

# FLERE BØRSNOTERINGER TIL GAVN FOR DANMARKS VELSTAND OG VELFÆRD

ANBEFALINGER

April 2016



## Forord

Axcelfuture ønsker med dette oplæg at fokusere på de tiltag, der kan fremme børsnoteringer af særligt mindre danske virksomheder og således bidrage til velstanden i Danmark. Vi håber dermed at kunne bidrage til diskussionen om bedre vilkår for at styrke væksten i disse virksomheder. Oplægget følger op på de initiativer, som blev igangsat i 2013 af NASDAQs IPO Task Force (status på disse initiativer i appendiks). IPO betyder Initial Public Offering og er det engelske ord for en børsnotering. Arbejdet er finansieret af gruppens deltagere.

Der har været afholdt et antal møder og konsultationer, og vi fremlægger på den baggrund en række konkrete forslag til, hvordan man kan opbygge et mere bæredygtigt børsnoteringsmarked. Projektet er gennemført i samarbejde med Copenhagen Economics og er afsluttet i april 2016.

Axcelfutures IPO-gruppe består af (alfabetisk efter firma):

- Thomas Lindquist, ABG Sundal Collier
- Tue Østergaard, ABG Sundal Collier
- Jesper Breitenstein, Axcelfuture
- Eivind Kolding, Axcelfutures bestyrelse
- Claus Gregersen, Carnegie
- Louise Riisgaard, Dansk Erhverv
- Christian Lindholm, Danske Bank
- Ole Steen Andersen, DVCA
- Jannick Nytoft, DVCA
- Klaus Søgaard, Gorrissen Federspiel
- Steen Juul Jensen, Impact
- Marianne Philip, Kromann Reumert
- N. E. Nielsen, LETT advokater
- Morten Transø Schultz, LETT advokater
- Carsten Borring, NASDAQ
- Peter Legind-Hansen, NASDAQ
- Christian Hansen, Nordea
- Torben Hansen, Nordea
- Gregers Kronborg, Northzone
- Jan Johan Kühl, Polaris
- Jens Peter Toft, Toft Advice
- Michael Dyrland, Vækstfonden
- Christian Frigast (formand), Axcelfuture
- Joachim Sperling (sekretær), Axcelfuture

Se også baggrundsanalyse fra Copenhagen Economics, april 2016, på [www.axcelfuture.dk](http://www.axcelfuture.dk)

## Indholdsfortegnelse

MOTIVATION FOR ARBEJDET	4
BØRSNOTERING SOM VÆKSTSKABER	4
HVAD KAN VI LÆRE AF IPO-MARKEDET I SVERIGE	4
HVAD FORKLARER DEN SVENSK SUCCES	7
HVAD SKAL DER TIL FOR AT KOMME TÆTTERE PÅ DEN SVENSK SUCCES	9
HVAD KAN MARKEDSAKTØRERNE SELV GØRE	13
OVERSIGT OVER FORSLAG	14
APPENDIKS: OPFØLGNING PÅ NASDAQ COPENHAGEN IPO TASK FORCE REPORT 2013-2014	16

### Sponsorgruppe



## MOTIVATION FOR ARBEJDET

I Danmark har markedet for mindre børsnoteringer (IPO'er) stort set været lukket de senere år. Siden 2014 har NASDAQ i Sverige børsnoteret 81 virksomheder, mens NASDAQ i Danmark kun har børsnoteret fire. Flere danske noteringer er på vej, men de mindre, yngre vækstvirksomheder bliver udelukkende børsnoteret i Sverige, der over en årrække har opbygget et meget succesrigt marked for risikovillig kapital.

Denne udfordring danner baggrund for vores arbejde, som sigter på at komme med svar på nogle centrale spørgsmål:

- Hvad er konsekvenserne af de færre danske IPO'er for danske virksomheder og det danske samfund?
- Hvordan er det lykket for Sverige at skabe et IPO-marked, der effektivt tilfører risikovillig kapital til unge vækstorienterede virksomheder?
- Hvad skal der til af politiske tiltag og indsats fra markedsdeltagerne for at sikre en lignende succes på det danske IPO-marked?

Vi har opstillet en række forslag til effektivisering af det danske IPO-marked. Vores resultater indikerer, at Danmark har behov for tiltag, der *øger landskabet af investorer* med interesse for mindre børsnoterede virksomheder. Men det gør det ikke alene. Der er også brug for at *styrke udbuddet* af nye vækstvirksomheder og dermed antallet af potentielle IPO-kandidater. Det kræver bredere reformer, som vi kun berører perifært i denne rapport, men som også er vigtige.

Vi håber, at forslagene kan indgå i en debat om at få sat skub i væksten i Danmark, særligt for finansiering af mindre virksomheder med stort behov for risikovillig kapital. De svenske erfaringer tilsiger, at det er et langt sejt træk. Vi ser derfor gerne, at der bliver arbejdet videre med disse spørgsmål i regeringsregi, fx forankret i et *vækstteam for risikovillig kapital*.

## BØRSNOTERING SOM VÆKSTSKABER

En børsnotering vil være et af de steder, hvor der findes risikovillig kapital til de mest innovative virksomheder. Man kan ikke finansiere udviklingen af nye og uprøvede produkter eller markeder med bankfinansiering eller tidligere års opsparede overskud. Virksomhederne er ofte unge med en begrænset historisk indtjening og få

aktiver, der kan pantsættes som finansieringsgrundlag. Investeringer og realisering af potentialer kræver, at der tilføres egenkapital. En børsnotering giver desuden et mere fleksibelt marked for handel med virksomheder.

Imidlertid halter Danmark bagefter. Der er færre mindre virksomheder med stor vækst sammenlignet med en række andre lande herunder de nordiske. Der er samtidig også mindre tilgang af risikovillig kapital. Uanset om vi ser på *venture capital* markedet (VC), børsnoteringer eller køb og salg af virksomheder i almindelighed ligger Danmark tilbage i forhold til de andre nordiske lande

Når mindre virksomheder har svært ved at skaffe risikovillig kapital i Danmark, har det tre konsekvenser:

1. Væksten i virksomhederne begrænses pga. mangel på risikovillig kapital.
2. Iværksættere søger kapital i udlandet – fx igennem børsnoteringer i udlandet eller direkte virksomhedssalg – med risiko for, at den videre forretningsudvikling også flyttes ud af Danmark.
3. Mulighederne for og lysten til at starte og udvikle nye virksomheder i Danmark falder.

