

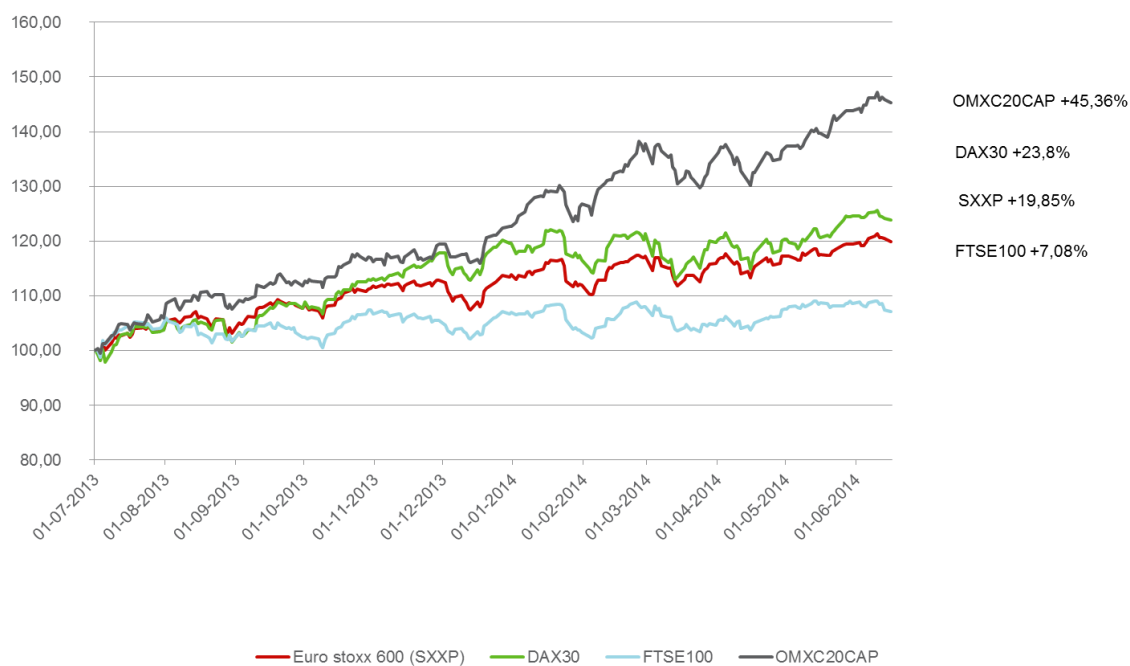
Dansk vækstpolitik bør udnytte stærkt dansk børsmarked

NASDAQ OMX København offentliggjorde den 19 juni rapporten **Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst** med 14 anbefalinger og løsningsforslag til, hvordan børsmarkedet bedre kan bidrage til dansk vækst og lette finansieringsmulighederne for mindre selskaber.

Af Carsten Borring, chef for notering & selskaber NASDAQ OMX København

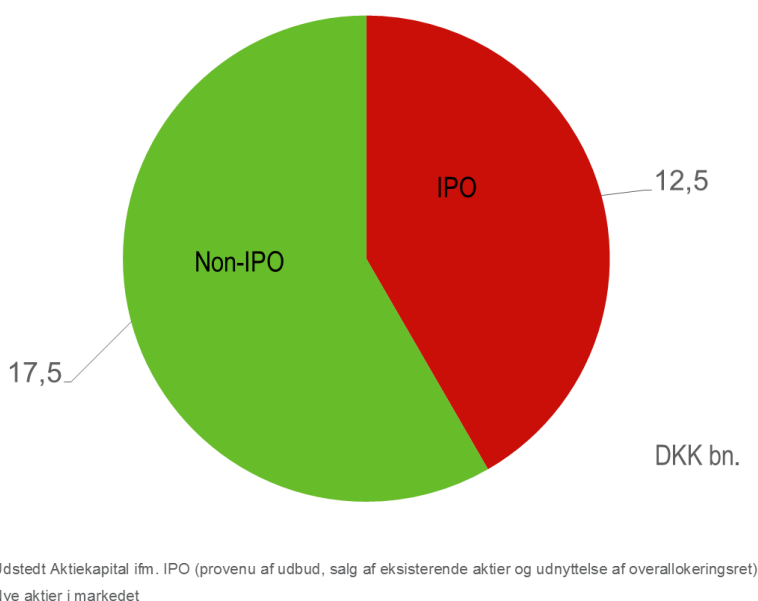
Handelsomsætningen på den danske fondsbørs er i dag den næststørste i Norden efter Sverige. På listen over de største nordiske børsintroduktioner de seneste år det danske Pandora, ISS, Chr. Hansen, O.W. Bunker og Matas, som fylder godt i landskabet.

