
	Avanza (s)*	White & Case (m+)	
	VH corp ()	Advokatfirman Vinge (?)	
	Redeye (xs)		

Note: SE indikerer svensk afdeling og indikationerne i parentes indikerer at virksomheden agerer i markedet for mellemstore børsnoteringer og større (m+), små børsnoteringer (s) og mikro børsnoteringer (xs).
* indikerer at denne aktør også medvirkede i spørgeskemaanalysen (jf. Bilag B).

Kilde: Axcelfuture og Copenhagen Economics

Tabel A.2 Interviews med danske aktører

Iværksættere og fonde	Investeringsbanker	Advokater	Investorer
<i>Dem vi har snakket med</i>			
Vækstfonden (s/m)	Nordea DK (m+)*		PFA
Gro capital ()	BDO (xs/s)		Jesper Jarlbæk, Danske BA
Northzone			
Ventures ()			

Note: DK indikerer dansk afdeling og indikationerne i parentes indikerer at virksomheden agerer i markedet for mellemstore børsnoteringer og større (m+), små børsnoteringer (s) og mikro børsnoteringer (xs).
* indikerer at denne aktør også medvirkede i spørgeskemaanalysen (jf. Bilag B).

Kilde: Axcelfuture og Copenhagen Economics

Appendiks B: Resultater fra interviewanalysen

Interviewene blev som sagt foretaget i Sverige og i Danmark. Fokus var på forståelse af markedsforskelle og barrierer for det danske børsnoteringsmarked. De mere kvantitative aspekter er behandlet i spørgeskemaundersøgelsen, som gennemgås i Bilag C. Vores hovedspørgsmål var som udgangspunkt inddelt i tre punkter:

5. Noteringsproces og omkostninger.
6. Betydning af investorlandskab.
7. Markedsvilkår, likviditet og regulering.

Igennem interviewprocessen blev det dog entydigt at to andre overordnede forklaringsårsager bør tilføjes:

8. Konjunkturudsving på børsnoteringsmarkederne.
9. De tidligere vækststadier og antallet af vækstvirksomheder.

I Bilag A.1 nedenfor gennemgås de generelle resultater for Sverige. Her viser vi også den relaterede spørgeramme til hvert hovedpunkt. I Bilag A.2 gennemgås resultaterne for Danmark.

A.1 Resultater fra svenske interviews

Noteringsproces og omkostninger

Inden hvert interview sendte vi spørgerammen relateret til noteringsproces og omkostninger som vist i Boks B.1.

Boks B.1 Spørgerammen for noteringsproces og omkostninger

Beskrivelse af omkostningsarter og størrelser ved IPO i Sverige.

Hvad er de vigtigste faktorer bag omkostningsstrukturen: (1) deal flow som skaber muligheder for skalaøkonomi og specialisering (2) lokale ankerinvestorer/business angels som understøtter evalueringsproces og værdiansættelse (3) stærke ledelses-kompetencer/business record i den potentielle IPO virksomhed før IPO processen startes? (4) andre forhold (hvilke).

Kan den svenske infrastruktur repliceres i Danmark og dermed bidrage til kapitaltilførsel eventuelt ved fysisk etablering? Hvilke dele af infrastrukturen er flytbar og hvorfor (investeringsbanker, VC, advokater, institutionelle investorer)?

Er prospekter vokset i størrelse/kompleksitet/omkostninger uden at tilføre tilsvarende værdi over de senere år? Hvor meget dyrere i givet fald (eksempler nyttige). Kunne indholdet i prospekter gøres mere målrettet (mindre men bedre information)? Hvad driver dyrere prospekter: regulering, risiko for tab af anseelse ved konkurs mv, andre forhold (hvilke)?

Er forslagene i NASDAQ OMX forslagskatalog (sektion A) til reduktion af noteringsomkostninger i forslagskatalog effektive, hvilke er de vigtigste, hvad mangler?

Note: Spørgerammen inkluderede også en indledende forklaring af analysen, samt NASDAQ's tidligere policy forslag.

