



**VÆKST, AKTIEKULTUR
OG BØRSNOTERINGER**

Analyse og forslag til løsninger

**BØRSMÆGLERFORENINGENS
ÅRSMØDE**

17. MARTS 2016



BØRSMÆGLERFORENINGEN

Vækst, aktiekultur og børsnoteringer

Analyse og forslag til løsninger

Indholdsfortegnelse

Indledning	2
Baggrund	2
Børsnoteringer i Danmark og Sverige	4
Forklaringer på manglende dansk aktiekultur	7
Aktieafkastbeskatningen	8
Skattesystemet set fra virksomhedsejerens side	9
Generationsskifte	10
Tiltag i udlandet	10
<i>Investeringsparkonto - erfaringer fra Sverige</i>	10
<i>Ordninger i England</i>	12
Dansk kontra svensk aktiekultur	13
Aktiekultur i Danmark og stor kapitalkoncentration	13
Forslag til understøttelse af aktiekultur og mere risikovillig kapital i Danmark	15
Mindre kompleks beskatningsstruktur	16
Flere aktieinvesteringer via pensionsindbetalingerne	16
Dansk ISK – InvesteringsOpsparingsKonto (IOK)	17
Fradrag for investeringer i SMV'er efter engelsk forbillede	17
Forslag om bedre mulighed for generationsskifte	17
Øvrigt forslag	18
<i>Forbedret analysedækning af SMV-selskaber</i>	18
Konsekvenser for skatteprovenuet	18
Vækstkonsekvenser	19
Afsluttende bemærkninger	20

Indledning

Noget tyder på, at danske små og mellemstore virksomheder (SMV'er) i betydeligt mindre grad end i sammenlignelige lande vælger at fremskaffe den for virksomhedernes vækst nødvendige risikovillige kapital gennem aktiemarkedet. Problemer med adgangen til risikovillig kapital for SMV'er er heller ikke ukendt uden for vores grænser, men i Danmark ser der ud til at være yderligere barrierer for kapitalfremskaffelsen. Dertil kommer, at individuelle danske privatinvestorer i mindre omfang selv direkte deltager på markedet for risikovillig kapital.

Det er vurderingen, at især kompleksiteten i det danske skattesystem og den høje aktieindkomstbeskatning er en hindring for at skabe en større dansk aktiekultur. En forenkling af kapitalbeskatningsreglerne vil være hensigtsmæssig. En ophævelse af loftet på indbetalinger til ratepension samt mere selvdisponering af markedsrentepensionsordninger er effektive tiltag i bestræbelserne på at sikre incitamenterne til private investorers engagement i markedet. En version af den svenske ISK ordning, tilpasset danske forhold, er et yderligere lovende initiativ. I bestræbelserne på at fremskaffe vækstvirksomheder, før disse er børsmodne, vil vi pege på det velfungerende britiske EIS initiativ. Ligeledes kan en tilpasning af reglerne om generationsskifte være et effektivt tiltag i denne sammenhæng.

Baggrund

SMV'erne står for cirka to tredjedele af værditilvæksten og beskæftigelsen i den private sektor. For at sikre, at SMV'erne generelt har en bæredygtig forretningsmodel, der kan tåle periodevis svigtende indtjening, er det afgørende, at de har en fornuftig finansiel stødpude i form af egenkapital eller anden ansvarlig kapital til at opfange risici. En vis ansvarlig kapital er i mange tilfælde også helt nødvendig, hvis en virksomhed vil opnå gældsfinansiering fx med henblik på at øge investeringerne og omsætningen.

