

## 13. Finansielle markeder

### Finansielle markeder

Velfungerende finansielle markeder er en forudsætning for en effektiv fordeling af kapital, der kan understøtte både virksomhedernes drift og deres vækstmuligheder.<sup>1</sup> Det fremmer danske virksomheders konkurrenceevne i en global markedsøkonomi.

De centrale konklusioner i dette kapitel er:

- De danske kapitalmarkeder er samlet set forholdsvis veludviklede målt ved værdien i forhold til samfundsøkonomien (BNP).
- I Danmark sker virksomhedernes kapitalfremskaffelse i overvejende grad uden om de danske aktiemarkeder, idet Danmark ligger lavt placeret sammenlignet med OECD-landene målt ved nynterteringer.
- Relativt få virksomheder i Danmark noterer sig på fondsbørsen sammenlignet med fx Sverige, Finland og Tyskland.

#### Kapitalmarkedets størrelse

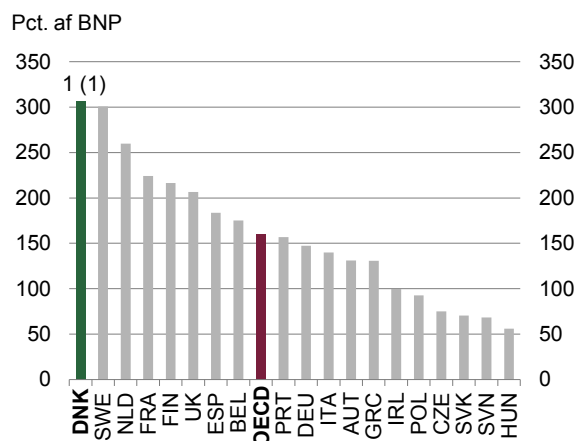
Kapitalmarkedet består af finansielle fordringer som fx aktier og obligationer. Kapitalmarkedet er hovedsagelig et marked for standardprodukter, som er udstedt og handlet i en betydelig volumen.

Den relative størrelse af kapitalmarkedet kan være et udtryk for, at der er adgangen til en bred palette af finansieringsmuligheder. Markeder med en betydelig volumen giver fx virksomhederne gode muligheder for at kunne finansiere deres investeringer i nyt kapitalapparat på en omkostningseffektiv måde.

Det samlede danske kapitalmarked har en størrelse svarende til godt 300 pct. af BNP. Det er meget højt i international sammenhæng, se figur 13.1.

Kapitalmarkedets samlede størrelse er i Danmark primært drevet af et stort udlån til husholdningerne samt af et aktiemarked, hvor der er noteret etablerede selskaber af betydelig international størrelse.

➔ **Figur 13.1** Kapitalmarkedets størrelse, 2016



Anm.: Kapitalmarkedet defineres som summen af markedsværdien af det lokale aktiemarked, udlån til hhv. husholdninger og ikke-finansielle virksomheder, erhvervsobligationer og udlån til offentlige myndigheder. Bemærk, at der er sket ændringer i Eurostats definitioner i anvendelsen af erhvervsobligationer siden Redegørelse om vækst og konkurrenceevne 2017. Dertil bemærkes, at Schweiz og Luxembourg ikke indgår i opgørelsen, som begge forventes at have et relativt veludbygget kapitalmarked.

Kilde: Eurostat.

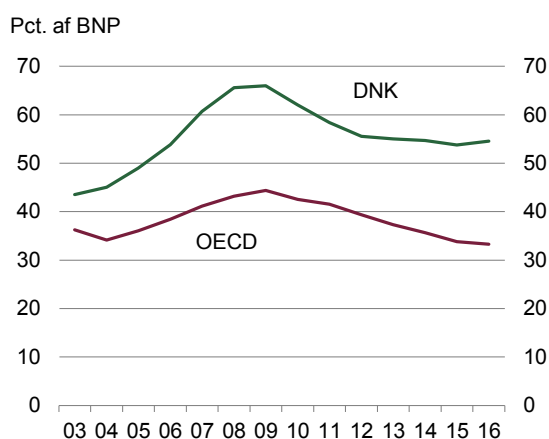
Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

#### Kreditmarkedet

Kreditmarkedet er en delmængde af kapitalmarkedet og består af overvejende likvide fordringer lige fra banklån til obligationslån.