Kilde: Copenhagen Economics

De generelle svar vi fik var:

- *First North anvendes, idet små virksomhederne ofte ikke opfylder kravene til notering på main market, fx af regnskabsmæssige årsager (IFRS) og/eller corporate governance. (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Mange små og mellemstore virksomheder benytter det svenske First North som en måde at skaffe risikovillig kapital tidligt i vækstprocessen (alternativ til VC), eller som en smooth entry/'stepstone' til main market. (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Der foretages et stort antal af både 'exit IPO'er' og 'funding IPO'er' på de svenske børser. På First North ses primært 'funding IPO'er' samt 2nd offerings til Life Science selskaber mv., mens main market i højere grad er præget af 'exit IPO'er' (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Regulatoriske er der ikke de store forskelle på Sverige og Danmark på dette punkt, og hvis markedet var der ville man kunne foretage tilsvarende små IPO'er i Danmark til ca. samme omkostninger. Omkostninger og noteringsprocessen ifbm. børsnotering er altså ikke en selvstændig barriere. (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Med First North i Sverige synes proces-længde i børsnoteringer ikke at være et problem. NASDAQ SE har fx ligesom NASDAQ DK åbent op for en fast-track løsning, hvor virksomheder kan børsnoteres endnu hurtigere end tidligere, men denne har indtil videre ikke været anvendt. (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Omkostningerne til børsnoteringen er generelt meget afhængigt af typen / størrelsen af noteringen og prospektet. Main market børsnoteringer er langt mere omstændelige end noteringer på First North (kræver 'stock exchange' udpeget revisor,*

investering komite godkendelse på NASDAQ Stockholm), og børsnoteringer med internationale (inkl. US) prospekter er langt mere omkostningstunge end nordiske prospekter (ex. US). (Vinge / G&D / EQT).

- Grænsen for hvornår der anvendes internationale (inkl. US) prospekter afhænger meget af typen af virksomhed, men sker ofte omkring 3 mio. SEK. Det er også her hvor store internationale banker kommer med i konsortiet, men det er ikke dem der har den største effekt i forhold til øgede omkostninger, det er amerikanske advokater og auditors (W&C / Carnegie SE)

Betydning af investorlandskab

Inden hvert interview sendte vi spørgerammen relateret til noteringsproces og omkostninger som vist i Boks B.2.

Boks B.2 Spørgerammen for betydning af investorlandskab

Hvad betragtes som den mindste direkte investering som en institutionel investor vil foretage i en virksomhed (mill.kr.)? Hvad er drivende og vigtigst for bestemmelsen af denne grænse: begrænset in-house evne til at lave due-diligence på mindre investeringer, offentlig fokus på at omkostninger intensiverer til at forvaltningsomkostninger holdes på et lavt niveau, dårlige historiske erfaringer (fx biotek i Danmark), andre forhold (hvilke)?

Kan man opstille nøgletal for det afkast en institutionel investor kræver for en investering i en mindre virksomhed for at kompensere for højere interne omkostninger per administreret krone?

Hvor meget betyder individuelle investeringer fra privat personer (entreprenør, business angel, bredere grupper af investorer) for muligheden for at tiltrække kapital til IPO? Hvor meget betyder fx business angels som instrument til at sikre kvalitet i værdiansættelsen og måske deltagelse i bestyrelse mv. efter IPO? Kan værdien af en troværdig business angel omsættes til konkret højere værdiansættelse.

Hvad betyder lokal forankring for værdiansættelse og omkostninger for due diligence? Hvor mobile er ankerinvestorer særligt i forhold til at værdiansætte mindre virksomheder: hvad betyder fx forståelse af lokal forretningskultur i forhold til branche-kundskab (lokal forankring i forhold til skalafordele ved specialisering)?

Er forslagene i NASDAQ OMX forslagskatalog (sektion B) til forbedring af investorlandskab effektive, hvilke er de vigtigste, hvad mangler?

Note: Spørgerammen inkluderede også en indledende forklaring af analysen, samt NASDAQ's tidligere policy forslag.

