



FINANS
DANMARK

Ejerstrukturer, handel og effektivitet på det danske kapitalmarked

En analyse af det danske kapitalmarked og hvordan det bidrager til velstand, vækst og udvikling

Introduktion og opsummering

Kapitalmarkeder sikrer nogle grundlæggende og essentielle funktioner i forhold til vækst og velstand i vores samfund, og der er meget at vinde ved at sikre, at markederne fungerer optimalt.

Overordnet kan der peges på tre vigtige funktioner:

1. **Kapitalmarkeder udgør den vigtigste kilde til finansiering af samfundets vækst og velstand.** Markederne sikrer, at kapital flyder fra dem, som har et kapitaloverskud (investorer) til dem, som har kapitalbehov (virksomheder, husholdninger og staten). Virksomheders egenkapital er finansieret gennem udstedelse af aktier, mens en stor del af både virksomheders, statens og boligejeres gæld er finansieret af obligationer.
2. **Via kapitalmarkederne kan husholdninger blive medejere af virksomheder og få indflydelse og afkast af deres opsparing.** Husholdningers ejerskab sker i stort omfang gennem pensionskasser og fonde, men som ultimative ejere kommer væksten og indtjeningen i virksomhederne i sidste ende husholdningerne til gode, ligesom husholdningerne kollektivt har stor medindflydelse på, hvordan virksomhederne drives. F.eks. har investorer gennem de sidste mange år haft stor medindflydelse på virksomheders fokus på grøn omstilling og bæredygtighed.
3. **Handlen i markederne sikrer, at kapitalen og risikoen prifsættes optimalt, og at kapital fordeles til de mest produktive, innovative virksomheder og projekter.** Via handlen i markederne bliver aktier, obligationer og øvrige kontrakter konstant vurderet og omsat, hvilket er med til at sikre et fair afkast til investorer og en optimal pris på kapital for forskellige virksomheder, husholdninger mv. Det sikrer en ideel fordeling af ressourcer og risiko i samfundet, hvilket er afgørende for at sikre innovation, beskæftigelse og velstand.

I alle tre funktioner spiller pengeinstitutter, herunder børsmæglere, en central rolle. Det gælder i forhold til rådgivning af virksomheder om den optimale kapitalstruktur og finansieringsform og i den egentlige udstedelse af aktier og obligationer. Det gælder også i forhold til rådgivning om investeringsstrategier til sikring af et højt afkast i forhold til risiko, og endelig gælder det de enkelte handler med værdipapirer, hvor børsmæglerne er med til at sikre den optimale pris og handelseksekvering.

I denne analyse giver vi en introduktion til kapitalmarkeder, hvordan og hvorfor de er så essentielle for den samfundsøkonomiske vækst, udvikling og velstand. Desuden analyserer vi markedsstrukturer, ejerstrukturer, handel og nyudstedelser på forskellige dele af de danske kapitalmarkeder, jf. forklaring af datagrundlag i boks 1.

Den primære ejerandel og aktivitet på de danske kapitalmarkeder kommer fra udlandet og til dels indenlandske finansielle og ikke-finansielle virksomheder. Sammen med det danske marked for realkreditobligationer udgør de store danske børsnoterede virksomheder langt den største del af de danske kapitalmarkeder. Sammenlignet med udlandet har det danske aktiemarked relativt meget tyngde her, ikke mindst på grund af vores unikke danske realkreditsystem samt vores absolut største virksomhed målt på markedsværdi; Novo Nordisk.

Omvendt er vores marked for mindre virksomheder relativt lille i Danmark – også når vi ser på, hvor mange nye virksomheder der børsnoteres hvert år. Her har andre nordiske lande (ikke mindst Sverige), et langt større og mere aktivt marked. Ser vi på handelsaktivitet og ejerskab, er der også langt mere interesse og aktivitet fra udlandet blandt de store selskaber, og der ses en klar såkaldt "homebias", hvor handlen i de mindre selskaber i højere grad er båret af indenlandske investorer. Meget af dette er helt naturligt, da store internationale investorer kun har fokus på de helt store virksomheder, hvor de har mulighed for at foretage store handler og have store ejerandele, uden det rykker markedet og prisen "for meget". Men stadig er der tegn på, at det danske small- og micro-cap marked er meget inaktivt sammenlignet med f.eks. det svenske.

De danske husholdningers private investeringer fylder en beskednen del af både det direkte ejerskab og handlen på danske kapitalmarkeder. Men også her ser vi en klar "homebias", hvor de danske husholdninger ejer og handler en relativt større del af de mindre danske virksomheder, hvilket for resten særligt gælder mænd. Omvendt synes kvinderne generelt at være mindre villige til at tage risici og have en relativt større ejerandel i investeringsfonde og obligationer, dog uden at deres ejerandel samlet set overgår mændenes.

Boks 1. Datagrundlag

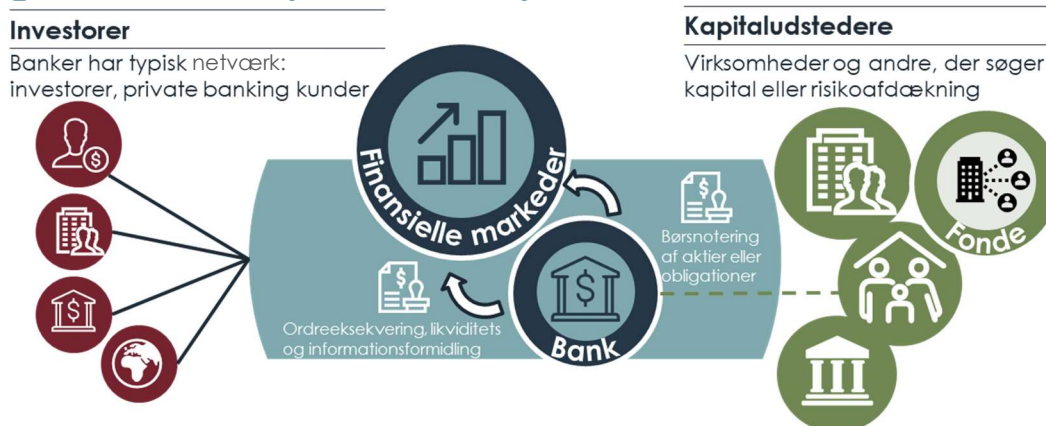
Denne analyse er baseret på en række forskellige datakilder:

- Data fra Euronext Securities Copenhagen (ES-CPH) angående ejerskabsstrukturer og handel med danske aktier, obligationer og fonde.
- Data for de totale udestående værdipapirer i Danmark opdelt på diverse typer og ejerstrukturer fra Danmarks Nationalbank.
- Bloomberg data for priser og handel med danske og europæiske aktier.
- Andre internationale data for ejerskab af aktier og obligationer, fra f.eks. verdensbanken.

1. Den vigtigste kilde til finansiering af samfundets vækst og velstand

Ved primær handel i de finansielle markeder kan virksomheder, staten og boligejere udstede nye værdipapirer til finansieringen af vækst og velstand. Her hjælper bankerne med at notere papirerne på børsen, finde investorer, samt løbende at sikre omsætning og handel i markedet, jf. figur 1. Som illustreret findes en række forskellige aktivklasser (jf. højre side i figuren), som sælges til og omsættes af forskellige typer af investorer (jf. venstre side i figuren)

Figur 1: Strukturen på danske kapitalmarkeder



Note: En illustration for hvordan de danske kapitalmarkeder fungerer

Kilde: Finans Danmark

De forskellige aktivklasser og måder for virksomheder og andre at finansiere sig på

Her fokuserer vi først på udstedelsen og finansieringen via forskellige aktivklasser:

Ved *aktieudstedelse* kan virksomheder rejse ny egenkapital; dels første gang de går på børsen og rejser egenkapital via en børsnotering, og dels senere, når børsnoterede virksomheder udsteder nye aktier til finansiering af deres fortsatte vækst og udvikling (sekundær aktieudstedelse). I begge henseender sælger virksomheder ofte nye aktier og dermed ejerandele, hvor en bank typisk hjælper med at finde de rette investorer, jf. detaljer for bankernes rolle i børsnoteringer i figur 2 nedenfor.¹

Virksomheder kan også have andre grunde til at gå på børsen end for at finde ny finansiering. De kan også gøre det for at effektivisere virksomheden og skabe mere fleksibilitet og vækst

¹ Det er også ganske almindeligt, at private equity fonde vælger at lade deres virksomheder børsnotere for at sælge ud af disse virksomheder.

fremadrettet, da en børsnotering stiller store krav til, hvordan virksomheder drives og giver fleksible muligheder for kapitalfremskaffelse og salg af ejerandele på et senere tidspunkt.

Figur 2: Pengeinstitutters og børsmægleres rolle opsummeret



*Note: Figuren viser hvilken rolle, som pengeinstitutter og børsmæglere har
Kilde: Finans Danmark*

Ved udstedelse af obligationer kan der også gældsfinansieres via kapitalmarkederne: Staten kan gældsfinansiere ved udstedelse af statsobligationer og andre gældsbeviser, ligesom virksomheder og boligejere kan gældsfinansiere, typisk ved udstedelse af realkreditobligationer. Hvor statsobligationer udstedes af Nationalbanken på vegne af staten, er det de danske realkreditinstitutter, der udsteder realkreditobligationer på vegne af virksomheder og boligejere. Muligheden for finansiering af boliger og erhvervsjendomme via realkreditobligationer er unikt for Danmark og hjælper til at gøre det danske boligfinansieringssystem til et af de billigste i verden.²

² Jf. f.eks. Deloitte (2018): "Komparativ analyse af boligfinansiering i udvalgte lande" og Copenhagen Economics (2021): "Konkurrencen i den danske banksektor".

Via kapitalmarkederne har virksomheder altså både mulighed for at finansiere deres vækst og udvikling med gæld og egenkapital. Hvad virksomheder ideelt set bør vælge, afhænger af den enkelte virksomheds branche, soliditet, livsfase, vækstpotentialer mv. Pengeinstitutter og børsmæglere har en central rolle i at rådgive virksomheder om den bedst mulige kapitalstruktur og vej til finansiering. Som en del af denne rådgivning er det naturligt at drøfte mulighederne for kapitalfremskaffelse, hvor en børsnotering blot er en af mange muligheder.³ Falder valget på en børsnotering, venter et omfattende arbejde med sondering af markedet, udarbejdelse og godkendelse af prospekt, afklaring af udbudspris, krav til at håndtere rollen som børsnoteret virksomhed mv. Børsmæglere og pengeinstitutter har specialiserede medarbejdere til at varetage denne type opgaver.

Der findes også investeringsprodukter, der ikke bruges til finansiering. Andre finansielle kontrakter og derivater bruges f.eks. til handel med råvarer, valuta, afdækning af risiko i forhold til udsving i råvarepriser eller kurssikring i forbindelse med optagelse af realkreditlån. Afdækningen af pris- eller renterisiko giver virksomheder og husholdninger mulighed for at kontrollere og minimere deres risiko – som en slags forsikringsmarked – så de ikke påtager sig mere risiko, end de ønsker. Det understøtter i høj grad den finansielle stabilitet i samfundet, da risiko herved kan deles og videresælges til investorer, der ønsker mere eksponering.

