

# **ANALYSE AF MARKEDS- OG KONKURRENCEFØRHOLD PÅ BØRSMARKEDER**

i Danmark, Sverige, Norge og UK

Erhvervsministeriet  
25. januar 2018

# Forord

Analysen og interessenter har igennem længere tid sat fokus på, at det danske børsmarked for små og mellemstore virksomheder er mindre velfungerende end en række andre markeder, fx det svenske. I 2017 udgav Erhvervsministeriet en analyse af markederne for egenkapital, hvor en konklusion var, at de danske børsmarkeder for mindre virksomheder er betydeligt mindre aktive end markederne i Sverige, Norge, Holland og Tyskland.

På denne baggrund ønsker Erhvervsministeriet med dette projekt at opnå en forståelse af, hvilke forhold der driver den svage markedsudvikling på det danske børsmarked for små virksomheder (micro-cap-markedet). Markedet i Danmark vil i denne analyse blive sammenlignet med de tilsvarende markeder i Sverige, Norge og UK.

Analysen er opdelt i tre dele:

**Del 1: Markedsforståelse, markedsudvikling og kapitalomkostninger**

**Del 2: Analyse af konkurrence- og markedsforhold**

**Del 3: Sammenfatning af svage markedsforhold**

# Metode og tilgang

Analysen bygger på fire tilgange:

- 1. En interviewanalyse med relevante aktører i Danmark og Sverige:** Den viden, vi har indsamlet fra interviews, suppleres med viden og statements fra interviews foretaget ifm. tidligere analyser, særligt Copenhagen Economics (2016). Aktører i og resultater af analysen er forklaret i Appendiks A, og de vil desuden blive refereret løbende igennem de følgende projektslides.
- 2. En kvantitativ analyse af markedsdata fra forskellige kilder:** Her analyseres udviklingen i antal børsnoteringer, antallet af aktører på de forskellige markeder, likviditet, prissætning mv.
- 3. Analyse og forståelse af individuelle cases:** Her beskrives en række eksempler, hvor små danske virksomheder enten er børsnoteret i Danmark eller Sverige. Disse eksempler er beskrevet i Appendiks B.
- 4. Tidligere litteratur:** Endelig vil vi benytte os af den tidligere litteratur, samt egen ekspertise inden for området.

# Indholdsfortegnelse

## DEL 1: MARKEDSFORSTÅELSE OG MARKEDSUDVIKLING

### 1.1 Kapitalveje og markedsudvikling:

1. Hvilke kapitalveje er der?
2. Et begrænset børsmarked for små virksomheder i Danmark
3. Mange danske noteringer i udlandet
4. Et mere aktivt marked for små virksomhedshandler
5. Færre små vækstvirksomheder og færre start-ups i Danmark

### 1.2 Børsprocessen, incitament og virksomhedernes valg

6. Markederne, vigtige aktører og gatekeepers
7. Børsnoteringsprocessen i forskellige steps
8. Informations og interessekonflikter
9. Et spørgsmål om langsigtet troværdighed hos investorer
10. Styrket troværdighed igennem noteringsstrategi og informationssystemer
11. Det afgørende for små virksomheders valg af kapitalvej

## DEL 2: KONKURRENCE- OG MARKEDSFORHOLD

### 2.1 Konkurrence og markedsanalyse

12. Markedet for finansielle rådgiver og investeringsbanker
13. Revisorer og advokater
14. Markedet for børser er mere diversificeret i andre lande
15. Karakteristika for de forskellige børser
16. Et svagt investorlandskab i det danske micro- og small-cap marked
17. Et dårligt investorlandskab medfører en svag omsætning og likviditet
18. Nyheds- og likviditetsdækning

### 2.2. Omkostninger

19. Samlede langsigtede kapitalomkostninger og dårlig prissætning i Danmark
20. Høje noteringsomkostninger i Danmark
21. Et resultat af ineffektive markeder og et svagt investorlandskab

## DEL 3: CENTRALE UDFORDRINGER

22. Centrale udfordringer

## APPENDIKS

- A. Eksempler for virksomheder der har søgt nye kapitalveje
- B. Interviewresultater

# **DEL 1**

MARKEDSFORSTÅELSE OG  
MARKEDSUDVIKLING

## **1.1 KAPITALVEJE OG MARKEDSUDVIKLING**

I dette afsnit analyseres små virksomheders mulige kapitalveje, samt hvordan de forskellige markeder har klaret sig i udvalgte lande.

# Hvilke kapitalveje er der?

## DE FORSKELLIGE MULIGHEDER

Virksomheder er generelt finansieret af en kombination af fremmedkapital (dvs. gæld til fx banker) og risikovillig egenkapital fra investorer/virksomhedsejere. I dette projekt er der fokus på sidstnævnte.<sup>1</sup>

I det tidlige vækstforløb består virksomheders egenkapital typisk af en blanding af ejerens private midler (inkl. venner og familie) og midler fra kapitalfonde, business angles (BA) og offentlige fonde (fx Vækstfonden i Danmark og Almi Invest i Sverige), jf. fase I i figur 1.1. Her er virksomhedens forretningsmodel typisk så risikabel, at gældsfinansiering ikke er en mulighed.<sup>2</sup>

Når virksomheden vokser, bliver der ofte behov for at rejse mere risikovillig kapital (egenkapital). Virksomheden står typisk i en kombination af to udfordringer (se forklaringer i Copenhagen Economics (2016) og Ewing (2015)):

- Virksomheden mangler mere risikovillig kapital** for at kunne accelerere sin vækst. Det kan fx være en virksomhed, der netop har udviklet og lanceret sit første produkt på det indenlandske marked, og nu mangler der ny kapital til videreudvikling og lancering af produktet i andre lande, jf. fx eksemplet GreenMobility og Photocat A/S i bilag A.
- Nuværende ejere vil sælges ud.** Det kan fx være en business angle (BA) eller vækstkapitalfonde, der har været med til at finansiere virksomhedens opstart, men som ikke specialiserer sig i virksomhedsfinansiering i de senere vækstfaser.

For helt små vækstvirksomheder er det typisk et spørgsmål om mangel på mere risikovillig kapital (1). Hertil findes der forskellige typiske kapitalveje, jf. fase II i figur 1.1:

Fodnoter:

1) Erhvervsministeriets udlånsredegørelse har i høj grad fokus på gældsfinansiering. Egenkapital er typisk mere risikabel end gæld, og investorer har derfor også et højere forventet afkast. Investorer kan ses som værende mere tålmodige end gældshavere, men de forventer et afkast før eller siden, og større investorer kræver også typisk indflydelse i virksomheden.

2) Det forklares af følgende citat fra vores interviewanalyse: "I micro-cap-segmentet er der tale om virksomheder, der i best-case stiger til det tidobbelte i værdi. Her kan virksomheder rejse penge i aktiemarkedet, når de har fået et kommercielt gennembrud, dvs. når de har vist, at deres idé holder vand. Fx når offentlige fonde eller lign. har sagt god for idéen. Men de mangler stadig et finansielt gennembrud, dvs. de har stadig ikke et positivt cash flow." **Citat: Svensk rådgiver.**

- IPO indland:** En indenlandsk børsnotering er en mulighed i nogle lande. I Sverige og UK er børsnotering faktisk en af de mest hyppige kapitalveje for små virksomheder.
- IPO udland:** Alternativt kan virksomheden børsnoteres på en udenlandsk børs. Det ses fx ved en del danske virksomheder, der går på børsen i Sverige.
- Private placement:** Der kan findes et antal af nye private investorer.
- M&A til kapitalfond/BA:** Der kan komme en lidt større kapitalfond eller business angle ind som ejer.
- M&A til anden virksomhed:** Endelig kan virksomheden sælges ind i en anden virksomhed, typisk i samme branche.

Ved private placement og M&A til kapitalfonde/BA er der typiske tale om minoritetshandler på dette stadie, mens M&A til anden virksomhed oftest er majoritetshandler.

## FOKUS I DETTE PAPIR

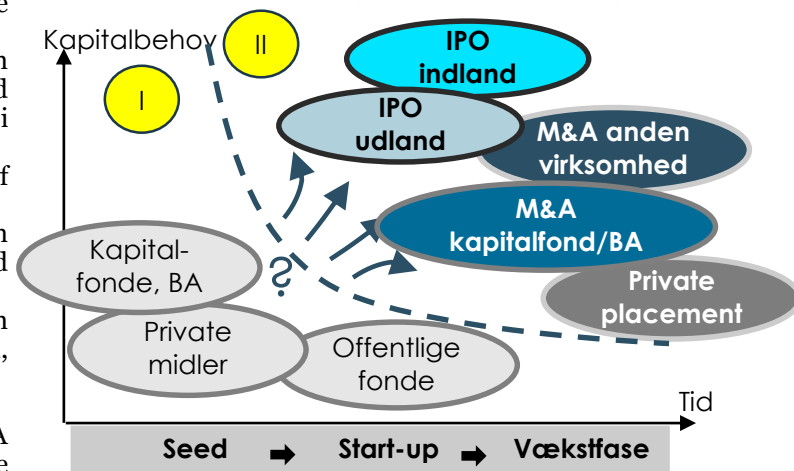
I dette papir er der primært fokus på børsnoteringer. Det er dog vigtigt at se markederne i en sammenhæng, og derfor sammenligner vi med alternative kapitalveje. Vi sammenligner endvidere udviklingen i hhv. Danmark, Sverige, Norge og UK.

Vi ser udelukkende på mindre virksomheds-transaktioner og fokuserer især på mikrotansaktioner på under 300 mio. kr., jf. figur 1.2. Her opdeler vi i:

- Mikro 1-transaktioner** på under 40 mio. kr.
- Mikro 2-transaktioner** fra 40 til 100 mio. kr.
- Mikro 3-transaktioner** fra 100 til 300 mio. kr.

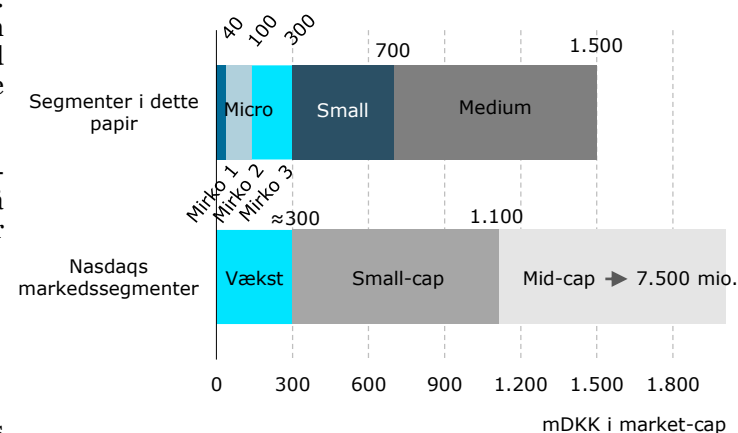
Vi tager udgangspunkt i virksomhedernes nationalitet og ser på, hvor mange der vælger kapitalveje uden for vs. inden for landets grænser.

## 1.1 KAPITALVEJE FOR SMÅ VÆKST-VIRKSOMHEDER (EGENKAPITAL)



Kilde: Copenhagen Economics

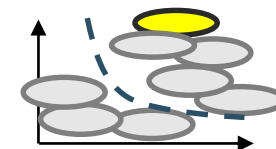
## 1.2 SEGMENTERING PÅ BAGGRUND AF STØRRELSE



Note: I forhold til børsnoteringer, er denne segmentering foretaget pba. ny noteret kapital. I andre dele af analysen bruges denne segmentering til opdeling af eksisterende virksomheder på børsen. Her er segmenteringen foretaget pba. market-cap, vel vidende at vi herved opnår en betydelig anderledes opdeling af virksomhederne.

Kilde: Copenhagen Economics

Analyse af konkurrenceforhold på børsmarkeder 7



# Et begrænset børsmarked for små virksomheder i Danmark

## ET BEGRÆNSET DANSK BØRSNOTERINGSMARKED FOR MINDRE VIRKSOMHEDER

I Danmark findes kun én børs for mindre virksomheder, nemlig First North København, som blev oprettet i 2005. Fra 2005 og frem til finanskrisens start i 2008 blev en række mindre virksomheder i Danmark børsnoteret, jf. perioden 2006-08 i figur 1.3. I løbet af finanskrisen faldt risikoappetitten i markedet, og forskellige forhold gjorde, at der opstod mistillid til flere virksomheder noteret på First North København. Herefter faldt interessen for investering og notering af små virksomheder i Danmark, jf. perioderne 2009-13.

Først i de seneste to år er interessen så småt på vej tilbage, jf. perioden 2014-17. I 2016 blev der noteret tre mindre virksomheder på First North København fra UK: Cleantech Building Materials, Gate Ventures og OWG PLC. Alle tre blev hjulpet på vej af rådgiveren KesWick Global, der tidligere opererede på det nu lukkede GXG-marked, UK. I 2017 blev endnu to danske virksomheder noteret: Green-

Mobility (juni) og Confrize (juni). Endvidere blev NPInvestor noteret i januar 2018. De nye danske noteringer ligger alle i mikro 2-segmentet, jf. figur 1.4.

Når vi ser på det lidt større segment – noteringer på 300-800 mio. kr. – er historien stort set den samme for Danmark, jf. Copenhagen Economics (2016, 2017).

## ET AKTIVT SVENSK MARKED

Det svenske marked for små børsnoteringer er langt mere aktivt end det danske, og den gennemsnitlige noteringsstørrelse er mindre. Funktionaliteten og aktiviteten i det svenske marked er opbygget over mere end 20 år med særligt fokus på de helt små noteringer, jf. figur 1.3 og 1.4.

Efter finanskrisen ses også en opbremsning på det svenske marked, men den er ikke nær så kraftig som opbremsningen i Danmark. Endvidere er markedsaktiviteten allerede tilbage på før-kriseniveau i 2013. Det skyldes bl.a., at finanskrisen ikke

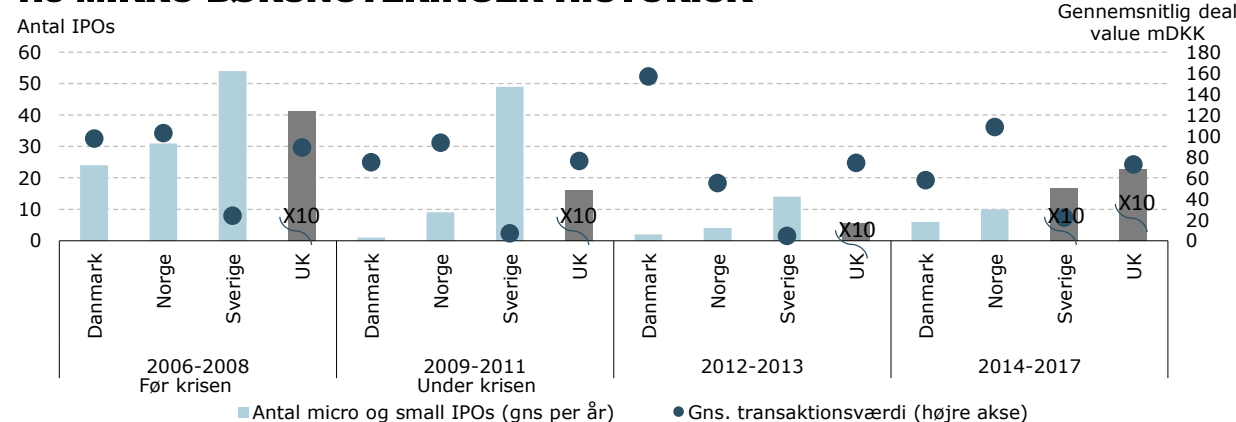
ramte nær så hårdt i Sverige. Desuden kan der være en tendens til, at svenske investorer hurtigere genvinder risikoappetiten.<sup>1</sup>

## ØVRIG SAMMENLIGNELIGE MARKEDER

Markedet i UK er betydeligt større end de skandinaviske markeder. Udviklingen i markedsaktiviteten fra 2006 til 2017 minder om det, vi ser i Sverige, dog med betydeligt flere årlige noteringer, jf. figur 1.3 (bemærk skaleringsfaktoren). Markedet i UK har dog mindre fokus på de helt små noteringer, og den gennemsnitlige noteringsstørrelse er derfor højere end i Sverige, jf. figur 1.4.

I størrelse er det norske marked sammenligneligt med det danske, men her ses også betydeligt flere noteringer i samtlige perioder siden 2006, jf. figur 1.3. Endvidere ses en hurtigere "normalisering" af markedsaktiviteten efter finanskrisen. Ligesom i Danmark ses de fleste noteringer i Norge i de lidt større segmenter (mikro 2 og 3), jf. figur 1.3.

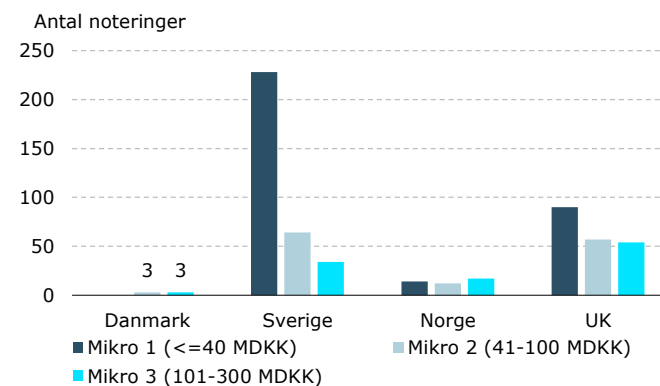
## 1.3 MIKRO-BØRSNOTERINGER HISTORISK



Note: Inkluderer noteringer, hvor der rejses ny kapital for mindre end 300 mio. kr. Figuren indeholder kun børsnoteringer opgjort i Zephyr databasen, så det er sammenligneligt over tid. Dermed undervurderes det samlede antal børsnoteringer (særligt i de senere år), og det svarer ikke præcist til antallet i figuren til højre.

Kilde: Bureau van Dijk (Zephyr) og Copenhagen Economics.

## 1.4 MIKRO-BØRSNOTERINGER OPDELT PÅ STØRRELSE, SIDEN 2014



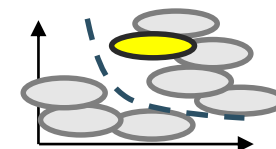
Note: Mikro-børsnoteringer inkluderer noteringer hvor der rejses ny kapital for mindre end 300 mio. kr. Det inkluderer ikke overførelser fra andre børser. For Sverige er en del noteringsstørrelser baseret på et skøn, særligt for NGM, hvor der generelt ikke findes data for noteringsstørrelser. For UK inkluderes kun noteringer på AIM.<sup>8</sup>

Kilde: Skøn pba. FESE, Zephyr samt separate data fra Nasdaq og andre børser.

