

FINANS
DANMARK

Det danske børsmarkedsnoteringsmarked halter stadig bagud

Siden finanskrisen er der børsmarkedsnoteret ganske få små virksomheder i Danmark, sammenlignet med Norge og Sverige. Vi så de første seks danske noteringer i 2016-17, og selvom vi har set lidt flere noteringer de seneste to år, så er vi stadig knap nok på niveau med det norske marked og langt fra niveauet i Sverige. Her ved risikerer Danmark at gå glip af en vigtig kilde til vækst og innovation. Små danske virksomheder har sværere ved at finde den nødvendige vækstkapital – virksomheder der kunne blive den nye Spotify, Google eller Facebook om 10-20-30 år.

Når vi ikke ser flere danske noteringer, skyldes det en række forhold. Dels er selve børsmarkedsnoteringsprocessen i Danmark risikabel, dyr og tidskrævende. Desuden kan de danske kapitalbeskatningsregler og den danske investeringskultur virke afskrækkende på investorerne, og det gør kapitalfremskaffelsen ekstra dyr.

Notat

25. september 2019

Dok. nr. FIDA-1941317218-688875-v1

Kontakt Christian Heebøll Hammer

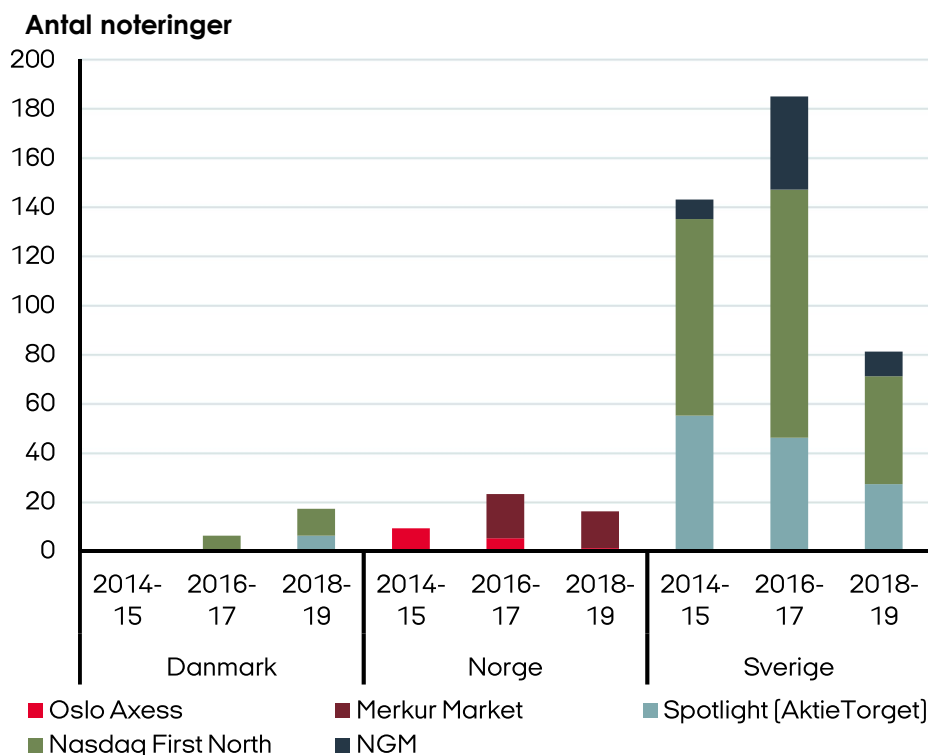
Få mikrobørsmarkedsnoteringer i Danmark

Efter at have ligget dødt siden finanskrisen er markedet for mikrobørsmarkedsnoteringer i Danmark efterhånden atter blevet lidt aktivt. Fra 2014 til 2015 blev der ikke børsmarkedsnoteret en eneste mindre virksomhed i Danmark, og fra 2016 til 2017 var der kun børsmarkedsnoteret seks mikrovirksomheder i Danmark – alle seks på Nasdaq First North-København, jf. **figur 1**. I de følgende to år har vi foreløbigt haft 18 mikrobørsmarkedsnoteringer; hele 13 i 2018 og foreløbigt 5 i 2019. Fra sommeren 2018 begyndte vi også at se mere konkurrence på det danske mikrobørsmarked med flere noteringer på den svenskejede børs Spotlight (tidligere AktieTorget), hvor virksomheder nu også kan noteres som A/S-selskaber igennem Spotlights afdeling i København.