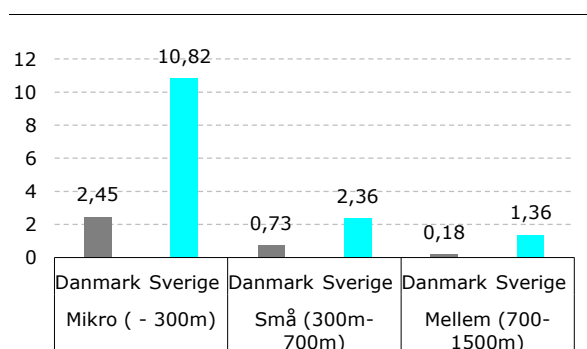
Det er i den sammenhæng slående, at vi kun har set ganske få danske biotek- og farmabaserede børsnoteringer. Det er ellers disse to industrier, der sammen med IT står for den største andel af alle small-cap IPO'er globalt set. Samtidig er det nogle af Danmarks absolut stærkeste sektorer. Mindre danske biotek- og farmavirksomheder har gennemført IPO'er – overvejende i Sverige og USA – men ikke samlet set rejst kapital i et forhold, der står mål med størrelsen af disse to industrier i Danmark.

## HVAD KAN VI LÆRE AF IPO-MARKEDET I SVERIGE?

Siden 2005 er der i gennemsnit årligt gennemført 11 svenske IPO'er i *mikrosegmentet*, defineret som en markeds kapitalisering på under 300 mio. kr., jf. figur 1. Specielt udviklingen over de seneste år har været positiv

med 33 og 52 mikrobørsnoteringer i hhv. 2014 og 2015.<sup>1</sup> I Danmark skal vi mange år tilbage for at se børsnoteringer i dette segment, og det årlige gennemsnit siden 2005 ligger på ca. to virksomheder. Også i små- og mellemsegmentet på hhv. 300-700 og 700-1500 mio. kr. er der flere børsnoteringer i Sverige, specielt trukket op af udviklingen over de seneste år. Samtidig har vi set, at flere danske virksomheder er blevet børsnoteret i Norge og Sverige.

**Figur 1 Årligt antal svenske og danske IPO'er i mikro- til mellemsegmentet, 2005-2015**



Note: Baseret på gennemsnitlige årlige antal IPO'er på indenlandske børser og markeds kapitalisering ved IPO

Kilde: Markedsinformation om børsnoteringer samt regnskabsdata for børsnoterede virksomheder

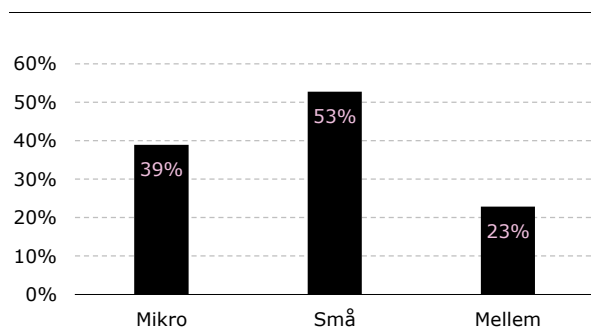
Selv når der korrigeres for forskelle i befolkningsstørrelse, har der været betydeligt færre danske børsnoteringer i perioden efter 2005, jf. figur 2.



I Sverige har First North stor succes og benyttes af mindre virksomheder til at rejse risikovillig vækstkapital (alternativ til venturekapital), eller som en indgang til hovedmarkedet.

Jonas Björkman, Chef for Avanza Corporate Finance, SE

**Figur 2 Merudstedelse af IPO i Sverige i forhold til Danmark, renset for forskel i økonomiernes størrelse, 2005-2015**



Kilde: Som figur 1

Den større løbende aktivitet i de mindre svenske IPO-segmenter medfører også, at Sverige har et langt større aktiemarked for mindre virksomheder, end vi har i Danmark. Det gælder både, når vi måler i antal, og når vi måler i markedsværdi, jf. figur 3. Forskellen i markedsstørrelse er således betydeligt større end forskellen i størrelsen af de to landes økonomier.

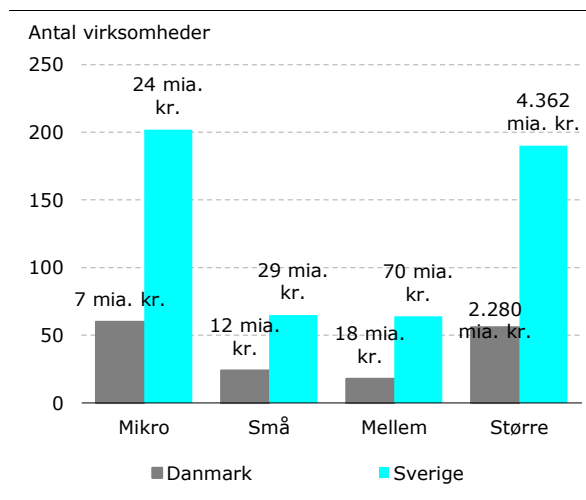


De virksomheder, der børsnoteres med succes i Danmark, er typisk markedsleder i en eller anden form, hvorved risikoopfattelsen er anderledes end for virksomheder i de tidlige vækststadier.

Christian Hansen, Head of Equity Capital Markets, Nordea, DK

<sup>1</sup> Mikronoteringer foregår ofte på NASDAQs First North, som er en børs, der specielt er rettet mod mindre virksomheder. Gebyrer og regulatoriske krav er betydeligt lavere end på hovedmarkedet.