Kilde: Copenhagen Economics

De generelle svar vi fik var:

- *Brugen af corner-stone investorer har været vigtig i forhold til den succes man har set i Sverige med mikro og små noteringer. Corner-stone investorer bliver skrevet ind i prospektet som garanterede aftagere af en hvis andel af aktierne. For eksempel blev CLX noteret på First North med ca. 80% af kapitalen tegnet af cornerstone investorer. Tendensen startede så småt tilbage i 2007, men er specielt blevet udbredt siden 2013. Den er kommet både pga. efterspørgsel fra investeringsbanker, samt fra*

institutionelle investorer der ønsker at sikre sig en hvis aktieandel i børsnoteringer (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)

- *I Sverige findes der et stort/tæt landskab af institutionelle investorer med interesse i small-cap og til dels First North noteringer. Det gælder fx Lannebo, Fonder, Cliens m.fl., AP pensionsfonde, familiefonde og velhavende privatinvestorer. Disse udgør ofte corner-stone og anker investorer i de mindre børsnoteringer. Tilstedeværelsen af disse har været afgørende for den succes der er set i Sverige på dette punkt (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Børsnoteringer med stor andel af corner-stone investorer kan ende med at blive en mellemting imellem traditionelle børsnoteringer og M&A transaktioner: Virksomheden i princippet er solgt inden børsnoteringen finder sted (op imod 85 % er allokeret til corner-stone investorer). Dette forklarer også hvorfor risikoen begrænses ved brug af corner-stone investorer. ((Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Konceptet omkring corner-stone investorer synes at have den bagside, at corner-stone investorer kan have meget stor market power. De sætter prisen i forhandlinger "for lukkede døre". I enkelte tilfælde har corner-stone investorer forlangt en så urimelig lav pris, at investeringsbanken valgte helt at droppe corner-stone investorerne (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Retail markedet driver ikke volumen (Svensk investeringsbank)*
- *Private banking og retail markedet med privat-orienterede investeringsplatforme har stor betydning i de små børsnoteringer (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *Muligheden for 'egen-placering' af pensionsmidler i enkeltaktier er ganske udbredt. (Flere svenske investeringsbanker og advokathuse)*
- *De større pensionskasser, fx de seks AP fonde; 6 stk., placerer 55-60% af kapitalen i aktier. Herudover findes der et antal regionale offentlige pensionskasser. 8-10 pensionskasser har egne small cap funds. (Svensk institutionel investor)*
- *Der findes et antal firmapensionskasser (defined benefits) som selv varetager investeringer mens andre har out-sourced management. (Svensk institutionel investor)*
- *Pensionskasserne har typiske et investeringsmandat begrænset til investeringer på reguleret marked, dvs. main market. Dog er der udtagelser hvis virksomheden laver smooth-entry og i prospektet klargør hvordan de inden for 12 måneder vil gå til main market. Derfor er der mere investorinteresse for smooth-entry noteringer på First North i forhold til andre noteringer på First North (Svensk institutionel investor og rådgiver)*
- *I niveauet 0 – 25 mio. SEK i market cap har pensionskasserne typiske et investeringsmandat til max 10 % ejerandel og en minimum investering på ca. SEK 50 mio. Det er ikke en absolut grænse, men en pragmatisk tilgangsvinkel og det kræver der er tale om et high growth selskab hvis der skal foretages investeringer på under 50 mio. SEK. (Svensk institutionel investor)*
- *Ecosystemet af fonde I Sverige: Der findes 10-15 small-cap/mid-cap fonde (300 – 800 mio. SEK) og 20-40 family offices, mange hundrede virkelig velhavende private investorer og +100.000 aktive retail investorer. (Svensk investeringsbank)*

Markedsvilkår, likviditet og regulering

Inden hvert interview sendte vi spørgerammen relateret til noteringsproces og omkostninger som vist i Boks B.3.

Boks B.3 Spørgerammen sendt til aktørerne

Hvor vigtigt er et effektivt marked for løbende at vurdere børsnoterede virksomheder for interessen for at deltage ved IPO og/eller investere i efterfølgende? Hvad er begrundelsen herfor fx større sikkerhed for entry-/exitpris eller mere underliggende som tegn på at virksomheden er udsat for løbende investorpres i forhold til indtjening gennem ekstern overvågning? Hvad betyder en likvid og transparent prissætning for institutionelle investorer som i princippet kunne anlægge en lang tidshorisont med begrænset behov for løbende porteføljeomlægning?