De seneste tre år har udlånet til erhverv i Danmark været relativt stabilt målt som andel af BNP, mens udlånet i OECD endnu ikke er stabiliseret efter den finansielle krise, se figur 13.2.

➔ **Figur 13.2** Udviklingen i udlån til erhverv, 2003-2016



Anm.: Udregningerne er baseret på det årlige udlån til ikke-finansielle virksomheder som andel af BNP.

Kilde: ECB og egne beregninger.

Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

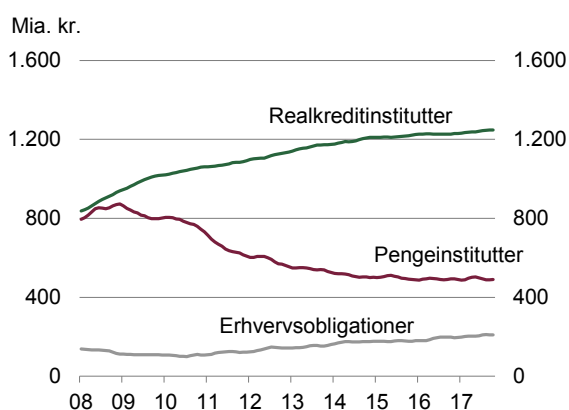
<sup>1</sup>Se fx Nationalbanken, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2013 – del 2, Produktivitet og omkostningseffektivitet i den finansielle sektor i Danmark.

## 13. Finansielle markeder

Udlånet til erhvervslivet i Danmark som andel af BNP er i årene efter krisen faldet betydeligt og har derefter stabiliseret sig på et niveau svarende til niveauet i 2006. Sammenlignet med udlånene i OECD ligger Danmark fortsat relativt højt med ca. 20 pct.-point over OECD.

Virksomheder i Danmark anvender i stigende grad realkreditlån og erhvervsobligationer som finansieringskilder, mens lån fra pengeinstitutter har været relativt uændret siden 2015, se figur 13.3.

→ **Figur 13.3** Udlån til erhverv efter finansieringskilde, 2008-2017



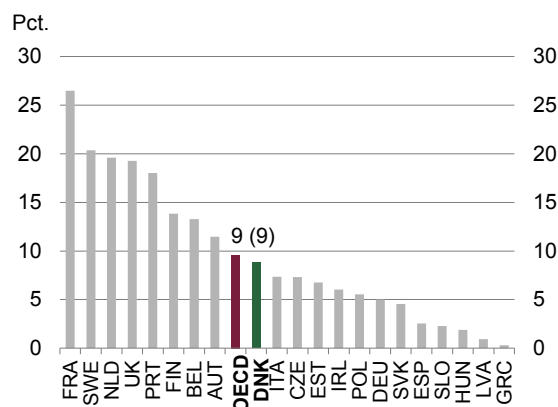
Anm.: Serien er baseret på tremåneders glidende gennemsnit. Der ses bort fra udlån til pensionskasser, forsikringselskaber m.fl. Erhvervsudlånet er inkl. personligt ejede virksomheder. Personligt ejede virksomheder er ikke en del af erhvervssektoren (ikke-finansielle virksomheder) i Nationalbankens definition.

Kilde: Nationalbanken og egne beregninger.

Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

Danske virksomheders anvendelse af erhvervsobligationer er lidt lavere end OECD-gennemsnittet samt betydeligt lavere end i fx Sverige. Danske virksomheders anvendelse af erhvervsobligationer svarer til knap 9 pct. af BNP, mens andelen i Sverige er godt 20 pct. af BNP, se figur 13.4.