**Figur 3 Antal noterede virksomheder og samlet markedskapitalisering**

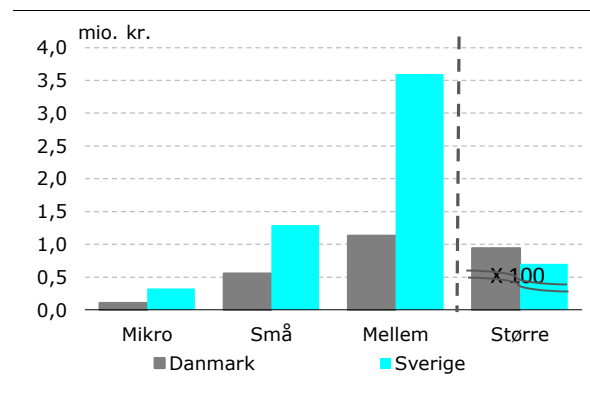


Note: Segmentet 'mikro' svarer ca. til First North-børsen (jf. fodnote 1). I segmentet mikro har virksomheder gennemsnitligt en markedskapitalisering på lidt over 100 mio. kr., små virksomheder ca. 500 mio. kr. og mellemvirksomheder ca. 1 mia. kr. Segmentet 'større' har en markedskapitalisering på over 1,5 mia. kr. og omfatter således mere end large-cap på NASDAQ, hvor afgrænsningen er på over 7,5 mia. kr.

Kilde: NASDAQ

Også den løbende omsætning i de mindre aktiesegmenter er højere i Sverige, hvilket viser, at markedet er mere likvidt, jf. figur 4. Dette er ganske modsat tendensen for aktiesegmentet større virksomheder – her defineret som markedskapitalisering på over 1,5 mia. kr. – hvor omsætningen pr. aktie faktisk er større i Danmark end i Sverige.

**Figur 4 Gennemsnitlig daglig børsomsætning pr. virksomhed**



Note: Figuren viser det daglige gennemsnit det seneste år.

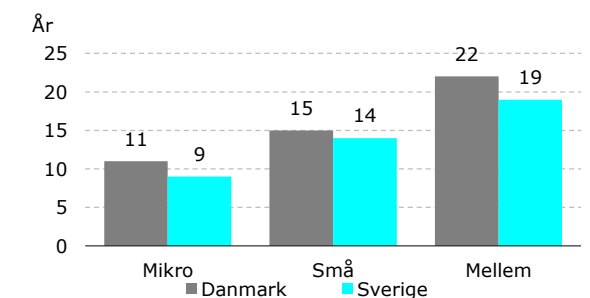
Kilde: NASDAQ

Den store forskel på aktiviteten i det danske og det svenske aktiemarked findes således for alle mindre virksomhedssegmenter, men ikke for de store, typisk internationale virksomheder.

Samtidig er kapitaltilførslen åbenlyst mere vækstorienteret og risikovillig ved børsnoteringer i Sverige. Det ses blandt andet ved, at svenske virksomheder typisk er yngre, når de børsnoteres, jf. figur 5.

**Figur 5 Svenske virksomheder er yngre ved børsnotering end danske virksomheder, 2005-2015**

Gennemsnitlig alder ved IPO



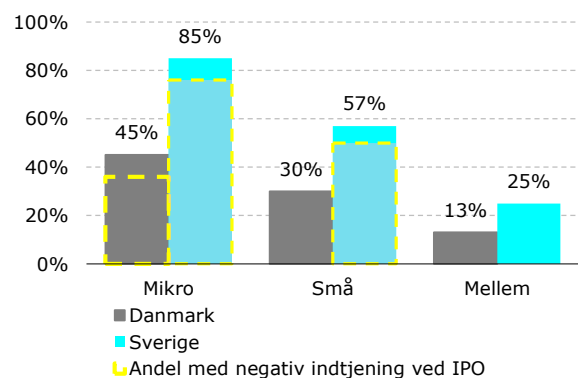
Kilde: Experian regnskabsdata

Svenske IPO'er tilfører typisk også mere ny kapital til nye investeringer, hvor danske IPO'er oftere anvendes til at købe de eksisterende ejere ud. I Sverige ses også en større villighed til at børsnotere selskaber, der endnu

ikke har tjent penge, men som vurderes at have gode fremtidsperspektiver for vækst, jf. figur 6.

**Figur 6 Svenske IPO'er rejser mere nettokapital og ofte til selskaber, som endnu ikke har tjent penge, 2005-2015**

Procentdel af IPO'er med betydelig tilførsel af ny kapital



Kilde: Experian regnskabsdata

Opbygningen af et stærkt small-cap marked har stået på i Sverige over de seneste 25 år og har været fulgt af ganske gode aktieafkast. Betragter vi hele det svenske small-cap marked, har afkastet siden 2001 i gennemsnit været på 17 procent årligt mod 9 procent for det samlede svenske aktiemarked.<sup>2</sup> Investeringer i mindre svenske virksomheder giver altså et højere afkast end i større virksomheder – en tendens, som også ses i de fleste andre lande. Det skyldes til dels en højere krævet risikopræmie for at investere i mindre virksomheder. Konklusionen er imidlertid, at set over en længere periode har investorer fået et højere markedsafkast ved investering i small-cap markedet, end de har på large-cap markedet.

Ser vi på den foreløbige kursudvikling på svenske IPO'er fra 2010 og frem, synes performance generelt også at have været tilfredsstillende. Mellemsegmentet af IPO'er har klaret sig absolut bedst med et årligt afkast på ca. 15 procent mod ca. 8,5 procent for både mikro- og små

<sup>2</sup> Dette bygger på akkumuleret bruttoafkast af det svenske small-cap indeks og markedsindeks fra Morgan Stanley Capital International (MSCI).

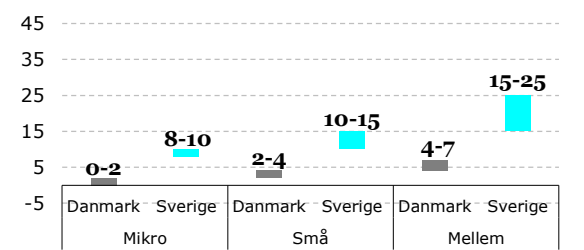
IPO.<sup>3</sup> Her betragter vi relativt få IPO'er, og forskelle i performance hos mikro-, små og mellem-IPO'er kan således skyldes tilfældigheder.