Er forslagene i NASDAQ OMX forslagskatalog (sektion B) til løbende vurdering og værdiansættelser af mindre virksomheder effektive, hvilke er de vigtigste, hvad mangler?

Note: Spørgerammen inkluderede også en indledende forklaring af analysen, samt NASDAQ's tidligere policy forslag.

Kilde: Copenhagen Economics

De generelle svar vi fik var følgende:

- *I Sverige er små virksomheder ofte fokuserede på at leve op til de regulatoriske krav for børsnotering allerede tidligt i vækstprocessen. Men for dem der ikke lever op til kravene, er First North, First North Premium og princippet om certified advisers ('surveillance function for First North; uddannet af NASDAQ; introduceret i 2006; Avanza ca. 20 kunder, VhCorp 5 kunder) en smooth entry, hvor virksomheder første går på First North og derefter klargøres til main market over en periode. (Svensk investeringsbank og rådgiver)*
- *Ca. 70% af IPO'er vurderes at være i Life Science og Teknologi sektoren, resten er i real estate / 'Brick & Mortar'. I 2005 var der 15 noterede Life Science virksomheder i Sverige, i 2015 var der 110. Af de 110 var ca. 60 Ikke i 'fase 1': i) Ingen track, ii) ingen cash flow, iii) binære case. (Svensk investeringsbank)*

Konjunkturudsving på børsnoteringsmarkederne

Dette var ikke et punkt vi havde med i den tilsendte spørgeremme, men det var en typisk årsag mange deltagere nævnte, nemlig at Sverige er inde i en boomperiode hvad angår børsnoteringsmarkedet.

De generelle svar vi fik var følgende:

- *Det svenske børsnoteringmarkedet er inde i en historisk boomperiode, startende fra starten af 2013, kick-startet af 8 større PE-børsnoteringer. Der har specielt været en mindre aggressiv prissætning end tidligere – ikke mindst som en strategi i forhold til af afsat de 8 PE-virksomheder. Mindre grådighed har været vigtig forklaring på den Svenske succes de seneste år. (Svensk institutionel investor og investeringsbank)*
- *Interesse for aktieinvesteringer vurderes at være drevet af 'Economic Cycle' og 'performance' [2015: Small Cap index op c. 55%; Large Cap index ned c. 5%]. Et selskab som Invisio (>300% stigning i 2015; Market Cap c. SEK 2,5 mia) har gjort de institutionelle investorer interesseret i Small Cap. (Svensk investeringsbank)*
- *Det svenske børsnoteringsmarked var dødt i perioden 2007-2010; nogle børsnoteringer i 2010 og herefter dødt igen frem til 2013. (Svensk rådgiver)*
- *Succes har skabt yderligere succes; 'high quality listings' på First North flytter til First North Premium og efterfølgende til main market. (Svensk rådgiver)*
- *Danmark er i så langt bagud når det gælder de mellem-store børsnoteringer. Fx var børsnoteringen af Matas i Danmark med til at sætte det nordiske børsnoteringsmarked i gang. (Svensk PE fond)*

De tidligere vækststadier og antallet af vækstvirksomheder

- *I Sverige findes det andre tidligere børs-lignende markeder (Aktietorge og NGM-equity), som ofte bruges til at skaffe risikovillig kapital i de tidlige vækstfaser, og ofte afsætter virksomheder til First North (Svensk rådgiver)*
- *Tidligt i vækstfasen er IPO i mange tilfælde den eneste kapitalrejsningsmulighed (i stedet for VC), med efterfølgende mulighed for right issue når børsnotering har fundet sted. (Svensk investeringsbank)*
- *Der er i Sverige et tæt samarbejde mellem VC-miljøet og iværksættermiljøet, bl.a. på Lund Universitet, Med Village, Stockholm School of Economics mf. Mange succesfulde start-ups springer ud af dette samarbejde (Svensk rådgiver)*
- *Den svenske aktiekultur blev kraftig forstærket ifbm. børsnotering af Telia som en folkeaktie. (Svensk investeringsbank)*