### Fodnoter:

1) Jf. diskussion af finanskrisens effekt i Sverige i Copenhagen Economics (2016). I vores interviews har flere personer nævnt, at svenske investorer kan være hurtigere til at genvinde investorinteressen og risikovilligheden i de lave størrelsessegmenter.





# Mange danske noteringer i udlandet

## DANSKE VIRKSOMHEDER BØRSNOTERET I SVERIGE

Siden 2014 er minimum 17 små danske virksomheder samt et par større danske virksomheder blevet børsnoteret i Sverige; 7 er noteret på AktieTorget, og minimum 10 er noteret på First North, jf. navne i bilag A. Det gælder særligt biotech- og tech-virksomheder, men også virksomheder i andre brancher,<sup>1</sup> jf. fordelingen af børsnoteringer på børser i figur 1.5 samt udviklingen siden 2014 i figur 1.6. I bilag A beskrives to eksempler.

Tendensen har været hjulpet på vej ad to kanaler:

- 1. First North København:** First North København har hjulpet danske virksomheder til at finde svenske rådgivere. På Nasdaq Sverige er de danske virksomheder Nuevolution AB, GomSpac Sweden AB, Acarix AB, IVISYS AB og ExpreSzion AB fx noteret. Her har der været tale om virksomheder i alle tre mikrosegmenter (1-3).
- 2. AktieTorget:** Sedermera fondkommission – en svensk finansiel rådgiver ejet af samme holdingselskab som AktieTorget – har opsøgt det danske marked og hjulpet syv danske virksomheder med børsnotering på AktieTorget i Sverige.<sup>1</sup> Det gælder Saniona biotech som den første virksomhed tilbage i 2014. Derefter er seks andre virksomheder fulgt med, bl.a. Initiator Pharma AB, Menucard AB og OmniCar AB. Flere forventes at komme til, bl.a. robotvirksomheden Odico. De fleste noteringer på AktieTorget har været i mikro 1- og mikro 2-segmentet.

Det skal siges, at det svenske marked også er blevet attraktivt for virksomheder fra andre lande. I 2016 blev der børsnoteret virksomheder fra bl.a. Østrig, Malta, Schweiz og Singapore.<sup>3</sup> Her har Brexit haft en påvirkning, da AIM LSE i UK herved er blevet en mindre attraktiv børs, både for investorer og

virksomheder.

## DANSKE VIRKSOMHEDERS NOTERINGER I ANDRE LANDE

Endvidere er fire små/mellemstore danske virksomheder blevet noteret i Norge tilbage i 2013 og 2014. Det drejer sig om Asetek A/S, Napatech A/S, HugoGames og Serendex. Her har markedskonjunkturer, oliepriser og individuelle relationer haft betydning (bl.a. gennem rådgiveren APG). Noteringerne ligger i mellemsegmentet, 300-800 mio. kr., hvor det norske marked er relativt stærkt.

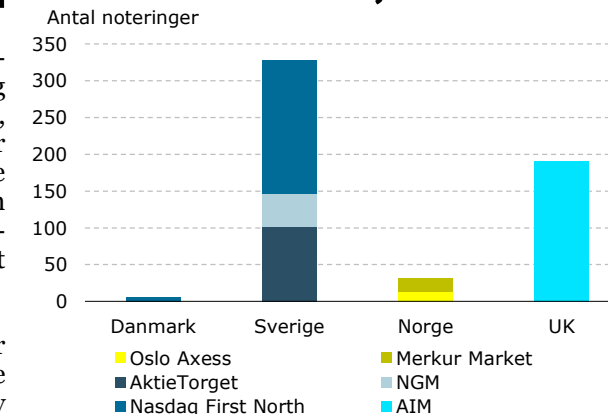
Endelig er enkelte lidt større danske virksomheder blevet børsnoteret på AIM LSE i UK og andre europæiske børser, fx Windar Photonics, der blev børsnoteret på AIM LSE i 2015. Det har typisk været kapitalfondsejede virksomheder inden for biotech, hvor fonden eller virksomheden har særlig tilknytning til udenlandske markeder. Dette har også gjort sig gældende i de større segmenter.

## LANGT MERE INDENLANDSK AKTIVITET I ANDRE LANDE

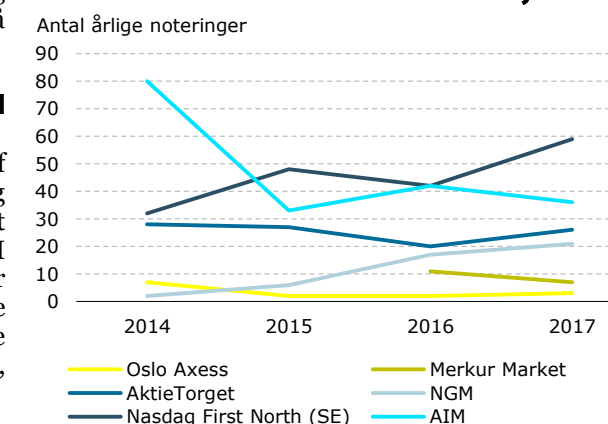
Når vi sammenligner med andre lande, er andelen af indenlandske børsnoteringer betydeligt større og antallet af udenlandske børsnoteringer betydeligt mindre end det, vi ser for danske virksomheder. I Sverige og UK er stort set alle små virksomheder blevet børsnoteret på indenlandske børser. I Norge findes også få noteringer i udlandet – især i Sverige og særligt for de virksomhedsstørrelser og brancher, hvor Norge ikke selv er særlig stærk.

For alle tre andre lande, vi sammenligner med, findes der også flere aktive mindre børser at vælge imellem (for UK viser figureerne dog kun AIM), jf. figur 1.5.

## 1.5 MIKRO-BØRSNOTERINGER OPDELT PÅ BØRSER, 2014-2017



## 1.6 MIKRO-BØRSNOTERINGER ÅRLIGT OPDELT PÅ BØRSER, 2014-17



Note til begge figurer: Mikro-børsnoteringer inkluderer noteringer, hvor der rejses ny kapital for mindre end 300 mio. kr. Det inkluderer ikke overførelser fra andre børser. For UK har vi kun børsnoteringer fra London Stock Exchange, AIM. Den nederste figur inkluderer ikke Danmark, da der stort set ikke er nogen noteringer her.

Kilde: FESE, Zephyr samt separate data fra Nasdaq og andre børser.

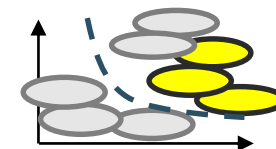
Analyse af konkurrenceforhold på børsmarkeder 9

### Fodnoter:

**Copenhagen Economics** 1) Optællingen af virksomheder i dette slide er skøn baseret på data fra FESE, individuelle børsers data, tilsendte data fra interviewpersoner, børser mv. samt Stihøj (2017).

2) Sedermera fondkommission er ejet af samme holdingselskab som AktieTorget; ATS Finans Holding AB.

3) Disse oplysninger har vi fra interviewpersoner.



# Et mere aktivt marked for små virksomhedshandler

## DET DANSKE M&A-MARKED HAR VÆRET RELATIVT AKTIVT

Korrigeret for landets størrelse målt på BNP har aktiviteten i markedet for mindre virksomhedshandler (M&A) i Danmark været mere eller mindre på linje med de andre skandinaviske lande gennem de seneste år, jf. figur 1.7. Faktisk er Danmark et stykke foran, hvis vi måler i forhold til antallet af små og mellemstore virksomheder, da disse udgør en relativt mindre andel af den danske økonomi set ift. Norge og særligt Sverige.

Sverige har det relativt set mest aktive marked for virksomhedshandler i Skandinavien. Når vi sammenligner på forskellige størrelsessegmenter, ses det, hvordan dette især skyldes et langt mere aktivt marked i forhold til de helt små transaktioner, jf. figur 1.8. For store transaktioners vedkommende er Danmark faktisk det mest aktive marked blandt de

skandinaviske lande målt i antal noteringer, jf. figur 1.8.

Stort set det samme billede har gjort sig gældende i delperioder siden 2006, hvor antallet af små virksomhedshandler i Danmark generelt har været lidt lavere end i Norge og betydeligt lavere end i Sverige, jf. Copenhagen Economics (2017), s. 12.

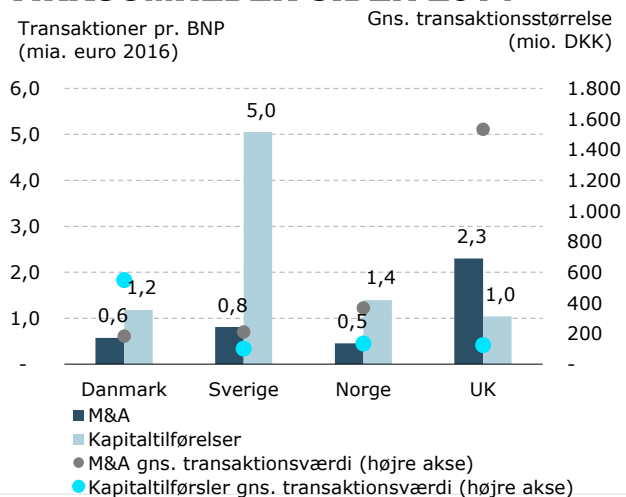
Markedet for virksomhedshandler i UK er generelt større end markederne i Skandinavien, både målt på antal transaktioner i forhold til BNP og på den gennemsnitlige transaktionsstørrelse.

igennem de senere år, hvorimod aktiviteten i markederne i Norge og Danmark er faldet lidt.

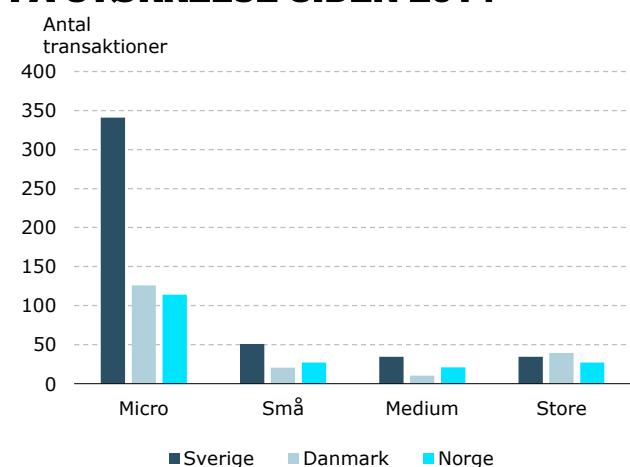
## I MARKEDET FOR KAPITALTILFØRSLER ER SVERIGE LANGT FORAN

I markedet for kapitaltilførsler er Danmark ca. på linje med Norge og UK, hvorimod det svenske marked er betydeligt mere aktivt, jf. figur 1.7. Dette skyldes til dels en relativt kraftig vækst i Sverige

### 1.7 ANDRE KAPITALVEJE FOR SMÅ VIRKSOMHEDER SIDEN 2014

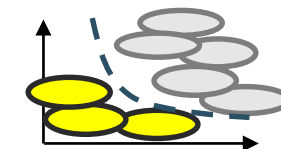


### 1.8 M&A TRANSAKTIONER OPDELT PÅ STØRRELSE SIDEN 2014



Note til alle figurer: M&A inkluderer Acquisition, Institutional buy-out, Joint venture, Management buy-in and buy-out, Merger. Kapitaltilførsler inkluderer minority stake increase / decrease  
Kilde: Zephyr data.

# Færre små vækstvirksomheder og færre start-ups i Danmark



## EN MINDRE BASE AT TAGE AF

En forklaring på den lave aktivitet i det danske IPO- og M&A-marked for små virksomheder er, at Danmark har færre små nye vækstvirksomheder at bygge markederne på.

I 2012 og 2013 havde Danmark i gennemsnit lidt over 0,3 nye vækstvirksomheder pr. 1.000 indbyggere, hvor Norge og Sverige begge havde ca. 0,5, jf. figur 1.10. Endvidere havde Sverige og særligt UK betydelig flere start-ups pr. 1.000 indbyggere, jf. figur 1.11. Generelt har Danmark også færre små virksomheder pr. 1.000 indbyggere end både Norge, Sverige og UK, jf. figur 1.12.

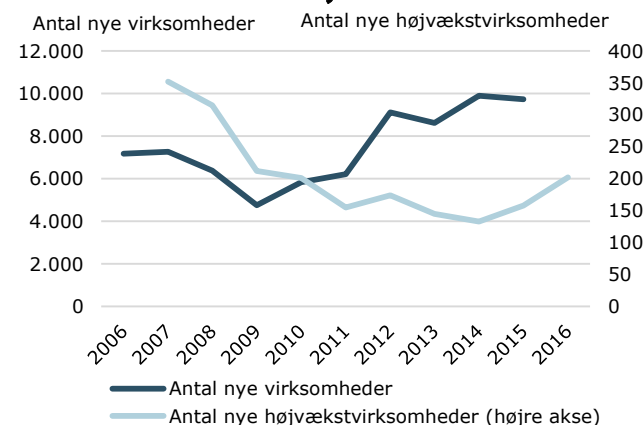
## DANMARK ER I BEDRING

Når vi ser på udviklingen i antal nye virksomheder og nye højvækstvirksomheder, har Danmark været tydeligt påvirket af finanskrisen, men udviklingen er i bedring, jf. figur 1.9. Antallet af nye virksomheder i

Danmark falder fra 7.200 i 2007 til 4.700 virksomheder i 2009. Herefter ses en positiv udvikling, og i dag (2015) ses omkring 10.000 nye virksomheder årligt.

Antallet af nye vækstvirksomheder flader ud over en længere periode, fra ca. 350 lige før finanskrisen til ca. 130 i 2014. Herefter ses en positiv udvikling, og i dag (2016) ses ca. 200 vækstvirksomheder.

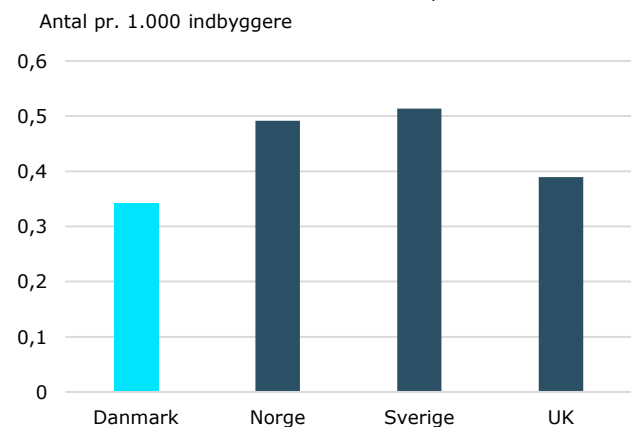
## 1.9 ANTAL DANSKE VIRKSOMHEDER, 2006-16



Note: Nye virksomheder inkluderer kun virksomheder med 1-9 ansatte. En ny højvækstvirksomhed er en højvækstvirksomhed, som er op til 5 år gammel, og som i gennemsnit har en vækst på op til 20 pct. pr. år over en treårig periode. Figuren viser slutåret for den treårige periode.

Kilde: Danmarks Statistik

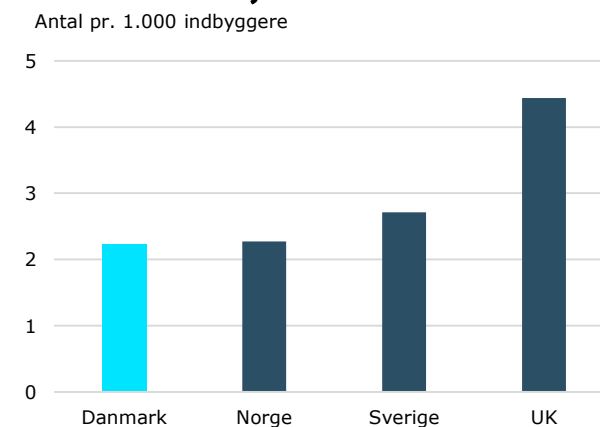
## 1.10 ANTAL VÆKSTVIRKSOMHEDER PR. 1.000 INDBYGGERE, 2012-13



Note: Data inkluderer mellem- og højvækstvirksomheder i 2012-13 (gns.), dvs. virksomheder med +10 pct. vækst baseret på beskæftigelse.

Kilde: OECD

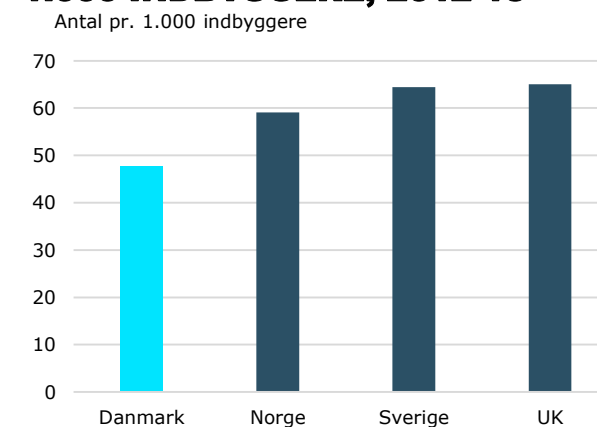
## 1.11 ANTAL START-UPS PR. 1.000 INDBYGGERE, 2012-13



Note: Dette inkluderer antallet af nye virksomheder i 2012-13 (gns.), hvor der er mere end nul ansatte, OECD's definition.

Kilde: OECD

## 1.12 ANTAL SMÅ VIRKSOMHEDER PR. 1.000 INDBYGGERE, 2012-13



Note: Dette inkluderer kun aktive virksomheder med 1-9 ansatte i 2012-13 (gns.), OECD's definition.

Kilde: OECD

## **1.2 BØRSPROCESSEN, INCITAMENTER OG VIRKSOMHEDERNES VALG**

I dette afsnit gives en generel forståelse for hvordan børnoteringsmarkederne fungerer, samt hvilke central aktører der indgår. Videre gives en forklaring af de centrale udfordringer i børsmarkedet, samt hvilke faktorer, der særligt har betydning for investorer og virksomheders interesse i markedet og valg af kapitalvej.

# Markederne, vigtige aktører og gatekeepers

## RÅDGIVERE I EN KAPITALUDVIDELSE

Når vi ser på børsnoteringsprocessen, findes der op til fem vigtige rådgiverroller, hvoraf de fleste roller også findes i andre kapitaludvidelser, jf. figur 1.13. Nogle roller kan påtages af flere aktører, og nogle aktører kan påtage sig flere roller. Sidstnævnte ses ofte i mikrosegmentet og ofte på det svenske marked, hvor der typisk indgår færre aktører i en børsnotering end i tilsvarende noteringer på det danske marked. Dette er en vigtig faktor i forståelsen af effektiviteten af det svenske marked.