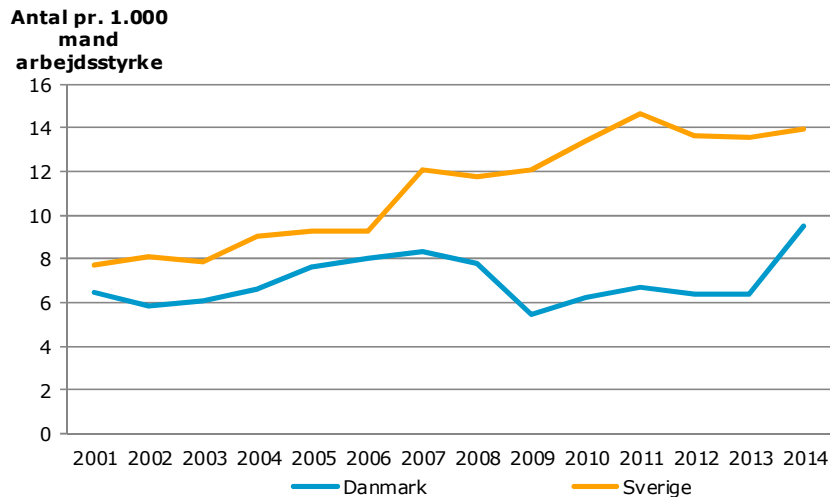
Konsekvenserne af, at danske SMV'ere ikke har tilstrækkelig adgang til kapital fra aktiemarkedet er flere. Først og fremmest er det negativt for væksten – ikke mindst på den lange bane, da vækstvirksomheder ikke i tilstrækkelig grad har mulighed for at udleve deres fulde potentiale. Særligt SMV'erne har brug for langsigtet kapital, da de ofte ikke har nogen finansiel historik, eller står med udsigt til negativt cashflow over flere år, hvorfor de kan have svært ved at tilvejebringe kapital i form af lånefinansiering. Da aktiekapital typisk er langsigtet giver det plads og tid til innovation, værdiskabelse og vækst på den lange bane¹. Uden denne mulighed vil vi derfor gå glip af arbejdspladser og værdiskabelse.

Danmark opfostrer et lavere antal iværksættervirksomheder end eksempelvis Sverige, jf. figur 1. Noget tyder desuden på, at de har mindre vækst jf. tal fra Nordic Innovation, som viser, at Danmark har et betydeligt lavere antal vækstvirksomheder end gennemsnittet i OECD - og kun

¹ Jf. AFME, 2015 "Why equity markets matter" og "Bridging the growth gap".

halvdelen i forhold til Norge, og betydeligt mindre end Sverige². Rapporten finder også, at Danmark har dårlige rammer for adgang til kapital fra aktiemarkedet.

Figur 1. Udvikling i iværksættervirksomheder – DK og SE



Kilde: Erhvervsstyrelsen; Tillvaxtanalys; Ekonomifakta; data.worldbank.org. og egne beregninger
Note: Tallet for 2014 for DK er udregnet på baggrund af væksten i Experians statistik for nyetableringer fra 2013 til 2014.

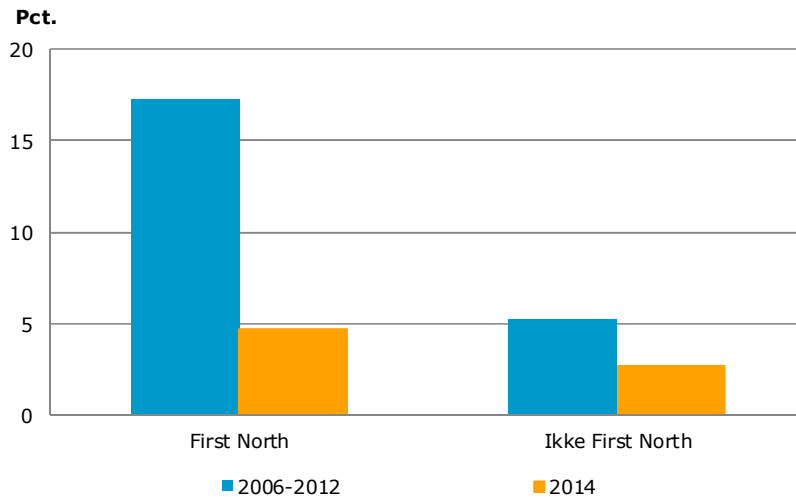
Tal fra DI viser i den forbindelse, at de mindre virksomheder i Danmark skabte fire gange så mange jobs som de store virksomheder i perioden fra 2002 til 2008³. Tal for selskaberne noteret på en First North-børs viser endvidere, at disse mindre virksomheder har en langt højere jobskabelse end øvrige virksomheder. Således var den årlige jobskabelse i perioden 2006-12 på 17,3 pct. blandt de First North-noterede virksomheder mod 5,2 pct. for øvrige selskaber, jf. figur 2⁴.