## HVAD FORKLARER DEN SVENSK SUCCES?

Kernen i den svenske succes er en bredere investorkreds for de mindre børsnoteringer. Sverige har ikke mindst succes i kraft af en bred kreds af såkaldte cornerinvestorer, som er aktive i IPO-markedet. De tager en betydelig andel af aktierne ved børsnoteringer og giver et kvalitetsstempel til andre investorer, så ordrebogen kan fyldes op. De bidrager dermed til at sikre en stabil pris og likviditet. Cornerinvestorer er typisk større private investorer, herunder formuende business angels (BA), men også familiefonde, small-cap investeringsforeninger og pensionskasser. Baseret på en række kilder vurderes der at være 18-25 faste investorer fokuseret på segmentet af mikro- og små IPO'er i Sverige mod maksimalt seks i Danmark, jf. figur 7.

**Figur 7 Flere svenske cornerinvestorer fokuserer på mindre IPO'er**

Antal investorer fokuseret på størrelsessegment



Note: Større investorer inkluderer fonde og større private investorer

Kilde: En række kilder, jf. Copenhagen Economics' baggrundsrapport

De samme cornerinvestorer tegner sig også for en betydeligt større procentdel af den samlede allokering ved en IPO. Endelig er der flere mindre private investorer,

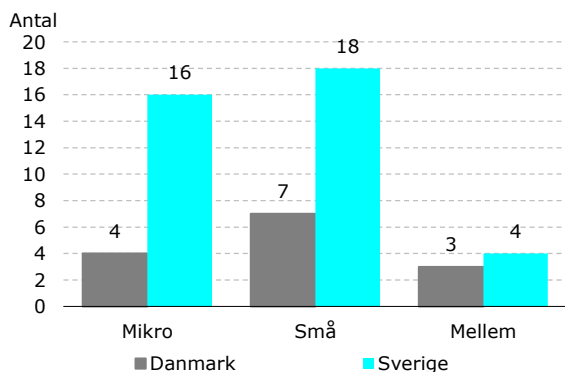
<sup>3</sup> Dette er beregnet ud fra alle IPO'er på NASDAQ i Dealogic-databasen, 2010-2015. Dette inkluderer kun IPO'er på NASDAQ og ikke virksomheder, der tidligere har været noteret på andre børser. Yderligere inkluderer det ikke alle First North-noteringer, og der tages ikke højde for, hvad der sker med virksomheder, efter de afnoteres.

hvilket i særdeleshed er vigtigt i forhold til de små børsnoteringer. Flere pensionskasser, herunder offentlige pensionsmidler, har fonde, som alene investerer i forskellige small-cap segmenter.

Den bredere investorkreds har gjort det rentabelt at opbygge en stærkere infrastruktur af investeringsbanker og rådgivere målrettet de mindre IPO'er. I Sverige er der således et betydeligt større antal investeringsbanker og rådgivere mv., som fokuserer på de to mindste segmenter i IPO-markedet, jf. figur 8.

**Figur 8 Sverige har langt flere rådgivere og investeringsbanker med fokus på de små segmenter**

Antal investeringsbanker fokuseret på segment



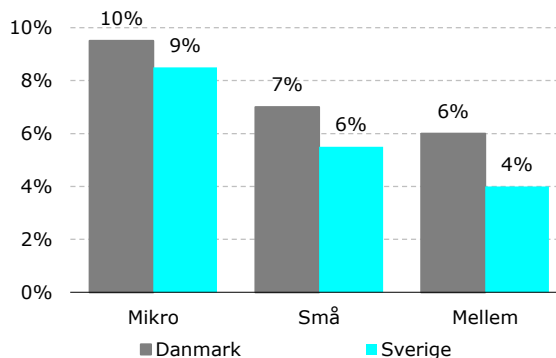
Kilde: IPO-data fra Nordea og NASDAQ

Rollen som *Certified Advisor* – en rådgiver certificeret til at bringe selskaber på First North – er blevet et anerkendt kvalitetsstempel i Sverige. De bidrager til at skabe en højere omsætning og interesse for selskabet og derved også bedre muligheder for senere kapitaludvidelser (*seasoned issue*, SEO).

Den mere specialiserede infrastruktur og et bredere investorkreds har også muliggjort en mere effektiv IPO-proces. Det er således lykkedes svenskerne at opnå lavere noteringsomkostninger end i Danmark i alle segmenter, jf. figur 9.

**Figur 9 Lavere noteringsomkostninger i Sverige**

Børsnoteringsomkostninger som procentdel af udbudt kapital



Kilde: Spørgeskemaanalyse blandt investeringsbanker i Danmark og Sverige

De lavere omkostninger skyldes dog ikke forskelle i regulering, men snarere, at det nationale investeringslandskab er så bredt. Det er således ikke nødvendigt at lave internationale prospekter og få udenlandske investeringsbanker med i konsortierne, jf. figur 10.

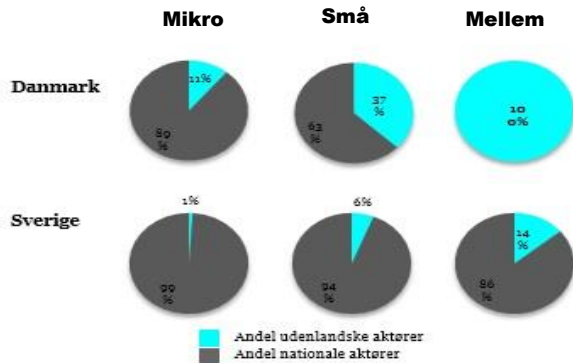


Regulatorisk er der ikke de store forskelle på Sveriges og Danmarks børsmarkeder. Hvis markedet var der, ville man kunne foretage tilsvarende små IPO'er i Danmark til ca. samme omkostninger. Barriererne ligger snarere i et svagt investorkreds og infrastruktur.