For alle aktører findes der et marked, der kan fungere mere eller mindre effektivt. Alle aktører bliver desuden betalt og udgør dermed en del af udgifterne ifm. en børsnotering:

- 1. Finansiell rådgiver:** Virksomheder, der søger ny kapital, rådfører sig typisk hos en finansiell rådgiver, der udgør den mest centrale aktør i børsnoteringsprocessen. Den laver due diligence af virksomheden, sætter holdet af andre rådgivere, sikrer procesforløb mv. I noteringer på First North indgår den finansielle rådgiver også som en såkaldt *certified advisor*, der rådgiver virksomheden om "livet på børsen", efter at noteringen har fundet sted.
- 2. Revisor:** Virksomhedens revisor kan også være en tæt rådgiver, men der udpeges til tider en ny revisor i forbindelse med børsnoteringen. Inden en børsnotering skal virksomhedens regnskab gennemgås, hvilket revisionshuset står for.
- 3. Juridisk rådgiver:** Ofte er der et advokathus tilknyttet, der sikrer, at alle regler overholdes, og at governance er i orden. I små svenske noteringer kan den juridiske rådgivning dog også udføres af den finansielle rådgiver – jf. at aktører ofte påtager sig flere roller i de små svenske noteringer.
- 4. Investeringsbank og distributionskanal:**

Ved selve børsnoteringen er det investeringsbanken, der sammen med den finansielle rådgiver finder potentielle investorer, bl.a. gennem kundeinvestornetværk, road-shows mv. I større noteringer er der ofte flere investeringsbanker involveret. Omvendt varetages denne rolle typisk også af den finansielle rådgiver i små svenske noteringer.

- 5. Børs:** Markedsplatformen har også en vigtig rolle, og forskellige platforme yder forskellig niveau af service/rådgivning ved notering, due diligence ift. virksomhedernes kvalitet samt support, efter at noteringen har fundet sted.

## AFGØRENDE RELATIONER

Som illustreret i figur 1.13, er nogle aktører tætte rådgivere for virksomheden. Det gælder især den finansielle rådgiver, der dermed har stor indflydelse på, hvilken kapitalvej virksomheden vælger. Den finansielle rådgiver er dermed en "gatekeeper" ift. børsmarkedet. Den juridiske rådgiver og revisor kan også være tætte rådgivere på forskellige måder.

Andre aktører er tætte på markedet, særligt børsen, investeringsbank og distributionskanal. Koblingen mellem rådgivere, der har virksomhedens tillid, og aktører, der har investorernes tillid, er afgørende. Når det svenske marked fungerer så godt, som det gør, er tillid netop en stor del af forklaringen. Som illustreret i figur 1.13 er svenske finansielle rådgivere og investeringsbanker ofte integreret i samme virksomhed – de er såkaldte fondskommissionærer. De er tæt på de virksomheder, de rådgiver, og tæt på deres investorkunder.

## ANDRE VIGTIGE MARKEDSAKTØRER

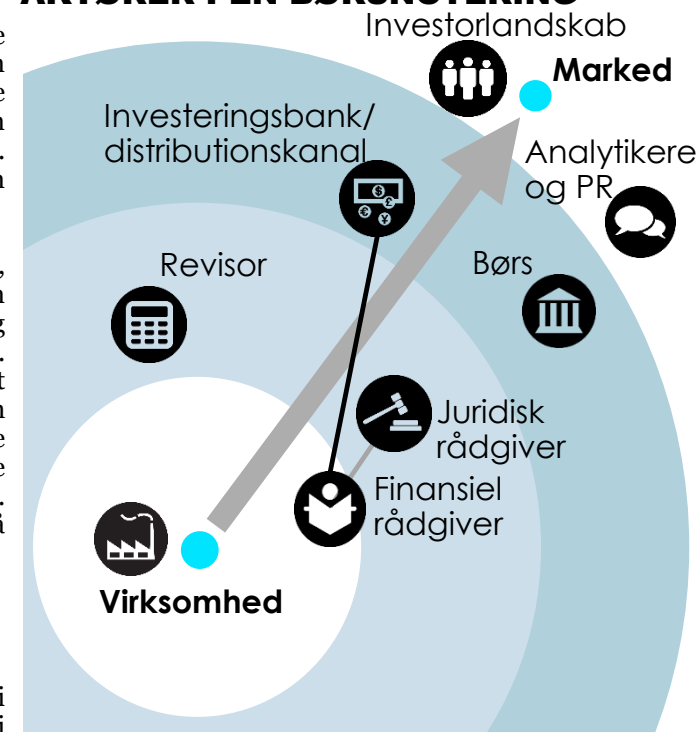
Der findes andre forhold, der er lige så vigtige:

- 6. Investorlandskab:** Investorerne er dem, der i sidste ende finansierer markederne, og de er i

høj grad også drivende ift., hvilken pris virksomheden kan sælges for, hvor stabilt og efficient prisfastsæt aktien bliver fremadrettet, samt ift. de relaterede marketers effektivitet og aktivitet (rådgivermarkeder mv.).

- 7. Analytikere og PR:** Både i forbindelse med børsnoteringen og efterfølgende spiller analytikere og forskellige medier en stor rolle ift. PR, information, reklame og vurdering af virksomheden som investeringscase.

## 1.13 CENTRALE OG MERE PERIFERE AKTØRER I EN BØRSNOTERING



Note: Farverne på cirklerne indikerer, hvor tæt på hhv. virksomheden og markedet de forskellige aktører er. Stregene indikerer, hvordan nogle roller typisk er integreret i en aktør på det svenske marked for små noteringer.

Kilde: Copenhagen Economics

# Børsnoteringsprocessen i forskellige steps

## BØRSNOTERINGSPROCESSEN

Simpelt fortalt foregår en typisk børsnoteringsproces i en række steps, jf. også eksempler på processer for børsnoteringer i bilag A:

### Step 1

Virksomheden og den finansielle rådgiver (eller juridiske rådgiver) finder hinanden, og der bliver lavet et gensidigt kvalitetstjek. Særligt vil rådgiveren kvalitetstjekke, om virksomheden er egnet og klar til en børsnotering. Virksomheder er dog også interesserede i at finde en rådgiver af den rette kvalitet og med det rette ry, da det kan være afgørende ift. investorinteressen, samt i, hvilken pris virksomheden i sidste ende kan sælges til, jf. næste to slides.

### Step 2

Det er typisk den finansielle rådgiver, der udpeger og præsenterer virksomheden for de øvrige aktører i børsnoteringen: juridisk rådgiver, revisor, børsen, eventuel investeringsbanks-distributionskanal og PR-bureau.

### Step 3

Der bliver udarbejdet et prospekt, salgs- og informationsmateriale mv., der beskriver virksomheden som investeringscase. Som en del af dette bliver der også foretaget forskellige former for due diligence-tjek af virksomheden og måden, virksomheden præsenterer på (kvaliteten af informationerne i prospektet). Dette er helt centralt ift. at undgå noteringer af virksomheder med en svag business case, jf. de næste to slides.

### Step 4

Herefter er det den finansielle rådgiver, der tager rundt og præsenterer virksomheden for potentielle investorer, der kunne være interesserede i at fortegne aktier. Fortegninger til såkaldte *corner stone-*

*investorer* skrives ind i prospektet og udgør sammen med prospektet, rådgivernes og børsens ry, en vigtig information til andre investorer om virksomhedens kvalitet, jf. de næste to slides.

### Step 5

Når alt er klart, bliver der gjort en del reklame for børsnoteringen igennem diverse medier. I Sverige findes der fx en del informationssystemer og -netværk med særligt fokus på små børsnoteringer.

### Step 6

Endelig får andre investorer mulighed for at tegne aktier i virksomheden over en udbudsperiode. Når detail-investorer tegner aktier, vil det typisk foregå gennem deres normale bank eller en tilknyttet investeringsbank. Når udbudsperioden er afsluttet, allokeres andele af de udstedte aktier til de forskellige investorer. Afhængigt af interessen for at tegne aktier i virksomheden kan der foretages ekstra-udstedelser. Hvis aktien overtegnes, vil investorer desuden blive allokeret en mindre aktiepost, end de oprindeligt ønskede.

### Step 7

For små virksomheder, vil selve børsnoteringen typisk inkludere en relativt lille kapitalrejsning. Dermed bliver de eksisterende ejere aktionæren gennem børsen, men mængden af egentlig ny kapital er relativt begrænset til at starte med. En stor del af den søgte kapital bliver derfor først rejst ved senere aktieemissioner. I modsætning til en børsnotering er aktieemissioner ikke særligt krævende, hverken ift. rådgiverydelser eller omkostninger.

Det er hensigtsmæssigt at gøre på denne måde, da investorerne betalingsvillighed er betydeligt højere, når først der er oparbejdet en vis tillid til virksomheden.

## 1.14 BØRSNOTERINGSPROCESSEN

- 1 Virksomhed og finansiell rådgiver finder hinanden
- 2 Virksomheden præsenteres for børsen og andre rådgivere
- 3 Udarbejdelse af prospekt mv., samt rådgiveres due diligence
- 4 Road-show og salg af virksomheden til større fortegninger
- 5 Offentlig information og reklame omkring børsnoteringen
- 6 Udbud- og noteringsproces samt bookbuilding
- 7 Senere aktieemissioner

Kilde: Copenhagen Economics



# Informations- og interessekonflikter

En central udfordring i markedet handler om manglende tillid og informationsudveksling mellem de tre typer af aktører: små virksomhedsejere, der vil børsnoteres, rådgivere i børsnoteringsprocessen og potentielle investorer. Der er med andre ord et såkaldt principal-agent-problem, jf. også boksen til højre:

*”Der er et principal-agent-problem, hvor det er svært at sikre, at ukendte virksomheder ikke blot ønsker kapital i aktiemarkedet, fordi de er så dårlige, at de ikke kan få kapital andre steder. Endvidere er det svært at sikre, at virksomheden efter en børsnotering har høj performance. Nogle virksomhedsejere har ikke nok at miste, hvis ikke de gør det godt.”*

**Citat: Investor**

## TROVÆRDIGHED I SYSTEMET

Rådgiverne i markedet er vigtige i denne interesse- og informationskonflikt, særligt den finansielle rådgiver. Så længe markedsaktiviteten er høj, tjener rådgiverne penge på at børsnotere virksomheder, også selvom de har information om, at virksomhedens kvalitet er lav, og vigtige informationer om virksomheden tilbageholdes. Jo mere det sker – hvor troværdigheden i markedet udnyttes – jo mere reducerer det investorernes fremtidige tillid til rådgiveren og markedet. I visse tilfælde kan markedet dermed ende i en paradoksal tillidskrise, hvor selv højkvalitetsvirksomheder har svært ved at overbevise investorerne. Det er i høj grad det, der er sket i det danske mikro-cap-marked.

At der har været en sådan tillidskrise, bekræftes af flere danske interviewpersoner.

*Boks: En teoretisk forståelse af problemet*

### VIRKSOMHEDER AF FORSKELLIG KVALITET

Virksomheder kan have en mere eller mindre god business case (kvalitet). For forståelsens skyld betragter vi her kun de to ekstreme tilfælde, jf. figur 1.15 i bunden:

★ **Virksomheder af ”høj kvalitet”:** Når gældsfinansiering ikke er en mulighed, vil nogle virksomhedsejere søge egenkapital i børsmarkedet, fordi virksomheden vurderes til at være så god, at de ikke vil risikere at mindste kontrollen med virksomheden – hvilket der netop er mindre risiko for ved en børsnotering set ift. andre former for kapitaludvidelser (M&A mv.). Her har virksomhedsejeren en klar vækststrategi, han/hun ønsker at forfølge med udgangspunkt i de midler, børsnoteringen indbringer.

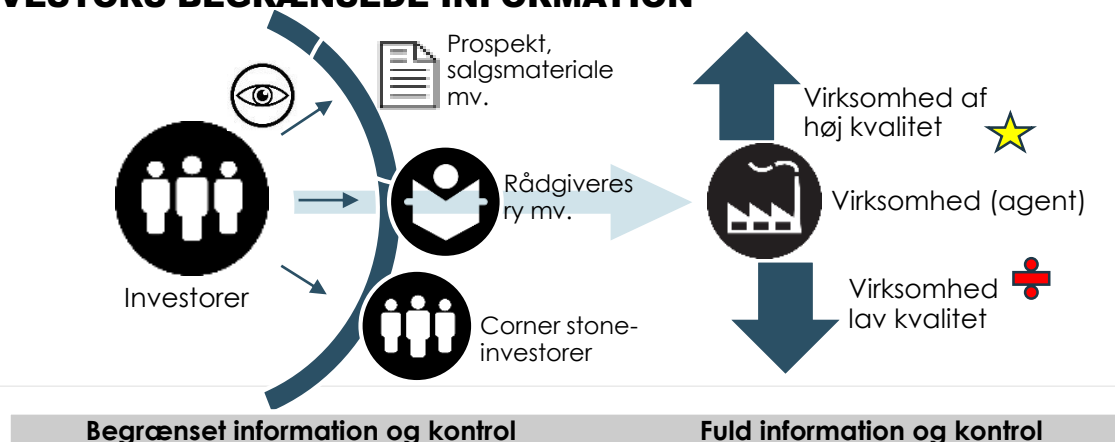
✚ **Virksomheder af lav kvalitet:** Andre virksomhedsejere søger børsmarkedet som en ”sidste udvej”, når andre mulige private investorer har sagt ”nej tak”. Her kan virksomhedsejeren have andre, private motiver og planer med de midler, børsnoteringen indbringer.

### INFORMATIONSD- OG INTERESSEKONFLIKT

Under børsnoteringen opstår der en vigtig informationsasymmetri og interessekonflikt mellem nye investorer og den virksomhed, der børsnoteres:

- **Principalen:** De nye investorer forsøger at sikre, at de kun investerer i virksomheder af høj kvalitet, samt at midlerne fra børsnoteringen er med til at skabe fremtidig vækst og indtjening. De har dog ikke fuld information om virksomhedens faktiske kvalitet og agenda. De har kun offentlig information til rådighed i form af prospektet, rådgiverens ry, information fra andre investorer mv., jf. figur 1.15.
- **Agenten:** Omvendt er det virksomheden og dens rådgiveres mål at få virksomheden til at fremstå som en højkvalitetsvirksomhed og dermed finde de rette investorer, der tror på virksomheden – uanset om den faktiske kvalitet er høj eller lav. Det gør de ved at udarbejde et børsnoteringsprospekt m.m. Virksomheden og dens rådgivere har ”fuld” information om virksomhedens kvalitet og agenda. Særligt når kvaliteten er lav, kan de forsøge at skjule dette, fx ved at tilbageholde vigtig information.

## 1.15 INVESTORS BEGRÆNSEDE INFORMATION



# Et spørgsmål om langsigtet troværdighed hos investorer

## INCITAMENTER TIL OPRETHOLDELSE AF TROVÆRDIGHED

For at opretholde troværdigheden hos investorer i markedet er det vigtigt, at "al" relevant information om virksomhederne kommer ud i offentligheden i forbindelse med børsnoteringsprocessen, at der sættes en fair pris i markedet (hellere for lav end for høj), samt at der foretages en kritisk due diligence-proces, hvor virksomheder af "for lav kvalitet" får afslag. Der er dog en risiko for, at dette ikke sker, da rådgivere, børs mv. tjener på børsnoteringer, uanset pris, kvalitet mv., jf. figur 1.16.

I et velfungerende børsmarked vil rådgivere, børs mv. have incitament til at opretholde troværdigheden i markedet.<sup>1</sup> De opvejer følgende tre faktorer, jf. toppen/bunden af figur 1.16:

- Betaling i dag:** Rådgiverne og børsen betales af den virksomhed, der børsnoteres, og børsen har således en gevinst ved at gennemføre en børsnotering her og nu, uanset virksomhedens kvalitet mv.
- Udvanding af eget ry:** Omvendt risikerer rådgivere mv. at udvande deres eget ry over for andre nuværende og fremtidige kunder.
- Udvanding af troværdighed over for markedet:** Endelig risikerer de at udvande troværdigheden over for markedet generelt.

Spørgsmålet er, om risikoen for udvandingen af ens eget ry vejer tungere end en gevinst i dag, når en virksomhed med en relativt svag business case henvender sig med et ønske om en børsnotering. For rådgivere med et godt ry er det som oftest tilfældet, og rådgiveren vil således foretage kritisk due diligence af virksomheder, inden de accepterer at indgå som rådgiver i en børsnotering.

## TILLID ER SELVFORSTÆRKENDE

Jo bedre et ry, en rådgiver har, jo mere indtjening er der også at miste fra andre/fremtidige kunder. Det er i stor stil det, der gør sig gældende for de større danske børsnoteringer samt i det svenske micro-cap-marked. Her er succesfulde markeder og markedsaktører opbygget omkring et godt historisk ry:

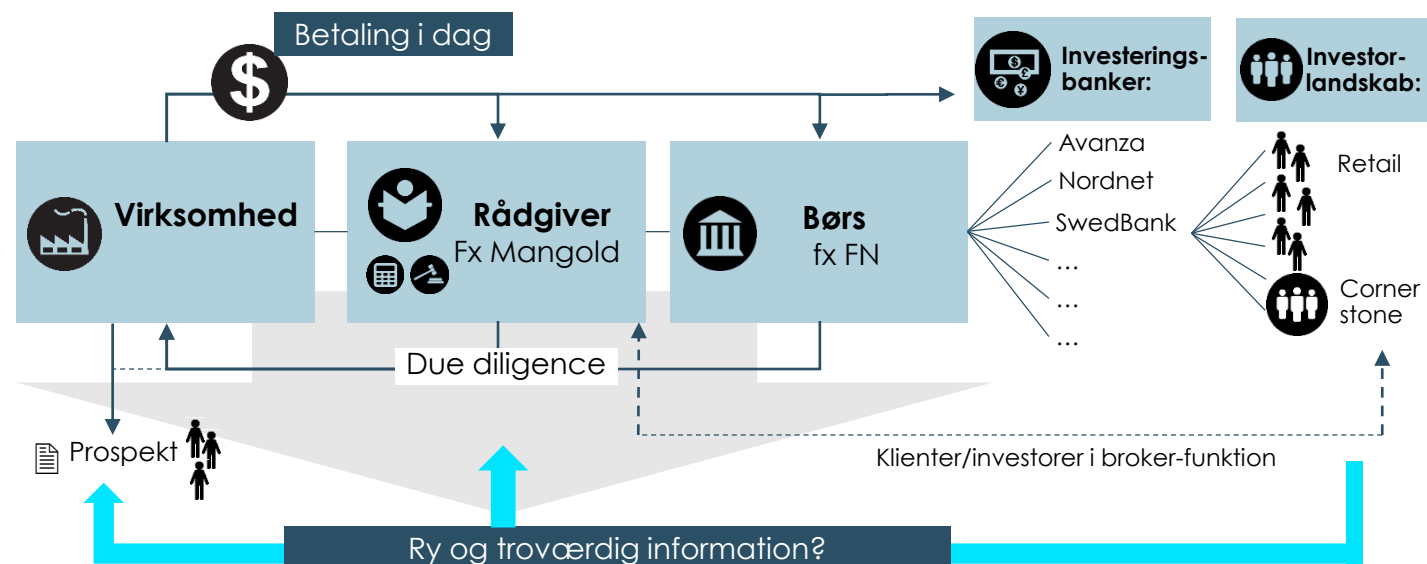
*"I Sverige var de første 6-7 år (for 20 år siden) svære, og ingen troede på at mikro-cap-markedet kunne fungere. I dag har markedet bevist, at det kan klare en nedgangsperiode. Nu er investorerne klar, og mikro-cap tages meget seriøst af fx offentlige fonde (til afsætning af virksomheder). I Danmark har markedet desværre snarere bevist det modsatte"*

**Citat: svensk finansiel rådgiver**

Endvidere har små svenske finansielle rådgivere ofte deres egne investorkunder – i såkaldte fondskommissionærer – og fungerer således som et mellemlid, der både hjælper virksomheder med at skaffe kapital og agerer broker og rådgiver for investorer, jf. figur 1.16. Dermed har de endnu mere at miste ved udnyttelse af troværdigheden i deres investornetværk til børsnotering af lavkvalitetsvirksomheder.