² Jf. Nordic Innovation, 2013 "Nordic Growth Entrepreneurship Review 2012".

³ DI, 2012, "De fleste danske arbejdspladser skabes i MMV'er".

⁴ Nasdaq OMX Stockholm, 2013 "Ett förbättrat börsnoteringsklimat för Sveriges tillväxt – problemanalys och förslag till åtgärder".

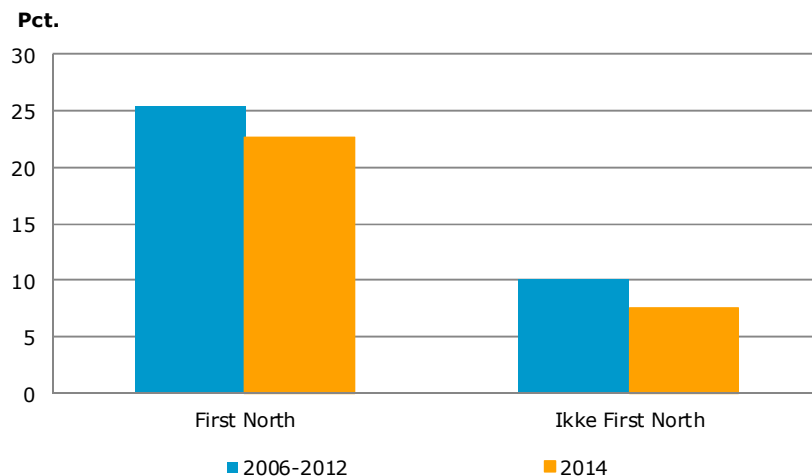
Figur 2. Årlig jobvækst i First North-selskaber og øvrige virksomheder



Kilde: Nasdaq, 2016 "Capital Markets Union: The Road to Sustainable Growth in Europe".
Note: Gennemsnitlig årlig jobvækst i selskaber noteret på First North-børser, sammenlignet med gennemsnitlig jobvækst for selskaber, der ikke er noteret på en First North-børs.

Ser man på selskabernes omsætningsvækst er billedet det samme, nemlig at omsætningen vokser mest i de First North-noterede selskaber, jf. figur 3.

Figur 3. Omsætningsvækst i First North-selskaber og øvrige virksomheder



Kilde: Nasdaq, 2016 "Capital Markets Union: The Road to Sustainable Growth in Europe".
Note: Årlig omsætningsvækst i selskaber noteret på First North-børser sammenlignet med omsætningsvæksten hos selskaber, der ikke er noteret på en First North-børs.

Børsnoteringer i Danmark og Sverige

Det er således et problem, hvis danske SMV'er ikke har let adgang til risikovillig kapital, herunder aktiekapital. Målt i forhold til Sverige ses det tydeligt, at danske SMV'er ikke i samme omfang børsnoteres. Jf. figur 4 har

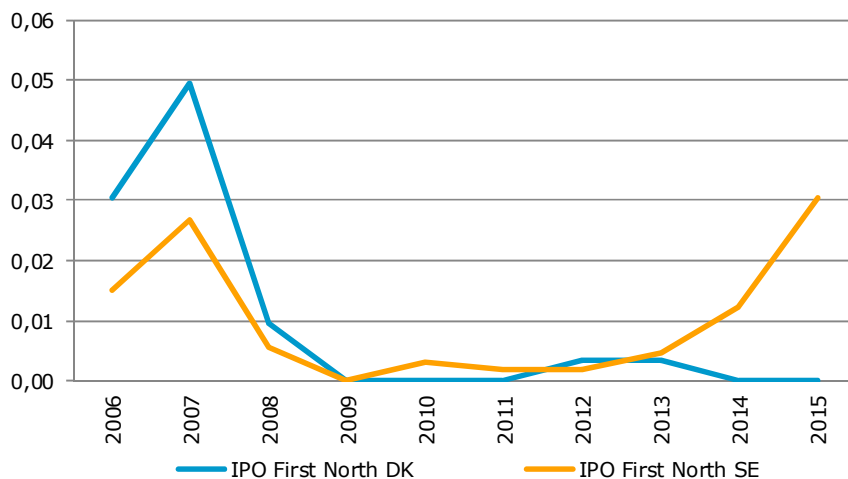
der de senere år været betydeligt færre børsintroduktioner (IPO's) særligt på First North-markedet, der er målrettet unge SMV'er.