Det danske aktiemarked har oplevet en markant fremgang de seneste 12 måneder med 58 indeksrekorder, solide rekordstigninger i handelsomsætningen og en evne til at tiltrække de største børsintroduktioner i Norden. Men vores bekymring går på, om den stærke fremgang for fondsbørsen kan ende med at blive et uforløst potentiale for væksten i dansk økonomi, hvis man ikke anvender markedet optimalt. Det er i det lys vores 14 anbefalinger skal ses.



Kursudvikling afspejler solide afkast i dansk aktiemarked

Det danske aktiemarked og danske investorer har dokumenteret en stærk modtagelighed ved samlet set at absorbere mere end DKK 30 mia. i nye aktieudstedelser, emissioner og aktiesalg i de fem første måneder af 2014.



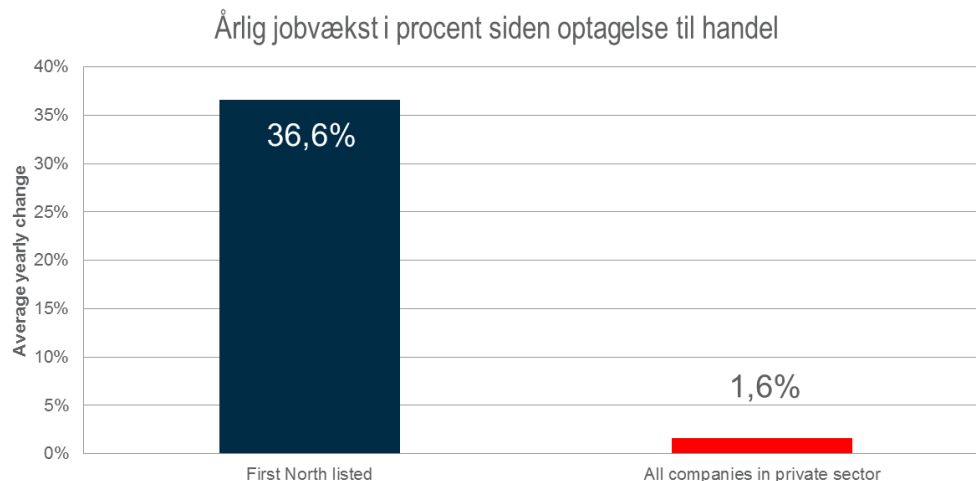
Derudover beviste de seneste børsnoteringer af Mid Cap selskaberne Matas og O.W. Bunker, at det danske aktiemarked er i stand til at modtage både Mid og Large Cap selskaber, som vil på børsen.

I første omgang beviste Matas, at det var muligt at børsnotere et Mid Cap-selskab. Dertil beviste O.W. Bunkers børsnotering, at det var muligt for et relativt ukendt Mid Cap-selskab i det danske medie- og investorlandskab at samle over 20.000 nye aktionærer til et forretningsområde, som de færreste danskere havde hørt om inden marts 2014.

Markedet er således parat og er åbent for nye selskaber. Opgaven bliver at sikre, at også mindre selskaber finder vej til markedet samt sikre, at det danske børsmarked også fremover vil være i stand til at modtage nye selskaber.