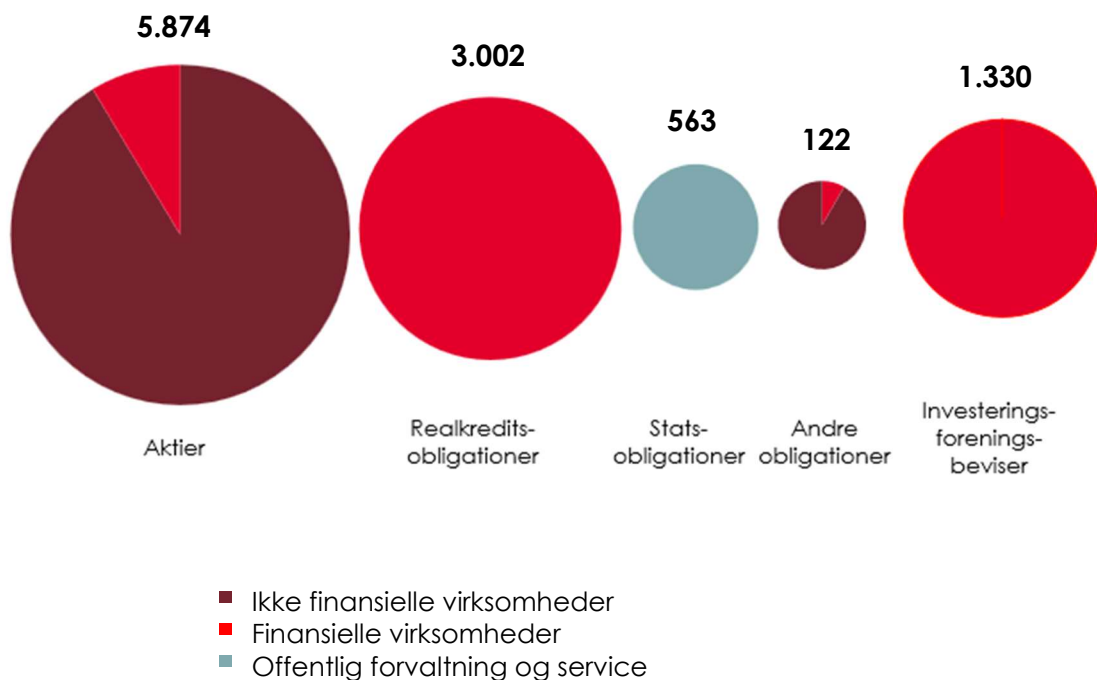
Endelig findes der investeringsforeningsbeviser udstedt af banker og andre formueforvaltere som sammensatte investeringsprodukter. De består typisk af en række underliggende aktier og/eller obligationer alt afhængigt af, hvilken investeringsstrategi den givne fond har. Fonde hjælper ikke direkte til finansiering af virksomheder, men hjælper derimod investorer til at forvalte og sprede deres investeringer, samt til at sikre en professionel og fair værdiansættelse i kapitalmarkederne. Investeringsfonde er dog i høj grad med til at øge investorinteressen for forskellige typer af investeringer og derved indirekte hjælpe til at skaffe finansiering til virksomheder og husholdninger.

Finansiering via det danske aktiemarked

I Danmark er der udstedt værdipapirer for lige under 11.000 mia. kr. Danske virksomheder har samlet udestående aktiekapital for mere end 5.800 mia. kr., hvoraf hovedparten udgør aktier i ikke-finansielle virksomheder, jf. figur 3 til venstre.

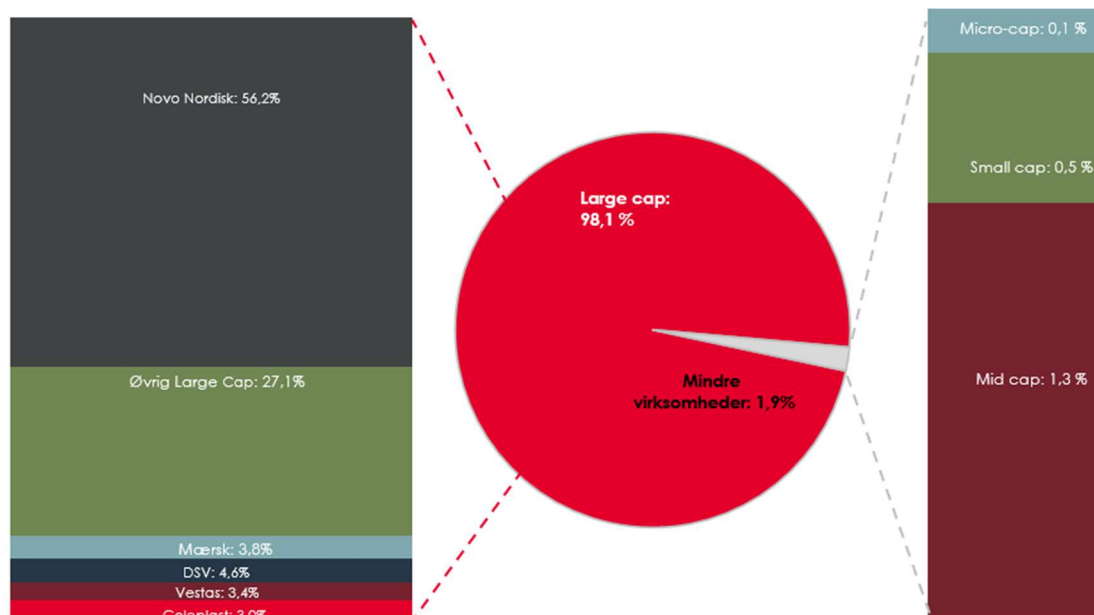
³ Aktiemarkederne er langt fra det eneste sted, virksomheder kan hente ny kapital. Nogle virksomheder finder i stedet kapital via private fonde – inkl. private equity, venture kapital og business angels – mens andre bliver opkøbt og får kapital af større virksomheder (moderselskaber).

Figur 3: Værdien af danske værdipapirer opdelt på type og udsteder



Note: Figuren viser beholdningen af værdipapirer pr. udgangen af december 2023 i mia. kroner.
 Kilde: Nationalbanken og Bloomberg

Det danske aktiemarked er især karakteriseret ved relativt mange store internationalt anerkendte virksomheder. Virksomheder i large-cap segmentet udgør over 98 procent af aktiekapitalen udstedt i Danmark, hvoraf Danmarks største virksomheder som Novo Nordisk, Coloplast, DSV, Mærsk og Vestas tilmed udgør hovedparten, jf. figur 3 til venstre. De mindre danske virksomheder i mid-cap segmentet og nedefter udgør mindre end 2 procent af værdien af alle danske aktier, mens de danske small- og micro-cap selskaber udgør lige over 0,5 procent., jf. figur 4 til højre.

Figur 4: Værdien af aktier opdelt på størrelse

Note: Figuren viser hvordan det danske aktiemarked er opdelt på segmenter. Large-cap segmentet er yderligere opdelt i top fem største virksomheder samt øvrige large-cap.

Kilde: Bloomberg, Euronext, Spotlight, Nasdaq og Nordic Growth Market. Data fra marts 2023.

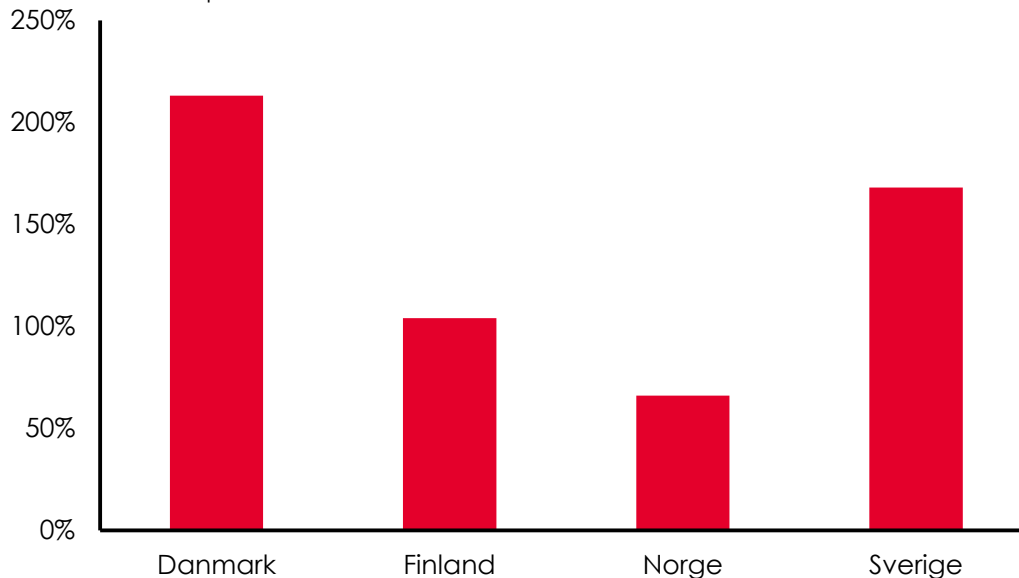
Når vi sammenligner med udlandet, har Danmark et relativt stort aktiemarked set i forhold til landets størrelse. Danmark er i høj grad et aktieland med en børsnoteret aktiekapital på 213 procent af BNP, jf. figur 5. Derfor ligger Danmark, sammen med Sverige, blandt de højst rangerende lande i Europa. Men modsat Sverige består værdien af det danske aktiemarked næsten fuldt ud af de helt store virksomheder, jf. figur 6. Hvor de fem største virksomheder i Sverige udgør 35 procent af den samlede værdi, udgør de 70 procent i Danmark og omkring 40-50 procent i de andre nordiske lande. Sammenlignet med resten af Europa har Danmark, og resten af norden, et stort aktiemarked, jf. tabel 1.

I alle fire nordiske lande udgør small- og micro-cap segmenterne en meget lille del af den samlede værdi. Men også her er Danmark særligt; small-cap og mikro-cap segmentet udgør under 0,1 procent af værdien, hvor de udgør 0,5 procent i Sverige og 0,2 - 0,4 procent i de andre nordiske lande. Som andele af BNP kan det fremstå som små fordele, men i realiteten er der tale om adskillige milliarder kroner.

Selv hvis man fjerner den største virksomhed fra udregningen af market-cap delt med BNP, vil Danmark stadig rangere højt, jf. tabel 2. Altså er Danmark stadig et stort aktieland uden Novo Nordisk, selvom denne fylder meget.