→ **Figur 13.4** Anvendelsen af erhvervsobligationer, ultimo 2016



Anm.: Udestående erhvervsobligationsudstedelser fra virksomheder ultimo 2016 ift. BNP ultimo 2016. Eurostat har ift. 2015 foretaget ændringer i definitionerne, hvilket har været medvirkende til, at flere lande har byttet plads.

Kilde: Nationalbanken og Eurostat.

Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

### Udlånmarginal og renteniveau

Udlånmarginalen på erhvervsudlånet udtrykker pengeinstitutternes indtjening på deres udlån til erhverv. Den måles som forskellen mellem pengeinstitutternes fundingomkostninger og den rente, kunderne betaler for lånet. Udlånmarginalen og gebyrer er pengeinstitutternes primære indtægtskilder, hvor udlånmarginalen er den største.

Rentemarginalen udgør knap 2¼ pct.-point i 2017 for udlånet til erhverv, hvilket er det laveste niveau siden 2012. Marginalen er dog fortsat højere end i årene op til den økonomiske krise.

Udviklingen de seneste år afspejler blandt andet historisk lave renter, konkurrencen på kreditmarkedet og den forbedrede konjunktursituation.<sup>2</sup>

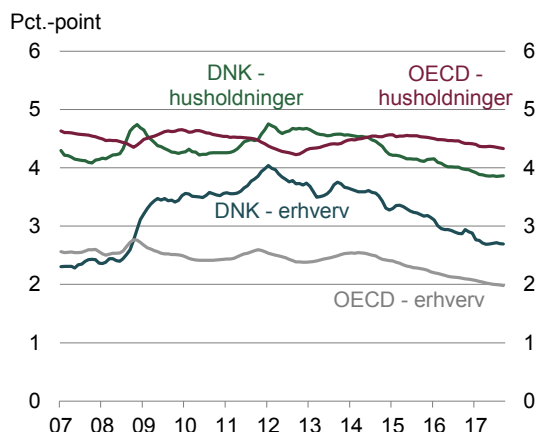
I international sammenligning er udlånmarginalen i Danmark på erhvervsudlånet ved indgangen til 2017 godt ¼ pct.-point højere end OECD-gennemsnittet.

Udlånmarginalen for husholdninger har i både euroområdet og i Danmark siden 2008 ligget stabilt på ca. 4 til 4½ pct.-point, se figur 13.5.

<sup>2</sup> Se fx Nationalbanken, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2013 - del 2, Pengeinstitutter, kredit og konjunkturer.

## 13. Finansielle markeder

→ **Figur 13.5** Pengeinstitutternes udlånsmarginale, 2007-2017



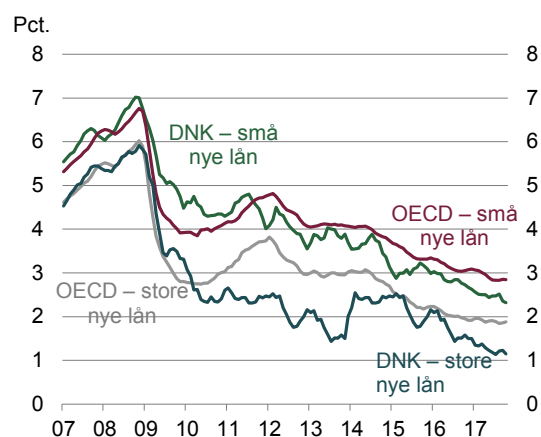
Anm.: Der kan, især for lån til ikke-finansielle virksomheder, være forskelle på brugen af sikkerhedsstillelse i europæiske og danske data. Der forekommer et databrud i den danske rentestatistik i september 2013, der dog ikke har væsentlig betydning for hverken husholdninger eller erhverv. Kilde: Nationalbanken, ECB samt egne beregninger. Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

Det bemærkes, at pengeinstitutternes udlån til husholdninger (og erhverv) i Danmark typisk består af den yderste del af finansieringen og dermed den mest risikable del. Det indebærer typisk højere renter, idet de danske realkreditinstitutter ofte leverer den første, og billigste finansiering til både virksomheder og husholdninger.