Andre faktorer

- *Sverige ses som et 'equity driven country' mens Danmark ses som et 'bond driven country'. (Flere svensk rådgivere og investeringsbanker)*
- *Det svenske børsmarked blev dereguleret i 1980'erne og i højere grad overladt til selvregulering af markedet og markedsdeltagerne. Stiftelse af pensionsfonde (AP'ere) blev foretaget samt regulering af skattesystemet. OM (options marked) konkurrerede med Stockholm Børs. (Svensk investeringsbank)*
- *Bankfinansiering er ofte ikke muligt for selskaber som lader sig børsnotere på First North. (Svensk investeringsbank og PE-fond)*

- *Stockholm anses for 'PE-hub' sammen med London og Frankfurt. (W&C)*
- *I 2002-03 var der en stor nedbringelse af aktier i pensionskasse; i forlængelse heraf blev der foretaget en række ændringer af regler/lovgivning, hvilket igen øgede efterspørgslen efter aktier. (Svensk institutionel investor)*
- *Teknologi: Succes m/teknologivirksomheder; eksempler på globalt teknologisk førerskab (ex. Spotify); evner at bygge virksomheder op og vente på gevinst.*
- *Stockholm er 'ranked' som ICT Hub /pole of excellence (The European Commission's in-house science service).*

A.2 Resultater fra danske interviews

Noteringsproces og omkostninger

De generelle svar vi fik var følgende:

- *Rådgivere tænker i exit, ikke i rejsning af risikovillig kapital.*
- *Omkostninger til selve IPO processen ses ikke som et issue - alene om et spørgsmål om hvorledes sælger kan profitmaksimere.*

Betydning af investorlandskab

De generelle svar vi fik, var følgende:

- *Konsolidering på såvel rådgiver- som investorsiden er en barriere for mindre selskaber. (Dansk VC-fond)*
- *Kapitalkoncentration i få store 'kasser' (pensionskassestruktur) gør, at det ikke er rentabelt/skalerbart at se på mid- og small-cap investeringer. (Dansk VC-fond)*
- *Behov for mangfoldighed - mindre professionelle - og private investorer der kan agere kommercielt i markedet - ikke statsfonde el. lignende (monopolisering). Der er behov for at flytte penge ned i 'systemet'. (Dansk VC-fond)*
- *Institutionelle investorer (andres penge); placerings længde /- likviditet vs. 'kontrakt'; short-termism (excessive focus on short-term results at the expense of long-term interests/US - long-termism). Drevet af regulering, risiko-samt volatilitetsminimering. (Dansk VC-fond)*
- *Rådgivere friholdes fra kritik - rådgiver arbejder mod de tilstedeværende afsætningsmuligheder. (Dansk VC-fond)*

Markedsvilkår, likviditet og regulering

De generelle svar vi fik var følgende:

- *Udarbejdelse af analyser er en økonomisk kommerciel proces - analyser skal understøttes af efterspørgsel og kurtageindtægt mv. (Dansk VC-fond)*

De tidligere vækststadier og antallet af vækstvirksomheder

De generelle svar vi fik var følgende:

- *Manglen på succesfulde virksomheder der er klar til børsnoteringen er en afgørende forklaring på det afmattede børsnoteringsmarked i Danmark. (Dansk investeringsbank)*