Figur 5: Noteret aktiekapital i forhold til BNP for de nordiske lande

Noteret aktiekapital i forhold til BNP







Note: Figuren viser den samlede aktiekapital i forhold til BNP for de nordiske lande.
Kilde: DST, Bloomberg, Euronext, Spotlight, Nasdaq og Nordic Growth Market

Tabel 1: Rangering af Europæiske lande i forhold til Market-cap delt med BNP

Ultimo 2014			Ultimo 2023		
Rang	Land	Procent	Rang	Land	Procent
1.	Schweiz	236	1.	Schweiz	253
2.	Storbritannien	137	2.	Danmark 	213
3.	Sverige 	114	3.	Sverige 	168
4.	Danmark 	101	4.	Frankrig	117
5.	Finland	74	5.	Finland	104
6.	Belgien	72	6.	Nederlandene	102
7.	Frankrig	69	7.	Storbritannien	98
8.	Irland	61	8.	Belgien	67
9.	Spanien	52	9.	Norge	66
10.	Tyskland	49	10.	Island	58

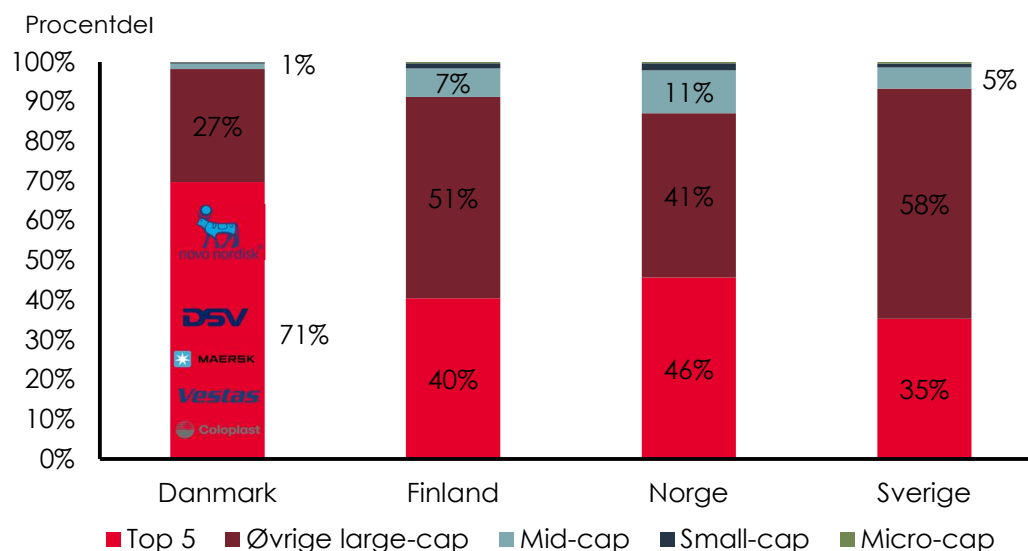
Note: Den første tabel viser rangeringen af europæiske lande ud fra market-cap delt med BNP i 2014. Den anden tabel viser det samme, blot for 2023
Kilde: DST, Eurostat og Bloomberg, data fra december 2023

Tabel 2: Rangering af Europæiske lande i forhold til Market-cap delt med BNP uden den største virksomhed

Ultimo 2014			Ultimo 2023		
Rang	Land	Procent	Rang	Land	Procent
1.	Schweiz	206	1.	Schweiz	216
2.	Storbritannien	131	2.	Sverige 	155
3.	Sverige 	103	3.	Frankrig	102
4.	Danmark 	72	4.	Danmark 	93
5.	Finland	65	5.	Storbritannien	91
6.	Frankrig	64	6.	Finland	88
7.	Tyskland	47	7.	Nederlandene	68
8.	Spanien	45	8.	Norge	51
9.	Belgien	45	9.	Tyskland	51
10.	Malta	33	10.	Island	48

Note: Den første tabel viser rangeringen af europæiske lande ud fra market-cap delt med BNP i 2014 uden at medregne market-cap for den største virksomhed. Den anden tabel viser det samme, blot for 2023
Kilde: DST, Eurostat og Bloomberg, data fra december 2023

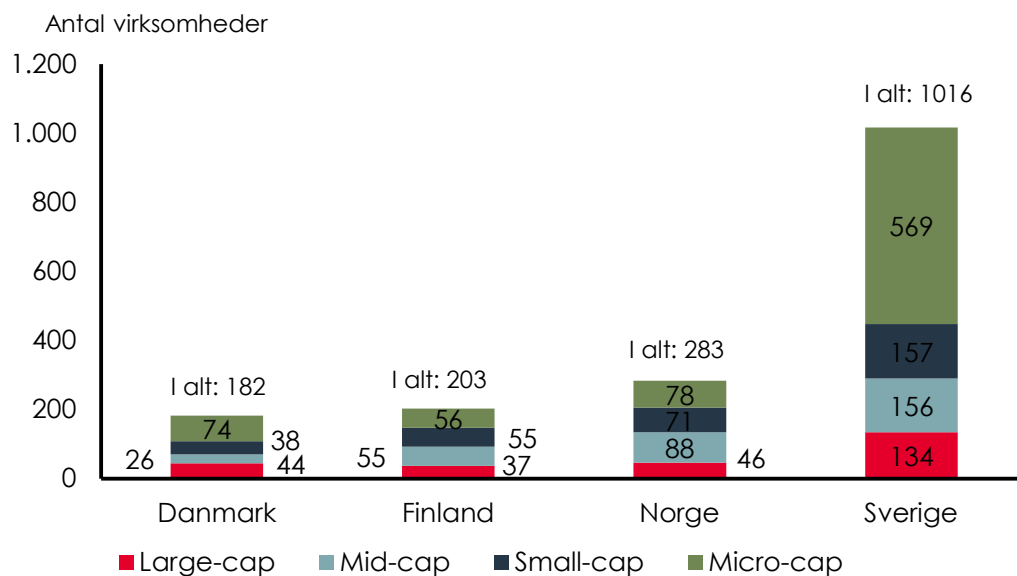
Figur 6: Børsnoteret kapital i Norden opdelt på segmenter



Note: Figuren viser fordelingen af aktiekapital på segment for de nordiske lande.
Kilde: Bloomberg, Euronext, Spotlight, Nasdaq og Nordic Growth Market

Ser vi på antallet af børsnoterede virksomheder, har Danmark og Finland omkring 200 hver, jf. figur 7. Norge har en del flere, næsten 300, mens Sverige ligger klart højest med mere end 1.000 virksomheder – altså mere end de tre andre lande til sammen. Det skyldes i høj grad, at Sverige har rigtig mange mindre virksomheder i micro-cap segmentet.

Figur 7: Børsnoterede virksomheder i Norden opdelt på segmenter







































Note: Figuren viser antallet af selskaber opdelt på segmenter i forskellige lande.
Kilde: Bloomberg, Euronext, Spotlight, Nasdaq og Nordic Growth Market

At det danske aktiemarked i høj grad er domineret af large-cap segmentet ses også, når vi ranglister alle børsnoterede virksomheder i henholdsvis Europa og Norden. Novo Nordisk er den største virksomhed i Europa, og det danske large-cap segment er også – efter det svenske – næststørst i Norden. Sverige har ti virksomheder i nordens top-20 og Danmark fem, mens Finland har tre og Norge kun har to, jf. tabel 3.

Branchemæssigt er de store danske børsnoterede selskaber i høj grad beskæftiget inden for industri og medicinalbranchen. Faktisk udgør sidstnævnte næsten 70 procent af det danske aktiemarked, ikke mindst som følge af Novo Nordisk.

Tabel 3: Rangering af de største børsnoterede virksomheder i Europa og Norden

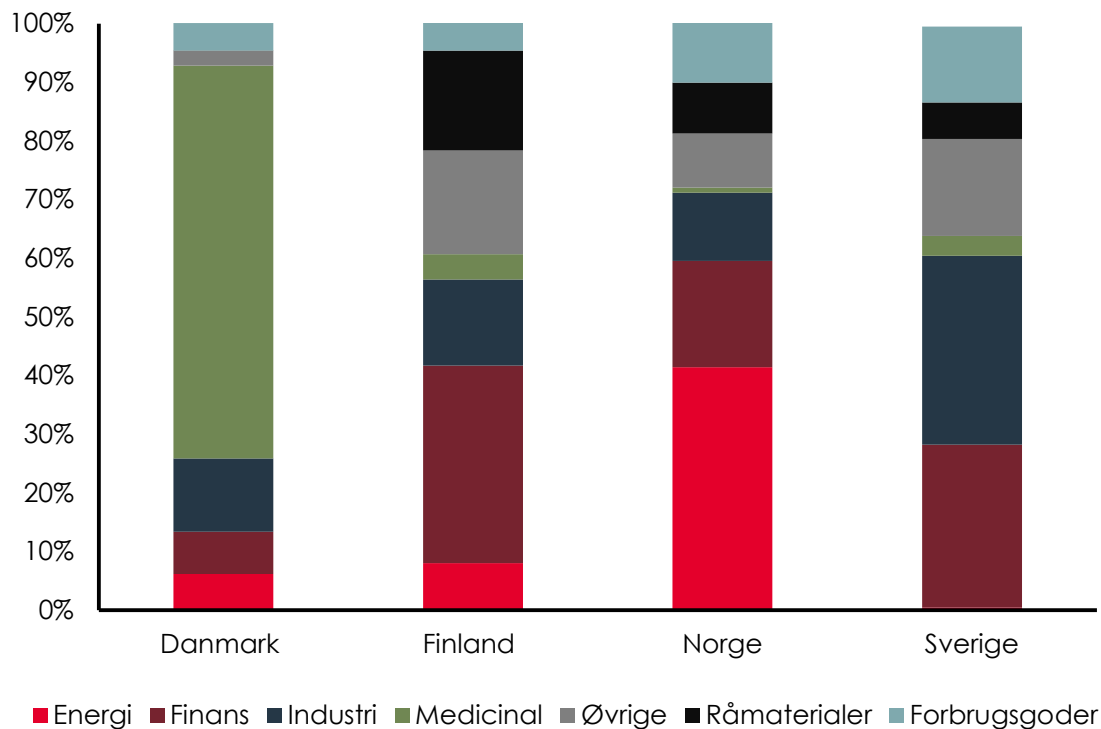
Europa			Norden		
Rang	Virksomhed	Land	Rang	Virksomhed	Land
1.	Novo Nordisk		1.	Novo Nordisk	
2.	Louis Vuitton		2.	Equinor	
3.	ASML Holding		3.	Atlas Copco	
4.	Nestle		4.	Investor	
5.	L'Oreal		5.	Volvo Group	
6.	Novartis		6.	Nordea Bank	
7.	Roche Holding		7.	DSV Panalpina	
8.	SAP		8.	Møller-Maersk	
9.	Hermes		9.	EQT	
10.	Astrazeneca		10.	DNB Bank	
11.	Shell		11.	SEB	
12.	TotalEnergies		12.	Assa Abloy	
	•		13.	Hexagon	
30.	Equinor		14.	Vestas	
	•		15.	Neste	
42.	Atlas Copco		16.	Sandvik	
	•		17.	H&M	
79.	Nordea Bank		18.	Kone	
	•		19.	Coloplast	
86.	DSV Panalpina		20.	Evolution	

Note: Den første tabel viser rangeringen af europæiske virksomheder ud fra market-cap. Her vises også de største virksomheder for hvert af de nordiske lande og hvor på ranglisten de er. Den anden tabel viser nordens 20 største virksomheder.