Accellerende jobskabelse efter notering

I NASDAQ OMX driver vi også markedsplads uden for landets grænser, og her kan vi konstatere ting, som ikke forekommer i Danmark: For det første skaber en bredt funderet investorkultur et godt fundament for at tiltrække mindre selskaber til børsmarkedet. For det andet kan vi se, at når mindre selskaber går på børsen i eksempelvis Sverige, så har de mindre selskaber en langt højere jobskabelsesprocent end ikke- børsnoterede svenske selskaber.



Kilde: Affärsdata, SCB & NASDAQ OMX Economic & Statistical Research;

Gennemsnitlig årlig jobvækst for selskaber optaget til handel på First North Sverige siden begyndelsen af noteringsåret. Sammenlignet med gennemsnitlig jobvækst for alle selskaber i den private sektor i Sverige siden 2005.

En svensk undersøgelse¹ viser, at den årlige jobskabelsesprocent for små børsnoterede selskaber var på 36 procent fra 2006 til 2013. I samme periode havde svenske privatejede selskaber en jobskabelsesprocent på 1,5 procent. Den accellererende effekt kunne vi godt tænke os at se her i Danmark og de 14 anbefalinger er vores bud på, hvordan det kan lykkes.

Som del af en global børskoncern er vi dog langt hen ad vejen lige så glade for en børsnotering her i Danmark som på NASDAQ i USA eller på Stockholmsbørsen i Sverige. Vi ser det som vores fornemmeste opgave at møde vores kunders behov, der hvor kunderne vælger at være. Om det behov løses her i Danmark eller på andre af vores markeder er i sidste ende op til selskaberne og investorerne.

For det er vigtigt at slå fast, at blot fordi vi gerne ser flere mindre selskaber gå på børsen i Danmark, er det ikke ensbetydende med, at den danske fondsbørs er det rette sted for alle selskaber. Det er i sidste ende de danske investorer, som skal bære selskaberne på fondsbørsen, og de stiller naturligvis krav til *orden i butikken* og til selskabernes kvalitet.

Børsmarkedet som politisk prioritet

Men når vi kan se, at børsmotoren på NASDAQ OMX København fungerer for de store og mellemstore danske selskaber, mens vi samtidig kan konstatere, at det er fra de små selskaber, at en vigtig del af vækstpotentialet opstår, er det vores forpligtelse at gøre opmærksom på den skævhed, der rammer mindre danske selskaber på kapitaljagt i det danske kapitalmarked.

For i sidste ende er det ikke børsmarkedet, der taber, hvis små selskaber ikke kan vokse sig store i Danmark. Fondsbørsen har eksisteret i mere end 200 år, og selv under den værste finanskrisen siden 1929 har danske børsnoterede selskaber kunnet rejse henholdsvis DKK 38 mia. og DKK 31 mia. på børsmarkedet i 2008 og 2009 i form af kapitalforhøjelser og ny-emissioner.

Hvis små selskaber ikke kan vokse sig store i Danmark, vil det ramme os alle. Det er derfor i samfundets interesse, at børsmarkedet gøres mere tilgængeligt for mindre selskaber, og at mulighederne for at rejse vækstkapital i et dansk børsmarked forbedres.

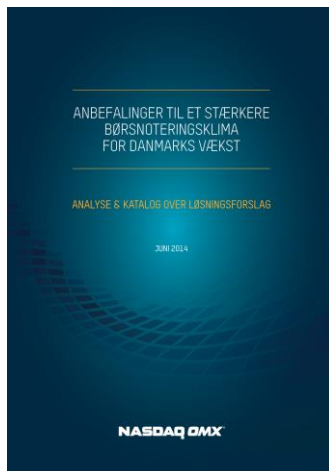
Vi står som land i disse år over for store udfordringer med at komme tilbage på vækstsporet, et vækstspor, som er nødvendigt, hvis vi skal fastholde og udbygge vores velstand og skabe nye arbejdspladser. De udfordringer nødvendiggør, at vi træffer de rigtige beslutninger.