Siden 2008 har der været samlet set 18 IPO's i Danmark mod 89 i Sverige. Heraf udgør børsnoteringerne på First North-markedet 2 i Danmark mod 57 i Sverige⁵. Den danske børs har haft flest store børsnoteringer i perioden 2003-2010 sammenlignet med Sverige, men kan altså ikke følge med på SMV'erne.

Vi ser samtidigt en tendens til, at danske SMV'er søger mod Sverige, når de skal skaffe risikovillig kapital. Således er tre danske virksomheder blevet børsintroduceret på First North Stockholm i løbet af 2015.

Figur 4. Antal børsnoteringer First North pr. 1.000 virksomheder

IPO på First North/ 1.000 SMV



Kilde: Nasdaq OMX, VP, PWC, Danmarks Statistik og Statistiska Centralbyrå, og egne beregninger
Note: Antal danske virksomheder er kun tilgængelige til og med 2013.

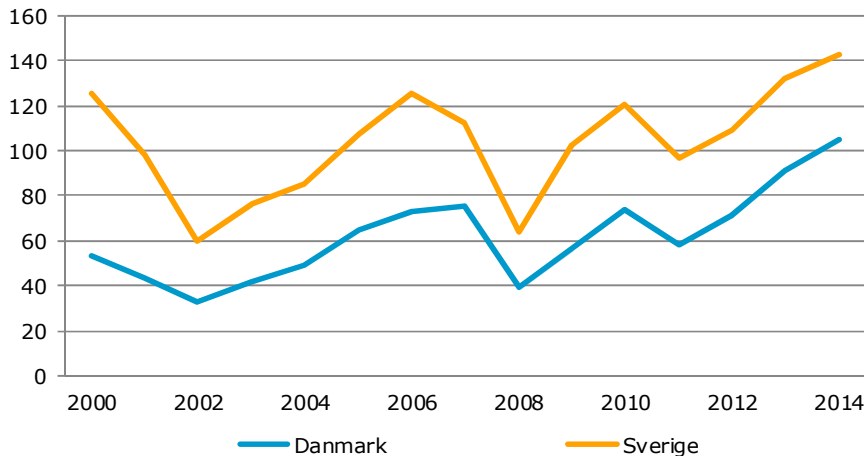
Det lave antal noteringer blandt SMV'er går hånd i hånd med et relativt mindre samlet aktiemarked i Danmark. Markedsværdien af aktierne i forhold til BNP ligger væsentligt højere i Sverige end i Danmark, jf. figur 5. Den samlede børsnoterede værdi af de svenske børsnoterede selskaber er således højere relativt set end for de danske børsnoterede selskaber⁶.

⁵ Jf. tal fra Nasdaq OMX, VP og PWC.

⁶ Dette forhold kan også lede til den konklusion, at de svenske børsnoterede virksomheder under et har en højere relativ værdiansættelse.

Figur 5. Udviklingen i market cap i forhold til BNP – Danmark og Sverige

Market Cap/BNP



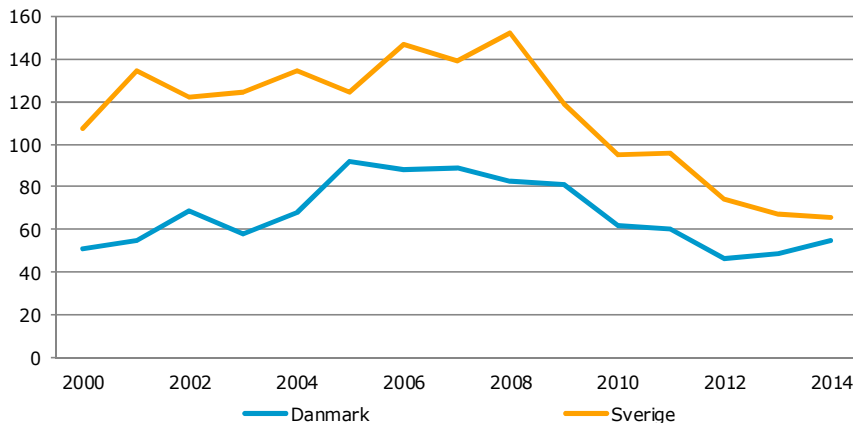
Kilde: Nasdaq OMX (tal for hovedmarkedet), og egne beregninger.