Kilde: Bloomberg, data fra december 2023

Figur 8: Børsnoterede virksomheder i norden opdelt på sektorer

Fordeling af aktiekapital på industrier og noteret aktiekapital i forhold til BNP

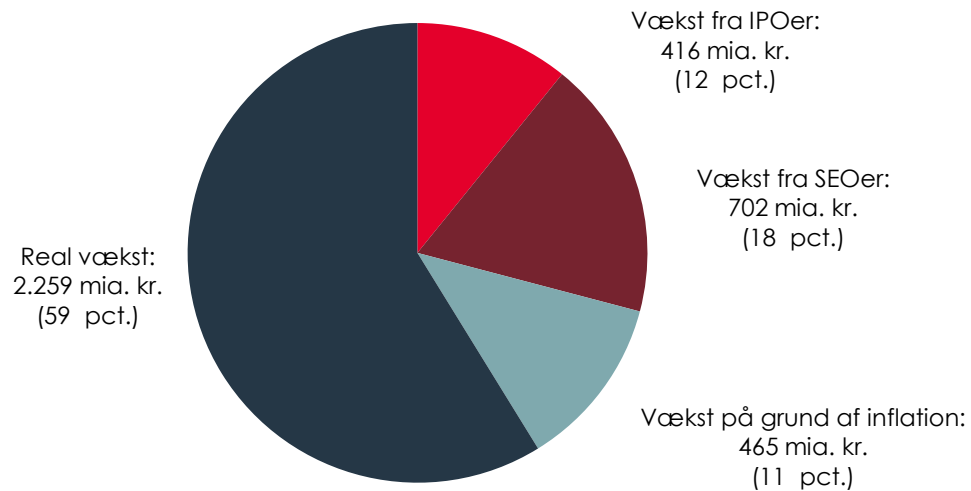


Note: Figuren viser fordelingen af aktiekapital på brancher for de nordiske lande
 Kilde: Bloomberg, Euronext, Spotlight, Nasdaq og Nordic Growth Market

Størrelsen af markedet stiger år for år. Sammenligner vi f.eks. værdien af det danske aktiemarked i dag med værdien tilbage i 2014 – altså for knap 10 år siden – er der sket en stigning fra 2.033 mia. kroner i 2014 til 5.874 mia. kroner i december 2023 – altså en vækst på 3.841 mia. kroner eller cirka 189 procent. Langt over halvdelen af denne vækst stammer fra Novo Nordisk, der er steget med ca. 2.500 mia. kr. i værdi siden 2014.

Væksten siden 2014 til tilskrives tre forskellige udviklinger; nye børsnoteringer (IPO), seasonal equity offerings (SEO) og væksten i allerede børsnoterede virksomheder. Seasonal equity offerings forekommer når en allerede børsnoteret virksomhed ønsker at udstede nye aktier. Væksten i allerede børsnoterede virksomheder kan opdeles i real vækst og inflation.

Figur 9: Det danske aktiemarkeds vækstkilder



Note: Figuren viser hvilke faktorer, der har drevet væksten i det danske aktiemarked gennem de seneste næsten 10 år. Væksten kan komme fra udstedelser af nye aktier fra allerede børsnoterede virksomheder (SEO), børsnoteringer af nye virksomheder (IPO) og vækst i eksisterende, børsnoterede virksomheder. Den sidste del kan opdeles i henholdsvis real vækst og vækst fra inflation.

Som det kan ses i figur 9 og boks 3 kommer kun lidt over en tiendedel af væksten fra børsnoteringen af nye virksomheder, mens lagt størstedelen kommer fra værdistigning inden for allerede børsnoterede virksomheder. Endelig udgør nye udstedelser af aktier i allerede børsnoterede virksomheder knap en femtedel af værdistigningen.

Ser vi nærmere på nye virksomheder, der er noteret på børsen siden 2014, klarer Danmark sig relativt godt, hvad angår nye noteringer i large-cap segmentet: Danmark har ikke så mange nye børsnoteringer per år, men de få børsnoteringer der er, er typisk relativt store, jf. figur 10. Mål på både værdi og antal af børsnoteringer, ligger Danmark dog langt bagude i forhold til både Sverige og Norge.

Boks 3. Dekomponering af væksten i det danske aktiemarked

Kilder til vækst i det danske aktiemarked:

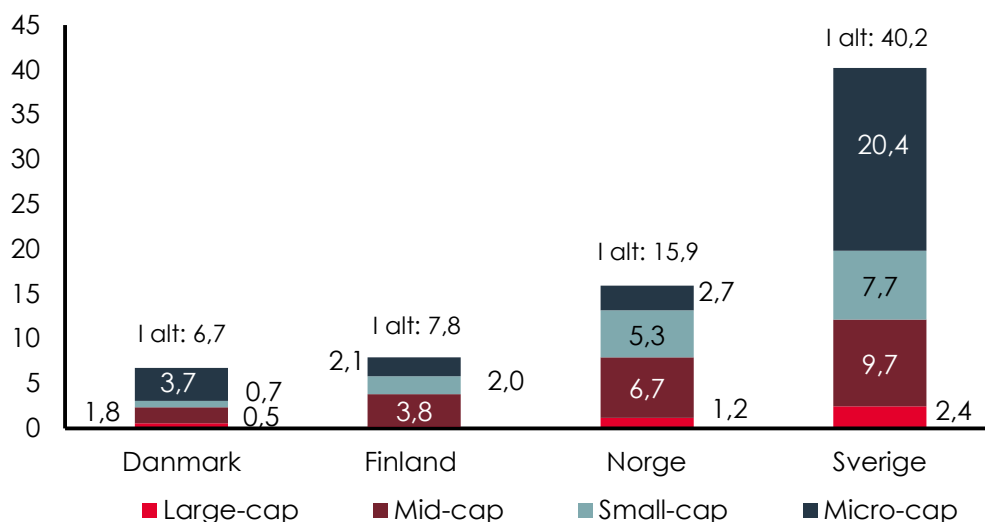
- Som det kan ses i figur 9, så er den reale vækst i allerede børsnoterede virksomheder klart den største vækstfaktor for det danske aktiemarked. Samlet er værdien af det danske aktiemarked steget med 2.259 mia. kr. – fra 2.033 mia. kr. i 2014 til 5.874 mia. i 2023, svarende til 189 pct. Ud af den samlede vækst i værdien kom de 2.259 mia. kr. som følge af real værdiværdistigning inden for allerede børsnoterede virksomheder. Denne komponent bidrag altså med langt over halvdelen af den samlede vækst. En stor del af den reale vækst kom fra Novo Nordisk, der er Danmarks klart største virksomhed, med et market-cap, der er mere end ti gange så stort som den næststørste virksomhed (DSV) i 2023. For mens hele markedet havde en gennemsnitlig årlig værdistigning over perioden på 11,2 procent, så havde Novo Nordisk en gennemsnitlig årlig værdistigning på 18,5 procent, svarende til ca. 2.500 mia. kr.
- Den næststørste faktor er Seasonal Equity Offering (SEO), som er udstedelsen af nye aktier fra allerede børsnoterede virksomheder. Siden 2014 har SEO udgjort knap en femtedel af den samlede vækst i det danske aktiemarked.
- Med gennemsnitligt næsten syv nye børsnoteringer hvert år, er ny børsnoteringer (IPO'er) også en væsentlig faktor, der har udgjort lidt over en tiendedel af den samlede væksten i det danske aktiemarked siden 2014. Over perioden har nye børsnoteringer i gennemsnit bidraget med cirka 7 mia. kr. til det danske aktiemarked.
- En sidste kilde til værdistigning er inflationen. Siden 2014 har inflationen i gennemsnit været ret tæt på 2 pct. om året, hvorved inflationen har medført en samlet værdistigning over den tiårige periode på lidt over 20 pct., svarende til 416 mia. kr. Ud af den samlede værdistigning på 3.841 mia. kr., svarer det til lidt over en tiende del.

Kilde: Bloomberg, Nationalbanken og Danmarks Statistik

Figur 10: Gennemsnitligt antal børsnoteringer og noteret kapital i norden siden 2014 opdelt på segmenter

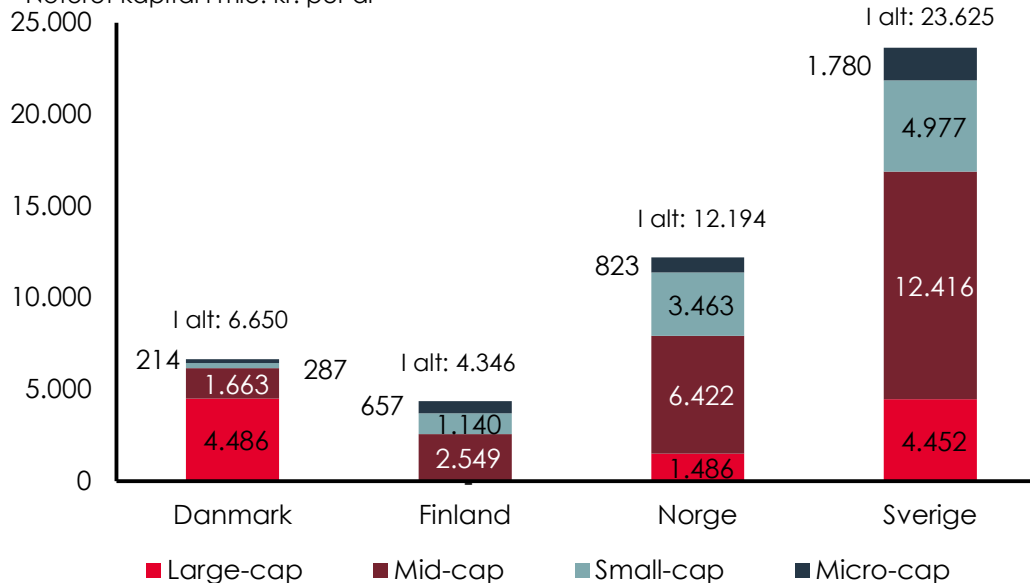
Det gennemsnitlige antal børsnoteringer siden 2014

Antal nye virksomheder per år



Den gennemsnitlige mængde børsnoteret kapital siden 2014

Noteret kapital i mio. kr. per år

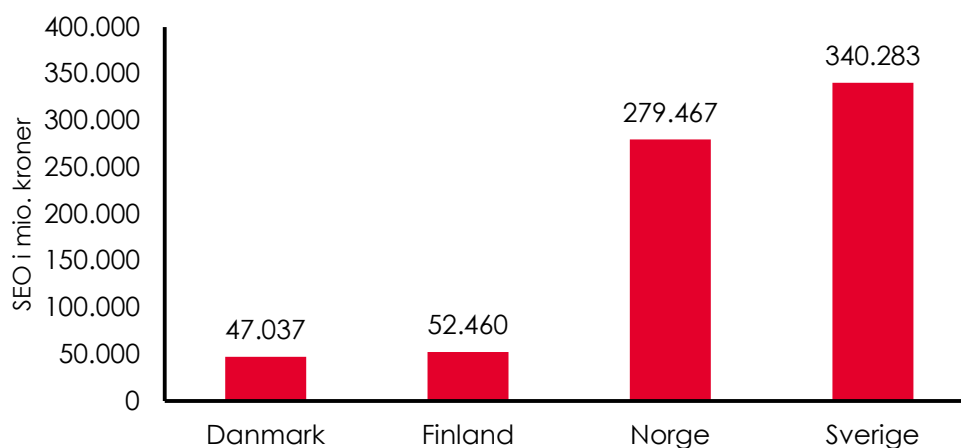


Note: Den øverste del af figuren viser det gennemsnitlige antal børsnoteringer per år for hvert land. Den nederste figur viser noteret kapital for hvert år.

Kilde: Nasdaq, Oslo Børs, Euronext og Bloomberg

Når vi ser på nye aktieudstedelser fra allerede børsnoterede virksomheder, ligger Danmark lavt sammenlignet med de andre nordiske lande. Danmark ligger under men tæt på Finland, mens både Norge og Sverige ligger betydeligt højere, jf. figur 11.