I NASDAQ OMX tror vi på, at Danmark vil stå langt stærkere som økonomi, hvis man gør det mere attraktivt for danske selskaber at rejse kapital på børsmarkedet, og samtidig gør det nemmere for ganske almindelige danske borgere at blive medejere og medansvarlige for den vækst, vi alle skal leve af i fremtiden.

Det er muligt, hvis vi bedre formår at aktivere vores historiske store opsparinger på både bankbog og pensionsopsparing og investere dem i danske selskabers fremtid.

14 anbefalinger

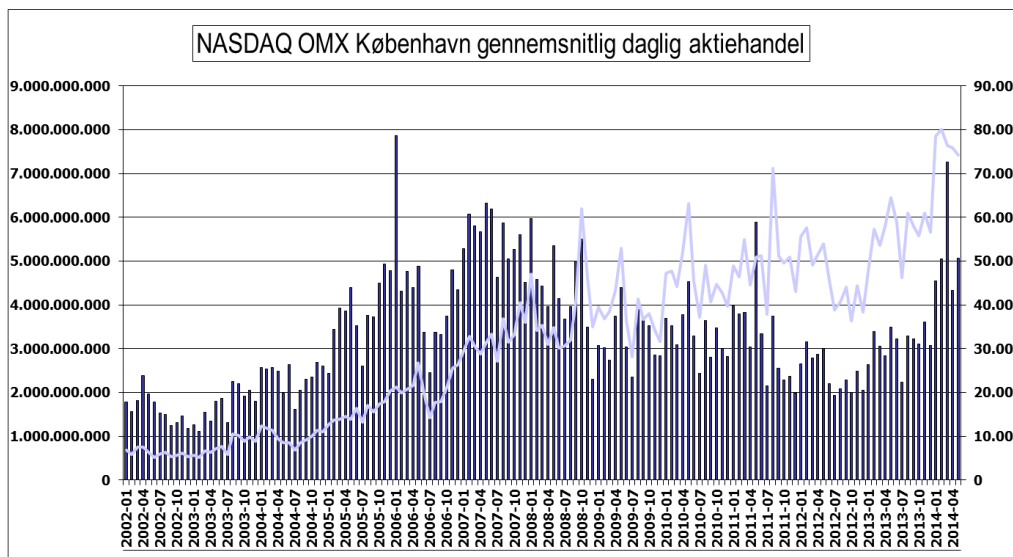
¹ *Ett förbättrat börsnoteringsklimat för Sveriges tillväxt - problemanalys och förslag till åtgärder*; NASDAQ OMX Stockholm, september 2013: <http://www.nasdaqomx.com/ipo-actionplan-sweden>



I december 2013 nedsatte NASDAQ OMX København en IPO taskforce sammensat af centrale aktører i det danske kapitalmarked med det formål at kortlægge finansieringsudfordringerne for danske selskaber. Det er der kommet 14 anbefalinger ud af, som kan tilgås via link nederst i artiklen. Nedenstående er en opsummering af de findings og anbefalinger, vi har taget med fra arbejdsgrupperne.

Børsnoteringsprocessen og vejledning til livet på børsen

I årene op til finanskrisen 2005 til 2008 blev der på NASDAQ OMX København og First North Danmark samlet optaget 78 nye selskaber til handel. I de efterfølgende fem år er 11 nye selskaber blevet børsnoteret og optaget til handel. Det betyder alt andet lige, at det at børsnotere et selskab for de fleste banker og rådgivere kan ligge nogle år tilbage. Vi mener derfor, at der er behov for et opdateret syn på *best practice* i forhold til børsnotering af danske selskaber efter den største og længstvarende finanskrisen siden 1928. Ser man på markedet i dag (se nedenstående graf), er aktiviteten meget lig med årene 2005-2008. Så hvorfor skulle vi ikke se lige så mange danske vækstvirksomheder rette kapitalkikkerten mod et nuværende aktiemarked i gear?