Generelt ligger renten på små lån højere end renten på store lån i såvel Danmark som i andre OECD-lande. For store lån har renten fra 2010 til 2014 ligget betydeligt lavere i Danmark end OECD-gennemsnittet, men de seneste år er forskellen indsnævret.

Renten på små lån i Danmark har de seneste år ligget under eller omkring OECD-gennemsnittet. Dermed er udviklingen i årene umiddelbart efter finanskrisen vendt. Der kan imidlertid være en vis usikkerhed i fortolkningen af tallene på grund af forskelle i brugen af sikkerhedsstillelse, som vil påvirke risikoen og dermed renten, se figur 13.6.

→ **Figur 13.6** Udviklingen i renter på små og store nye lån fra pengeinstitutter, 2007-2017



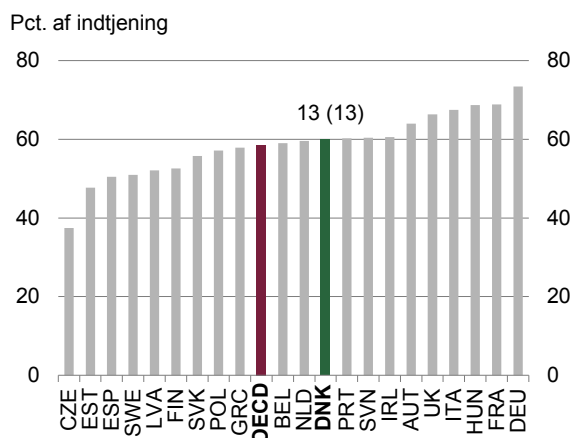
Anm.: Udregnet som tremåneders glidende gennemsnit af kreditinstitutternes renter på nye lån (ekskl. kassekreditter) til virksomheder med rentebinding på op til og med et år. Grænsen mellem små og store lån er 7,5 mio. kr. Der forekommer et databrud i den danske rentestatistik i september 2013 grundet forbedrede indberetningskanaler i den nye MFI-statistik. Kilde: ECB, Danmarks Statistik samt egne beregninger. Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

Danske kreditinstitutters samlede omkostninger i forhold til indtjening ligger lidt over OECD-gennemsnittet og højere end i Sverige og Finland. Det kan indikere en lavere effektivitet i de danske kreditinstitutter, se figur 13.7.

Tallene skal dog ses over en længere årrække, da effektivitetsmålet både dækker over blandt andet konjunkturerne (og dermed indtjeningen) og forskelle i kreditinstitutstrukturen i de undersøgte lande. De omfattende lukninger og sammenlægninger af kreditinstitutter efter finanskrisen kan på sigt få en positiv effekt på effektiviteten, da kreditinstitutvirksomhed er kendetegnet ved stordriftsfordele.

## 13. Finansielle markeder

→ **Figur 13.7** Samlede omkostninger i forhold til indtjening, 2014-2016



Anm.: De samlede omkostninger dækker hovedsageligt omkostninger til personale, administration og afskrivninger. Indtjening er hovedsageligt netto rente- og gebyrindtægter og kursreguleringer af finansielle aktiver. I parentes angives positionen for gennemsnittet af 2012-2014.

Kilde: ECB.

Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

### Adgang til aktiemarkedet

Aktiemarkedet kan være en vigtig kilde for virksomheder, der har behov for mere egenkapital. Det kan være potentielle vækstvirksomheder, der har behov for tålmodig kapital, hvor bankfinansiering ikke er noget alternativ. Aktiemarkedet kan også bruges som en exitmulighed for investeringsfonde, der afhænder porteføljevirkomheder ved at lade dem optage til handel på aktiemarkedet. Større egenkapital og højere soliditet gør samtidig virksomhederne mere robuste over for konjunkturudsving og gør det lettere at opnå lån til finansiering af driften.