Figur 11: Mængden af ny udstedte aktier fra børsnoterede virksomheder



Note: Figuren viser værdien af såkaldte seasoned equity offering (SEO), dvs. hvor virksomheder, der allerede er noteret på børsen, udsteder nye aktier.

Kilde: Bloomberg

Finansiering via andre dele af det danske kapitalmarked

Realkreditobligationer udgør også en meget stor og væsentlig del af det danske kapitalmarked og er – grundet sin størrelse og udformning – unikt for Danmark. Det udgør over 3.000 mia. kr., hvoraf det meste finansierer private boliger og personligt ejede virksomheder, jf. figur 3 andet cirkel-diagram fra venstre. Og her står danske realkreditinstitutter hvert år for udstedelse og omlæggelse af obligationer for gennemsnitligt 2.000 mia. kr. I denne analyse kommer vi ikke til at gå ned i de nærmere detaljer angående realkreditmarkedet.

Statsobligationer – inkl. statsgældsbeviser og skatkammerbeviser – udgør lige under 600 mia. kr. mens andre obligationer har en samlet værdi på ca. 120 mia. kr. Sidstnævnte udgør primært virksomhedsobligationer. Endelig har danske investeringsforeninger samlet set en værdi på lidt mere end 1.300 mia. kr., hvoraf lidt under en tredjedel er rene aktieforeninger – altså investeringsfonde, der kun investerer i aktier – lidt over en tredjedel er rene obligationsforeninger, mens den sidste tredjedel er blandede foreninger, der både investerer i aktier og obligationer.⁴

⁴ Pr. udgangen af maj 2021 udgjorde aktiefonde omkring 31 procent af alle danske investeringsfonde, obligationsfonde udgjorde 33 procent mens blandede fonde udgjorde 36 procent.

2. Den vigtigste kilde til langsigtede afkast af opsparede midler

Set fra investorsiden gør kapitalmarkederne det muligt for danske og udenlandske husholdninger, pensionskasser og virksomheder at investere og få afkast af deres opsparede midler, jf. illustrationen i figur 1 til venstre. Herved bliver de desuden medejere af virksomheder og opnår derved vigtig medindflydelse på virksomhedernes udvikling og strategi gennem såkaldt aktivt ejerskab, deltagelse i bestyrelsesarbejde mv.

Ejerskab af danske aktier

Cirka 70 procent af den danske aktiekapital ejes af udenlandske investorer, jf. figur 12 til venstre.⁵ Af den resterende del er hovedparten ejet af danske ikke-finansielle virksomheder. Finansielle virksomheder og husholdninger holder en lidt mindre andel, mens resten er offentligt ejet – dvs. af den danske stat, regioner og kommuner.⁶

Der er en klar såkaldt home-bias i ejerskabet af danske aktier, hvor ejerskab bliver mere og mere indenlandsk koncentreret, jo mindre virksomhederne er. Mens de indenlandske investorer ejer mindre end en tredjedel af aktiekapitalen i de fem største danske aktieselskaber, er det langt overvejende danske investorer, der ejer virksomhederne i mid-, small- og særligt micro-cap segmentet, jf. figur 12 og 13.

Samtidigt ser vi også en tendens til, at danske husholdninger ejer en relativt større del af aktiekapitalen, jo mindre et virksomhedssegment, der er tale om. Mens danske husholdninger via deres private midler ejer 12 procent af aktiekapitalen i de fem største danske aktieselskaber, ejer de 23 procent af aktiekapitalen i virksomheder i small-cap segmentet.

Disse forskelle i ejerstrukturer hænger bl.a. sammen med, at internationale investorer i høj grad består af store professionelle investeringsfonde. I lighed med mange store danske institutionelle investorer som f.eks. pensionskasser, kan det ikke betale sig for dem at lave analyser til værdiansættelse og investering i de mindre virksomheder. Ved investering i små virksomheder, ville de ikke kunne investere for særlig store beløb – relativt til deres fondsstørrelse – uden det ville have markante effekter på markedsprisen og dermed også deres forventede fortjeneste. Desuden er de mindre selskaber ofte mere indenlandsk forankrede, hvorved en dybdegående forståelse af virksomhedens businesscase kræver et vist lokalkendskab.

⁵ Bemærk, at en del af den udenlandskejede kapital består af fonde m.v., der forvalter kapital på vegne af danske investorer.

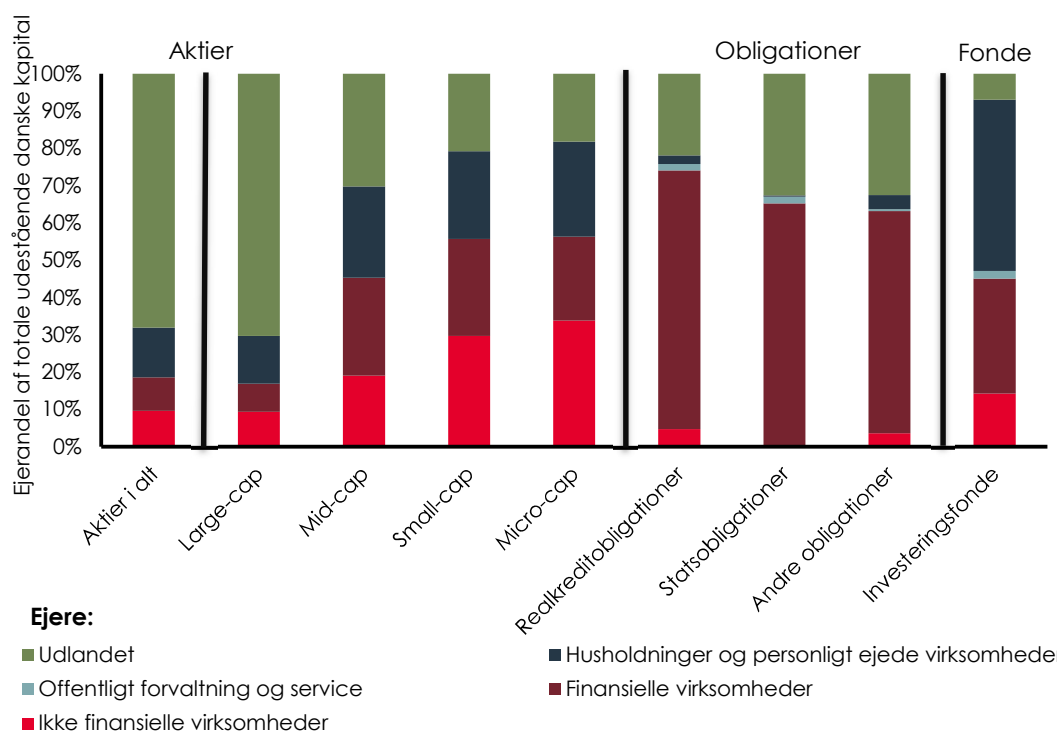
⁶ Her skal det bemærkes, at offentlige virksomheder er inkluderet i de ikke-finansielle virksomheder.

Ejerskab af danske obligationer

Danske obligationer ejes primært af danske finansielle virksomheder. Det gælder hovedsageligt danske pensionskasser, men også danske banker, der bruger obligationer i forbindelse med deres likviditetsstyring og handel i pengemarkederne. Omkring en fjerdedel holdes dog af internationale investorer, mens ikke-finansielle virksomheder og staten ejer en relativt lille andel. Husholdninger ejer næsten ingen obligationer (når vi ser bort fra deres pensionsbeholdninger).

Øvrige kontrakter og derivater holdes udelukkende af internationale investorer, mens danske investeringsfonde primært holdes af indenlandske investorer. Som vi også så det for de direkte investeringer, holder danske husholdninger næsten ingen obligationsfonde (når vi ser bort fra deres pensionsbeholdninger).⁷

Figur 12: Ejerfordeling af danske værdipapirer

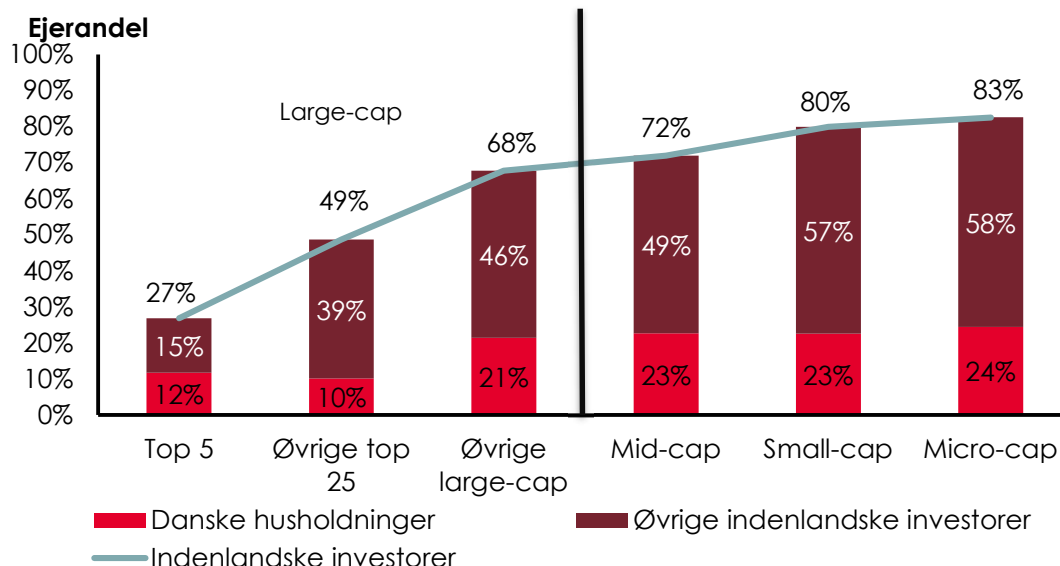


Note: Figuren viser danske værdipapirer pr. udgangen af december 2023 opgjort til markedsværdi opdelt efter ejersektor. Large-cap udgør virksomheder med en samlet aktiekapital på mere end 7.500 mio. kr. mid-cap udgør virksomheder med en samlet aktiekapital på mellem 1.100 og 7.500 mio. kr. small-cap er virksomhederne der har en samlet aktiekapital på mellem 300 og 1.100 millioner, mens micro-cap er de virksomheder, der har mindre end 300 millioner kroner i aktiekapital.