Det bør derfor være muligt at genskabe en *best practice*, hvor både prospektomfang og sammensætning af konsortium afspejler selskabets markedsværdi, og hvor godkendelsesprocessen kan afvikles på en mere effektiv måde især når det gælder mindre selskaber.

Løsningsforslag:

Skræddersyede prospektstørrelser for mindre selskaber

Et mindre omfattende prospekt er muligt og kan udarbejdes i fuld overensstemmelse med alle prospektkrav. En påstand, som skal efterprøves er, at et mindre selskab vil kunne gå på børsen med et prospekt på omtrent 50 sider eksklusiv bilag. En sådan model vil være relevant for mindre udstedelser, hvor udbud vil være begrænset til og målrettet et dansk eller nordisk marked og investorsegment.

Indtil et sådan prospekt er blevet anvendt ved succesfulde introduktioner, og der derved er anvist en ny markedspraksis, kan det være nødvendigt med en ankerinvestor, der blåstempler investeringscasen i mindre investorers øjne.

Optimeret proces for prospektgodkendelser over for Finanstilsynet

Mulighed for reduceret tidsplan for prospektgodkendelse hos Finanstilsynet. Godkendelse kan opnås på samlet set 12 dage og tre filings under visse forudsætninger. Foregår sideløbende med ansøgning til NASDAQ OMX om optagelse til handel – fondsbørsens noteringsbetingelser. En eventuel verifikationsprocess, due diligence, bør være afklaret før 1. filing af prospektet til Finanstilsynet. Det er en forudsætning, at prospektet er næsten endeligt ved 1. filing. Der bør således ikke på dette tidspunkt være uafklarede forhold.

Tilpassede konsortie-størrelser

Antal banker og rådgivere bør afspejle den børsnoterede kapital i bedre omfang end hidtil. Danske og nordiske banker er i stand til at løfte børsnoteringen af et mindre selskab uden involvering af en række internationale investeringsbanker.

SMV-Komité

NASDAQ OMX København har oprettet en SMV-komité for mindre selskaber, der løbende skal samle op på udfordringer og forbedringsmuligheder samt aflive myter om livet på børsen.

Lave beskrivelse for selskaber om børslivet

Lave en "før-under-efter" beskrivelse af uformelle som formelle krav til børsnoterede såvel som selskaber, der overvejer en børsnotering.

Første step omkring en børsnoteringsguide er lavet i samarbejde et advokathus og bogen som er døbt: 'Børsnotering i Danmark - på dansk og for det danske marked', kan hentes på nedenstående link.

<http://www.lett.dk/Default.aspx?ID=1097&Action=1&NewsId=1997&PID=3463>

Lavere risikovilje over for Small Cap-aktier i ændret investorlandskab og mæglerstruktur

De seneste år har indsnævret antallet af små og mellemstore aktører på investor-siden, når det gælder at supportere børsnoteringer af mindre selskaber. Eksempelvis er det i dag ofte kun de allerstørste pensionskasser, som selv forvalter deres investeringsmandat, og så er stort set alle små og mellemstore fondsmæglerselskaber med egen corporate finance afdeling og egen investorbase forsvundet i Danmark. I Sverige har disse små og mellemstore fondsmæglere en nicheforretning i at levere børsføring, analysedækning og distribution til private af mindre børsintroduktioner.

Aktionærbeskatning er i Danmark på maksimalt 42 procent. I Sverige skal en aktionær aflevere maksimalt 30 procent af afkast på både kursgevinst og dividendeudbetaling. Det er medvirkende til at dæmpe investeringslysten i danske aktier.