I disse markeder er rådgiverens ry et af de stærkeste konkurrenceparametre. Samlet medfører det, at investorlandskabet har troværdighed til, at informationen i det prospekt mv., som er udarbejdet af rådgiveren, er troværdigt, jf. figur 1.16.

## 1.16 CENTRALE RELATIONER I EN BØRSNOTERING



Note: Afgrænsningen mellem rollerne: finansiel rådgiver, investeringsbank og distributionsbank er forskellige i forskellige markeder.

Kilde: Copenhagen Economics på baggrund af interviewanalyse



# Styrket troværdighed gennem noteringsstrategi og informationssystemer

Ud over rådgiverens ry kan investorernes troværdighed også styrkes (og deres risiko minimeres) gennem andre kanaler.

## STRATEGI FOR SALG AF AKTIER

For at sikre, at virksomhederne har et konstant performancepres, og investorerne løbende har mulighed for at vurdere virksomhederne, inden de investerer alt for meget, opdeles aktiesalget typisk i flere faser, jf. figur 1.17. I den første fase sælges en ganske lille position af aktier med en IPO-rabat, mens man senere hen – efterhånden som virksomheden mangler yderligere vækstkapital – sælger yderligere aktier til markedskurs i form af aktieemissioner. I de fleste noteringer bliver virksomhederne derfor overnoteret ganske meget, hvilket vil sige, at alle investorer – ud over dem, der fortegner – ikke får tildelt den allokering, de ønsker.

Indimellem de forskellige faser forventes det, at det bliver muligt for investorerne at skelne mellem, hvorvidt virksomheden har en god eller dårlig business case. IPO-rabatten sikrer investorernes interesse i børsnoteringerne og minimerer deres

risiko.

*”Investorlandskabet skal være krævende og ”ånde virksomheden i nakken”. Det er vigtigt, at virksomheden enten har en konstant strøm af nyheder til at holde interessen eller har et konsortium af aktive investorer.”*

**Citat: investor**

Denne noteringsstrategi er standard på det svenske mikro-cap-marked, og der gives typisk 10-20 pct. IPO-rabat, hvorfor investorinteressen er stor under selve børsnoteringerne, og virksomhedernes aktier ofte stiger de første par måneder efter noteringen.

## TYPEN AF AKTIER

Typen af aktier er også et væsentligt signal at sende til markedet. En udstedelse af nye aktier/ny kapital vil altid blive bedre modtaget af markedet end salg af eksisterende ejerandele, særligt i mikro-cap-segmentet. Det skyldes netop den informationsasymmetri, som er beskrevet på de sidste to slides, hvor potentielle investorer altid overvejer, hvilken ikke-offentlig viden den eksisterende aktionær, der

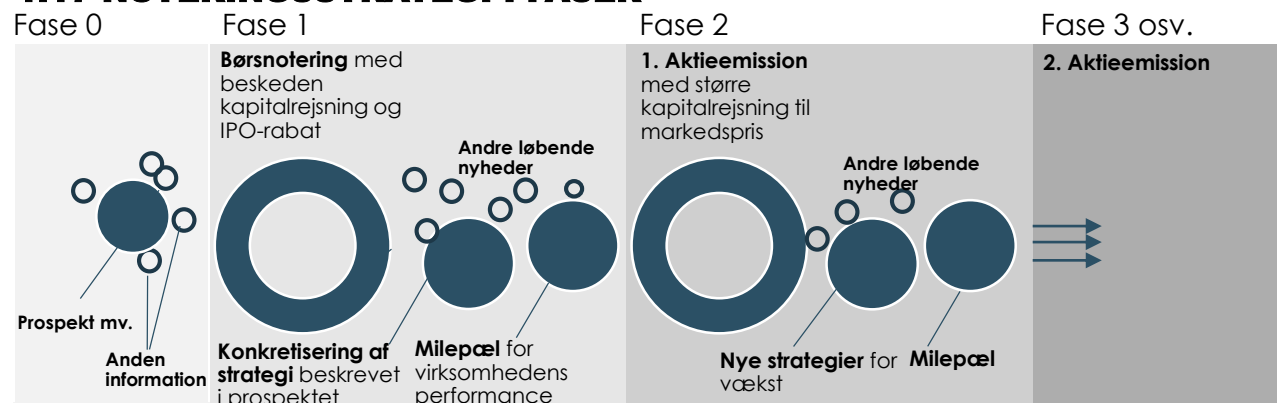
ønsker at sælge, har. Endvidere er de eksisterende ejere typisk en stor del af virksomhedens DNA og succeskriterier i micro-cap-markedet (virksomheden er bygget på deres idéer).

## INFORMATION I SYSTEMET

Endelig kan tilliden og investorinteressen understøttes ved nogle klare informationskanaler, hvorved markedet har gode muligheder for at foretage en grundig analyse af virksomhederne inden en børsnotering og inden den første aktieemission osv. I figur 1.17 er det illustreret ved antallet og kvaliteten af de informationsbobler, der gives til markedet.

Dette er også noget, man har arbejdet relativt meget med på det svenske marked, hvor man har haft nogle veludbyggede og relativt billige informationskanaler ud til de små private investorer, jf. slide 27 om nyhedsdækning og PR.

## 1.17 NOTERINGSSTRATEGI I FASER



Kilde: Copenhagen Economics

# Det afgørende for små virksomheders valg af kapitalvej

Interesserede virksomheder og investorer udgør de to grundsten i et velfungerende børsmarked. Tilsvarende investorerne er det derfor vigtigt at forstå virksomhedernes interesse for markedet.

## DET AFGØRENDE FOR VIRKSOMHEDERNE

Forskellige kapitalveje har hver deres fordele afhængigt af en virksomheds situation, produkt mv. Virksomheder fokuserer særligt på følgende faktorer:<sup>1</sup>

- **De samlede kapitalomkostninger:** Dette inkluderer den pris, virksomheden kan forvente at sælge/udstede ny kapital til i de kommende år, samt de omkostninger, der er forbundet med salget, fx rådgiversalærer.
- **Risikoen for, at børsnoteringen bliver en fiasko,** og virksomheden i sidste ende afnoteres igen og dermed får et dårligt ry.
- **Fleksibilitet ift. senere aktieemissioner,** hvilket afhænger af handelsaktiviteten, investorinteressen og prisudviklingen efter noteringen.
- **Rådgiverens indflydelse** på valg af kapitalvej, samt hvor kyndig og troværdig rådgivning virksomheden kan få i selve processen.
- **Offentlig omtale og prestige:** Børsnoterede virksomheder har langt mere offentligt fokus og internationalt ry, hvilket kan betyde meget for visse typer af virksomheder, fx GreenMobility.
- **Bibeholdelse af kontrol,** nye ejeres forskellige interesser, samt muligheder for andre former for kapitaludvidelser: banklån mv.
- **Forpligtelser som børsnoteret selskab:** I forbindelse med noteringen er der meget arbejde, og efter børsnoteringen skal der løbende udarbejdes årsrapporter, investorrelations skal plejes, krav fra finanstillstyret skal overholdes mv.

## KONKURRENCEPARAMETRENE

For en typisk ung, mindre vækstvirksomhed har

børsnoteringsvejen den fordel, at de oprindelige ejere bibeholder en stor del af kontrollen med virksomheden, der kommer offentligt fokus på virksomhedens produkter, forretningsmodel mv., og der sikres en god og fleksibel adgang til kapitalrejsning senere hen.

En børsnotering er dog en relativ omkostningstung måde at skaffe kapital på, og den kræver relativt meget af virksomheden både under og efter noteringen. Det gælder ikke mindst, hvis børsnoteringen sker meget tidligt i virksomhedens vækstfase og på et marked, hvor virksomhedens potentiale er meget usikkert ift. risikoappetitten i markedet.

## UDFORDRINGERNE I DANMARK

Fra virksomhedernes synspunkt bliver en dansk børsnotering således fravalgt pga. flere faktorer, jf. figur 1.18:

1. **Mangel på kompetente troværdige rådgivere,** der understøtter en børsnotering.
2. **Lav handelsaktivitet og fleksibilitet i markedet,** fx når virksomheden ønsker at foretage aktieemissioner.
3. **Lav forventet pris,** særligt ved senere aktieemissioner.
4. **Høje omkostninger og stort ressourceforbrug** internt i virksomheden (mindre vigtigt).<sup>2</sup>

Dels er den oplevede risiko i det danske micro-cap-marked betydeligt højere end risikoappetitten og diversiteten i investorlandskabet. Dermed bliver prisen og omsætningen i børsmarkedet ikke optimal, hvorved en notering bliver endnu mere omstændelig og omkostningstung. Over de seneste 10 år er de relaterede rådgivermarkeder tilmed næsten blevet udtømt, og de små virksomheder kan ikke finde kompetent, troværdig rådgivning. De fleste rådgivere

anbefaler virksomhederne at finde kapital ad andre veje, typisk en M&A eller private placement, på det svenske børsnoteringsmarked. Vi hører tilmed, at rådgivere har direkte incitament til ikke at anbefale børsnoteringsvejen:

*”Rådgiveren har et stor indflydelse og tjener typisk en vis procentandel af det rejste beløb, uanset om det er en M&A-transaktion eller IPO. Da M&A ofte er et spørgsmål om at sælge hele butikken, tjener rådgiveren mere herved og rådgiver derfor ofte til en M&A transaktion.”*

**Citat: finansiel rådgiver**

Endelig er danske virksomhedsejere sjældent informeret om børsnoteringen som en mulig kapitalvej for små virksomheder:

*”I Sverige er aktiemarkedet blevet en mere fast del af vækstvejen for små virksomheder – til forskel fra det økonomielever læser i lærebøgerne. Næsten alle svenske virksomheder går fra private midler til eventuelt en offentlig fond eller BA til micro-cap notering.”*

**Citat: Finansiel rådgiver**

## 1.18 AFVEJNING MELLEMMKOSTNINGER, RISICI OG FORDELE



Kilde: Copenhagen Economics

Fodnoter:

1) Dette er de typiske faktorer, men der kan også være andre individuelle faktorer. Informationen på denne slide bygger bl.a. på information fra virksomheder, givet i vores interviewproces.

2) Vores interviewundersøgelser har generelt indikeret, at de lavere noteringsomkostninger i Sverige er af mindre betydning, når danske virksomheder vælger at gå til Sverige. Langt vigtigere er det, at markederne og rådgivningen fungerer, at troværdigheden er i top, og at likviditeten og investorinteressen er høj. Som påpeget af bestyrelsesformanden hos GreenMobility ift. deres børsnotering i

Danmark: ”GreenMobility er en skalerbar virksomhed, men det kræver kapital at lancere i andre lande. I børsnoteringen havde vi fire mål: i) Opmærksomhed: det var vigtigt at få Nasdaq-stemplet, til når virksomheden præsenteres i udlandet. ii) Mange investorer. iii) En kapitalindsprøjtning. iv) Ingen fejl i børsnoteringsprocessen”

**Citat: bestyrelsesformanden i GreenMobility**

# **DEL 2**

## KONKURRENCE- OG MARKEDSFORHOLD

## 2.1 KONKURRENCE OG MARKEDSANALYSE

I dette afsnit analyseres hvert af de forskellige markeder relateret til en børsnotering; konkurrenceforhold og andet, med afgørende betydning for de samlede noteringsomkostninger og markedets funktionalitet. Det gælder markederne for:

- Finansielle rådgivere og investeringsbanker.
- Revisions- og advokathuse.
- Forskellige typer markedspladser.
- Investorlandskab.
- Analyse og informationsdækning.

For alle vil vi have fokus på aktører med speciale i notering af mindre virksomheder.



# Markedet for finansielle rådgivere og investeringsbanker

## VIGTIGHEDEN AF MARKEDET FOR FINANSIELLE RÅDGIVERE

Markedet for finansielle rådgivere er noget af det vigtigste for funktionaliteten af børsnoteringsmarkedet på kort sigt. I et velfungerende marked er det som nævnt den finansielle rådgiver, der har den tætte kontakt og afgørende indflydelse på virksomhedernes valg af kapitalvej, og det er typisk den finansielle rådgiver, der forhandler med virksomheden og sætter resten af teamet af rådgivere mv. i forbindelse med en børsnotering.

Det kan dermed konkluderes, at høj funktionalitet, kompetence og konkurrence på rådgivermarkedet er afgørende for, at markedet fungerer.

## AKTØRER PÅ RÅDGIVERMARKEDERNE

Når vi ser på markederne i Skandinavien, har Sverige betydeligt flere aktive rådgivere i de forskellige mikrosegmenter end Danmark og Norge, jf. figur 2.1. Her findes op til 10 aktive rådgivere i hvert af de forskellige mikrosegmenter (mikro 1-3), og markederne er relativt opdelt, hvor flere rådgivere

specialiserer sig i de helt små børsnoteringer – fx RedEye og Sedermera – mens andre udelukkende foretager de lidt større noteringer – fx Pareto & Wildeco, jf. figur 2.2.

Det danske marked er det mindst diversificerede og aktive marked, hvilket også betegnes som en central barriere af alle vores interviewdeltagere, særligt hos virksomhederne:

*”Hele økosystemet omkring børsnoteringer i Danmark er mangelfuldt!”*

**Citat: bestyrelsesformand, GreenMobility**

Her findes få helt inaktive rådgivere og enkelte rådgivere, der har hjulpet virksomheder på First North; KesWick Global (tre noteringer fra UK i 2016), Capital Partner (GreenMobility), BDO (Confrize) og CDI Global (NPinvestor), jf. figur 2.3. Endelig hører vi fra Nasdaq København, at flere nye potentielle rådgivere har vist interesse.

Markedet i UK ligner markedet i Sverige, dog med en

vis skalaforskel og med relativt mere fokus på det større segment – bemærk for UK er de inaktive rådgivere ikke vist i figur 2.1.

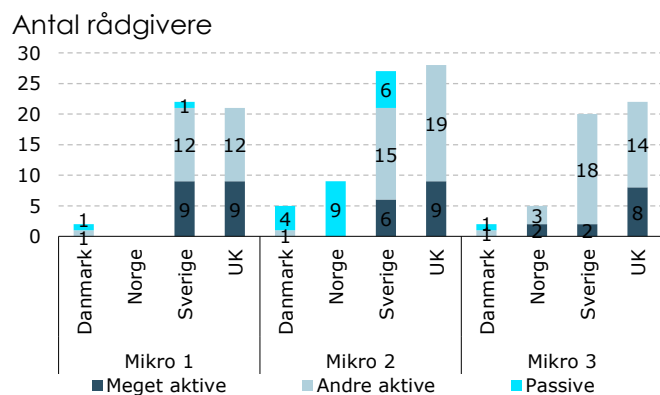
De helt små markeder i Norge er ikke aktive, men for mikro 2 og særligt mikro 3 har Norge et ganske diversificeret rådgivermarked.

## PROBLEMERNE PÅ DET DANSKE MARKED

Samlet indikerer dette og vores interviewanalyse to problemer på det danske marked:

1. Der er en lav grad af diversitet og potentiel konkurrence på markedet, da der kun er 3-4 rådgivere at vælge imellem. Mangel på konkurrence er dog vurderet som en mindre udfordring set ift. fx mangel på erfaring og troværdighed.
2. I forhold til det svenske og norske marked er kompetencerne på det danske marked ganske begrænsede, da de finansielle rådgivere ikke har noteret særlig mange virksomheder i de seneste år (og i det hele taget).

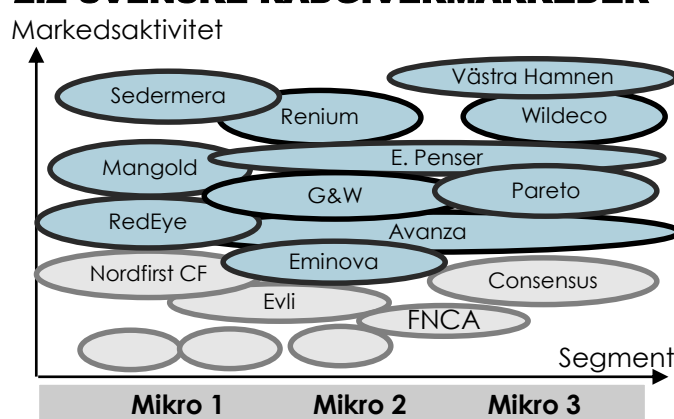
## 2.1 RÅDGIVERE I SEGMENTER



Note: For UK har vi ikke medtaget inaktive rådgivere. For Sverige er det kun baseret på First North-noteringer.

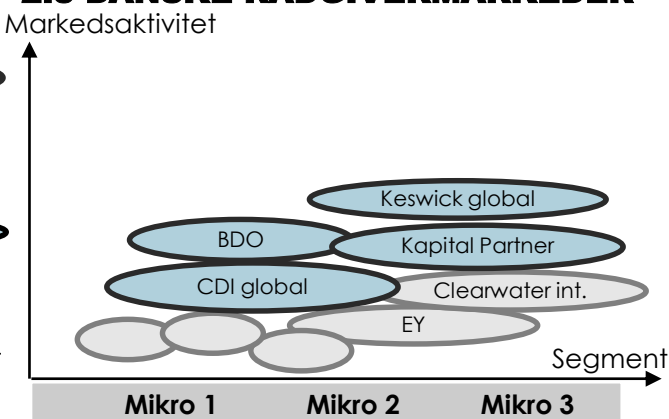
Kilde: Data fra markedsaktørers hjemmesider samt tilsendte data  
Copenhagen Economics

## 2.2 SVENSKE RÅDGIVERMARKEDER



Kilde: Data fra markedsaktørers hjemmesider samt tilsendte data, særligt opdelingen på certified advisors

## 2.3 DANSKE RÅDGIVERMARKEDER



Note: I Danmark opererer micro-cap-rådgivere typisk inden for alle mikrosegmenter, og den lodrette akse har ikke stor betydning.