Kilde: Nationalbanken

⁷ I kraft af de stigende renter på realkreditobligationer er det dog ikke usandsynligt, at danske husholdninger vil øge deres investering i obligationer fremadrettet

Figur 13: Home-bias i ejerfordeling af danske aktier



Note: Figuren viser ejerfordelingen af danske værdipapirer pr. udgangen af december 2023 opgjort til markedsværdi opdelt efter ejersektor. Large-cap udgør virksomheder med en samlet aktiekapital på mere end 7.500 mio. kr. mid-cap udgør virksomheder med en samlet aktiekapital på mellem 1.100 og 7.500 mio. kr. small-cap er virksomhederne der har en samlet aktiekapital på mellem 300 og 1.100 millioner, mens micro-cap er de virksomheder, der har mindre end 300 millioner kroner i aktiekapital.
Kilde: Nationalbanken

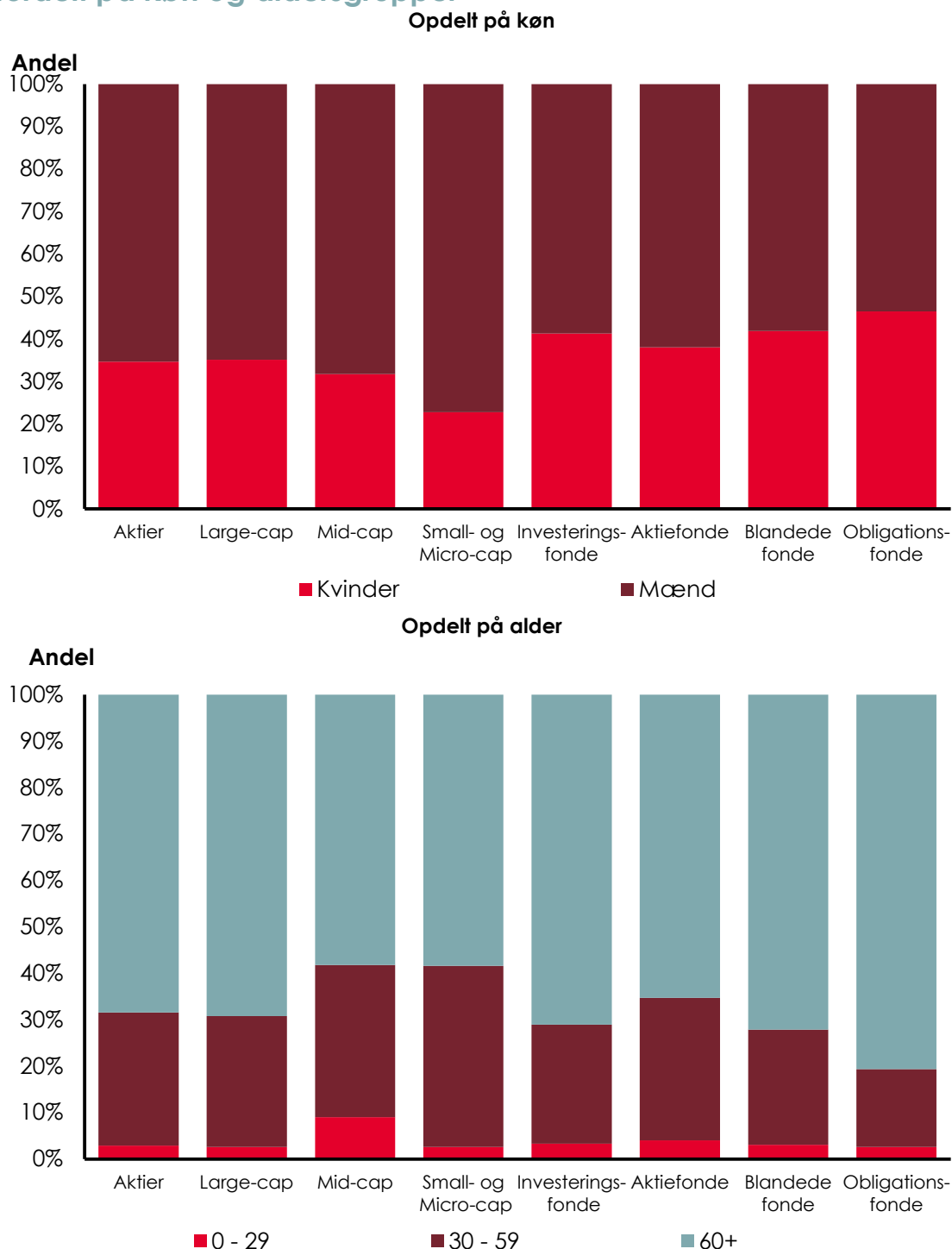
Ejerskab opdelt på køn og alder

Ser vi nærmere på danske husholdningers investeringer, er der en klar tendens til, at mænd i højere grad investerer i danske aktier, end det er tilfældet for kvinder, jf. figur 14 øverst. Særligt for investering i mindre danske virksomheder, er kønsforskellen stor. Omvendt er kønsforskellen betydeligt mindre for investering i danske fonde og særligt de mindre risikable fonde, der helt eller delvist investerer i obligationer. Det hænger nok sammen med, at mænd oftere har interesse for at investere, samt en større risikoappetit.⁸

Desuden er der en tendens til, at det især er de ældre danskere på over 60 år, der investerer, jf. figur 14 nederst. Det skyldes formentligt, at det især er de ældre, der har opbygget store frie formuer. Familier får typisk en del mere luft i økonomien, når børnene flytter hjemmefra, eller hvis de får frigivet midler i forbindelse med nedskalering af deres bolig, arv eller pensionsudbetalinger. Desuden er der en tendens til, at de ældre generelt har mindre risikovillighed, mindre interesse for rene aktieinvesteringer og derfor i højere grad investerer igennem fonde med lavere risiko (blandede fonde og obligationsfonde).

⁸ Jf. f.eks. Finans Danmarks analyse "Unge – gæld, forbrug og opsparring, 2024, kap. 1."

Figur 14: Husholdningers ejerfordeling af danske værdipapirer fordelt på køn og aldersgrupper



Note: Figuren viser danske husholdningers ejerfordeling af værdipapirer pr. udgangen af februar 2023 opgjort efter antal handler. Large-cap udgør virksomheder med en samlet aktiekapital på mere end 7.500 mio. kr. mid-cap udgør virksomheder med en samlet aktiekapital på mellem 1.100 og 7.500 mio. kr. Small- og micro-cap udgør virksomheder med en samlet aktiekapital på under 1.100 mio. kr.
Kilde: Euronext Securities Copenhagen (ES-CPH)

Afkast af danske værdipapirer

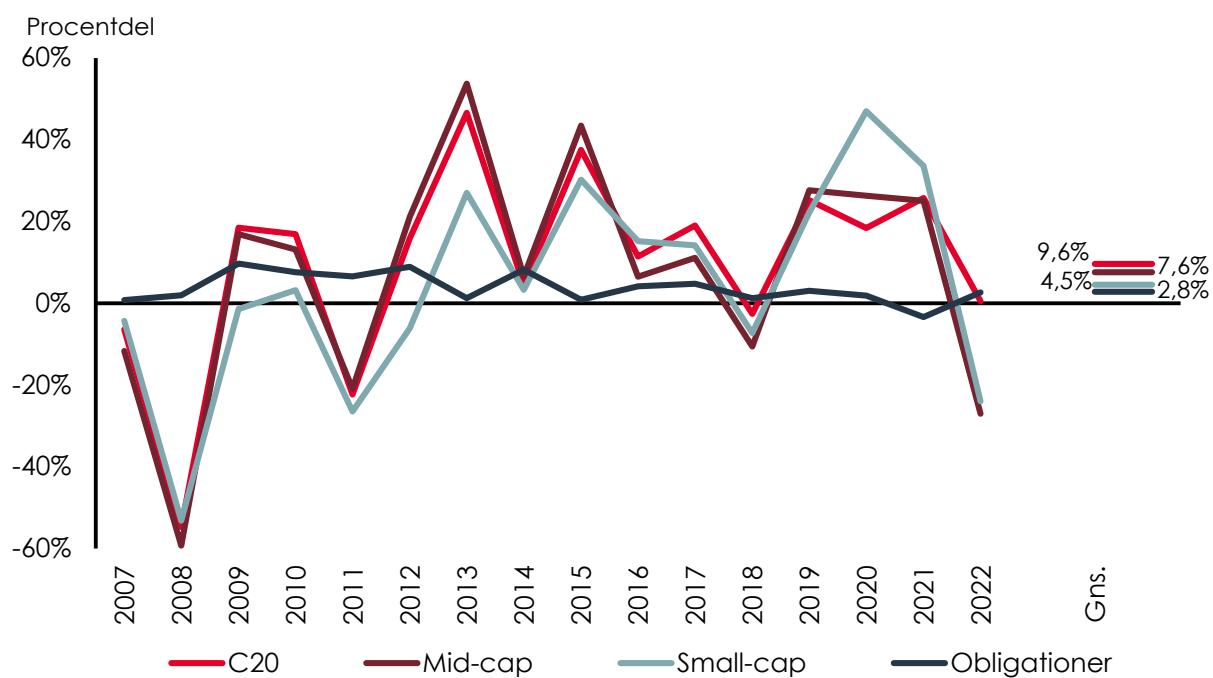
Investorer kan have mange forskellige investeringsstrategier og markedsfunktioner. Nogle investerer relativt kortsigtet, såsom day-traders og forskellige typer af hedgefonde. For husholdninger, inkl. husholdningers investeringer gennem pensionsordninger, er der dog typisk tale om langsigtede investeringsstrategier. Og ser vi på den generelle udvikling i markederne, har danske aktier og obligationer givet et godt afkast gennem de sidste mange år. Det gælder i hvert fald, hvis pengene har været investeret med omtanke, godt fordelt på diverse sektorer og brancher mv.

Over de seneste 16 år har danske aktier givet et gennemsnitligt årligt afkast på omkring 9 procent. Small-cap aktier har givet et lidt lavere afkast, mens afkastet på obligationer har været endnu lavere, jf. figur 15. Der har dog også været betydeligt udsving i afkastet fra år til år, hvor aktieinvestorer særligt har oplevet store udsving over finanskrisen, gældskrisen og for nyligt over coronakrisen samt energi-/inflationkrisen.

For aktier ser vi en tendens til, at afkastene har været mere svingende for de mindre selskaber, end de har været for de store. Men over den viste periode er denne ekstra risiko generelt set ikke blevet belønnet med et højere afkast. Afkast og risiko følges altså ikke altid ad. Dette mismatch kan skyldes en mangel på professionelle langsigtede investorer i de mindre aktier – investorer der sætter sig grundigt ind i virksomhedernes potentiale og både er klar til at købe op i aktien, hvis den er prissat for lavt i markedet, og sælge ud af aktien, hvis den er prissat for højt.⁹ Det kommer vi nærmere ind på i næste afsnit.

⁹ Ikke-professionelle investorer har en tendens til at klare sig væsentligt dårligere end de professionelle. De ikke-professionelle begår ofte den fejl, at de baserer deres investeringsstrategier på forældet information, som allerede er afspejlet i aktiens pris, da markedet for længst har ageret på samme information. Derfor sker det relativt ofte, at de ikke-professionelle investorer køber eller sælger for sent og dermed ikke får den ønskede gevinst.

Figur 15: Afkast af danske værdipapirer



Note: Figuren viser de årlige afkast danske aktier og obligationer af forskellig type. Yderst til højre vises det (simple) gennemsnitlige afkast pr. år.
 Kilde: Bloomberg.

3. En optimal prissætning og fordeling via handlen i markederne

Via den løbende handel i markederne bliver eksisterende aktier, obligationer og øvrige kontrakter konstant vurderet og handlet/omsat af forskellige typer af investorer og markedsaktører. Det kaldes den sekundære handel i markederne.

Betydningen af den sekundære handel

Som noget af det vigtigste sikrer den sekundære handel, at markedsprisen på værdipapirer hele tiden er fastsat i tæt overensstemmelse med markedsdeltagernes samlede skøn og information om virksomheders fremtidige potentialer, risici mv. I den ideelle verden, når alle priser konstant er en perfekt afspejling af den tilgængelige information, siges markederne at være *efficiente* – et idealmål for regulatorer og myndigheder.