Der er mange ligheder mellem det danske og svenske aktiemarked. Én af de ligheder er, at NASDAQ OMX driver markedspladserne i både Danmark og Sverige. Mange af de rammebetingelser, vi som fondsbørser er ansvarlige for i det danske og det svenske marked for værdipapirhandel, er identiske. Det drejer sig om de regelsæt, vi har på fondsbørsen, det gælder den måde vi driver markedsplads på, og den måde vi tiltrækker børsmæglere på fra Norden og resten af verden.

Men der er også forskelle. De forskelle er med til at sætte rammerne for, at mindre selskaber i Sverige skaber svenske arbejdspladser og at svenske privatinvestorer i højere grad er aktive på det svenske aktiemarked. Samlet set bidrager en formindsket risikovilje alt andet lige til en lavere prissætning for små vækstelskaber. Den lavere prissætning er ofte nævnt som styrende for mindre vækstelskabers vilje til at søge en børsnotering i Danmark.

Løsningsforslag:

Aktivere nyt banksegment

NASDAQ OMX vil aktivere banksegmenter, som ikke allerede deltager i børsnoteringskonsortier med det formål at benytte disse bankers stærke distributionskraft til velhavende privatinvestorer og private investorer generelt. NASDAQ OMX København vurderer, at de danske banker, herunder de mellemstore danske banker, kan spille en langt større rolle i forbindelse med aktiedistribution og børsnotering af mindre selskaber.

Opsøge nye typer ankerinvestorer

Emissionsbanker og børsnoteringsrådgivere bør afsøge muligheder for at identificere og opsøge alternative ankerinvestorer udenom de store pensionskasser. Når en ankerinvestor går ind i en aktie, blåstempler det i mange privatinvestorers øjne aktien og investeringscasen. Den ankerinvestor behøver ikke altid være en stor dansk pensionsfond. Det kan også være en familiefond, privat fond eller en større virksomhed inden for samme industrisektor.

Konkurrencedygtig aktionærbeskatning

NASDAQ OMX København ønsker gunstigere skattevilkår for investorerne - eksempelvis simpel og konkurrencedygtig aktionærbeskatning:

- Justering af dansk aktionærbeskatning til nordisk niveau mellem 27 procent og 30 procent.
- Indførelse af en dansk aktiesparekonto efter svensk forbillede. Se forslag længere nede i artikelen.
- Ensretning af reglerne for beskatning af personers henholdsvis gevinst og tab på børsnoterede aktier.
- Lagerbeskatning af børsnoterede porteføljeaktier for selskabsinvestorer bør ophæves.

Indførelse af Small og Mid Cap Interessekartotek

NASDAQ OMX vil oprette og ajourføre en oversigt over danske banker, som aktivt ønsker at invitere Small- og Mid Cap selskaber og børsnoteringskandidater til investormøder over for eksempelvis deres private banking og andre formuende kunder.

Udbredt mangel på analysedækning i Small og Mid Cap segmenter

Analysedækning er et veldokumenteret værktøj til at øge investorinteressen i en aktie. En analyse giver en aktie opmærksomhed og synlighed, og klæder investor bedre på til at træffe den for ham eller hende rette investeringsbeslutning.

Det er alment anerkendt, at manglende analysedækning ofte kan resultere i mindre investorinteresse og dermed lavere likviditet og omsætning i en aktie. Det er ikke kun en lokal betragtning og et dansk fænomen. Det er en almen europæisk udfordring.

Løsningsforslag:**Løft af mulighederne for aktie-research via Fact Sheet**

NASDAQ OMX vil iværksætte en Fact Sheet-ordning. Den opgave skal løftes af en uafhængig analysevirksomhed, der skal kunne levere en kvantitativ opstilling af centrale og sammenlignelige nøgletal til brug for benchmark-analyse af samtlige børsnoterede selskaber på NASDAQ OMX Nordic på tværs af samtlige Small, Mid og Large Cap-segmenter.