Kilde: Data fra markedsaktørers hjemmesider samt tilsendte data  
Analyse af konkurrenceforhold på børsmarkeder 21



# Revisorer og advokater

## DEN RETTE SKALERING

I de andre rådgivermarkeder er det selvsagt vigtigt, at kompetencerne findes. Det gælder særligt ift. den rette skalering af børsnoteringer, hvor det fx ikke er optimalt at føre samme revision og juridisk rådgivning ved små børsnoteringer på First North, som ved main market-noteringer. Dermed bliver omkostningerne for høje. Det er noget vi i høj grad har set på det danske marked i de seneste små noteringer, hvor små børsnoteringer også primært håndteres af de store advokathuse og revisionshuse:

*"I Danmark er det lige så ofte advokater, revisorer og andre rådgivere, der bistår under hele børsintroduktionen eller andre komplekse Corporate Actions"*

**Citat: rådgiver**

Flere af vores interviews indikerer, at manglen på kompetence og rutine blandt rådgivere har gjort, at andre aktører varetager en større del af noteringsprocessen eller endda eventuelt tager den styrende rolle.

## MARKEDET FOR ADVOKATHUSE

Vores interviewanalyse indikerer, at kompetencer ift. M&A-transaktioner findes i mange danske (også mindre) advokathuse, mens kompetencerne ift. børsnoteringer kun findes i de store huse som fx Bech Brun, Gorrissen Federspiel, Kromann Reumert, Plesner, DLA Piper (LETT) og Acciura. De store danske advokathuse har dog ikke meget erfaring for, "hvor lidt de kan nøjes med" af advokatservices i forbindelse med en mikronotering på First North, hvilket også er med til at øge noteringsomkostningerne i Danmark ift. Sverige.

Det er vigtigt, at der findes et segment af advokater og revisorer med fokus på de mindre noteringer. Denne kompetence findes i høj grad på det svenske

marked, hvor en række advokathuse som Baker Mckinsey, Vinge, Delfi og Lindahl bl.a. har specialiseret sig i de mindre og mellemstore noteringer.

## MARKEDET FOR REVISIONSHUSE

Revisionsmarkedet er generelt set mere globalt, og her er det de store revisionshuse (big 4+), der sidder på både det danske og svenske marked, også for de relativt små noteringers vedkommende. Dog indikerer vores interviewanalyse, at danske revisionshuse – og det samme gælder for store danske advokathuse – mangler erfaring i, hvilke services der er nødvendige i forbindelse med en mikronotering sammenlignet med en main market-notering. Det er ligeledes med til at øge omkostningerne ved mikrobørsnoteringer i Danmark i forhold til Sverige





# Markedet for børser er mere diversificeret i andre lande

## KUN ÉN BØRS I DANMARK FOR SMA VIRKSOMHEDER

Danmark har kun én børs, OMX Nasdaq, der i 2005 stiftede vækstbørsen First North København. Tidligere har der været en anden vækstbørs i Danmark, GXG Markets, men denne blev lukket af Finanstilsynet i 2015.

Både i Sverige, Norge og UK har man specialiserede vækstbørser. I Sverige har man to vækstbørser ud over First North, nemlig Aktietorget, der udelukkende fokuserer på virksomheder tidligt i vækstforløbet, samt Nordic Growth Market (NGM), der også beskæftiger sig med for råvarehandel. I Norge har man de to vækstbørser Merkur og Oslo, som begge hører under Oslo børs (tilsvarende First North).

I UK findes der ligeledes en vækstbørs under main markedet, nemlig Alternative Investment Market på London Stock Exchange (AIM LSE). Derudover er der NEX Exchange, det tidligere plusmarked, samt til dels Euronext. Markedet i UK er i høj grad et resultat af mange konsolideringer, hvor markeder er blevet opkøbt af LSE.

## KONKURRENCEN PÅ BØRSMARKEDET

Danske First North er tydeligvis i konkurrence med det svenske marked, hvilket ses på det store antal virksomheder, der er noteret i Sverige. First North Stockholm og København er dog én og samme børs, og der er således snarere tale om konkurrence mellem First North og de andre svenske børser: AktieTorget og Nordic Growth Market (NGM).

Hver børsvej har sine styrker og svagheder, og konkurrencen går på meget andet end pris. Af vores interviewundersøgelse fremgår det, at især AktieTorget og FirstNorth er i konkurrence, og at børsernes priser faktisk spiller en relativt lille rolle i

forhold til valg af børser:

*"First North og AktieTorget er i intern konkurrence. Begge er MTF-platforme, First North er mere international og har Nasdaq-stemplet. Virksomheder går ofte fra AktieTorget til First North for at få mere kapital (advisor kræver, at de kommer på First North), da de to platforme ellers er identiske.*

**Citat: finansiel rådgiver**

Norden er også i konkurrence med andre markeder om ikke-nordiske virksomheder:

*"First North i Norden er i konkurrence med AIM LSE om ikke-nordiske kunder. Der findes ikke mange konkurrencedygtige platforme for mindre virksomhedsnoteringer andre steder i Europa end i Norden og London. First North fx har set flere henvendelser fra ikke-nordiske firmaer efter Brexit."*

**Citat: børs**

Som diskuteret i sidste afsnit findes der en potentiel markedsfejl, hvor rådgivere, børser mv. kan have incitamentet til også at børsnotere virksomheder af "for lav kvalitet". I denne sammenhæng er der risiko for en uhensigtsmæssig konkurrenceudvikling, hvor børserne konkurrerer på, hvor lempelige de kan være i deres krav til virksomheder:

*"Hvis man kan tale om konkurrence på børsmarkederne, vil det være på de helt små noteringer og primært på, hvor lemfældige børser kan være i deres krav mv. Her skal man passe på og huske tilbage på det, der skete i Danmark før finanskrisen."*

**Citat: børs**

## MARKEDERNE KOMPLEMENTERER OGSÅ HINANDEN

Ud over det øgede konkurrenceelement, det

medfører, at der er flere børser i Sverige, gør det også, at der kommer mere fokus på markedet:

- Der bliver gjort mere for at få kontakt til de mindre virksomheder tidligt i vækstfasen.
- Der bliver gjort mere for innovation på markedet. Ikke mindst er det vigtigt at kunne styrke mikro-markedet dér, hvor det ikke har samme skalafordele, og hvor der ikke er den samme naturlige interesse fra offentligheden som på de større markeder.

Som påpeget i citatet ovenfor udgør AktieTorget en forlænget sagsarm for Nasdaq, da virksomheder ofte flytter til Nasdaq senere i vækstforløbet.

## 2.4 BØRSE I DK, SE, NO OG UK

Danmark <sup>***</sup>
Nasdaq – Copenhagen Stock Exchange og herunder First North*
Sverige
Nasdaq – Stockholm Stock Exchange herunder First North* AktieTorget Nordic Growth Market
Norge
Oslo Stock Exchange, herunder også Oslo Axess og Merkur Market*
UK
London Stock Exchange Main Market og herunder AIM* Nex Exchange (tidligere Plus)**

Note: \*) Disse growth markets er underafdelinger af main markets. First North er underafdeling af København og Stockholm OMX, Merkur er underafdeling af Oslo Børs, og AIM er underafdeling af LSE. \*\*) NEX hed tidligere ICAP, som opkøbte den tidligere PLUS børs (\*\*\*) Frem til 2015 havde Danmark også GSX-markedet for SMV'er. Der går rygter om, at Aktietorget overvejer at etablere en dansk afdeling.



# Karakteristika for de forskellige børser

For at forstå børsernes interne konkurrence vil vi videre se på, hvilke services de udbyder, og hvad de tager for disse, jf. tabellen til højre. Der er typisk tale om et noteringsgebyr (for nogle børser afhængigt af noteringsstørrelsen), et årligt gebyr for at være noteret (ofte afhængigt af noteringsstørrelsen), andre årlige omkostninger (fx til certified advisor), samt gebyrer for diverse tillægssydelser, fx for yderligere kapitalrejsning (emission).

## OMKOSTNINGER OG SERVICES

### Nasdaq

København har den fordel, at virksomheden beholdes i Danmark med de følgevirkninger, det har (som diskuteret tidligere). Ydermere giver Nasdaq et internationalt kvalitetsstempel, som virksomheden kan nyde godt af ift. PR-værdi mv., og virksomheden kan nemmere rykke op på main market senere i vækstfaserne.

Nasdaq er dog også samlet set den dyreste løsning, når vi sammenligner børser i Sverige og Danmark. Ud over noteringsomkostningerne skal der betales til certified advisor, analysedækning, informationsomkostninger samt yderligere omkostninger ved senere kapitalrejsning mv., jf. skønnet over omkostninger i tabel 2.5.

De løbende omkostninger ved notering på First North øges især af kravet om en certified advisor, som virksomheden skal betale for i tillæg til de årlige omkostninger til børsen. En certified advisor rådgiver og varetager virksomhedens investorrelations, PR mv. Denne service koster typisk 15.000 kr. om måneden.

### AktieTorget

AktieTorget er en børs, som udelukkende har fokus på små virksomheder, og den yder derfor også den klart største direkte service til små virksomheder –

meget af det, en certified advisor varetager på First North og andre mikrobørser. Det drejer sig bla. om:

- nyheds- og analysedækning via bl.a. Cision, FinWire og SvD Børsplus.
- vejledning af compliancespecialister og gennemlæsning af pressemeddelelser mv.
- Hjælp til investor relations og kontakt til individuelle investorer mv.

AktieTorget forsøger at opstille en simpel prismodel, hvor virksomhederne uanset virksomhedsstørrelse betaler ét fee, som dækker de typiske services, små noterede virksomheder har behov for, fx rejsning af ny kapital.

### Nordic Growth Market

Endelig er Nordic Growth Market den billigste børs, men den yder til gengæld ikke nær så meget service som AktieTorget og har heller ikke noget internationalt navn. Det har ikke være muligt at finde eksakte listepreiser på NGM, men vores interviewresultater indikerer, at de er billigere end AktieTorget.

### Andre lande

Når vi ser på andre lande, er priserne på Oslo Merkur og AIM i London på linje med First North, og de arbejder begge med priser, der er differentieret ud fra virksomhedens størrelse (og det gælder både for noteringen og det årlige gebyr), samt en form for certified advisors-model. De tager også ekstra fees for ny kapitalrejsning – de er dog ikke nær så høje som hos First North.

De samlede noteringsomkostninger analyseres i næste afsnit.

## 2.5 OMKOSTNINGER OG SERVICES PÅ DE FORSKELLIGE BØRSE I MIKRO-SEGMENTET

Børs	Noteringsgebyr	Årligt gebyr (børs)	Samlede årlige omkostninger	Gebyr ved yderligere kapitalrejsning
First North	67.000	60.000 - 153.000*	403.000 - 496.000*	71.000
AktieTorget Stockholm	130.000	234.000	234.000	0
NGM Stockholm	N/A	N/A	N/A	N/A
AIM London	74.000 - 257.000	64.000*	407.000	43.000
Oslo Makur	26.000 - 350.000	65.000 - 149.000*	408.000 - 493.000*	25.000

Note: \*Dette inkluderer ikke omkostninger til certified advisor, nyheds- og analysedækning mv.  
Kilde: Børsers hjemmesider samt interviews.





# Et svagt investorlandskab i det danske micro- og small-cap-marked

## EN FUNDAMENTAL FAKTOR FOR SUCCES

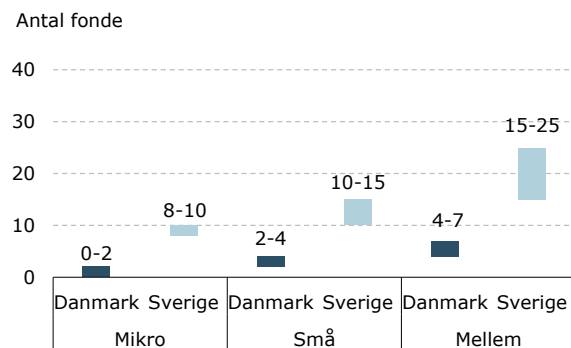
Investorinteressen er fundamentet til sikring af et succesfuldt marked på længere sigt. Hvis først investorinteressen og troværdigheden ift. markedet er til stede, vil interessen hos virksomheder, rådgivere, analytikere, nye børser mv. følge med. I mikro-segmentet glæder det især de små private investorer/husholdninger og til dels mindre semi-professionelle familiefonde mv. – sidstnævnte især, når vi rykker op i de lidt større aktier (noteringer på 70-100 mio. og opefter):

*”Der er stor forskel på de forskellige micro-cap-segmenter: I segmentet fra 100 mio. kr. i kapitalrejsning og opefter er de semi-professionelle investorer med, og der er ikke stor risiko for et totalt flop. I de lavere segmenter, eventuelt uden prospekt, har markedet mere karakter af et lotteri.”*

**Citat: svensk rådgiver**

Her er der en afgørende forskel mellem Sverige og Danmark. I Sverige har man igennem mere end 20 år og på flere niveauer arbejdet for at opbygge investorinteressen i mikro-cap-markedet.

## 2.6 LANDSKAB AF SEMI-PROFESSIONELLE FONDE



Note: Figuren viser et skøn over antallet af semi-professionelle / institutionelle investorer i Danmark og Sverige  
Kilde: Copenhagen Economics (2016)

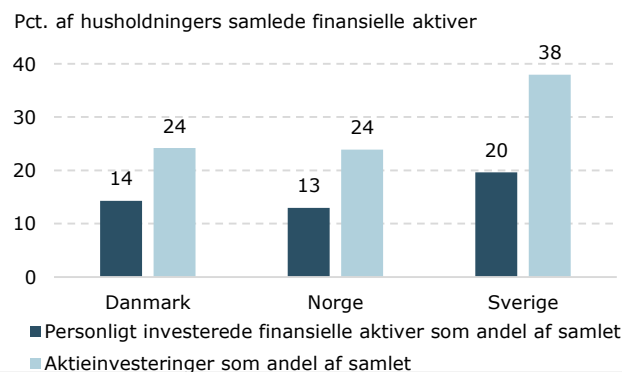
## DIVERSIFICERET INVESTORLANDSKAB

Mikro-cap-segmentet udmærker sig ved, at 60-100 pct. af investorerne er små private investorer. Til forskel udgør disse kun op til 20 pct. i typiske små noteringer med en kapitalrejsning mellem 300 og 700 mio. kr., jf. Copenhagen Economics (2016) s. 22. De små semi-professionelle fonde kan dog være afgørende for at skabe tiltro i markedet, da de ofte fungerer som såkaldte *corner stone*-investorer med fortegningsret opgjort i prospektet. Dermed påfører de et kvalitetsstempel til andre investorer, så ordrebogen kan fyldes op af både små og lidt større investorer. Det medfører i sidste ende en mere stabil pris og likviditet (dybde) i markedet.

*”Det er vigtigt at skaffe to typer investorer: i) De aktive investorer, der handler ind og ud og skaffer likviditet og flow i aktien, og ii) de langsigtede investorer, der sikrer værdisætning på langt sigt og stabilitet.”*

**Citat: svensk rådgiver**

## 2.7 PRIVATE HUSHOLDNINGERS INVESTORINTERESSE



Note: Både danske og svenske husholdninger har en relativt stor andel af deres frie midler placeret i investeringsforeninger. Herved afhænger husholdningernes ejerskab af indenlandske aktiver indirekte af investeringsforeningsafdelingernes strategi og risikoprofil.  
Kilde: OECD data

Baseret på en række kilder vurderes der at være 18-25 faste investorer, der er fokuseret på segmentet med mikro- og små IPO'er i Sverige mod maksimalt seks i Danmark, jf. figur 2.6 .

I Sverige investerer private husholdninger desuden mere af deres formue selv – op til 20 pct. – hvor danske husholdninger kun investerer ca. 14 pct. privat, jf. figur 2.7. Ydermere investerer svenske husholdninger en betydelig større andel i aktier.<sup>1</sup>

De fleste danske husholdninger har ingen private aktieinvesteringer, og det meste af deres opsparing overlades til de større banker, pensionskasser mv. Investeringsstørrelse, omkostningsminimering, risikoprofil og regulatoriske krav gør endvidere, at de danske institutionelle investorer typisk investerer en relativt lille del i aktier og generelt holder sig væk fra SMV-segmentet, jf. Copenhagen Economics (2016). Det står i kontrast til det svenske marked, hvor pensionskasser er relativt aktive i small-cap-markedet (dog ikke mikro-cap).

Både pensionskassernes og de private investorers interesse i de små aktier skyldes forskellige reformveje, man har valgt at følge i hhv. Sverige og Danmark:

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

**Citat: svensk kapitalforvalter**

### Fodnoter:

1) Både danske og svenske husholdninger har en relativt stor andel af deres frie midler placeret i investeringsforeninger. Herved afhænger husholdningernes ejerskab af indenlandske aktiver, indirekte af investeringsforeningsafdelingernes strategi og risikoprofil, og husholdningernes direkte investeringer i aktier giver derfor ikke nødvendigvis det fulde billede over husholdningernes deltagelse i aktiemarkedet.



# Et dårligt investorlandskab medfører en svag omsætning og likviditet

## HANDEL OG LIKVIDITET ER SELVFORSTÆRKENDE OG KAN AFGØRE PRISEN

Jo mere handel, der er i en aktie, jo mindre er den kortsigtede likviditetsrisiko for investorerne, dvs. risikoen for, at en investor ikke kan sælge aktien til en fair pris, når han/hun ønsker det.

Likviditetsrisiko er specielt relevant for de lidt større investorer, med større positioner i aktierne.<sup>1</sup> Dermed vil de større investorer typisk holde sig væk, når likviditeten er lav.

Det er et problem, da det typisk er de større, semi-professionelle investorer, der sætter en stabil og fair pris i markedet baseret på fundamental aktieanalyse. Ud over en øget likviditetsrisiko opstår der derfor også en form for mere eller mindre tilfældig (irrationel) prissætning i markedet, når de større investorer holder sig ude.