Antallet af danske mikrobørsmarkedsnoteringer er stadig knap nok på niveau med det, vi ser i Norge, og langt fra niveauet i Sverige. I begge lande kom mikrobørsmarkedsnoteringsmarkederne langt hurtigere i gang efter finanskrisen end de gjorde i Danmark. Mikrobørsmarkederne Merkur og Axess i Norge havde 9 noteringer i 2014-15, 23 noteringer i 2016-17 og foreløbigt 16 noteringer i 2018-19.¹ Det svenske marked topper skalaen med hele 143 noteringer i 2014-15, 185 noteringer i 2016-17 og foreløbigt 81 noteringer i 2018-19 – spredt på hele tre mikrobørser; Nasdaq First North-Stockholm, Spotlight og New Nordic Growth Market (NGM).

¹ For Norge inkluderer vi både Merkur og Axess som mikrobørser. I modsætning til de øvrige mikrobørser i analysen, er Axess en fuldt autoriseret og reguleret markedsplads (efter Norges standarder). Men børsen skriver selv: "Oslo Axess is suitable for companies that have less than three years' history (...)".

Figur 1. Mikrobørsnoteringer i Danmark, Norge og Sverige opdelt på år og børs



Notat

25. september 2019
 Dok. nr. FIDA-1941317218-688875-
 v1

Note: Vi har forsøgt kun at tælle virksomheder med, der ikke tidligere har været noteret på andre børser. En virksomhed, der fx flyttes fra Spotlight til First North tæller altså ikke med som en ny børsnotering.¹

Kilde: FESE, Nasdaq, Spotlight, NGM, Oslo Børs, Copenhagen Economics (2017)

Den forøgede aktivitet i Danmark fra 2018 og frem kan dels hænge sammen med en momentumeffekt, hvor dét, at nogle virksomheder viser vejen, giver andre virksomheder en fornyet tro på de danske markeder. Fra 2013 til 2018 så vi faktisk en del mindre danske virksomheder, der blev børsnoteret i Sverige; 7 er noteret på AktieTorget (nu Spotlight), og minimum 10 blev noteret på First North-Stockholm, jf. **figur 2**.² Faktisk så vi også fire små/mellemstore danske virksomheder børsnoteret i Norge tilbage i 2013 og 2014 (ikke vist i figuren).³ Denne tendens kan netop skyldes, at ingen rigtigt troede på det danske marked eller ønskede at være den første "prøveballon" på markedet. Spotlights indtog på det danske marked kan også have forøget konkurrencen og skabt flere muligheder for små

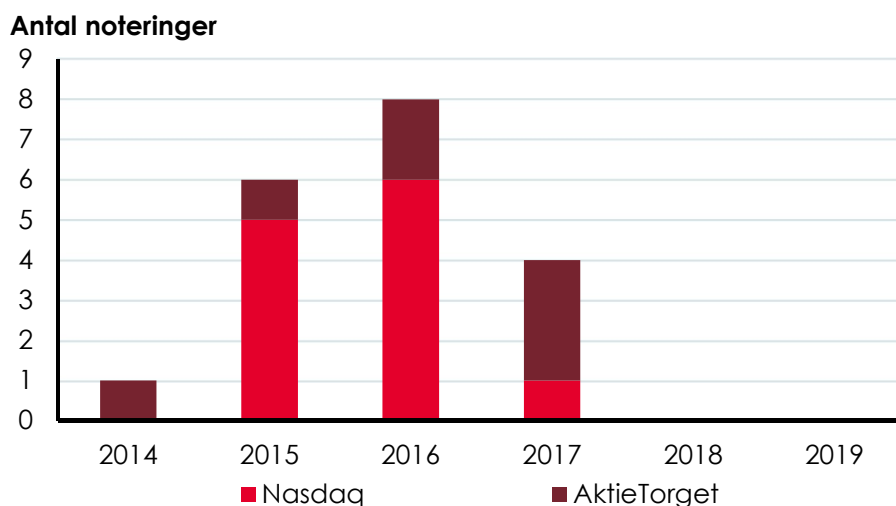
² First North, København har hjulpet en række danske virksomheder med børsnotering i Sverige. Bl.a. er virksomhederne Nuevolution AB, GomSpac Sweden AB, Acarix AB, IVISYS AB og ExpreS2ion AB i dag noteret på Nasdaq First North, Stockholm. Ligeledes har Sedermera fondkommission – en svensk finansiel rådgiver ejet af samme holdingselskab som Spotlight (AktieTorget) – opsøgt det danske marked og hjulpet syv danske virksomheder med børsnotering på AktieTorget i Sverige. Det glæder Saniona som den første tilbage i 2014, og senere bl.a. Initiator Pharma AB, Menucard AB og OmniCar AB.