Udover at have det formål at investor kan sammenligne samtlige børsnoterede aktier på NASDAQ OMX' nordiske børsmarkeder, skal løsningen nemt kunne skaleres, så selskaberne i tilkøb til Fact Sheet'et får mulighed for at tilføje en kvalitativ overbygning til nøgletallene fra analyseudbyderen.

Inddrage og motivere nye konsortiebanker til at løfte aktieanalysen

Inddrage mellemstore danske banker i børsnoteringskonsortier med henblik på distribution til private investorer. Dette kan motivere disse banker til at inkludere flere små selskaber i deres analysedækning.

Oplevelse af lav likviditet i Small Cap-segment

Omsætning i Small og Mid Cap er over de sidste 18 måneder omtrent fordoblet, og forskellen på bud- og udbudspriser har indsnævret sig til det mindste spænd, siden NASDAQ OMX begyndte at måle kursspænd i Small, Mid og Large Cap. Den øgede omsætning og forbedrede likviditet afspejler den store interesse og de gode afkastmuligheder, der ligger i Small og Mid Cap-segmentet.

Den oplevelse af manglende likviditet er medvirkende til at afholde investorer fra at investere i aktier med lav likviditet og er derfor en vægtig forhindring for, at mindre selskaber kan finde nye ejere og investorer på det danske børsmarked.

Manglende likviditet er ikke kun et dansk fænomen, men en problemstilling, som de fleste børser verden over forsøger at adressere og løse.

Løsningsforslag:**Liquidity Provider**

NASDAQ OMX København indfører Liquidity Provider-ordning efter svensk model. En likviditetsstillerordning vil hjælpe ved at formalisere og synliggøre de fordele, som aktieselskaber kan opnå ved at benytte sig af en likviditetsstiller i aktiemarkedet. Samtidig vil en Liquidity Provider alt andet lige gøre det lettere og billigere for private at handle i selskaber, der er tilknyttet en likviditetsstillerordning.

Intradag Auktion

NASDAQ OMX København har indført en Intradag Auktion, som skal forbedre muligheden for at matche køber og sælger ved at samle likviditeten i fem minutter midt på dagen.

Intradag Auktionen kører hver handelsdag på fondsbørsen fra klokken 13.30 til 13.35. I det tidsrum samler NASDAQ OMX alle købs- og salgsordrer på hver side af ordrebogen og skaber deraf en såkaldt *equilibrium price*, en ny ligevægtsspris, som danner grundlag for den fortsatte kontinuerlige handel. Ved at indføre Intradag Auktionen for små- og mellemstore aktier fjerner NASDAQ OMX København noget af den risiko og usikkerhed, investorerne oplever ved at investere i mindre likvide papirer.

Top Ti Investor Faktorer

NASDAQ OMX København udarbejder en vejledning i forbedret likviditet, som er de ti vægtigste faktorer danske investorer kigger efter, når de vurderer et selskab i kurslisterne. Den liste vil indgå i NASDAQ OMX Københavns "Før-under-efter beskrivelse".

Forslag om dansk aktiesparekonto

I Danmark beskattes kursgevinster og udbyttebetaling begge med maksimalt 42 procent. Det er en OECD-topscore og en tung meromkostning for danske selskabers muligheder for at rejse langsigtet, risikovillig kapital. Den meromkostning tager danske investorer villigt, når det gælder store selskaber med dokumenterede, solide indtjeninge.

Problemet opstår, når danske investorer skal investere i danske vækstselskaber, da den iboende merrisiko for disse typer selskaber maksimeres markant af den meromkostning investoren skal betale staten i form af den maksimale aktionærbeskatning på 42 procent. Til sammenligning betaler en svensk aktionær 30 procent, en norsk 28 procent, en amerikansk 19,1 procent, mens OECD-gennemsnittet er på 16,4 procent².

Svensk aktiesparekonto

En måde at introducere svenske tilstande kunne være at se på den svenske ISK, Investeringssparkonto, som den svenske regering indførte i 2012³. Siden lanceringen i januar 2012 har 438.000 personer taget ISK til sig.