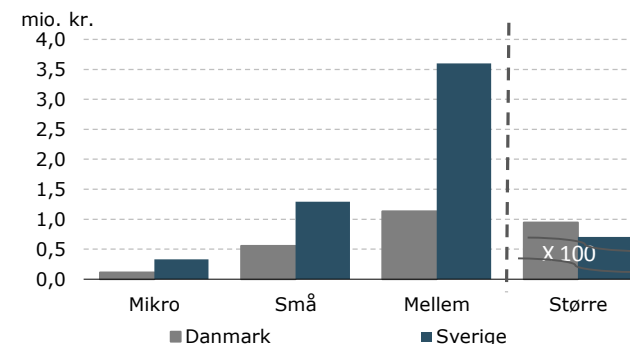
## EN LANGT HØJERE HANDELSAKTIVITET OG LIKVIDITET I SVERIGE

Investorinteresse kan nemmest ses ud fra omsætningen i de forskellige markeder, hvor Sverige har lidt over dobbelt så høj daglig omsætning på aktierne ved både mikronoteringer og små og mellemstore noteringer, jf. figur 2.8. For de store aktiers vedkommende er Danmark dog foran Sverige.

Tilsvarende ses også en lav likviditet i de danske markeder, fx målt ved det gennemsnitlige daglige bid-ask spread (forskellen imellem købs- og salgspris). For First North ligger bid-ask spread i Danmark omkring tre gange højere end i Sverige, og for small-cap-markedet er det næsten dobbelt så højt. Det skal dog nævnes, at en del af dette kan skyldes antallet af virksomheder der betaler for likviditetsdækning, hvilket er tilfældet for betydeligt flere svenske virksomheder end danske, se slide 27.

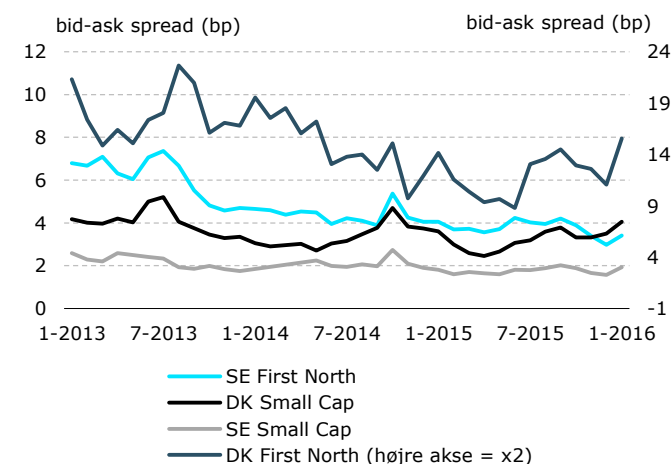
Et højt bid-ask spread betyder, at det er dyrt at handle ind og ud af aktien, og det gælder især for større investorer, for hvem det er vigtigt frit at kunne handle ind og ud af markedet i relativt store positioner. Hvis dette ikke er muligt, vil de store investorer typisk holde sig væk, hvilket igen har stor betydning for omsætningen i markedet.

## 2.8 DAGLIG OMSÆTNING PR. VIRKSOMHED I SEGMENTER, 2016



Note: Denne opdeling er foretaget på baggrund af market-cap.  
Kilde: Bloomberg data fra Copenhagen Economics (2016)

## 2.9 LIKVIDITET I FORSKELLIGE MARKEDER



Kilde: Bloomberg data fra Copenhagen Economics (2016)



# Nyheds- og likviditetsdækning

## EN FUNDAMENTAL FORSKEL I MIKRO- OG SMALL-CAP-MARKEDET

Investorinteresse og omsætning i en aktie hænger blandt andet sammen med, hvor meget nyheds- og analysedækning der er på aktien, samt hvor mange nyheder der kommer ud. For de større aktier i mid-cap-markedet og opefter har nyhedsmedier og banker en naturlig interesse i at dække aktien og give købs- og salgssignaler til investorer, ikke mindst efter at virksomheden har udgivet regnskab mv. (mod betaling på den ene eller anden måde). Det skaber en naturlig omsætning og likviditet i aktien.

Denne naturlige nyhedsdækning gælder sjældent for mikro- og small-cap-aktier. De skal så at sige konstant lave nye sensationelle resultater for at blive set i medierne på denne måde, hvilket netop også er med til at ”holde virksomhederne til ilden”.

## NYHEDSDÆKNING I MIKRO- OG SMALL-CAP-MARKEDET

Hvis ikke virksomheder bliver omtalt i finansielle medier mv., risikerer de – som det ses ved flere af aktierne på danske First North – at aktierne stort set ikke handles. Det medfører en lavere pris pga. en likviditetspræmie samt en pris, der ikke nødvendigvis afspejler den mest retvisende vurdering af virksomheden.

I Sverige arbejder man med en model, hvor virksomhederne – bl.a. gennem børserne – betaler medier for at dække deres aktie. Det ses fx på AktieTorget, hvor de gør meget ud af at skabe synlighed for virksomhederne ved at betale for nyhedsdækning igennem Cision, FinWire og SvD Børsplus. Enkelte steder betales finansielle virksomheder tilmed for at foretage finansiell analysedækning af virksomhederne mv. Fx Red Eye, der efter sigende tager 60.000 kr. årligt for at

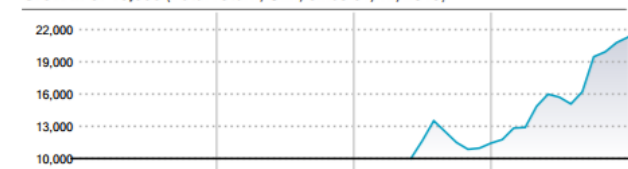
foretage analysedækning af en micro-cap-aktie. På First North stilles gratis information til rådighed for alle virksomheder gennem factsheets fra Morningstar, som indeholder historisk finansiell information, data på performance mv., jf. et eksempel og udsnit i figur 2.10.

## LIKVIDITETSDÆKNING MV.

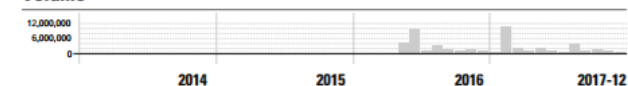
En anden måde at forbedre likviditeten i en aktie på er gennem likviditetsdækning. Det benyttes af mange små noterede virksomheder, hvor de betaler finansielle virksomheder for at sikre, at aktien altid kan handles i et vist omfang – dvs. ved at stille bid-ask spread mv. Det er især brugt i Sverige, hvor omkring 80 virksomheder på First North betaler for likviditetsdækning. Omvendt finder vi, at kun to virksomheder betaler for likviditetsdækning på First North København.

## 2.10 EKSEMPEL PÅ UDSNIT AF FACTSHEET FRA NASDAQ

Growth of 10,000 (Total return, SEK, since 31/12/2013)



Volume



Yearly Performance % (SEK)

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017-12
-	-	-	-	-	-	-	85.71

Trailing Returns % (SEK)

22/01/2018							
1 Week	1 Month	3 Months	6 Months	YTD	1 Year	3 Years	5 Years
6.1	20.0	26.7	63.0	15.8	107.6	-	-

Financials (SEK)

Years	5 Yr Trend	2014	2015	2016
Revenue (Mil)		177	604	654
Gross Operating Profit (Mil)		84	341	429
Operating Income (Mil)		45	242	308
Operating Margin %		25.2	40.0	47.1
EBIT (Mil)		44	242	309
Income before income taxes (Mil)		44	242	309
Net Income (Mil)		34	189	240
Operating Cash Flow (Mil)		65	295	288
Free Cash Flow (Mil)		9	144	158
Basic Earn. Per Share		0.33	1.79	2.28
Dividend Per Share		-	-	-

Profitability and Valuation (SEK)

Years	5 Yr Trend	2014	2015	2016
Return on Assets %		26.2	66.1	48.5
Return on Equity %		39.5	98.5	67.7
Return on Invested Capital %		39.3	98.6	67.7

Kilde: Nasdaq factsheet for Paradox Interactive AB (som et tilfældigt eksempel)

## **2.2 OMKOSTNINGER**

# Samlede langsigtede kapitalomkostninger og dårlig prissætning i Danmark

## DE SAMLEDE KAPITALOMKOSTNINGER

Når virksomheder rejser kapital og afvejer fordele og ulemper ved de forskellige kapitalveje, er de samlede kapitalomkostninger ganske afgørende. Disse inkluderer to dele:

1. **Omkostninger ved kapitalrejsningen, fx børsnoteringsprocessen**, til rådgivere, børs mv. De måles typisk ift. noteringsstørrelsen (i procent af noteret kapital).
2. **Prisen, virksomheden kan sælge til**, dvs. hvor meget kapital der kan rejses, og til hvilken pris, betalt med en given ejerandel i virksomheden. Det kan fx måles ved markedsprisen ift. virksomhedens indtjening (P/E).

Når virksomheder noteres i faser – børsnotering efterfulgt af flere planlagte aktieemissioner – er det ikke den initiale IPO-salgpris (inkl. IPO-rabat), men den gennemsnitlige salgpris af en given andel af virksomheden gennem de første par år på børsen, der er relevant. Da man typisk noterer en relativt lille del i første fase, vil noteringen være tæt på virksomhedens gennemsnitlige markedspris.

Som vist i eksemplet i boksen til højre betyder det, at noteringsomkostningerne ikke nødvendigvis er særligt høje relativt set. Hvis fx virksomheden blot kan få en pris, der er marginalt højere (1 pct.) ved at notere sig i Sverige frem for Danmark, kan det rykke de samlede kapitalomkostninger ganske betydeligt set ift. variationen i noteringsomkostningerne.

## DÅRLIG PRISSÆTNING

Lav investorinteresse og lav likviditet i en aktie kan ende med have en relativt stor effekt på prissætningen. Særligt for mikrosegmentet synes der at være en tendens til, at den pris, som virksomheder/aktier handles til i markedet, er

marginalt bedre i Sverige end i Danmark. Det ses fx på det gennemsnitlige forhold mellem aktiepris og indtjening (*price-earning* eller *P/E*), hvor svenske mikrovirksomheder historisk har ligget på ca. 21 – svarende til de andre størrelsessegmenter – mens mikrovirksomheder i Danmark har ligget på ca. 14, jf. figur 2.11.<sup>1</sup>

Dette skal dog tages med visse forbehold, da P/Es kan være meget svingende over tid og afhænger – ikke mindst negativt – af andelen af virksomheder med høj vækst samt nyligt børsnoterede virksomheder.<sup>2</sup>

Samlet medfører dårligere prissætning potentielt endnu en ”omkostning” ved at rejse kapital i mikro-cap-markedet i Danmark ift. Sverige.<sup>3</sup> Det er vel at mærke ud over de tidligere diskuterede forskelle i noteringsomkostninger. Forholdsmæssigt kan forskellen i prissætningen være betydeligt højere end forskellen i noteringsomkostninger: 2 pct.-point forskel i noteringsomkostninger mod op til 7 pct.-point forskel i prissætningen.

Overordnet kan vi altså konstatere, at noteringsomkostningerne er betydeligt højere i Danmark end i Sverige. Dårlig prissætning og lav likviditet i det danske marked kan i sidste ende være endnu mere afgørende for virksomhedernes samlede kapitalomkostninger ved at gå på børsen. Det er generelt også det, vores interviewanalyse har bekræftet.

Boks: et eksempel på de samlede kapitalomkostninger

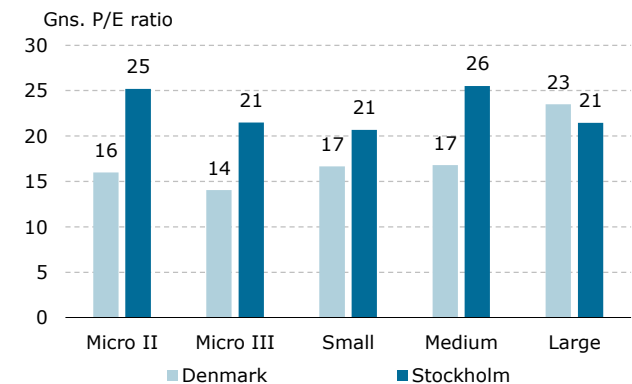
Noteringsomkostninger for de helt små virksomheder udgøre typisk 10-15 pct. af værdien af den initiale udstedte kapital. De senere aktieemissioner er dog langt billigere, både hvad angår omkostninger til børs og (især) omkostninger til rådgivere.

I et typisk tilfælde kan en virksomhed fx notere

- 20 mio. DKK i første fase og
- derefter 80 mio. DKK over de næste par år.

Virksomheden har altså initiale noteringsomkostninger på 2-3 mio. DKK (10-15 pct. af 20 mio. DKK) og noterer samlet 100 mio. DKK. Antager vi, at de senere aktieemissioner koster maksimalt 1 pct. af den udstedte kapital, ligger de relative noteringsomkostninger samlet set på omkring 3-4 pct.

## 2.11 P/E PÅ STØRRELSESSEGMENTER, PRIMO 2018



Note: Figuren viser et det gennemsnitlige P/E for virksomheder, hvor Bloomberg har data. Vi bruger historisk P/E, hvor det er tilgængeligt, ellers bruges 2016-data. Segmenterne er opgjort på market-cap, og vi ekskluderer virksomheder med en P/E over 100.  
Kilde: Bloomberg-data fra Copenhagen Economics (2016)

### Fodnoter:

1) Her ser vi kun på aktier P/E under 100, og segmenterne er opgjort ud fra virksomhedernes market-cap.

2) På First North-markedet finder vi en betydeligt højere gennemsnitlig P/E i Danmark end i Sverige. Men dette er meget misvisende, da Danmark kun har meget få virksomheder på First North. Der er foretaget et stort antal afnoteringer under finanskrisen, og der er ikke noteret nye virksomheder for DK First North i mange år.

3) Danske virksomheders noteringer i Sverige har også særskilte omkostninger. Der findes forskellige måder, en dansk virksomhed kan notere sig på i Sverige: i) Direkte børsnotering af det danske aktieselskab i Sverige. Denne metode benyttes kun af et fåtal af danske virksomheder, fx Lauritz.com. Den er relativt dyr i ekstra årlige omkostninger, da virksomheden skal betale for clearing mellem Euroclear i Sverige og VP i Danmark. Det er typisk en bank, der står for dette, og denne service kan koste 100.000-300.000 kr. om året. ii) Børsnotering gennem et svensk holdingselskab. Det er den typiske måde at gøre det på, men her skal virksomheden udarbejde svenske årsregnskaber, foretage revision mv.



# Høje noteringsomkostninger i Danmark

## FORSKELLIGE TYPER OMKOSTNINGER

Vi kan generelt opdele omkostningerne ved en børsnotering i tre dele:

- **Faste omkostninger:** Relativt faste omkostninger til bl.a. børs, Euroclear/VP samt Finanstilsynet eller certified advisor-bistand.
- **Semi-variable omkostninger:** Omkostninger til advokater, revisorer og PR, som kun indirekte afhænger af noteringsstørrelsen.
- **Variable omkostninger:** Omkostninger til rådgiver og investeringsbanker, hvilket typisk udgøres af såkaldte basisomkostninger, der afhænger af størrelsen af børsnotering, samt diskretionære omkostninger, som afhænger af andre karakteristika. Disse omkostninger udgør typisk en vis procentdel af den børsnoterede kapital.

## DET GENERELLE BILLEDE

Noteringsomkostningerne i forhold til den noterede kapital er generelt højere, jo mindre en notering der er tale om, jf. figur 2.13. Endvidere er noteringsomkostningerne generelt højere i Danmark end i Sverige. For de helt små noteringer (mikro 1-2) under 100 mio. vurderes de svenske noteringsomkostninger at ligge på 10-12 pct., mens de danske ligger på 12-14 pct. For noteringer på 100-300 mio. kr. (mikro 3) vurderes det, at forskellen mellem noteringsomkostningerne i Danmark og Sverige er relativt lille, hvorimod omkostningerne stiger igen for de større noteringer.

## INDIVIDUELLE MIKRONOTERINGER

I mikrosegmentet har Danmark ikke mange noteringer at sammenligne med, og omkostningerne til børsnoteringer er generelt meget svingende, afhængigt af diverse faktorer, jf. de faktiske noteringsomkostninger for Sverige og Danmark nederst til højre. For Confrize lå

noteringsomkostninger næsten på 12 pct. ved en noteret kapital på 28 mio. DKK, hvorimod GreenMobility havde omkostninger for lidt over 14 pct. ved en noteret kapital på 63 mio. DKK. Det skal dog nævnes, at GreenMobility havde ganske strenge kvalitetskrav, også i deres valg af advokat mv., jf. fodnote 2 på slide 18. GreenMobility kunne dog have været noteret væsentligt billigere i Sverige:

*GreenMobility's noteringsomkostninger kunne have været væsentligt lavere ved notering i Sverige.*

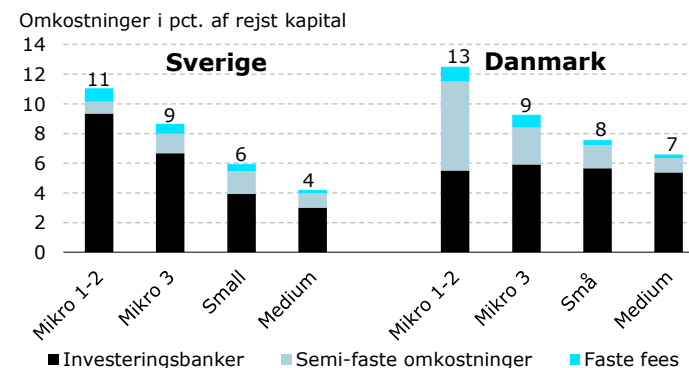
**Citat: bestyrelsesformand i GreenMobility**

Når vi ser på historiske noteringer tilbage i 2006 og 2007, var noteringsomkostningerne dog lavere. Det indikerer også, at rutine i noteringerne spiller ind, hvilket der var mere af i Danmark dengang.