Optimalt bestemte priser medfører, at kapitalen og risikoen bliver optimalt fordelt i samfundet, så virksomheder med de bedste vækstudsigter har nemmest ved at rejse ny kapital til den billigste pris. Og på investorsiden sikrer det, at kapitalen og risikoen fordeles hensigtsmæssigt, så det f.eks. gælder, at de mest risikable værdipapirer primært ejes og prissættes af de mest risikovillige investorer.¹⁰

Virksomheders aktiekurs udgør typisk også et pejlemærke, som ledelsen af virksomhederne navigerer efter – hvor efficiente markeder medfører, at dette pejlemærke er pålideligt og leder virksomheder imod deres største samfundsøkonomiske potentialer.

Fremtidsudsigter og risikoscenarier ændrer sig dog hele tiden, og bl.a. derfor ser vi også, hvordan prisen på forskellige værdipapirer kan svinge relativt meget og tilpasse sig, både på kort og langt sigt. Det afspejler ofte ny information angående forventninger og risici i markedet, både hvad angår den enkelte virksomhed, den økonomiske udvikling generelt og forventningerne til udviklingen i renter mv. Men priserne kan også svinge af andre årsager – særligt i mindre efficiente markeder. F.eks. når relativt store investorer af andre årsager ændrer deres investeringspositioner, når virksomheder bliver optaget i større aktieindeks som f.eks. C25 og dermed får ekstra investorinteresse f.eks. via ETFer eller – som vi har set eksempler for år tilbage – når en gruppe af investorer aftaler at købe op i en bestemt aktie (jf. f.eks. sagen om GameStop aktien).¹¹

¹⁰ Her kan husholdninger store ejerandel i de små og forholdsvis risikable aktier ses som et eksempel på, at markederne ikke altid er efficiente.

¹¹ Jf. "GameStop short squeeze" https://en.wikipedia.org/wiki/GameStop_short_squeeze

Likviditet, typer af investorer og bankernes rolle

Markedsefficiens er tæt relateret til, hvor likvide markederne er. Markeder siges at være likvide, når det altid er muligt for investorer at handle de ønskede værdipapirer og dermed gå ind og ud af markedet, uden enkelte handler medfører store prisudsving. De store danske aktier som Novo Nordisk og Mærsk er blandt de mest likvide. Her er mange investorer konstant aktive i markedet og stiller købs- og salgs-bud på aktierne, hvorved relativt store køb eller salg af aktierne kan gennemføres til den aktuelle markedspris (altså uden at prisen rykker sig nævneværdigt). Omvendt er de helt små noterede virksomheder i micro-cap segmentet blandt de mindst likvide. Her er der ganske få aktive investorer, og der ligger kun få købs- og salgs-bud ude i markedet (hvis nogen overhovedet). Dermed er det svært at handle særlig store positioner, uden at prisen rykker sig meget.

Forskellige typer af professionelle investorer – med forskellig investeringsstrategi – har forskellige funktioner i markedet og er på hver deres måde med til at påvirke likviditet, handel og prissætningen i markedet. Groft sagt, kan vi opdele i tre generelle typer:

- *Langsigtede investorer:* Disse sætter typisk retningen for markederne på længere sigt, og deres investeringsbeslutninger er ofte baseret på relativt grundlæggende/fundamental analyse af virksomheders fremtidige vækst- og indtjeningspotentialer mv. De tjener typisk på at finde og berige markederne med ny vigtig information om virksomhedernes fremtidspotentialer, hvilket de baserer deres handler på. Her hjælper bankers markedsafdelinger ofte til med analyse og analysedækning af selskaber og markeder. De langsigtede investorer udgør den primære del af finansieringen/ejerskabet af aktievirksomheder og obligationer i kroner og ører, men de handler typisk ikke voldsomt meget set i forhold til deres beholdning af værdipapirer. De er altså meget store, men knapt så aktive på den korte bane.
- *Kortsigtede investorer,* der køber med henblik på snart sagt videresalg i håb/forventning om en hurtig fortjeneste. Nogle af disse kan være meget kortsigtede og hurtigt reagerende på baggrund af computerbaserede handelssystemer – såkaldte high frequency traders (HFT). De tjener typisk på at se mindre midlertidige uligevægte eller anomaliteter i markederne og tilføre midlertidig likviditet, dog uden de beriger markederne med egentlig ny information (som helhed).
- *Børsmæglere og market makers,* der handler på vegne af andre investorer eller lever af at stille priser og likviditet i markedet. Sammen med de øvrige typer af investorer er de med til at sikre nogle vigtige markedskvaliteter så som en høj omsætning og en korrekt pris på værdipapirer fra dag til dag og uge til uge – de udgør således en stor del af handelen i markedet men en relativt lille del af det totale ejerskab.

En fjerde type investor er de ikke professionelle investorer, der ikke baserer deres investeringer på egentlige informationsbaserede strategier¹². Det er også muligt at investere i ikke-aktive fonde eller efter indeks, hvor fonden bare følger/spejler markedet – f.eks. en C25-investeringsfond, der bare afspejler C25 indekset.

Børsmæglere og pengeinstitutter rådgiver om handel med værdipapirer og spiller også en nøglerolle i faciliteringen af værdipapirhandel. Når den enkelte handel er gennemført, udestår fortsat arbejde i relation til offentliggørelse af handelsinformationer, rapportering til myndigheder mv., som varetages af pengeinstitut/børsmægleren. Derudover skal køberen have sine værdipapirer, og sælgeren sine penge. Den såkaldte værdipapircentral sikrer, at denne proces forløber, som den skal. Udover at afvikle værdipapirhandel, står en værdipapircentral ligeledes for udstedelse, opbevaring og administration af værdipapirer, herunder udbetaling af renter og udbytter. Pengeinstituttets/børsmæglerens rolle i relation til værdipapircentralen består i at sikre, at den nødvendige rapportering finder sted, at værdipapirer og penge rent faktisk er til stede mv.

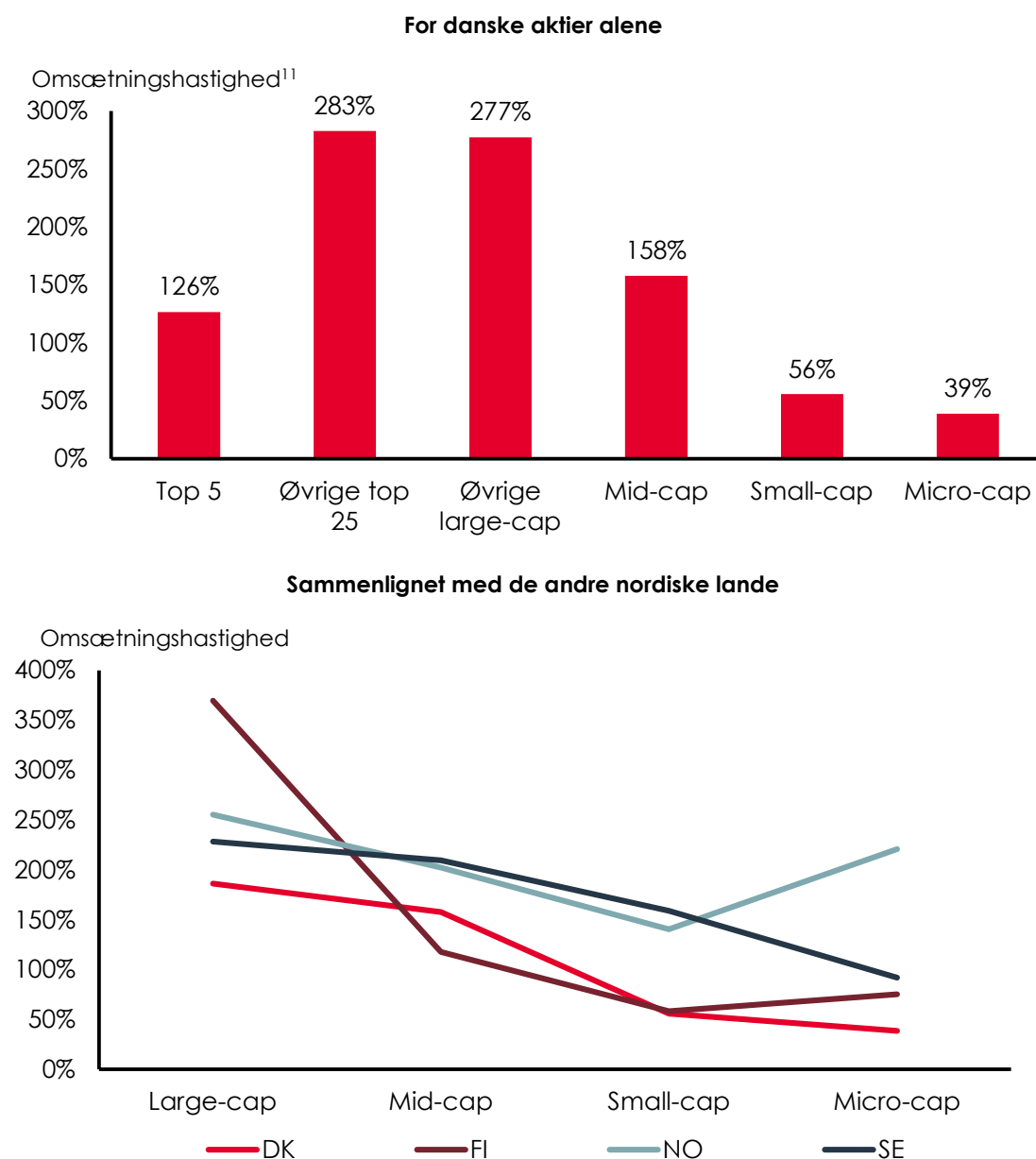
Handel og likviditet i danske værdipapirer

Som led i den løbende værdiansættelse og prisjustering bliver danske værdipapirer hyppigt handlet i markedet, jf. figur 16. Den årligt handlede værdi er ca. dobbelt så stor som værdien af de udstedte aktier tilsammen. Det dækker dog også over store forskelle afhængigt af aktivtypen. De største aktier bliver typisk handlet mere end de mindre aktier. En delvis undtagelse her er dog de fem største danske børsnoterede virksomheder, der – set i forhold til deres samlede værdi – bliver handlet mindre end de andre large-cap virksomheder. Det skyldes Novo Nordisk, som har en forholdsvis lav omsætningshastighed relativt til dens høje værdiansættelse. Og eftersom den fylder så meget i top-5, trækker den gennemsnittet for denne kategori kraftigt ned.

¹² Der findes dog bestemt også ikke professionelle investorer, der følger informationsbaserede strategier, når de investerer.

¹³ Samlet set bliver danske værdipapirer omsat cirka to gange om året, set i forhold til antallet af handlede aktier relativt til samlede udstedte aktier.

Figur 16: Markedsomsætningen for danske værdipapirer opdelt på typen af aktiv og land



Note: Figuren viser hvordan den totale markedsomsætning for hvert aktiv er fordelt på investortyper. Det er normalt at måle omsætningen i forhold til værdien; den såkaldte omsætningshastighed, altså hvor stor en andel af værdien, der bliver omsat inden for en given periode (f.eks. et år).