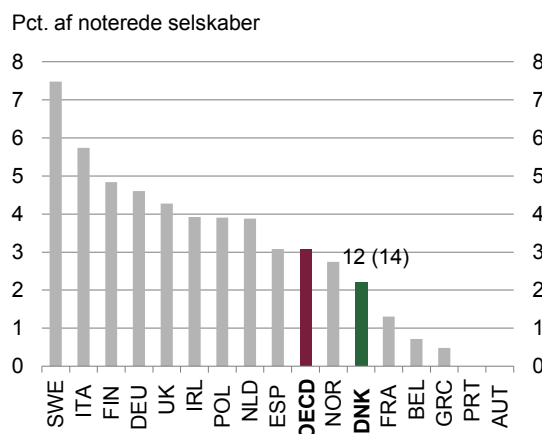
I Danmark anvender relativt få virksomheder aktiemarkedet til at rejse kapital gennem nyanoteringer på de danske børser. Særligt Sverige udmærker sig, idet antallet af nyanoterede virksomheder udgør knap 8 pct. af deres samlede antal børsnoteerede virksomheder, se figur 13.8.

Samtidig er antallet af mindre noteringer på både hovedbørser og mindre børser betydeligt lavere i

Danmark sammenlignet med Norge og særligt Sverige, se kapitel 10.

Med til billedet hører, at flere danske virksomheder lader sig notere i andre lande, fx i Sverige, frem for i Danmark.

→ **Figur 13.8** Nyanoteringer på fondsbørsen, ultimo 2016



Anm.: Tallene er baseret på oplysninger fra de respektive hovedbørser, som fx Nasdaq Copenhagen. Den alternative markedsplads – First North – indgår ikke i tallene. I figur 10.10 er der brugt samme kilde men suppleret med data fra en konsulentundersøgelse.

Kilde: Statistik fra de respektive fondsbørsers hjemmesider.

Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

### Digitalisering i den finansielle sektor

Nye betalingsløsninger og alternative lånemuligheder giver nye muligheder for den finansielle sektor.

Den finansielle sektor er allerede påvirket i høj grad af den teknologiske udvikling. Blandt andet har FinTech via nye innovative løsninger ændret forretningsmodeller i forhold til de traditionelle løsninger hos de finansielle institutioner, se boks 13.1.

## 13. Finansielle markeder

### Boks 13.1 Fintech udfordrer den finansielle sektor

Ordet "fintech" er en sammentrækning af "financial" og "technology". Fintech bruges ofte som betegnelse for de mange små virksomheder tilknyttet det finansielle system, der benytter sig af nye, digitale forretningsmodeller. Det kan enten være i konkurrence med etablerede finansielle virksomheder eller som underleverandør til selv samme. Nye fintech-løsninger kan også udvikles internt i etablerede finansielle virksomheder, hvor fx flere danske finansielle virksomheder i de seneste år har valgt at øge deres indsats indenfor udvikling af nye teknologiske løsninger og produkter.

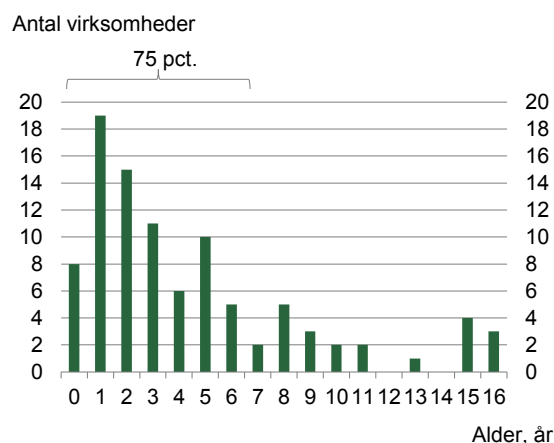
Det stigende antal fintech-virksomheder er med til både at udvikle og udfordre den eksisterende finansielle sektor ved at tilbyde nye innovative produkter og services. Knap 75 pct. af nulevende danske fintech-virksomheder er etableret inden for de seneste seks år, og antal nyetableringer toppede i 2015 med 19 nye virksomheder, se figur 13.a.