Jesper Schönbeck, Partner i Vinge advokater, SE



**Figur 10 Andel af børsnoteringskonsortier siden 2005, der inkluderer udenlandske banker**



Kilde: IPO-data fra Nordea og NASDAQ

### HVAD SKAL DER TIL FOR AT KOMME TÆTTERE PÅ DEN SVENSKES SUCCES?

De svenske resultater er ikke tilfældige. Frem til starten af 1990'erne var udviklingen af det svenske marked for risikovillig kapital bremset af en høj beskatning af private personers kapitalindkomster. Yderligere var offentlige pensionskasser stort set ikke i segmentet af mindre virksomheder, herunder de børsnoterede.

Krisen i Sverige i starten af 1990'erne udløste en vidtgående reformproces. Det indebærer blandt andet en markant reduktion af beskatningen af aktieindkomster samt målretning af flere offentlige pensionsfonde netop mod small-cap markedet. Disse reformer har betydet, at Sverige over de sidste 25 år har udviklet en førerposition i EU hvad angår størrelsen af venture kapital- og small-cap IPO-markedet.

Hvis Danmark skal komme tættere på resultaterne i Sverige, skal vi tilsvarende gøre det mere attraktivt for danske private investorer at købe aktier. Derudover skal vi få involveret de betydelige danske pensionsmidler i danske small-cap IPO'er og i finansiering af mindre virksomheder generelt.

Udgangspunktet er, at de danske skatteregler og formueforvaltningen af danske pensionsmidler trækker i den modsatte retning. Danmark har ikke fulgt udviklingen i Sverige og de andre nordiske lande, og i dag har vi derfor en betydeligt højere beskatning af aktieindkomster end vores nabolande. For aktieindkomster over en

beskeden grænse er satsen 42 procent mod 25-30 procent i Sverige. Norge og Finland beskatter også aktieindkomster med omtrent 30 procent.

”

Det svenske børsmarked blev dereguleret i 1980'erne og i højere grad overladt til selvregulering af markedet og markedsdeltagerne. Stiftelse af pensionsfonde (AP'er) blev foretaget samt en regulering af skattesystemet. Det har været afgørende for den succes, vi ser i dag.

Ulric Grönvall, Senior Portfolio Manager i Danske Capital, SE

Samtidig er de danske regler for beskatning af private aktieindkomster mere komplicerede, og i praksis asymmetriske, med en højere skat på gevinster end tilsvarende skattnedslag ved tab. Det mindsker privatpersoners incitament til aktieinvesteringer, særligt i mindre virksomheder med et større udsving i afkastet.

Derfor placerer danskerne en betydelig andel af deres opsparing i deres bolig og i lavere beskattede pensionsfonde. I Danmark investerer disse fonde – i modsætning til i Sverige – kun i begrænset omfang i mindre virksomheder, unoterede eller noterede.

Der skal derfor sammensættes en pakke af initiativer, som tilskynder private investorer til at investere i aktier og samtidigt får aktiveret de betydelige danske pensionsmidler. Vi har nedenfor listet en række tiltag, der trækker i den retning. Det kan samtidig drive udviklingen af en infrastruktur, som kan hjælpe danske virksomheder til en hurtigere og mere succesrig vækstvej.



**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.**

*Ulric Grönvall, Senior Portfolio Manager i Danske Capital, SE*

---

### De private investorer

Der pågår i øjeblikket et arbejde i Erhvervsbeskatningsudvalget, som sætter fokus på private investorer og deres skatteforhold. Herunder hvor attraktivt Danmark er som investeringsland.

Vi foreslår, at udvalget fremlægger forslag om en reduktion af beskatningen af aktieindkomster svarende til niveauet i de øvrige nordiske lande. Der indføres i tilknytning hertil en værnsregel, der sikrer, at ejere/ledere ikke udlodder løn som lavere beskattet udbytte. Det skal også ses på baggrund af, at omtrent 75 procent af alle aktieskatter kommer fra hovedaktionærer.

Forslaget kan være en del af en større omlægning af beskatningen af kapitalindkomster for at sikre sammenhæng i skattesystemet, som der lægges op til i udvalgets kommissorium. Det kan fx indebære, at man beskattes af kapitalindkomst på nettobasis, så negativ kapitalindkomst som renteudgifter kan fratrækkes i beregningen af beskatning af aktieindkomster.

Hermed gives større tilskyndelse for entreprenøren/ledende medarbejdere til at tage risikoen ved at opbygge en virksomhed og i højere grad bevare ejerandele efter en kapitaludvidelse. Det vil samtidig gøre det mere attraktivt at være privat cornerinvestor, hvilket Sverige har haft stor succes med.

Grundlæggende reformer af beskatningen af aktieindkomster kan være komplicerede og kræver indfasning

over nogle år. Der kan derfor overvejes at indføre mere målrettede og hurtigtvirkende tiltag for at styrke private investorers interesse for small-cap virksomheder:

*Aktiesparekonto:* Sverige har indført en ordning, hvor husholdninger kan indskyde midler på en *Investerings-sparkonto* (ISK). Aktierne skal være handlet på et reguleret marked, fx en børs. Der beregnes et afkast af indestående svarende til afkast på en 5-årig statsobligation plus et tillæg på 0,75 procentpoint. Dette beskattes med den almindelige sats for aktieindkomst i Sverige, nemlig 30 procent (mod 42 procent i Danmark for større aktieindkomster). Såfremt borgeren har anden negativ kapitalindkomst, kan det fradrages heri. Selskaber, hvor indskyder ejer mere end 10 procent af kapitalen, er ikke omfattet af ordningen.

En dansk ordning kan bidrage til en styrket aktiekultur, men effekten afhænger af, hvilken afkastprocent og skattesats, man lægger sig fast på, samt hvilke aktiver som kan indgå. For at reducere provenutabet og målrette ordningen mod mindre virksomheder vil det være hensigtsmæssigt, at ordningen kun omfatter aktier uden for C20-indekset. Desuden er det afgørende, at ordningen udformes, så der kan investeres i IPO'er, hvilket ikke i øjeblikket er muligt i den svenske ordning.