Det er ikke kun vigtigt, at virksomhederne børsnoteres. Der skal også efterfølgende være en vis likviditet i aktierne, dvs. de skal gerne handles regelmæssigt for at gøre det forsvarligt for investorer at anskaffe sig aktierne. Her tyder det også på, at vi kan gøre det bedre herhjemme.

Målt på omsætning i forhold til markedsværdien ses det, at der er større handelsaktivitet på det svenske marked i forhold til det danske målt på hele markedet, om end forskellen er indsnævret de senere år, jf. figur 6⁷.

Figur 6. Omsætning/Market Cap – Danmark og Sverige

Turnover ratio

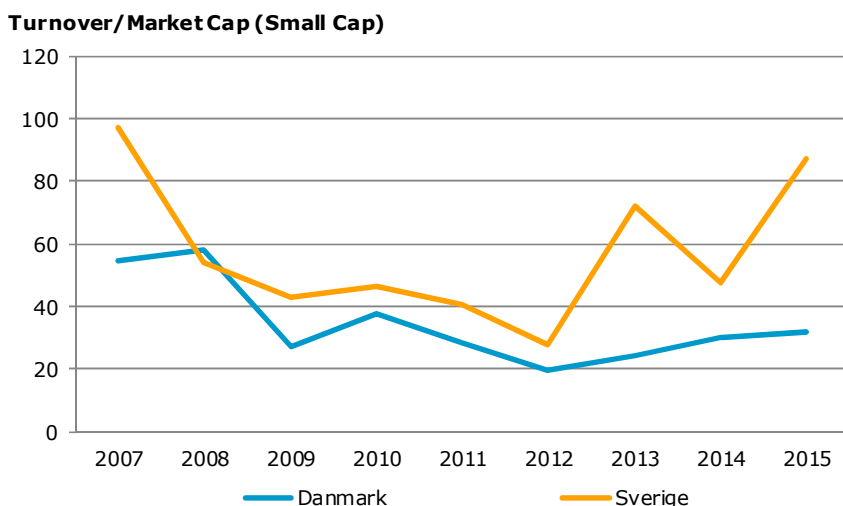


Kilde: Nasdaq OMX (tal for hovedmarkedet), og egne beregninger.

⁷ Der kan ikke konkluderes noget i forhold til, hvilket investorsegment aktiviteten stammer fra, da data ikke kan opdeles på ex. udenlandske og private handler.

Dykker man ned i omsætningstallene for undersegmenterne large, mid og small cap spores dog især en stor forskel mellem Danmark og Sverige for small cap, jf. figur 7. Med andre ord, likviditeten i de danske aktier for mindre virksomheder er relativt lav.

Figur 7. Omsætning/Market Cap for Small Cap – Danmark og Sverige



Kilde: Nasdaq OMX og egne beregninger.

Forklaringer på manglende dansk aktiekultur

Forklaringerne på de ovenfor viste forskelle - antal børsnoteringer af SMV'er og den ringere handel med danske aktier og især i de mindre aktier - kan være flere.

Flere andre interessenter i Danmark har belyst problemet og er kommet med løsningsforslag til at ændre på danskernes aktiekultur (se mere herunder) og SMV'ers adgang til risikovillig kapital - herunder Nasdaq OMX Copenhagen⁸. Der gøres samstemmende opmærksom på flere forhold som hæmmer ovenstående.

Processen op til en børsnotering vil af mange virksomheder opfattes som meget besværlig og omkostningsfuld og kan dermed afholde virksomheden fra overhovedet at gøre forsøget. I forhold til kapitalfremskaffelsen skal EU-kommissionens udvikling af Capital Markets Union forbedre muligheden for at fremskaffe risikovillig kapital for europæiske virksomheder og vil indeholde flere tiltag. Prospektforenklingen vurderes eksempelvis som en lavthængende frugt, og vil muligvis blive indført allerede i 2017⁹. Men der er flere udfordringer og barrierer at tage fat på.