³ Det drejer sig om Asetek A/S, Napatech A/S, HugoGames og Serendex. Her har markeds-konjunkturer, oliepriser og individuelle relationer haft betydning (bl.a. gennem rådgiveren APG).



danske virksomheder, der ønsker at børsnotere sig som et dansk A/S-selskab.⁴ Spotlight er desuden lavet som en svensk-dansk børs, hvorved man har kunnet drage fordel af de svenske erfaringer og den store svenske investorinteresse i mikrosegmentet. Siden 2018 er der (hvad vi kender til) ikke børsnoteret nogle danske virksomheder i Sverige eller Norge.

Figur 2. Danske mikrobørsnoteringer i Sverige



Note: Vi har forsøgt kun at tælle virksomheder med, der ikke tidligere har været noteret på andre børs. Vi ser det som en dansk virksomhed, hvis den har danske "rødder", det vil sige hvis virksomheden er startet i Danmark. Det betyder altså ikke noget, når virksomheder – i forbindelse med en svensk børsnotering – opretter et svensk (AB) moderselskab, afdeling eller tilsvarende.

Kilde: FESE, Nasdaq, Spotlight, NGM, Oslo Børs, Copenhagen Economics (2017)

Hvilke konsekvenser har det?

Når mikrobørsnoteringsmarkedet ikke fungerer optimalt i Danmark, har de mindre virksomheder færre muligheder for at få den nødvendige vækstkapital. På sigt kan Danmark mindske eller bremse en vigtig motor til vækst og produktivitet:

- På den korte bane risikerer vi at "gå glip" af vækst og innovation fra nye, ellers produktive, virksomheder i Danmark. Enten fordi virksomhederne må lukke, de tvinges til at tilbageholde investeringer, eller hvis de flyttes til udlandet (fx Sverige) igennem internationale børsnoteringer eller salg ind i store globale virksomheder (M&A). Det er direkte tab af vækst og produktivitet nu og her.
- På den længere bane risikerer vi også at mindske synergieffekter, hvor den ene iværksætteridé inspirerer den næste og tiltrækker internatio-

⁴ De fleste noteringer af danske selskaber i Sverige er gjort igennem et nyoprettet svensk AB-holdingselskab.



Notat

25. september 2019

Dok. nr. FIDA-1941317218-688875-

v1

nale eksperter. Det gælder fx gennem innovations- og iværksætttermiljøerne i Danmark, hvor mange af de mest succesfulde vækstiværksættere faktisk udklækkes.

- Under de rette betingelser vil nogle af de nuværende små, innovative vækstvirksomheder udgøre de nye store og højproduktive virksomheder om 10-20-30 år. Dem risikerer Danmark at gå glip af. Ser vi fx på det svenske eller amerikanske iværksætttermiljø er henholdsvis Skype, Spotify og Google, Facebook og Amazon i dag nogle af verdens mest succesfulde virksomheder – alle startet inden for de sidste 25 år.

Hvad er udfordringerne på det danske marked?