*Lempelse af skatten på investeringer i mindre virksomheder:* Gennem de sidste 20 år har man i Storbritannien indført en række skatteordninger, som nedsætter skatten for entreprenører, ansatte og private, der investerer i mindre virksomheder.<sup>4</sup> Målrettede ordninger i Danmark kan tilsvarende give en stor effektiv reduktion i skatten for investorer i mindre virksomheder med et begrænset provenutab til følge.

*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 generati-onsskifte. 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

---

<sup>4</sup> For nogle ordninger gælder begunstigelsen alene for unoterede virksomheder.

med ejerskab af underliggende driftsselskaber. En ejerandel på under 25 procent i et underliggende 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 per automatik betragtes som rene finansielle aktiver.

*Fjernelse af skat på udbytte fra unoterede selskaber ("iværksætterskatten").* For selskaber, eller fonde, registreret i Danmark er beskattningen 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 noteret 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 beskattning af avancen men reelt også af provenu fra salg af den oprindelige investering (beskattning 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.

### **Aktivering af pensionsmidler**

En betydelig del af de danske pensionsmidler er placeret som såkaldte markedsrenteprodukter, dvs. uden garanteret afkast. Det betyder, at der er et større regulatorisk frirum til at investere i aktier med højere risiko og lav likviditet. Opsparere bør gives større mulighed for at investere sådanne midler i mindre virksomheder, herun-

der mindre IPO. Det kan bidrage dels til at styrke aktiekulturen og dels til at pensionssektoren generelt får større fokus på de mindre børsnoterede selskaber.

”

**Muligheden for 'egen-placering' af pensionsmidler i enkeltaktier er ganske anvendt i Sverige.**

*Jonas Björkman, Chef for Avanza Corporate Finance, SE*

Det afgørende er her, hvordan denne principielle fleksibilitet bliver anvendt af selskaberne og hvilken tilsynspraksis, Finanstilsynet anvender. Det et område, som bør følges i de kommende år.

Der vurderes imidlertid ikke at være afgørende regulatoriske barrierer for, at pensionselskaberne systematisk kan tilbyde deres kunder en betydeligt større eksponering mod small-cap virksomheder end i dag. Det synes primært at være et spørgsmål om, at der ikke er opbygget en kapacitet til at kunne tilbyde en sådan investeringsmulighed.

Der vurderes imidlertid at være en stigende interesse for at investere i small-cap virksomheder. Tidspunktet er derfor modent for initiativer, der gør investeringer i dette segment mere håndterbare for pensionselskaberne. Det er en hovedbegrundelse for forslaget om en kick-start for investeringer i small-cap segmentet som beskrevet nedenfor.

”

**I Danmark er der alt for stor kapitalkoncentration i large-cap segmentet. Der er behov for mere mangfoldighed i det danske investorlandskab, så penge flyttes ned i 'systemet' til mid- og small-cap mv.”**

*Gregers Kronborg, Venture Partner i Northzone, DK*

### En kickstart for at få mere investorkิจกรรม i small-cap markedet

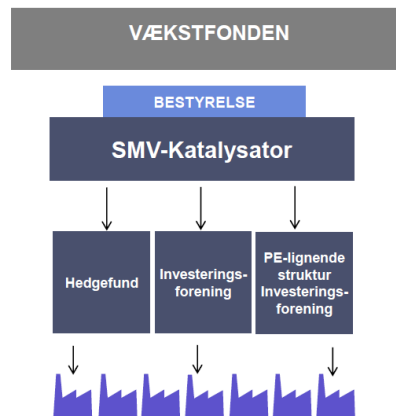
Der er i dag for få aktive investorer på det noterede SMV-marked. Det gør det sværere at gennemskue afkast- og risikoprofil ved en børsnoteret SMV-aktie.

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 allokert 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 pensionsopspare, 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 interestlignende 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 11 Katalysator til SMV-børsmarkedet



Fondene vil som noget helt naturligt deltage i IPO'er og dermed bidrage til en korrekt prissætning 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.

### 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.

## **HVAD KAN MARKEDSAKTØRERNE SELV GØRE?**

Markedsaktørerne kan også gøre mere, ikke mindst med hjælp fra bedre rammevilkår og derved et styrket investorlandskab. En tværgående forudsætning for mange af potentialerne er, at der bliver udviklet et langt stærkere netværk af cornerstoneinvestorer, som kan bidrage til at sætte de rigtige priser for de private investorer i mindre danske IPO'er.

Som konkrete initiativer peges på:

### *Samarbejde på tværs af rådgiverne*

Øget fokus på brug af IPO'er som en vækstvej for mindre danske virksomheder kræver et samarbejde på tværs af hele rådgiverkredsen, inklusive banker, advokater og institutionelle investorer.

### *Tilpasning af prospekter og konsortier*

Med et bredere investorlandskab vil det blive nemmere at finde danske investorer, og prospekter og konsortier behøver ikke at have internationalt fokus. Herved vil det blive muligt at få noteringsomkostningerne reduceres.

### *Øget fokus i danske banker på small-cap markedet*

Bankerne er typisk virksomhedernes første direkte rådgiver i forbindelse med overvejelser om kapitaltilførsel eller opkøb. Det giver en god platform for at rådgive virksomhederne om hvor en IPO-løsning kunne bidrage til virksomhedens vækst.

I bankernes afdelinger for Private Banking rådgives privatkunder om investeringsmuligheder. Private Banking-kunder er ofte vigtige aktieinvestorer i Sverige – også i forbindelse med mindre virksomheder. Bankerne kan derfor øge rådgivningen omkring potentielle IPO-muligheder til disse større private investorer.