⁸ Nasdaq OMX Copenhagen, 2014 "Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst"

⁹ Prospektkravene ændres, så der skelnes ift. virksomhedsstørrelse, udstedelsesstørrelse, investorsegment etc.

De efter børsnoteringen efterfølgende krav om øget rapportering i henhold til fastlagte standarder og finansielle forpligtelser vurderes at være en stor og omkostningsfuld barriere for SMV'er.

Mangel på analysedækning af de mindre virksomheder, der går på børsen, udgør en væsentlig hindring for den private aktieinvestor, som har behov for kvalificeret at kunne følge en investering¹⁰.

Markedsværdien af SMV'er er naturligt nok ikke stor og der vil ofte heller ikke være en høj likviditet i de pågældende papirer. For større investorer vil dette udgøre en hindring for at kunne investere i aktien. Dette er netop forklaringen på, at markedet for SMV'er kun fungerer, når et stort antal private investorer investerer direkte i enkelt aktier og aktivt deltager i markedet. Den brede kundemasses efterspørgsel efter aktier fra små selskaber, der måske også kan være nyanterede, skal være drevet af motivation og muligheden for afkast.

I Sverige er der en række mindre investeringsbanker og rådgivere, som hjælper SMV'er på børsen. Samtidigt har disse rådgivere typisk oparbejdet gode relationer til en række større investorer, der fungerer som såkaldte "cornerinvestorer" i forbindelse med notering. En model, der har vist sig at fungere, da mange private enkeltinvestorer er begejstrede for at investere sammen med private "cornerinvestorer". Investorer, der ofte har et ry for at være "kloge penge".

Aktieafkastbeskatningen

Det er vurderingen blandt flere interessenter og eksperter, at Danmark overordnet set har en mindre udviklet aktiekultur end Sverige. Og det er vurderingen, at særligt den høje danske aktieafkastbeskatning er en væsentlig årsag til dette forhold¹¹. Den højeste danske beskatning ligger på 42 pct., mens investorer i Sverige beskattes med 30 pct., i Norge med 28 pct., 19,1 pct. i USA mens gennemsnittet i OECD ligger på 16,4 pct.¹² Den høje danske beskatning på aktieafkast betyder utvivlsomt en del i forhold til den ringere danske aktiekultur¹³.

Men et forhold som med stor sandsynlighed påvirker den danske aktiekultur i negativ retning er skattesystemets opbygning og kompleksitet. Og som privatinvestor står man således i den situation, at beskatningen af pensionsopsparing og afkast på fast ejendom er væsentligt lavere end beskatningen af aktieindkomst eller kapitalindkomst. For en illustration af kompleksiteten, se figur 8.

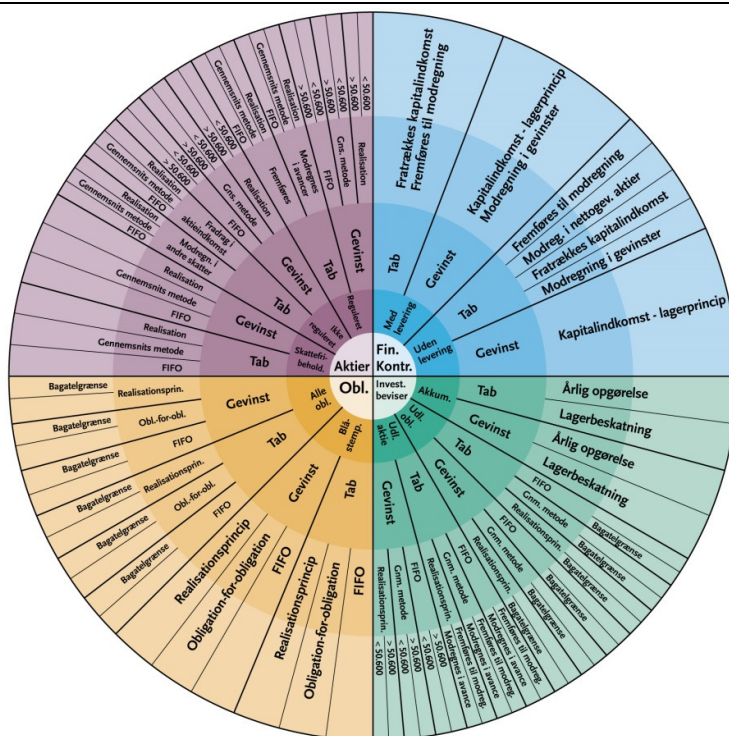
¹⁰ Kromann Reumert 2014 "Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst"