Når vi ikke ser flere danske noteringer, skyldes det en række forskellige faktorer. Blandt andet at selve børsnoteringsprocessen i Danmark er uprøvet, risikabel, dyr og tidskrævende set fra virksomhedernes side. Her kan lav investorinteresse i markedet også gøre, at kapitalfremskaffelen bliver ekstra dyr, hvilket igen kan henføres til de danske kapitalbeskatningsregler, opsparings- og investeringskultur samt, at det danske mikrobørsmarked har fået et dårligt ry for investorer. Endelig kan mangel på rådgivning og viden hos virksomhederne gøre, at de søger andre kapitalveje.

Børsnoteringsprocessen: Ser vi først på selve børsnoteringsprocessen, så har inaktiviteten på det danske marked gjort, at de relevante rådgivermarkeder i Danmark stort set er udtømte. Der er altså mangel på kompetent og troværdig rådgivning. I Sverige findes der op imod ti gange så mange finansielle rådgivere til små virksomheder, som der gør i Danmark, og vi hører, at Danmark slet ikke har nogle mindre advokathuse med ekspertise i de små børsnoteringer.⁵ Når Danmark ikke har specialiserede rådgivere på dette område, bliver noteringsomkostningerne altså betydeligt højere end i fx Sverige, og der bliver et stort ressourceforbrug internt i virksomheden.⁶

Mangel på troværdighed/omdømme hos rådgivere og børs: Aktier i små virksomheder er ofte behæftet med høje risici, og mikrobørsnoteringer er ofte meget ugenomsigtige (præget af asymmetrisk information). Nogle små virksomheder søger måske en børsnotering som en sidste udvej, fordi de har fået afslag alle andre steder, de har spurgt. Her bør børs og rådgivere stå med deres renommé og sørge for, at kun fornuftige virksomheder kommer igennem. Men hvis den finansielle rådgiver er helt ny på markedet, uden renommé (som det ofte er tilfældet i

⁵ Jf. fx børsnoteringen af Green Mobility i 2017, hvor Gorrissen Federspiel blev hyret som juridisk rådgiver.

⁶ Den lave indenlandske investorinteresse for mikro-cap-markedet betyder også, at danske noteringer hurtigere gøres internationalt orienterede (internationale prospekter for at tiltrække investorer), hvilket fordyrer børsnoteringsprocessen yderligere.

Notat

25. september 2019

Dok. nr. FIDA-1941317218-688875-

v1



Danmark), og børsens omdømme i forvejen er dårligt, så har de ikke meget at tabe ved at lade en usikker investeringscase komme igennem.

Mange primære rådgivere anbefaler andre veje: Der kan også være den udfordring, at primære rådgivere til de små danske virksomheder anbefaler at finde kapital ad andre veje, fx M&A, private placement, eller notering på det svenske marked. Uvidenhed hos virksomheder kan gøre, at primære rådgivere får stor betydning for den vej, virksomheden vælger.

Lav investorinteresse: Set i forhold til Sverige er danske investeringsfonde og householdninger meget fokuserede imod investering i store virksomheder. Det betyder ikke mindst, at likviditet og omsætning på mikro- og small-cap markedet bliver lavt i Danmark, og i værste fald at markedsprisen bliver påvirket negativt.

De bagvedliggende årsager kan dels være kulturelle, hvor Sverige bare er mere et "aktieland". Fx har 1/3 af alle svenskere egen investeringskonto i Avanza – en investeringsbank fokuseret på private, aktive investorer. Her kan Danmark slet ikke være med.

Regler for kapitalbeskatning kan dog også have stor betydning. Med reformer tilbage fra starten af 1990'erne har Sverige fået en betydeligt lavere kapitalbeskatning, særligt når vi tager ISK (ASK) i betragtning. Desuden er strukturen i pensionssystemet og øvrig opsparing vigtig. Hvor den største del af danskernes opsparing ligger i store pensionskasser, har svenskerne betydeligt mere privat opsparing, og deres pensionskasser har bevaret en større grad af diversifikation med nogle fonde, der særligt har fokus på investering i mindre virksomheder. For store danske pensionskasser er det for ineffektivt og administrativt tungt at investere i små virksomheder. Og ser vi på andelen investeret i aktier, ligger danske pensionskasser langt under de svenske.

Notat

25. september 2019
Dok. nr. FIDA-1941317218-688875-
v1