Andre faktorer

- *Skatte subsidier ved investering i opstarts- og vækstselskaber ønskes. (Dansk VC-fond)*
- *Lokale investorer skal faciliteter/opbygge et lokalt investeringsmiljø. (Dansk VC-fond)*
- *Skatte-og pensionskasseregulering har været medvirkende til at skabe det danske investormiljø inkl. konsolideringer på rådgiver- og investorsiden. (Dansk VC-fond)*
- *Investerings spare konto lignende foranstaltning kræver særlige regler ellers bliver der tale om endnu en koncentration mod investering i C20 aktier. (Dansk VC-fond)*
- *Der kan fra politisk side skubbes til en iværksætter-/risikokultur*
 - *Skattesystem/PAL skat*
 - *Støtte til analysehuse*
 - *DVK3*
 - *Forstå dynamik - - - ikke skabe angst*
 - *Lempeligere lovgivning for start-ups*
- *Det vigtigste for skabelse/bevarelse af danske arbejdspladser er at virksomheder har 'slået rødder' før der foretages exit; mindre væsentligt hvor exit foretages. (Vækstfonden)*
- *Dårlig cirkel; historisk svage resultater (VC), tænker ikke stort, førtidig exit. (Vækstfonden)*
 - *Seed og secondary funding kan rejses i Danmark mens 3. runde funding er mindre tilgængelig end i Sverige --- fører til førtidig exit (v/omsætning DKK 4-500).*
 - *Tilskyndelsen til exit skyldes til dels manglen på VC funding til at bakke op om entreprenører.*
- *IPO - kvalitet af selskaber:*
 - *Track*
 - *Positivt cash flow*
 - *Finanskrisen - risikoaversion --- ikke binære cases*
 - *Ikke velegnede ved udsving i indtjening*
 - *Vækst begrænset til vækst via egen indtjening - vækst ikke mulig v/kapitalrejsning ifbm. ex. akquisitioner i en periode efter IPO*
- *Europa og i særdeleshed Danmark har masser af kultur men alt for meget 'stat', hvilket betyder, at der er for lidt entreprenørskab.*
- *Biotek: Der mangle i øjeblikket biotekselskaber i midten af udviklingsfasen med potentiale, idet der under finanskrisen blev startet relativt få selskaber grundet udfordringer med at rejse kapital. Risikovilligheden var ikke særlig stor, hvilket har betydet at der er mistet en generation af tidlige selskaber.*
- *Der mangle politisk forståelse for den tidlige fase af biotek, hvilket kan eksemplificeres ved nedskæringer i Innovationsfondens life science område. I 2015 bevilgede innovationsfonden ca. DKK 1 mia. kr. til +60 forskningsprojekter - Ca. 160 mio. kr. af disse blev bevilget til projekter inden for biotek, medico og sund generelt. Innovationsfonden har i 2016 et budget på ca. 100 mio. til investering i forannævnte område.*

- *Betydelig konkurrence til IPO fra kapitalfonde (kapital rigelighed) --- potentielt 'supply' of mindre virksomheder på sigt*

Appendiks C: Spørgeskemaanalysen

Efter interviews med investeringsbanker og enkelte advokathuse blev der sendt specifikke spørgeskemaer, i målet om at få kvantitativ information om investorlandskab og omkostningsstrukturer for børsnoteringer af forskellig størrelse i hhv. Sverige og Danmark. Disse spørgeskemaer var tilpasset investeringsbankens/advokathusets markedssegment, et eksempel ses i Boks C.1. Resultaterne herfra er vist og brugt i figurer i Kapitel 2.

Boks C.1 Kvantitative spørgeskema sendt til investeringsbanker og advokater

Hvis vi betragter to typiske danske cases hvor I tidligere har været med til at børsnotere:

Case 1: Jeres mindste segment (specificeret afhængigt af virksomheden):

Hvis vi betragter nogle af de mindste danske IPO'er I har været med til inden for de sidste 5-10 år.

Spørgsmålene:

Virksomheden:

- 1 Hvor meget aktiekapital har der typisk været udbudt (mio. kr.)?
- 2 Hvor stor en andel af virksomheden er blevet udbudt?
- 3 Hvilke virksomheder er fx tale om?

Investorlandskab:

- 4 Hvor stor en andel bliver typiske solgt til store internationale investorer? Og hvor mange investorer er der tale om?
- 5 Hvor stor en andel bliver typiske solgt til andre internationale investorer? Og hvor mange investorer er der tale om?
- 6 Hvor stor en andel bliver typiske solgt til store nationale investorer (tier 1)? Og hvor mange investorer er der tale om?
- 7 Hvor stor en andel bliver typiske solgt til mindre institutionelle investorer (tier 2)? Og hvor mange investorer er der tale om?
- 8 Hvor stor en andel bliver typiske solgt til små institutionelle og relativt store private investorer inkl. private banking (tier 3)? Og hvor mange investorer er der tale om?
- 9 Hvor meget bliver solgt til små private investorer (retail)?