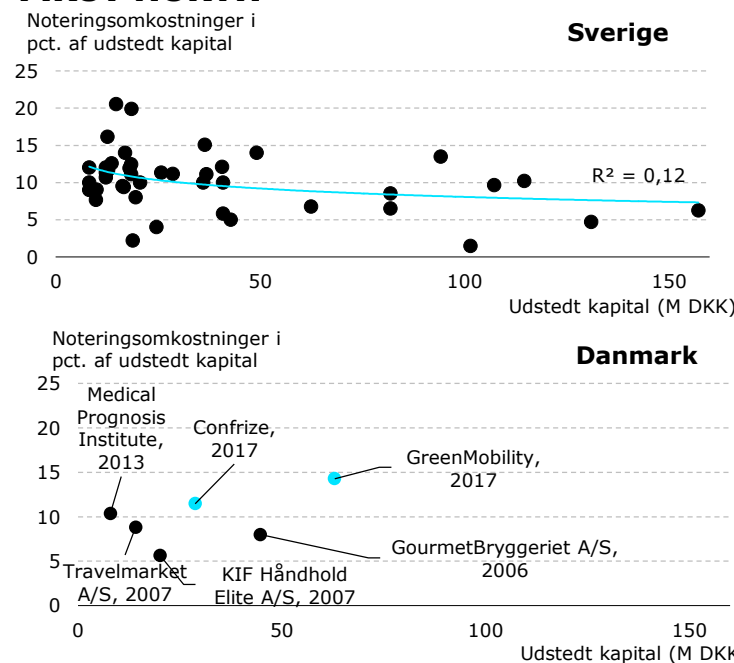
Til sammenligningen er der også stor variation i noteringsomkostningerne for små noteringer i Sverige, jf. figuren til højre. Mange outliers kan dog forventeligt forklares af særlige omstændigheder, ikke mindst brugen af garantiordninger i nogle noteringer. En garantiordning er en forsikring, virksomheden kan købe og sikre, at en række udpegede investorer vil købe aktierne, hvis ingen andre vil. Disse ordninger er rimelig udbredte og kan godt koste 10 pct. af den noterede kapital. De har dog typisk en dårlig signaleffekt, da de signalerer over for købere, at sælger ikke selv er sikker på, at aktierne bliver solgt. Hvis garantiordningen udnyttes, vil aktierne tilmed blive købt af investorer, der egentlig ikke ønsker at holde aktien, og så snart de kan sælge aktierne, vil de formentlig gøre det, hvorved kursen styrtdykker.<sup>1</sup>

Ser vi bort fra de mange outliers, ses en rimelig tydelig faldende tendens i noteringsomkostninger ift. udstedt kapital.<sup>2</sup>

## 2.12 SKØN PÅ NOTERINGSOMKOSTNINGER



## 2.13 NOTERINGSOMKOSTNINGER PÅ FIRST NORTH



Fodnoter:

1) Investorer, der stiller garantiordninger, er typisk ikke investorer der er interesserede i investeringer i små aktier. Det er typisk større institutionelle investorer, der har et kapitalgrundlag til at kunne stille garantien. Hvis garantiordningen udnyttes, indikerer det også, at andre investorer ikke har vist interesse i virksomheden, hvilket medfører en negativ selvforstærkende effekt og et yderligere fald i investorinteressen.

2) Som det ses i figuren, er der en forklaringsgrad ( $R^2$ ) på 0,12. Det indikerer en vis sammenhæng. Det forventes, at denne sammenhæng ville blive betydeligt højere, hvis vi kontrollerede for virksomheds- og noteringsspecifikke forhold.

# Et resultat af ineffektive markeder og et svagt investorlandskab

## ÅRSAGER TIL HØJERE OMKOSTNINGER

De høje omkostninger i Danmark drives af en række generelle faktorer, jf. figur 2.14. Særligt tre faktorer er afgørende ift. Sverige:

- 1. Effektivitet og produktionsomkostninger:** For de helt små noteringer udgør variable og semi-faste omkostninger til rådgiver, advokat og revisor betydeligt mere i Danmark, dels pga. manglende ekspertise i små noteringer og viden om, hvor man kan spare (nøjes), og dels pga. at advokater og revisorer forhandles bilateralt (dvs. ikke igennem den finansielle rådgiver).
- 2. Arbejdsdelingen:** Omkostningerne bestemmes også af, hvor meget der udføres af de forskellige aktører. I Sverige fungerer den finansielle rådgiver typisk som projektleder og udfører langt det meste arbejde i de små børsnoteringer – op imod 70-90 pct., inkl. det juridiske.<sup>1</sup> Det hjælper med at holde omkostningerne nede, da advokater og revisorer typisk har en højere timeløn. I Danmark har manglen på kompetence og rutine i rådgiverleddet gjort, at andre aktører tager en større del, endda eventuelt den styrende rolle.
- 3. Investorlandskab og servicebehov:** For de større noteringer bliver der hurtigt et behov for at nå en bredere investorbase i Danmark, hvorved omkostningerne til prospekt mv. bliver højere, jf. diskussionen på sidste slide. Det ses ikke mindst af andelen af børsnoteringer, der involverer internationale investeringsbanker, jf. figur 2.15. Alle danske mellemstore børsnoteringer og 40 pct. af de små børsnoteringer involverer internationale investeringsbanker. I Sverige bruges internationale investeringsbanker typisk ikke i så små noteringer.

Omvendt har regulering af markedspladser mv. ikke megen direkte betydning:

*"Regulatorisk er der ikke de store forskelle på Sveriges og Danmarks børsmarkeder, og hvis markedet var der, ville man kunne foretage tilsvarende små IPO'er i Danmark til ca. samme omkostninger. Omkostningerne og noteringsprocessen i forbindelse med en børsnotering er altså ikke en selvstændig barriere."*

**Citat: svensk advokatus**

Endvidere kan markedsmagt og konkurrence have en mindre betydning. Der er fx tegn på svag konkurrence på det svenske marked, da virksomhederne næsten står i kø for at blive børsnoteret, og de finansielle rådgivere kan vælge og vrage og sætte priserne. Dog er der klare tegn på konkurrence på andet end pris:

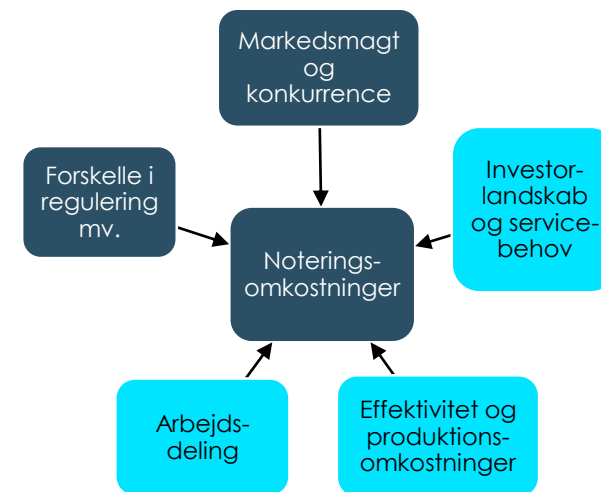
*"Konkurrencen mellem de forskellige rådgivere går på pris og særligt forskellige former for kvalitet: 1) Hvor risikofyldte cases vil rådgiveren gå med til, og til hvilken pris? 2) Hvor mange og hvilke investorer har rådgiveren i sit netværk (her har Avanza fx ganske mange private)? 3) Hvordan er rådgiverens ry hos de forskellige typer investorer? Virksomheder shopper rundt!"*

**Citat: svensk finansiell rådgiver**

*"I Sverige kan der være tegn på dårlig konkurrence pga. overefterspørgsel. De har ikke tid til at køre flere cases igennem. Også derfor ser vi ikke flere svenske, der forsøger at komme til Danmark!"*

**Citat: markedsaktør**

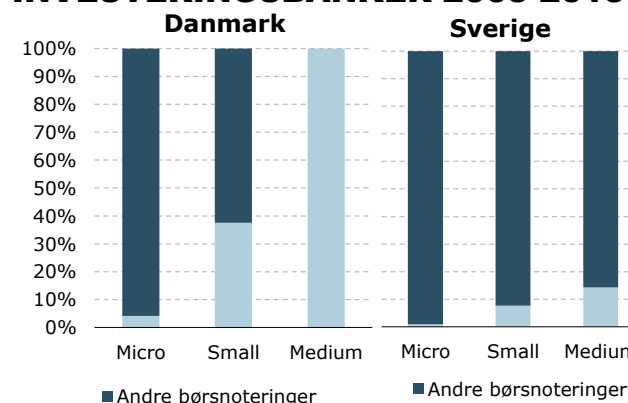
## 2.14 KOMPONENTER, DER BESTEMMER NOTERINGSOMKOSTNINGERNE



Note: De lyse felter indikerer de vigtigste faktorer

Kilde: Copenhagen Economics

## 2.15 ANDEL AF BØRSNOTERINGER, DER INVOLVERER INTERNATIONALE INVESTERINGSBANKER 2005-2015



Kilde: Copenhagen Economics (2016)

Fodnoter:

1) Denne information har vi fra vores interviewanalyse.

# **DEL 3**

## CENTRALE UDFORDRINGER



# De centrale udfordringer (1 af 2)

Samlet er vi kommet frem til en række faktorer, der især udgør en barriere for det danske mikro-cap-børsmarked. Vi har opdelt disse i fire dele, hvoraf de to første er relativt fundamentale:

## 1. MANGEL PÅ GENEREL TROVÆRDIGHED HOS INVESTORER OG VIRKSOMHEDER

En central del handler om troværdigheden i systemet.

- **Troværdighed hos investorer.** I første omgang handler det om troværdighed på investorsiden, der udgør en livsnerve for markedet. Det kræver, at det danske marked kan vise sit værd og ikke konsekvent får voldsomme nedgangsperioder som i 2008-13, hvor mange af de nyligt noterede virksomheder måtte afnoteres igen.
- **Den danske børs skal genetablere sit ry:** Danske First North har fået et blakket ry, ikke mindst som konsekvens af udviklingen under finanskrisen, hvor mange virksomheder måtte afnoteres. Fremadrettet er det vigtigt at sikre kvaliteten af de virksomheder, der noteres, og det er vigtigt at sikre, at der opbygges kvalitet og dybde i rådgivermarkeder og at nyhedsstrømmen for de noterede virksomheder gøres mere stabil.

Sverige har brugt mere end 20 år på at opbygge den troværdighed i systemet, de har i dag – den er skabt i sammenhæng med reformer, som skaber incitamenter for, at investorer, herunder private husholdninger mv., ønsker at investere i aktiemarkedet. Det tager flere at opbygge en sådan troværdighed, især ud fra et udgangspunkt som det, vi har i Danmark i dag, hvor troværdigheden stadig er lav.

En mulighed kunne være, at vi delvist inkorporerer

troværdighed fra Sverige, hvis dele af det svenske system kopieres eller flyttes til Danmark. Troværdigheden kan måske også inkorporeres fra det danske mid-cap-marked, hvis større banker /rådgivere går ind på small-cap-markedet. Det har vi set nogle tendenser til på det seneste.<sup>1</sup>

## 2. MANGEL PÅ INVESTORBASE OG INCITAMENT TIL INVESTERING

I Danmark er aktieinvesteringer fokuseret omkring large-cap-markeder. Vi kan opdele i tre udfordringer:

- **Husholdninger investerer få midler på egen hånd:** Skattesystemet i Danmark og andet gør, at størstedelen af de danske husholdningers opsparing foretages igennem pensionsordninger, ikke mindst pga. skatteincitamenter. Og det er en udfordring for mikro- og small-cap-markederne, da de større pensionskasser typisk ikke har fokus på investeringer i små virksomheder.
- **De institutionelle og semi-professionelle investorer er uinteresserede:** Der mangler investorinteresse fra de lidt større investorer, især for investeringer i small-cap-markedet. Der findes en række barrierer her, som man har været bedre til at imødekomme i Sverige. I Danmark har der været meget fokus på stordrift og omkostningsminimering i pensionskasser, løbende konsolideringer i branchen og regulering af risikotagning. Endelig findes der stort set ingen danske small-cap-fonde, hvilket er vigtigt ift. at kanalisere investeringer fra pensionskasser og ud i de mindre virksomheder.<sup>2</sup>

Det er ikke sandsynligt, at pensionskasser vil investere i mikro-cap-virksomheder – hertil er

mikro-cap-markedet for småt. Det vil dog på sigt øge interessen i mikro-cap-markedet, hvis de institutionelle investorer går længere ned i størrelse og hjælper med til at aktivere small-cap-markedet. Flere interviewpersoner er desuden af den opfattelse, at hvis det danske mikro-cap-marked skal aktiveres, så skal det ske ”oppe fra”, ved at man gradvist går ned i noteringsstørrelse og derved først aktiverer et velfungerende small-cap-marked og derefter micro-cap-markedet.

- **Private små investorer har ikke samme incitamenter:** Små danske investorer er i gennemsnit mere tilbageholdende med at investere i mikro-cap-markedet og med at løbe for stor risiko i forhold til Sverige. Det kan bl.a. skyldes skatteforhold, men ikke udelukkende. I Sverige har man haft stor succes med IKS (investeringssparekonto), som svarer til den netop indførte aktiesparekonto i Danmark.

Fortsættes næste side.

## 3.1 FIRE GENERELLE UDFORDRINGER



Kilde: Copenhagen Economics

Fodnoter:

1) Fx er Danske Bank og Carnegie netop indgået som rådgivere i børsnoteringen af TCM group på small-cap-markedet.

2) Danske pensionskasser investerer typisk ikke egenhændigt i small-cap-aktier. Det gøres gennem small-cap-fonde. Danske pensionskasser investerer for meget store beløb; de har flere mia. kr., de skal placere i aktier. Samtidig har de visse regler for, hvor stor en ejerandel de maksimalt kan/vil have i virksomheder (ofte maks. 5 pct.). Det betyder, at de for typiske small-cap-aktier maksimalt kan investere 50-100 mio. kr. i hver aktie. Dermed skal de overvåge og investere i rigtig mange aktier for at få placeret deres investeringer, hvilket bliver for omkostningstungt og ineffektivt. Derfor udliciteres opgaven til specialiserede small-cap-fonde.

## De centrale udfordringer (2 af 2)

### 3. MANGEL PÅ KOMPETENCER HOS RÅDGIVERE

Det dårlige ry og de mange år uden noteringer på det danske micro-cap-marked har gjort, at rådgiverne i forhold til deres kompetencer ikke er på niveau med fx de svenske. Det gælder både i forhold til advokater og finansielle rådgivere. Det er en vigtig barriere – især på kort sigt.

- **Der mangler troværdige rådgivere /investeringsbanker** med investornetværk og de rette incitamenter til at opbygge troværdighed og tryghedsfølelse hos investorer og virksomheder i mikro-cap-segmentet. De skal dels have incitamenter til faktisk at informere virksomhederne om børsnoteringsvejen og foretage børsnoteringer, hvis det er den rette kapitalvej for virksomhederne (og ikke som standard foreslå en M&A-transaktion). Samtidig skal de stadig have incitament til at sige ”nej”, hvis virksomheden ikke er af den rette kvalitet.

Det kan måske hjælpe, at vi indfører en større grad af regulering af rådgiverne (fx en form for governance-kodeks).

### 4. INFORMATION OG NYHEDSDÆKNING

Endelig har man i Sverige udviklet en række systemer, der kan være afgørende for markedets funktionalitet på længere sigt. Det gælder:

- **Et netværk af nyhedsmedier** med fokus på små virksomheder, både når de er noteret og i selve noteringsprocessen. Det handler også om, at små investeringscases kommer med og bliver omtalt i netværk af private bankers, aktionærforeninger mv.
- **Danske virksomheder skal informeres** om, at børsnoteringsvejen er en reel mulighed, også for små vækstvirksomheder.

**BILAG**

# Bilag A: Eksempler for virksomheder der har søgt nye kapitalveje

Neden for gives nogle eksempler på små virksomheder, børsnoteret i hhv. Danmark og Sverige.

## **GreenMobility på First North København**

GreenMobility var den første mindre danske virksomhed, børsnoteret på First North København siden finanskrisen. Virksomheden blev børsnoteret i juni 2017.

Virksomheden blev grundlagt i 2015 og opererer eldrevne bybiler i København. Firmaet var hidtil udelukkende finansieret af private midler (fra bestyrelsesmedlemmerne Henrik Isaksen og Jørn P. Jensen samt flere ledende medarbejdere), men i 2016 blev der behov for en kapitalindsprøjtning til fortsat vækst i Storkøbenhavn og til udrulning af GreenMobility's koncept i andre europæiske storbyer. GreenMobility snakkede direkte med Nasdaq Danmark i slutningen af 2016. I december 2017 tog de kontakt til deres primære rådgiver – Gorrissen Federspiel. Senere valgtes den finansielle rådgiver, Kapital Partner og revisor Deloitte.

Due diligence, prospektudarbejdelse og fortagning blev foretaget i efteråret 2017, og virksomheden blev derefter noteret i juni 2017.

Bestyrelsesformand, Henrik Iverser udtrykker i efterfølgende, at børsnoteringsprocessen var meget tidskrævende for ham og virksomhedens medarbejdere.

Senere er også Conferize A/S (juni 2017) og Npinvestor.com A/S (januar 2018) noteret på First North København.

## **Photocat A/S på First North Sverige<sup>1</sup>**

Photocas A/S var blandt de første mindre danske virksomheder noteret på First North Sverige (tilbage

i 2015). I modsætning til de fleste andre danske virksomheder, blev Photocat noteret som en danske virksomhed og ikke igennem et svenske holdingselskab.

Virksomheden er placeret i Roskilde og laver overfladebehandling af gulve, tage, vinduer mv., til reducere luftforurening og algevekst. Virksomheden blev grundlagt i 2009. I 2012 fik den tilført statslig væstkaptital fra Capnova og i 2014 havde virksomheden en udviklet produktportefølje. Herefter blev det klart, at virksomheden havde behov for yderligere kapital, både til videre vækst og drift. Bankfinansiering var ikke en mulighed.

I starten af 2014 tog Photocat kontakt til en danske rådgiver – Lett advokater – og senere til revisor PwC. I efteråret 2014 blev Nasdaq Danmark involveret og i december 2014 valgtes Redeye som svensk finansiell rådgiver. Frem til maj gennemføres due diligence af virksomheden og i august-september blev der foretaget road-show. Børsnotering på First North Sverige skete i oktober-november 2015.

Photocat A/S udtrykker efterfølgende, at børsnoteringsprocessen var meget tidskrævende for virksomheden (tager 50 pct. af ledelses tid + en fuldtidsmedarbejder).

Lauritz.com Group A/S og Nordic Waterproofing Holding A/S er andre eksempler på virksomheder der er noteret som A/S selskab i Sverige. Sidstnævnte er dog et betydeligt større selskab, noteret på hovedbørsen.

## **Saniona på AktieTorget og senere Nasdaq**

Saniona er en forsknings- og udviklings-virksomhed inden for medicinalindustrien med fokus på lægemidler til bekæmpelse af sygdomme i centralnervesystemet, autoimmune sygdomme,

metaboliske sygdomme og smertebehandling.

I marts 2014 rejste Saniona 17 mio. svenske kr. blandt ca. 700 privatinvestorer på det svenske AktieTorget. I den forbindelse udtalte direktør Jørgen Dreier til Berlingske Business:

*"I Danmark kunne vi se, at vi var for små og for tidligt ude. First North så vi ikke som en reel mulighed – der er ingen aktivitet i de selskaber, der ligger der. Men i Sverige fandt vi derimod ud af, at der er et ekstremt velfungerende marked for små virksomheder som vores – og i særdeleshed inden for vores branche, biotek og farma."*

Noteringen skete gennem Sanionas AB og virksomheden fik dermed hovedsæde i Malmø. Virksomheden er dermed i en juridisk forstand svensk, og al kommunikation med eksterne interessenter foregår dermed på svensk eller engelsk. Virksomhedens aktiviteter ligger dog stadigvæk hovedsageligt i virksomhedens hovedkontor i Ballerup, København.