### Bedre rammevilkår for investorer i mindre virksomheder

Forslag	Indhold	Virkning
<b>Nordisk skattemodel</b>	Beskatningen af aktieindkomst nedsættes, ideelt set til niveauet i Sverige, Norge og Finland på omkring 30 procent.  Værnsmodel indføres, så man undgår, at ejerledere trækker direktørlønninger ud som lavere beskattet udbytte.	Øger tilskyndelsen til at opbygge en virksomhed med den risiko det indebærer og fastholde ejerskab også efter IPO.  Giver bedre tilskyndelse for private investorer til at indtræde med kapital og kompetence samt leverandør af troværdighed.
<b>Aktiesparekonto</b>	Private indskydere kan indskyde midler til køb af finansielle aktiver, som handles på et reguleret marked. Der beregnes et afkast af indestående baseret på renten på en statsobligation. Såfremt borgeren har negativ anden kapitalindkomst, kan det fradrages heri. Der kan ikke investeres i selskaber, hvor indskyder ejer mere end 10 procent af kapitalen. Den valgte beskatningssats kan afpasses generelle ændringer i beskatning af aktier. Det foreslås, at kun aktiver op til og med mellemsegmentet kan indgå.	Ordringen kan bidrage til en styrket aktiekultur og vil også kunne omfatte private cornerinvestorer med ejerandele under 10 procent. Vil ikke direkte øge tilskyndelsen for entreprenører eller ejere af unoterede virksomheder.
<b>Målrættede ordninger som i Storbritannien</b>	Reduktion i beskatning af afkast ved investeringer i mindre virksomheder, herunder mindre IPO'er for entreprenører, medarbejdere og private investorer.	Vil generelt øge attraktiviteten for det segment af virksomheder, som har sværest ved at tiltrække fremmedkapital fra kapitalmarkederne, herunder ved børsnotering.
<b>Lempelse af den såkaldte pengetanksregel</b>	Et selskab kan kun indgå i en skattemæssig succession i forbindelse med et generationsskifte, hvis dets andele af passive investeringer ikke overstiger 50 procent. Alle ejerandele i underliggende driftsselskaber på under 25 procent betragtes per automatik som en passiv finansiel investering. Det foreslås, at kun ejerandele under 10 procent per automatik betragtes som en passiv investering.	Øger muligheden for at ejere af familieejede virksomheder kan indgå som cornerinvestorer i mindre virksomheder herunder ved en IPO.
<b>Fjernelse af iværksætterskat på unoterede aktier</b>	Danske selskaber beskattes af deres udbytte fra unoterede selskaber med en ejerandel under 10 procent, hvilket virker som en ekstra selskabsskat. Det foreslås, at skattepligten ophører.  En række udenlandske institutionelle investorer, som ejer mindre end 10 procent af en virksomhed, er omfattet af en kildeskat på udbytte. For nogle investorer vil denne skat ikke kunne modregnes i anden skat og får dermed også karakter af en ekstra selskabsskat. Det foreslås tilsvarende, at den kildeskat fjernes.	Vil gøre det mere attraktivt for danske og udenlandske investorer at investere i unoterede aktier og dermed også bidrage til øget vækst fx frem mod en senere børsnotering
<b>Fleksibel administration af regler for placering af markedsrenteprodukter</b>	Markedsrenteprodukter er ikke omfattet af de samme stramme kapitaldæknings- og likviditetskrav som midler under afkastgarantier. Vigtigt, at Tilsyn og pensionskasser udnytter frirum til investeringer i small-cap marked.	Vil gøre det lettere for pensionskasser at investere i small-cap selskaber og gøre dette segment tilgængeligt som investeringsmulighed for pensionskunder.
<b>Etablering af en Dansk Small-cap Fund DVK III med tilknyttet analyse-dækning</b>	Flere cornerinvestorer kan deltage i mindre IPO'er via kapital fra Dansk Vækstkapital.  En særlig finansieringsordning tilknyttet Dansk Small-cap Fund, som via udbud køber markedsdækning fra etablerede aktieanalytikere.	Kan bidrage til en kickstart af det mindre IPO-marked og til at skabe troværdighed om en børsintroduktion for en bredere investorkreds.  Markedsdækning bidrager til højere likviditet og skarpere prissætning.
<b>Etablering af Vækstteam</b>	Vækstteamet skal følge op på og udvikle de forslag, som understøtter rammevilkår for investeringer i mindre virksomheder.	Sikre fortsat fokus på området med afrapportering af anbefalinger og resultater.

### Nye forretningsmodeller for markedsaktørerne

Forslag	Indhold	Virkning
Målbretning af prospekter og konsortier	Skræddersyede prospekter for mindre selskaber Tilpassede konsortiestørrelser	Nedbringelse af omkostninger ved en emission
Samarbejde på tværs af rådgiverne	Samarbejde på tværs af hele rådgiverkredsen, inklusive banker, advokater og institutionelle investorer	Øget fokus på IPO'er som mulig vækstvej for en virksomhed og som alternativ til M&A eller anden finansiering
Øget fokus i danske banker på det mindre IPO-segment	Som første direkte rådgiver kan banker rådgive små virksomheder om muligheden for vækst via IPO-vejen Øge fokus på og markedsføring af små IPO'er til Private Banking Skabe investeringspuljer af mindre IPO'er Oprette interessentkartotek (liste med interesse-rede kontakter – også i Sverige)	Øget fokus på IPO'er som mulig vækstvej for en kunde Styrkelse af et vigtigt segment i investorlandskabet Skabe et produkt, der gør det muligt for husholdninger at købe diversificerede porteføljer af mindre IPO'er, herunder gennem ratepensioner og pensionsmidler Styrke forbindelsen mellem potentielle IPO kandidater og investorer
Fremme IPO'er som god vækstvej	Fremme First North som et alternativ til anden risikovillig kapital samt en lettere vej til det almindelige marked, også for større selskaber	Bredere markedsføring gennem gode eksempler på, at IPO-vækstvejen kan være effektiv og ikke så dyr og besværlig, som rygget måske tilsiger

# Opfølgning på NASDAQ Copenhagen IPO Task Force Report 2013-2014

---

Der er et paradoks i det danske kapitalmarked. Mens handelsomsætning og indeksrekorder når nye højder for de store danske selskaber, oplever fondsbørsen et uforløst potentiale for væksten i dansk økonomi, fordi mindre selskaber ikke i samme grad benytter børsens kapitalmarked.