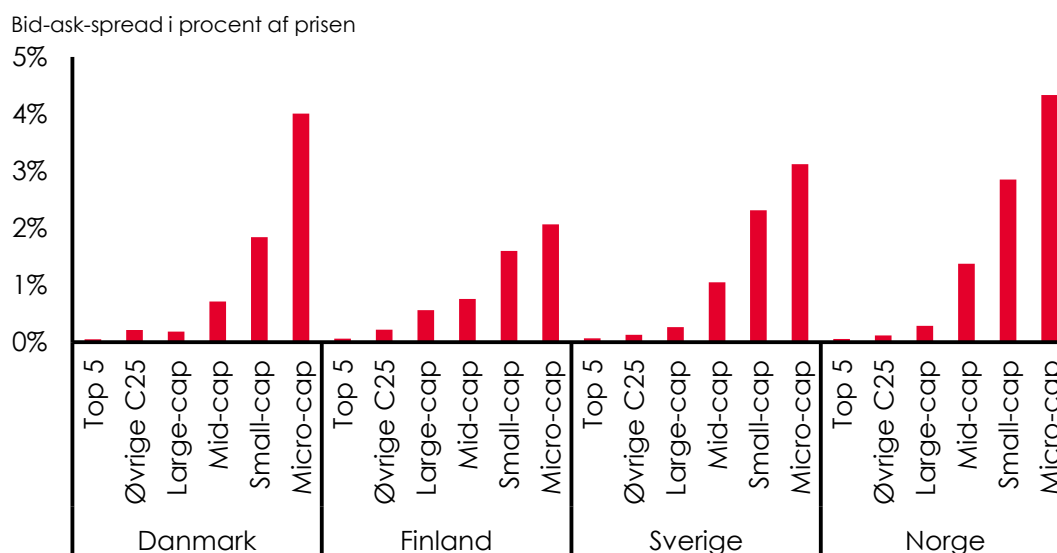
Kilde: Euronext og Bloomberg

Ser vi på aktier alene, er der en betydeligt lavere omsætning i de mindre aktier, end vi ser for store aktier. Det samme billede vil formentlig også kunne ses for andre aktivtyper; at de store serier af obligationer mv. har en langt højere omsætning end de mindre – selv når det sættes i forhold til markedsværdien.

Sammenligner vi igen med markederne i de andre nordiske lande, ses overordnet samme mønster. Dog er omsætningshastigheden for de helt store selskaber relativt lav i Danmark – nok fordi værdien af de største selskaber er relativt høj. Omvendt har andre lande – særligt Norge og Sverige – betydelig mere handelsaktivitet i de mindre segmenter.

Omsætningen er tæt relateret til likviditeten af aktiverne, hvor små aktier typisk er relativt illikvide. En måde at måle likviditet er, at se på det relative spænd mellem købs- og salgsprisen på en aktie, og her ser vi et klart større gennemsnitligt spænd for de mindre aktier, jf. figur 17. Mens spændet ligger på omkring 0,05 procent for de fem største danske aktier, stiger spændet betydeligt efterhånden som vi bevæger os ned i de mindre segmenter. For small-cap er bid-ask spreadet i gennemsnit næsten 2 procent af prisen og for micro-cap selskaber er det endnu højere. Et tilsvarende billede ses også i de andre nordiske lande, hvor mønsteret er tæt på identisk.

Figur 17: Bid-ask spread i procent af markedsprisen



Note: Figuren viser den årlige handel (omsætning) af dansk udstedte værdipapirer som andel af markedsværdien. Data er fra december 2023. Vi har ikke nyere detaljerede data for handlen med danske værdipapirer.

Kilde: Nasdaq Nordic og Bloomberg

Når vi ser på, hvem der handler, gælder et lignende mønster som da vi kiggede på ejerskab. Udenlandske investorer står for langt den største del af al handel med danske aktier, andre kontrakter og derivater, mens indenlandske finansielle virksomheder står for størstedelen af handlen med danske obligationer og danske investeringsfonde, jf. tabel 5. Her er tenderne dog mere ekstreme; for hvor udlandet ejer 68 pct. af værdien af danske aktier, står de for 93 pct. af omsætningen (målt i værdi). Sidstnævnte skyldes primært large-cap virksomheder, hvor udenlandske virksomheder står forængt størstedelen af omsætningen. Andelen aftager dog noget når vi ser på mindre virksomheder. Her er der altså igen tale om såkaldt home-bias.

Husholdningernes handel i de finansielle markeder fylder en relativt beskedne andel. Omvendt foretager husholdninger forholdsvis mange handler på et år; omkring 5 mio., hvilket er lidt flere end udenlandske virksomheder og næsten lige så mange som de finansielle virksomheder, jf. tabel 4 øverst. Sætter vi det i relation til værdien af den samlede årlige handel – som er langt mindre for husholdninger, end den er for de øvrige aktører – kan vi se, at den gennemsnitlige handelsstørrelse for udlandet, ikke-finansielle og finansielle virksomheder er langt større, end den er for husholdninger, jf. tabel 4 nederst. Den gennemsnitlige handelsstørrelse er lidt over 5 mio. kr. for ikke-finansielle virksomheder, knap 4 mio. kr. for udenlandske investorer, knap 3 mio. kr. for finansielle virksomheder og bare 40.000 kr. for husholdninger. I øvrigt kan vi se, at de gennemsnitlige handler klart er størst for obligationer – ikke mindst, da det primært er virksomheder og udlandet, der handler dem.

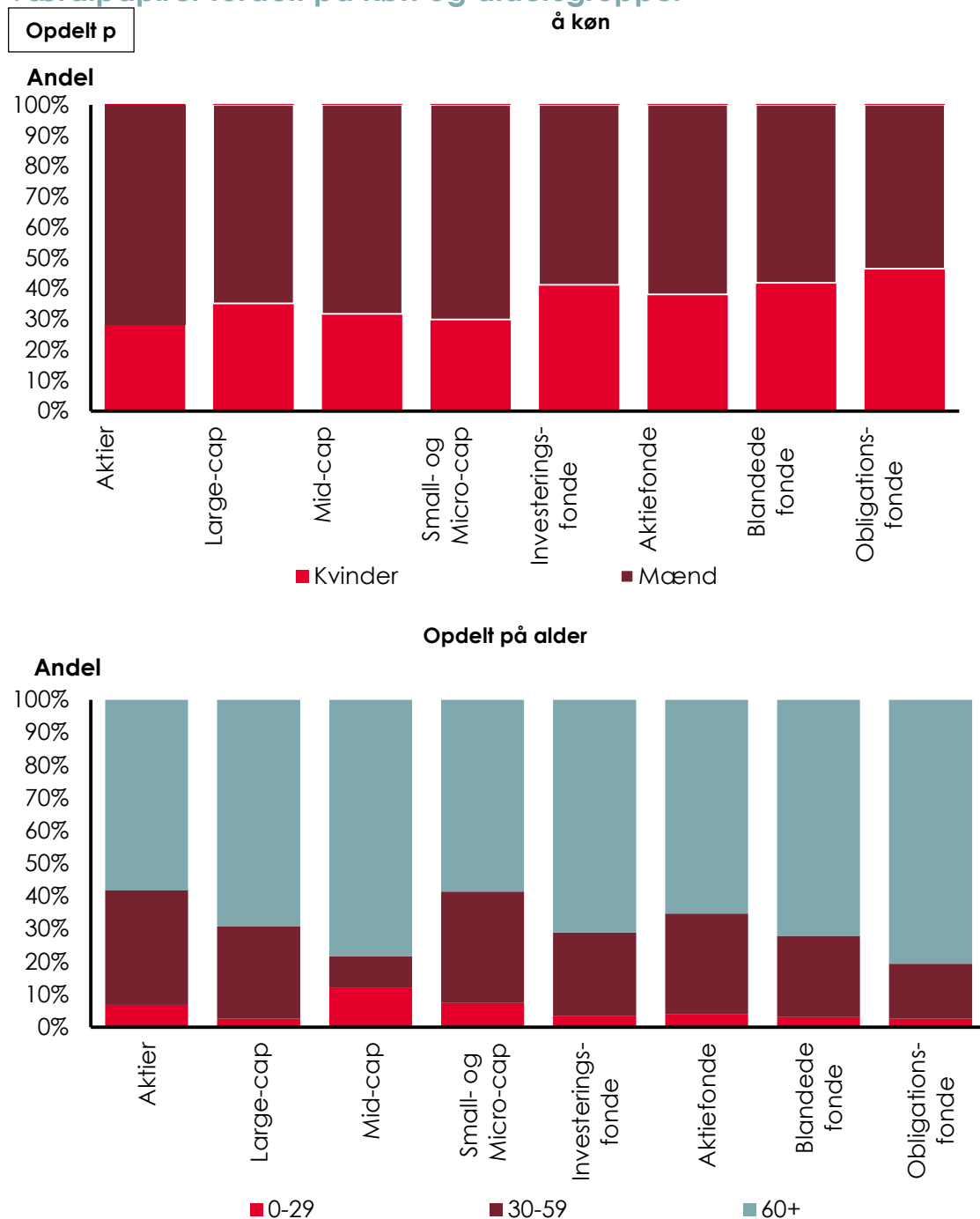
Tabel 4: Antal handler med danske værdipapirer og gennemsnitlig handelsstørrelse

	Husholdninger	Ikke-finansielle virksomheder	Finansielle virksomheder	Udlandet	Alle
Årlige antal handler (mio.)					
Marked totalt	7,0	0,5	8,5	7,2	23,0
Aktier	2,1	0,2	2,3	4,6	9,2
-heraf mindre aktier	0,4	0,0	0,4	0,8	1,6
Obligationer	0,0	0,0	1,0	0,2	1,3
Andre kontakter mv.	0,1	0,0	0,1	0,6	0,9
Investeringsfonde	4,7	0,2	5,1	1,7	11,7
Værdi af årlige handler (mio. kr.)					
Marked totalt	0,3	1,9	33,9	28,0	64,1
Aktier	0,1	0,1	0,6	11,8	12,7
-heraf mindre aktier	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2
Obligationer	0,0	1,5	31,7	15,5	48,8
Andre kontakter mv.	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3
Investeringsfonde	0,1	0,3	1,5	0,5	2,4
Andel af årlige handelsværdi (pct.)					
Marked totalt	0,4	3,0	52,9	43,7	
Aktier	0,9	1,1	5,1	93,0	
-heraf mindre aktier	4,5	4,5	22,7	68,2	
Obligationer	0,0	3,0	65,1	31,9	
Andre kontakter mv.	0,0	0,0	7,4	88,9	
Investeringsfonde	5,0	12,6	62,8	19,7	

Note: Tabellen viser antallet af årlige handler (øverst), den samlede værdi af alle årlige handler (i midten) og den gennemsnitlige handelsstørrelse af alle årlige handler (nederst). Data er fra september 2017 til september 2018 – det er det nyeste detaljerede data, vi har for handlen med danske værdipapirer. Kilde: Euronext Securities Copenhagen (ES-CPH)

Ser vi nærmere på husholdningernes handelsaktivitet er der en klar overvægt af mænd og ældre, der handler med danske værdipapirer, jf. figur 18. Lidt over 70 procent af husholdningernes handel med aktier foretages af mænd. Da mænd samtidigt holder ca. 65 procent af aktieværdien kan vi konstatere, at omsætnings hastigheden af mænds aktieporteføljer er lidt højere, end den er for kvinders aktieporteføljer.

Figur 18: Husholdningers fordeling af antal handel med danske værdipapirer fordelt på køn og aldersgrupper



Note: Figuren viser danske husholdningers ejerfordeling af værdipapirer pr. udgangen af februar 2023 opgjort efter antal handel.

Kilde: Euronext Securities Copenhagen (ES-CPH)