## **Andre AB selskaber til Sverige**

Saniona er ikke de eneste danske virksomheder, som har valgt at lade sig notere gennem svenske selskaber i Sverige. Det samme har IVISYS AB, GS Sweden AB, Nuevolution AB, ExpreS2ion Biotech Holding AB, Acarix AB, Invisio AB og Realfiction holding AB – alle på First North i Sverige og alle siden 2014. Booze.com er noteret på Nasdaq main market i Sverige, også igennem et svensk holdningselskab.

Endvidere er en række danske blevet noteret igennem AB holdingselskaber på AktieTorget i Sverige. Det glæder Initiator Pharma AB, Menucard AB, OmniCar AB, Oncology Venture AB, RhoVac AB og Synact Pharma (+forventeligt snart Odico).

<sup>1</sup>Fodnoter:

Copenhagen Economics <sup>1</sup>Jf. Væksthus hovedstadsregionen af M. Humle (2016).

# Bilag B: Interview personer og interviewsvar på område 1

## INTERVIEWPERSONER OG FORLØB

Som en del af dette studie, har vi foretaget interviews med en række centrale aktører i det danske og svenske børsmarked.

### I Danmark har vi interviewet:

- Bestyrelsesformand i GreenMobility, Henrik Isaksen. GreenMobility blev børsnoteret på First North København i juni 2017.
- Ekspert fra First North København, Peter Legind.
- Direktør for VækstFonden, Christian Motzfeldt.
- Partner i den danske finansielle rådgiver-virksomhed Kapital Partner, Jesper Ilsøe.
- Partner i dansk advokatvirksomhed Horden, Henning Aasmul-Olsen.

### I Sverige har vi interviewet:

- En række eksperter fra First North Stockholm, bl.a. Senior Vice President, Andreas Gustafsson.
- CEO for AktieTorget, Peter Gönczi.
- Konsulent for AktieTorget og ekspert i mikro-børsnoteringer, Thomas Gidlund.
- Tidligere direktør for den svenske finansielle rådgiver Sedermera, Stefan Lundgren.
- Direktør for den svenske investeringsbank Avanza Jonas Björkman.

Vi trækker dog højtdanske markedsaktører gjort i Copenhagen Economics (2016), jf. Appendiks A i rapporten. Det glæder bl.a. interviews med det svenske advokat firma Baker & McKenzie, Danske Capital SE, og den svenske finansielle rådgiver Mangold.

Hvert interview tog imellem en halv time og to timer, og vi gik igennem tre forskellige områder. Nedenfor gennemgås de to områder med den spørgerammen interviewperioderne fik udleveret og deres generelle svar. De fleste svar er anonymiseret.

## 1. THE COMPANIES CHOICE OF WHERE TO RAISE CAPITAL

### Spørgeramme (på engelsk):

When more companies choose to IPO in Sweden, it must be because of better market conditions. However, there could be many factors.

Specific questions: We believe one should first of all see this from the companies' perspectives in their choice of where to raise capital:

#### General factors:

- How important is cultural difference, e.g. where IPO more often is a goal for Swedish entrepreneurs?
- How important is the total capital costs, where the Swedish market can deliver a better expected sales prices in the IPO and lower cost of advisors etc.?
- How important is a lower risk of a failure in the Swedish market, and a better change that prices will increase after the IPO?

#### Advisors etc.:

- How important is the larger possibilities in Sweden, with both Aktietorget, NGM, and First North, and where companies can start early and have a "stock-market career"?
- How much does the advisors influence in the companies' choice of where to raise capital?
- Can there be a knowledge barrier, were many Danish companies and their advisors are simply considering an IPO?
- Can there be risk barriers other places in the system, where e.g. it is hard to find investment banks that are willing to take on the risk of a Danish small IPO?

#### Other:

- What are the most important elements and do we miss any?

### Generelle svar:

*"Der er en mangel på information hos små danske virksomhedsejere, omkring børsnotering som en mulig kapitalvej. Der findes et ind-printet billede fra akademiske lærebøger om, at børsnotering kun er for store virksomheder, hvilket er forkert!"*

**Citat: Finansiell rådgiver**

*"I Sverige er aktiemarkedet blevet en mere fast del af vækstvejen for små virksomheder – til forskel fra det økonomielever lægger i lærebøgerne. Næsten alle Svenske virksomheder går fra private midler til eventuelt en offentlig fond eller BA til micro-cap notering."*

**Citat: Finansiell rådgiver**

*"Rådgiveren har et stor indflydelse og tjener typisk en vis procentandel af det rejste beløb, uanset om det er en M&A transaktion eller IPO. Da M&A ofte er et spørgsmål om at sælge hele butikken, tjener rådgiveren mere herved og rådgiver derfor ofte til en M&A transaktion."*

**Citat: Finansiell rådgiver**

*"Advisoren har stor betydning, og mange danske virksomheder har fået 'nej' i mange år og bliver rådet til at tage M&A vejen i stedet."*

**Citat: Børs**

*"Den nærmeste rådgiver er virksomhedens Bank, derefter en anden finansiell rådgiver. Disse vil ofte hellere sælge virksomheden som M&A."*

**Citat: Børs**

## Bilag B: Interviewsvar på område 1 (fortsat)

"Ejerkredsen og aktivt ejerskab er typisk ikke så vigtigt, da det typisk alligevel ikke er kompetente investorer på mikro-segmentet. Lidt længere oppe i størrelse kan det være vigtigt."

**Citat: Svensk finansiel rådgiver.**

"I micro-cap segmentet er der tale om virksomheder, der i best-case stiger til det tidobbelte i værdi. Her kan virksomheder rejse penge i aktiemarkedet, når de har fået et kommercielt gennembrud, dvs. de har vist, at deres ide holder vand. Fx når offentlige fonde eller andet har sagt god ideen. Men de mangler stadig et finansielt gennembrud, dvs. de har stadig ikke et positivt cash flow."

**Citat: Svensk rådgiver**

"Det er dog vigtigt at skaffe to typer investorer: i) De aktive investorer, der handler ind og ud og skaffer likviditet og flow i aktien, ii) de langsigtede investorer der sikre værdisætning på lang sigt og stabilitet."

**Citat: Svensk finansiel rådgiver.**

"I Sverige var de første 6-7 år (for 20 år siden) svære, og ingen troede på at mikro-cap markedet kunne fungere. I dag har markedet bevidst, at det kan klare en nedgangsperiode. Nu er investorerne klar og mikro-cap tages meget seriøst af fx offentlige fonde (til afsætning af virksomheder.) I Danmark har markedet desværre snare bevidst det modsatte"

**Citat: Svensk Finansiel rådgiver**

"Kultur har meget at sige. Sverige er et aktiemarkedsland, hvor Danmark er et land med speciale i fixed income (vi har et matematisk speciale i dette). Beskatning har også en del at sige."

**Citat: Investor**

"Der er et principal-agent problem, hvor det er svært at sikre, at ukendte virksomheder ikke blot ønsker kapital i aktiemarkedet fordi de er så dårlige, at de ikke kan få kapital andre steder. Endvidere er det svært at sikre, at virksomheden efter en børsnotering har høj performance. Nogle virksomhedsejere har ikke nok at mindste hvis ikke de gør det godt."

**Citat: Investor**

"... fortsat: Her bør især de finansielle rådgivere komme ind i billedet og sikre, at man kan regne med, at når de lancere en virksomhed på børsen, så er tingene i orden. Det handler om, at rådgiveren har et ry og en troværdighed at miste."

**Citat: Investor**

"I Sverige har fondskommissionærer 20 års erfaring i hvilke virksomheder /cases det holder vand og hvilke der ikke gør. Det er meget vigtigt."

**Citat: Svensk Finansiel rådgiver**

"For at få markedet i gang i Danmark, er det afgørende at starte med investorsiden. Investorer skal føle sig trygge, ellers vil markedet ikke kunne fungere på lang sigt."

**Citat: Børs**

"For at markedet fungerer kræves: i) Virksomheder, og det er der tydeligvis mange af i DK og de har et godt ry dem der er noteret i Sverige. ii) Investorer; her er DK også ok med, der er dog ikke risikovillighed/troværdighed nok. iii) Et vigtig led imellem investorer og virksomheder; brokere (finansiel rådgivere), der har fokus på kvalitet, langsigtet marked og troværdighed. De finansielle rådgivere skal servicere begge kunder godt: Virksomhederne og investorerne."

**Citat: Svensk Finansiel rådgiver**

"Investorlandskabet er altafgørende; fx Sedomera startede med 100 investorer for 20 år siden, i dag har de 30.000 investorer. Men dette skabes ofte af et troværdigt og langsigtet kompetent miljø af finansielle rådgivere. Der er store feedback effekter i markedet; når først det går godt kommer flere investorer til (og visa versa)."

**Citat: Svensk Finansiel rådgiver**

"For virksomheden er den endelig pris I markedet (hvor der stadig er luns værdistigning til investorer) afgørende, samt til dels noteringsomkostninger. Det er dog også meget vigtigt hvilke investorer de får med – et miks af langsigtede/tålmodige investorer og aktive investorer."

**Citat: Børs**

"GreenMobility er en skalerbar virksomhed, men det kræver kapital at lancere i andre lande. I børsnoteringen havde vi fire mål: i) Opmærksomhed; det var vigtigt at få Nasdaq-stempelet, til når virksomheden præsenteres i udlandet. ii) Mange investorer. iii) En kapitalindsprøjtning, iv) ingen fejl i børsnoteringsprocessen."

**Citat: Bestyrelsesformand i GreenMobility**



## Bilag B: Interviewsvar på område 2

### 2. THE MARKETS FOR FINANCIAL ADVISORS, INVESTMENT BANKS ETC.

#### Spørgeramme (på engelsk):

Looking further into the different markets for stokeholds in the IPO process.

We believe that the markets for most advisor services related to an IPO (auditors, certified and legal advisor) is less effective in Denmark – partly because of the very few IPO cases:

#### General:

1. Are the cost of an IPO higher in Denmark, and how much of this is be-cause of higher prices on specific services?
2. Are the cost differences high enough to drive companies' choice of whether to go for an IPO in Denmark or Sweden?

#### Separate markets:

3. It is a problem that Denmark only has Nasdaq First North, and no competing/supplementary growth market like Aktietorget and NGM?
4. How much is the different exchanges/markets in competition with each other, and how much do they support each other? For example, Aktietorget could be in competition with First North, but we also see many coupanies going from Aktietorget to First North later on in the growth process.
5. Are there specific inefficient market for certain advisors in Denmark (gatekeepers)?

#### Investors:

6. How important is the access to the investor landscape (cornerstone investors etc.) of the cost and ability to IPO?
7. Is the weak investor landscape a barrier in Denmark, and specifically what part of the landscape is missing?

#### Other:

8. What are the most important factors, and do we miss anything?

#### Generelle svar:

*"Hele økosystemet omkring børsnoteringer i Danmark er mangelfuldt!"*

**Citat: Bestyrelsesformand i GreenMobility**

*"I Danmark er det lige så ofte advokater, revisorer og andre rådgivere, der bistår under hele børsintroduktionen eller andre komplekse Corporate Actions"*

**Citat: Rådgiver**

*"I Sverige gør rådgiveren/fondskommissionæren 90 pct. af arbejdet i børsnoteringen, inkl. meget af det juridiske arbejde, samt agere investeringsbank /broker, og rådgiveren stiller hele holdet. For de helt små noteringer inkluderer resten af holdet primært en revisor. Dermed er det her konkurrencen er ift. virksomhederne og de finansielle rådgivere presser priser på andre dele af børsnoteringen. I Danmark gør rådgiveren 40 pct. og man har også en selvstændig juridisk rådgiver og eventuelt en bank med. Jurister og andre er dyrere pr. time, og bl.a. derfor er det dyrere i Danmark. Sverige har en meget mere smurt maskine, med faste pakker/løsninger. Prospektkravet på 2,5 mio. euro er også vigtig, da mange kapitalrejsninger holdes lige under det."*

**Citat: Svensk rådgiver**

*"Vi kan opdele omkostningerne fire: 1) Markeds-magt, størrelse og konkurrence: Hvor mange spillere der, der er tilpasset de mindre noteringer, og hvad kan de tage for deres ydelser, dvs. hvor selektive kan de være. 2) Produktionsomkostninger på individuelle tjenester: Hvor vel smurt en maskine har de – her har fx Mangold næstmest forskellige IPO pakker du kan vælge ud fra, hvor alt er stillet op med kontakt til investeringsbank, advokat osv. 3)*

*Investorlandskabet og behovet for tjenester: Hvor stor en børsnotering er der behov for. 4) Omkostningerne ved at gå til Sverige."*

**Citat: Børs**

*"Omkostningerne til rådgivere i Sverige er: 1) I segmentet 10-20 mio. kr. kapitalrejsning er prisen 10-12 pct. hvor 80-90 pct. går til finansiell rådgiver. 2) I segmentet 60-70 mio. kr. kapitalrejsning er prisen 6-8 pct. (4-5 mio. kr.)."*

**Citat: Svensk rådgiver**

*"... fortsat: For danske virksomheder noteret i Sverige koster et dansk holdingselskab ca. 100t kr. om året + en masse med svenske regnskaber mv. For danske virksomheder noteret i Sverige uden holdingselskab koster bank EuroClear ca. 300t oven i."*

**Citat: Svensk rådgiver**

*"GreenMobility's noteringsomkostninger kunne have været væsentligt lavere ved notering i Sverige"*

**Citat: Bestyrelsesformand i GreenMobility**

## Bilag B: Interviewsvar på område 2 (fortsat)

"Der er mere konkurrence imellem forskellige kapitalveje end imellem forskellige børser."

**Citat: Børs**

"Der er mere konkurrence imellem forskellige kapitalveje end imellem forskellige børser."

**Citat: Børs**

"På børsmarkedet ligger det meste af konkurrence i Sverige imellem rådgivere. Rådgiveren bestemmer/ anbefaler typisk hvilken børs der skal noteres igennem."

**Citat: Svensk rådgiver**

"First North og AktieTorget er i intern konkurrence. Begge er MTF platforme, FN er mere international og har Nasdaq stemplet. Virksomheder går ofte fra AktieTorget til First North for at få mere kapital (advisor kræver at de kommer på First North), da de to platforme ellers er identiske."

**Citat: Finansiell rådgiver**

"First North i Norden er i konkurrence imod AIM LSE om ikke nordiske kunder. Der findes ikke mange konkurrencedygtige platforme for mindre virksomhedsnoteringer andre steder i Europa end i Norden og London. First North fx har set flere henvendelser fra ikke nordiske firmaer efter Brexit."

**Citat: Børs**

"Hvis man kan tale om konkurrence på børsmarkederne, vil det være på de helt små noteringer og primært på hvor lemfældige børser kan være i deres krav mv. Her skal man passe på og huske tilbage på det der skete i Danmark i tilbage før finanskrisen."

**Citat: Børs**

"Konkurrencen imellem de forskellige rådgivere går på pris og særligt forskellige former for kvalitet: 1) Hvor risikofyldte cases vil rådgiveren gå med til og til hvilken pris, 2) hvor mange og hvilke investorer har rådgiveren i sit netværk (her har Avanza fx ganske mange private), 3) hvordan er rådgiverens ry hos de forskellige typer investorer. Virksomheder shopper rundt!"

Svensk Finansiell rådgiver

"I Sverige kan der være tegn på dårlig konkurrence pga. overefterspørgsel. De har ikke tid til at køre flere cases igennem. Også derfor vi ikke ser flere Svenske der forsøger at komme til Danmark! "

**Citat: Børs**

"Regulatorisk er der ikke de store forskelle på Sveriges og Danmarks børsmarkeder, og hvis markedet var der, ville man kunne foretage tilsvarende små IPO'er i Danmark til ca. samme omkostninger. Omkostninger og noteringsprocessen i f. m. en børsnotering er altså ikke en selvstændig barriere."

**Citat: Svensk Advokatus**

"Der stor forskel på de forskellige micro-cap segmenter: I segmentet fra 100 mio. kr. i kapitalrejsning og op efter er de semi-professionelle investorer med og der er ikke stor risiko for total flop. I de lavere segmenter, eventuelt uden prospekt, har markedet mere karakter af et lotteri."

**Citat: Svensk rådgiver**

"De større svenske pensionskasser, fx de seks AP-fonde, placerer 55-60 procent af kapitalen i aktier. Herudover findes der et antal regionale offentlige pensionskasser, hvoraf 8-10 pensionskasser har egne small-cap porteføljer."

**Citat: Svensk kapitalforvalter**

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

**Citat: Svensk kapitalforvalter**

"Børsnoteringsstrategien for små virksomheder er afgørende. I Sverige starter små virksomheder typisk med en lille kapitalrejsning ifm. børsnoteringen. Her gives en IPO rabat, så investorer får en forventet kapitalgevinst. Senere, efter virksomheden har vist succes på markedet, rejses der mere kapital igennem aktieemissioner."

**Citat: Svensk rådgiver**

"Investorlandskabet skal være krævende og "ånde virksomheden i nakken". Vigtigt at virksomheden enten har et konstant strøm af nyheder til at holde interessen eller har et konsortium af aktive investorer."

**Citat: Investor**

"I Sverige findes nogle langt mere udbygget informationskanaler end man har i Danmark; både ift. at finde investorer i selve børsnoteringen og for at fastholde investorinteressen efter virksomhederne er noteret på børsen."

**Citat: Børs**



# REFERENCER

# Referencer

Abrahamson, Martin; De Ridder, Adri and Råsbrant, Jonas (2011). "Information Asymmetries among European Investors: Evidence from Swedish IPOs" Working paper

Ewing, Marion "M&As & IPOs" Kauffman Foundation, jf.  
<http://www.kauffman.org/microsites/state-of-the-field/topics/firm-and-industry-dynamics/ma-and-ipos>

Copenhagen Economics (2016 a), "Gevinster for Danmark ved reduktion i barrierer for børsnoteringer og øvrig risikovillig kapital".

Copenhagen Economics (2016 b), "Flere børsnoteringer til gavn for Danmarks velstand og velfærd".

Copenhagen Economics (2017 a), "Analyse af markederne for egenkapital i Danmark, Sverige, Norge, Holland og Tyskland».

Copenhagen Economics (2017 b), "Swedish Private Equity Market, A footprint analysis".

Stihøj, J. (2017) "På Børsen i Sverige: 12 danske Selskaber i svensk exil", Aktionæren, 2017 (6)

Væksthus hovedstadsregionen af M. Humle (2016) Photocat A/S noteringsprocess. Jf.  
<https://startvaekst.dk/file/597623/photocat.pdf>