Omkostninger til børsnoteringen:

- 10 Hvor meget er de totale omkostninger til børsnoteringen typisk?
- 11 Hvor meget udgør de samlede faste fees, fx til NASDAQ, Eurocrear, Finanstilsynet mv.?
- 12 Hvor meget er omkostningerne til advokater, auditors, PR og andre rådgivere?
- 13 Hvor meget er omkostninger til investeringsbanker (book-building mv.)?

Krav for børsnotering:

- 14 Hvad er afgørende for at I vil børsnotere en virksomhed i dette segment? Fx prisen, positivt cash flow, vækst, internationalt interesse for virksomheden? I må gerne uddybe med forskellige cases.
-

Case 2: En IPO i et lidt større segment (specificeret afhængigt af virksomheden):

... samme spørgsmål igen.

Note: De to cases hver deltager blev bedt om at svare på var specificeret i forhold til hvilket segment den virksomhed opererede inden for. Fx blev Danske Bank bedt om at svare på en lille case imellem 0,5 og 1 mia. DKK og en større case på imellem 1 og 1,5 mia. DKK.

Kilde: Copenhagen Economics

Appendiks D: Børsnoteringer i Sverige

I dette appendiks viser vi listen af svenske børsnoteringer på NASDAQ siden 2014. Det skal bemærkes, at dette ikke eksakt svarer til det historiske data der er anvendt i figurer i hovedteksten. Det skyldes dels at nogle af NASDAQs noteringer er virksomheder der kommer fra andre børser – primært Aktietorget – hvorved det nationalt set ikke er nye børsnoteringer. Omvendt er nogle noteringer på andre børser inkluderet i dataet anvendt i hovedteksten.

Tabel D.1 Noteringer på NASDAQ 2015 og 2016 (frem til april)

Virksomhed	Marked	Nat	Notering (mio. Euro)	Seg.	Industri
Noteringer i 2015					
Dustin Group AB	Main market	SE	208,6	Store	Computers & Electronics
Bravida Holding AB	Main market	SE	349,8	Store	Construction/Building
Dometic Group AB	Main market	SE	582,1	Store	Consumer Products
Scandic Hotels Group AB	Main market	SE	327,8	Store	Dining & Lodging
Hoist Finance AB	Main market	SE	307,1	Store	Finance
Nordax Group AB	Main market	SE	281,2	Store	Finance
Capio AB	Main market	SE	276,9	Store	Healthcare
Attendo AB	Main market	SE	468,1	Store	Healthcare
Eltel AB	Main market	SE	483,7	Store	Industrials
Alimak Group AB	Main market	SE	275,7	Store	Machinery
Coor Service Management Holding AB	Main market	SE	249,2	Store	Professional Services
Pandox AB	First North	SE	690,7	Store	Real Estate/Property
Nobina AB	Main market	SE	202,7	Store	Transportation
Collector AB	Main market	SE	117,6	Medium	Finance
Tobii Technology AB	Main market	SE	55,2	Små	Computers & Electronics
Saltängen Property Invest AB	First North	SE	51,3	Små	Finance
A Group of Retail Assets Sweden AB	First North	SE	74,8	Små	Finance
Heimstaden AB	First North Premier	SE	76,4	Små	Finance
Volati AB	First North Premier	SE	87,5	Små	Finance
SpiffX AB	First North	SE	46,2	Små	Finance
Immunovia AB	First North Premier	SE	46,1	Små	Health Care
Nuevolution AB	First North	DK	61,4	Små	Health Care
Camurus AB	Main market	SE	68,9	Små	Health Care
Troax Group AB	Main market	SE	87,5	Små	Metal & Steel
CLX Communications AB	Main market	SE	79,5	Små	Telecommunications