Den 1. januar 2018 trådte en ny betalingslov i kraft, der implementerer det andet betalingsdirektiv (PSD2)<sup>3</sup> i dansk ret. Med PSD2 reguleres som noget nyt såkaldte tredjepartsudbydere, dvs. en anden udbyder end den, der fører brugerens konto (fx en bank). Disse tredjeparter får dermed, med brugerens samtykke, tilladelse til at udbyde såkaldte *betalingsinitieringstjenester*, der kan igangsætte konto-til-konto-betalinger på vegne af brugeren gennem brugerens bank. Med den nye betalingslov har virksomheder også fået mulighed for at benytte kundedata til kommercielle formål. Det betyder, at virksomheden ikke nødvendigvis behøver at opnå profit på selve transaktionen, men i stedet kan sikre sin indtjening via behandling af kundedata, hvilket åbner op for nye forretningsformer.

Størstedelen af danske fintech-virksomheder arbejder inden for betalingstjenester, se figur 13.b. Fintech-virksomheder inden for betalingstjenesteområdet er ofte ældre end andre typer af fintech-virksomheder. Derimod er især fintech-virksomheder inden for investerings-, sikkerheds- og forsikringsrelaterede virksomhedsmodeller typisk etableret inden for de seneste par år, se Factbook.

Blandt nye fintech-virksomheder findes også virksomheder, der beskæftiger sig med kryptovaluta, der kan gøre det muligt at flytte værdier og gennemføre transaktioner uden om banker. En stor del af bankernes indtjening stammer fra pengetransaktioner og betalinger, og derfor kan denne type virksomheder få signifikant indflydelse på den etablerede finansielle sektor fremover.

➔ **Figur 13.a** Danske fintech-virksomheder fordelt efter alder, 2016

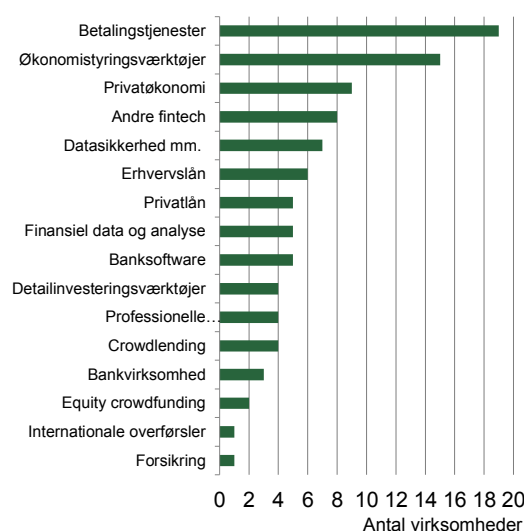


Anm.: Kortlægningen er baseret på desk-research fra diverse erhvervsregistre. Der er dermed ikke tale om en komplet opgørelse. I opgørelsen indgår kun virksomheder, som var aktive i 2016. Det lave antal virksomheder med alder på 0 år kan hænge sammen med, at registreringen af nye virksomheder sker med forsinkelse.

Kilde: Vækstfonden.

Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

➔ **Figur 13.b** Danske fintech-virksomheder fordelt efter virksomhedstyper, 2016



Anm.: Kortlægningen er baseret på desk-research fra diverse erhvervsregistre. Der er dermed ikke tale om en komplet opgørelse. De forskellige undergrupper tager udgangspunkt i amerikanske Venture Scanners definitioner.

Kilde: Vækstfonden.

Figurdata: [https://doi.org/10.30452/RVK\\_13](https://doi.org/10.30452/RVK_13)

<sup>3</sup> Direktiv (EU) 2015/2366 (PSD2).