Derfor nedsatte NASDAQ Copenhagen i december 2013 en IPO Task Force sammensat af centrale aktører i det danske kapitalmarked med det formål at kortlægge finansieringsudfordringerne for mindre selskaber på det danske aktiemarked.

Det arbejde resulterede i en række konkrete anbefalinger og løsningsforslag, som NASDAQ Copenhagen i juni 2014 samlede i rapporten *Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst*.

Anbefalingerne er baseret på de findings, som 55 taskforce-deltagere gennem tre måneder har identificeret som værende hæmmende for mindre selskaber på børsmarkedet. Ud af de 55 deltagere har nedenstående i aktiv grad bidraget til arbejdet i IPO Task Force-rapporten:

- Allan Reimann, Global Connect
- Casper Nørgaard, Handelsbanken
- Christian Hansen, Nordea
- Christian Lindholm, Danske Bank
- Christian Lundgren, Kromann Reumert
- Claus Wiinblad, ATP
- Frank Gad, SP Group
- Gorm Boe Petersen, DVCA
- Gregers Kronborg, NorthZone
- Hans Henrik Crois Christensen, Exiqon
- Jacob Andersen, Nordnet
- Jannick Nytoft, DVCA
- Jens Otto Damgaard, PwC
- Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet
- Klaus Søgaard, Gorrissen Federspiel
- Kaare Danielsen, Jobindex
- Lars Vinge Frederiksen, Matas
- Marianne Philip, Kroman Reumert
- Niels Erik Nielsen, Lett
- Niels Mengel, Dansk Aktionærforening
- Niklas Bjerggaard Andersen, Deloitte
- Peter Lyck, Hannes Snellman
- Sabine Braad, SEB
- Steven Brooker, SEB
- Thomas Frøbert, Bech Bruun
- Thomas Lindquist, ABG
- Thomas Steen Hansen, Danske Bank
- Torben Hansen, Nordea



## Katalog over anbefalinger og løsningsforslag

- 1. Anbefaling til rimelig justering af aktionærbeskatning**
  - ✓ NASDAQ Copenhagen arbejder aktivt for at gøre opmærksom på den ufordelagtigt høje danske avance- og udbyttebeskatning samt udbrede kendskabet til den svenske succesrige beskatningsmodel, Investeringssparkontoen.
- 2. NASDAQ Copenhagen vil indføre Fact Sheets for at forbedre mulighederne for aktie-research**
  - ✓ Indført. Mangel på analyse af mindre aktier kan hæmme investorappetitten. NASDAQ køber i dag dagligt opdaterede benchmarkfaktaark på samtlige børsnoterede NASDAQ-selskaber i Norden af Morningstar.
- 3. Anbefaling om at inddrage og motivere nye konsortiebanker til at løfte aktieanalyse af mindre aktier**
  - ÷ Ikke lykkedes, da aktieanalyse afhænger af et kommercielt bæredygtigt grundlag i segmentet, som skal underbygges af styrket handelsomsætning.
- 4. NASDAQ Copenhagen vil indføre Liquidity Provider-ordning**
  - ✓ Indført. Ordningen tegnes af selskabet og medvirker til at synliggøre den nyttige brug af likviditetsstillere i mindre likvide aktier. Likviditetsstillere er således en service, selskabet yder sine aktionærer.
- 5. NASDAQ Copenhagen har indført Intradag Auktion**
  - ✓ Indført. Intradag Auktion er en primetime for små aktier, hvor NASDAQ søger at højne markedets fokus på handlen i small- og mid-cap segmenterne.
- 6. NASDAQ Copenhagen vil lave en Top Ti Investor Faktorer for selskaber**
  - ✓ Indført. Indgår i NASDAQs arbejde med børskandidater. Dertil har NASDAQ lavet særlige IR-pakker målrettet de mindre selskaber.
- 7. Anbefaling til branchen om at teste mindre prospektstørrelser for mindre selskaber**
  - ÷ Tesen savner at blive efterprøvet ved konkret case.
- 8. Anbefaling af optimeret proces for prospektgodkendelser over for Finanstilsynet**
  - ✓ Godkendelse burde kunne opnås på 12 dage og tre indrapporteringer.
- 9. Anbefaling til branchen om at tilpasse konsortiestørrelser til selskabscasen**
  - ✓ Sparrekassen Sjælland blev gennemført med et meget lille konsortium.

**10. NASDAQ Copenhagen har oprettet en SMV-komité**

- ✓ Har etableret gruppe, der samler op på udfordringer og afliver myter om børsnotering af SMV'er.

**11. NASDAQ Copenhagen skal lave en 'før-under-efter-beskrivelse', som vejledning for selskaber om børslivet**

- ✓ Indført som fast del af oplæg til første møde med børs kandidater.

**12. NASDAQ Copenhagen skal indføre et small- og mid-cap interessekartotek**

- ✓ NASDAQ Copenhagen opdaterer og ajourfører liste over banker, som kan forbinde kandidater med formuende investorer.

**13. NASDAQ Copenhagen vil aktivere nyt banksegment**

- ✓ Nordnet, svenske børsmæglere og Private Banking-netværk er aktiveret.

**14. Anbefaling om at opsøge nye typer ankerinvestorer**

- ✓ Fortløbende indsats. Dog case-afhængig.

Yderligere konkrete tiltag:

*Small-cap fokus på InvestorDag*

I samarbejde med Dansk Aktionærforening kører NASDAQ Copenhagen en small-cap scene på Dansk Aktionærforenings årlige InvestorDag. Small-cap scenen er en mulighed for mindre selskaber til at møde deres aktionærer og potentielle investorer og et tiltag for at sikre bedre eksponering af mindre selskaber på børsen.

*CCP for mid-cap*

En CCP gør det billigere og lettere for børsmæglere at handle en aktie og er en europæisk standard for de store large-cap aktier. Siden indførelsen er markedsandelen af internationale børshuse på det danske børs marked gået fra 25 procent i 2009 til 60 procent i dag. Med lanceringen af CCP for mid-cap forventer vi at se de internationale børshuse være mere aktive i mid-cap segmentet og dermed tilføre det segment yderligere likviditet.

Download komplet rapport her: [Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst](#)