Nilsson Special Vehicle AB	First North	SE	2,3	Micro	Auto/Truck
Deflamo AB	First North (fra Aktietorget)	SE	5,3	Micro	Basic Materials
OrganoClick AB	Main market	SE	7,9	Micro	Chemicals
Photocat A/S	First North	DK	0,6	Micro	Chemicals
Gaming Corps AB	First North	SE	9,4	Micro	Computers & Electronics
Inission AB	Main market	SE	2,1	Micro	Computers & Electronics
Waystream Holding AB	First North Premier	SE	3,8	Micro	Computers & Electronics
Stillfront Group AB	First North	SE	8,2	Micro	Computers & Electronics
NattoPharma ASA	First North (primært listed i Oslo)	NO	21,9	Micro	Consumer Goods
A City Media AB	First North	SE	7,0	Micro	Consumer Services
Evolution Gaming Group AB	First North Premier	SE	28,7	Micro	Consumer Services
Footway Group AB	First North	SE	5,9	Micro	Consumer Services
Genova Property Group AB	First North Premier (private placing)	SE	20,2	Micro	Finance
Torslanda Property Investment AB	First North	SE	25,0	Micro	Finance
Pegroco Invest AB	First North	SE	17,7	Micro	Finance
Serendipity	First North Premier	SE	20,5	Micro	Finance
K2A Knaust & Andersson	First North	SE	20,4	Micro	Finance
AB Högkullen	First North	SE	31,1	Micro	Finance
Link Prop Investment AB	First North	SE	16,1	Micro	Finance
RealXState AB	First North	SE	5,1	Micro	Finance
Karessa Pharma Holding AB	First North	SE	36,5	Micro	Health Care
Vivoline Medical AB	First North (fra Aktietorget)	SE	8,9	Micro	Health Care
Enzymatica AB	First North (fra Aktietorget)	SE	21,6	Micro	Health Care
Klaria Pharma Holding AB	First North (only listing)	SE	15,9	Micro	Health Care
Vicore Pharma Holding AB	First North	SE	9,5	Micro	Health Care
Cantargia AB	First North	SE	4,6	Micro	Health Care
Redsense Medical AB	Main market	SE	1,2	Micro	Health Care
SciBase Holding AB	Main market	SE	17,8	Micro	Health Care
Kontigo Care AB	Main market	SE	1,8	Micro	Health Care
Double Bond Pharmaceutical International AB	Main market	SE	0,7	Micro	Health Care
Intuitive Aerial AB	First North	SE	6,4	Micro	Industrials
TC TECH Sweden AB	First North	SE	11,7	Micro	Industrials
Hancap AB	First North	SE	17,0	Micro	Industrials
Vendator AB	First North (fra Aktietorget)	SE	0,8	Micro	Industrials
Hovding Sverige AB	First North	SE	6,4	Micro	Leisure & Recreation
Industrial Vision Systems - IVISYS AB	First North	SE	1,3	Micro	Machinery

Minesto AB	First North	SE	15,4	Micro	Machinery
Orezone AB	First North	SE	0,4	Micro	Mining
Savosolar Oyj	First North	SE	10,0	Micro	Oil & Gas
Capacent AB	First North	SE	11,1	Micro	Professional Services
Maxkompetens AB	First North	SE	1,3	Micro	Professional Services
Magnolia Bostad AB	First North	SE	33,6	Micro	Real Estate/Property
Bonasudden Holding AB	First North	SE	18,0	Micro	Real Estate/Property
Lexington Company AB (The)	First North	SE	2,1	Micro	Retail
TargetEveryOne AB	First North (only listing)	SE	3,9	Micro	Technology
Nilorgruppen AB	First North Premier	SE	22,3	Micro	Textile
SolTech Energy Sweden AB	First North	SE	6,6	Micro	Utility & Energy
Noteringer i 2016 (frem til start april)					
Catena Media	First North Premier	SE	272,6	Store	Media
LeoVegas	First North Premier	SE	371,2	Store	Travel & Leisure
Humana AB	Main market	SE	94,4	Me- dium	Health Care
GARO AB	Main market	SE	77,7	Små	Industrial Goods & Ser- vices
Polygiene	First North	SE	28,3	Micro	Chemicals
Xbrane Biopharma	First North	SE	19,2	Micro	Health Care
Xintela	First North	SE	13,8	Micro	Health Care
Hedera Group	First North	SE	5,4	Micro	Industrial Goods & Ser- vices
Cleantech Invest	First North (Primært listed i Hel- sinki)	SE	20,1	Micro	Industrial Goods & Ser- vices

Note: For noteringer i 2016 et notering i mio. Euro lig med den nuværende markedsværdi

Kilde: NASDAQ