Det svenske skattevæsen anslår, at 20.000-30.000 ISK'er er gamle aktiedepoter, som er flyttet over til nye ISK. Det betyder at langt størsteparten er nye aktionærer, og dermed helt ny skatteindtægt. Det er dog et anslået tal fra skattevæsenets side.

Den svenske stat har en gennemsnitlig indtægt for 2013 på 4.000 SEK per ISK. Det svenske finansdepartementet har i sit oplæg fra 2011 regnet med, at ny opsparing i ISK bliver på 50-100 mia. SEK om året. ISK'en er et alternativ til traditionel beskatning af aktieindkomst. Det er således frivilligt for investor, hvilken ordning man ønsker at anvende for at betale sin skat.

Hvordan beregnes den?

Skatten på ISK beregnes ud fra et såkaldt kapitalgrundlag. Det kapitalgrundlag opgøres årligt og er en fjerdedel af summen af:

- værdien af aktiverne ved begyndelsen på hvert kvartal
- indbetalte beløb til ISK i løbet af året
- finansielle instrumenter, der overføres til ISK af kontoindehaveren i løbet af året og
- finansielle instrumenter, der er overført fra andre investeringsopsparingskonti i løbet af året.

Kapitalgrundlaget er ganget med en fast faktor, som er statslånerenten den 30. november i året forud for indkomståret. Resultatet er den skønnede indkomst, som automatisk vil blive fortrykt på selvangivelsen og indgå som kapitalindkomst. Af denne indkomst betales 30 pct. i skat.

Hvad koster en aktiesparekonto?

Ifølge det svenske finansministeriums beregninger vil de varige offentligt-finansielle budgeteffekter af ISK være -2 mia. SEK. I Sverige er indførelsen af ISK dog effektneutral, da den generelle afkastbeskatning ved samme lejlighed blev reguleret nogle procentpoint til 30 procent.

Isoleret set koster indførelsen af ISK den svenske stat SEK 2 mia. om året. Om den beregning kan overføres til danske forhold, bør vurderes af danske embedsmænd. Men det er værd at bemærke, at selve indførelsen må forventes at skabe helt nye investorer i markedet og dermed også et helt nyt provenugrundlag for det offentlig-finansielle budget.

Fordele ved dansk aktiesparekonto

På baggrund af de svenske erfaringer kan vi se, at der er en række fordele ved aktiesparekontoen for investorerne. Skatten svares og rapporteres automatisk, hvilket letter og forsimples reglerne for

² Kilde: *Danmark har den højeste aktiebeskatning i OECD*; CEPOS, 31. oktober, 2012

³ Kilde: *Förslag om investeringssparkonto till Lagrådet*; <http://www.regeringen.se/sb/d/14761/a/168570>

investorerne. Aktiesparekontoen og den faste årlige skatteberegning betyder, at man som investor ikke skal spekulere i realisationstidspunktet.

På ganske kort tid har den svenske aktiesparekonto, ISK, fået relativt godt fat i mange nye investorer og er således et godt bud på, hvordan man i Danmark kan fremme en gryende aktiekultur og motivere appetitten på investering i danske aktieselskaber, hvad enten det gælder mindre, ny-noterede vækstselskaber eller det drejer sig om de store, velkendte, børsnoterede industriselskaber.

Det er vores håb, at de analyser og anbefalinger, som er skabt på baggrund af arbejdet i IPO Task Force kan blive startskuddet på en god debat om, hvordan børsmarkedet og den gunstige udvikling, fondsbørsen oplever, kan spille en større rolle for væksten og jobskabelsen i dansk erhvervsliv generelt og for mindre selskaber i særdeleshed.

Går du med en lille eller stor børsnotering i 'maven', er du mere end velkommen til at tage fat i mig, så er første skridt taget: Vejen til kapital via aktiemarkedet er kortere, end man umiddelbart skulle forvente.

Download hele rapporten samt præsentation: [Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst](#)