¹¹ Jf. Kromann Reumert 2014 "Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst"

¹² Ifølge Nasdaq OMX 2014 "Anbefalinger til et stærkere børsnoteringsklima for Danmarks vækst"

¹³ I Danmark beskattes aktieindkomst under 50.600 kr. med 27 pct., mens aktieindkomst over dette beskattes med 42 pct.

Figur 8. Komplexiteten i afkastbeskatning for privates frie midler



Kilde: Finansrådet.

Blandt adspurgte inden- og udenlandske eksperter indenfor børsintroduktion og virksomhedsfinansiering er det således også bedre skatteregler for aktieinvestering og lavere formelle krav til nynoterede selskaber, der vurderes at kunne give den absolut største effekt i forhold til flere børsnoteringer¹⁴. Senest har Skats tidligere departementschef gennem 19 år, Peter Loft, fremhævet, at skattesystemet i Danmark er urimeligt uoverskueligt, og at det fører til dispositioner, der er samfundsmæssigt uheldige og koster Danmark velstand¹⁵.

Endelig er det med investorøjne klart, at en højere aktieindkomstbeskatning alt andet lige kræver et højere forventet afkast før skat, end med en mere lempelig beskatning. Aktieudstedelser fra små, relativt nye virksomheder afkræves i forvejen en højere risikopræmie fra investor på grund af den naturligt højere indbyggede risiko. Den høje beskatning forstærker blot dette forhold for ikke at forringe afkast-risiko-forholdet.

Skattesystemet set fra virksomhedsejerens side

I forhold til kapitalfremskaffelsen har det danske skattesystem endvidere en opbygning, der gør, at det er mere attraktivt at finansiere sig med gæld frem for egenkapital¹⁶. Favoriseringen opstår ved, at virksomheder-

¹⁴ Jf. Kromann Reumert 2014 "Børsnoteringer – Sådan skaber vi vækst"

¹⁵ Jf. Peter Loft "Skatten er urimeligt uoverskueligt", Børsen 14. januar 2016.

¹⁶ Jf. Nationalbankens kvartalsoversigt, 3. kvartal 2015.

ne kan fradrage renteudgifter i indkomstopgørelsen, mens aflønningen af virksomhedens egenkapital i form af fx udbytter, aktietilbagekøb eller i fravær af disse, en antaget forrentning af egenkapitalen, ikke kan fradrages som en driftsomkostning.

Generationskifte

Virksomhedsejerne står også overfor udfordringer i forbindelse med generationskifte i SMV'er. Det skyldes, at skattelovgivningen i praksis hidtil har forhindret, at selskabsejere løser deres generationskifte ved at lade virksomheden overgå til en fond. Som reglerne er i dag, skal overdrageren betale avanceskat af gevinsten på aktierne i selskabet på samme måde, som hvis aktierne var solgt. Hvad enten overdrageren er i live eller ej, sker overdragelsen som et salg, uanset om virksomheden overdrages ved gave, arv eller mod betaling af et vederlag. Det betyder en skattebetaling på ca. 42 pct. af værdien af aktierne og dermed et dræn i virksomhederne, som reelt umuliggør generationskifte til en fond.

Tiltag i udlandet

Uden for Danmark har man også erfaret og erkendt udfordringerne med at skaffe risikovillig kapital til SMV'ere. Og der er de senere år flere steder arbejdet både på børsniveau og på lovmæssigt plan på at gøre det nemmere for SMV'er at gå på børsen.

Generelt ser man, at børser specialiserer sig inden for udvalgte sektorer, hvorfor små virksomheder søger mod børser, som har specialiseret sig indenfor deres branche. I fx USA mindskes forpligtelserne ved at være børsnoteret for vækstselskaber med det formål at skabe arbejdspladser. På Londonbørsen faciliteres kapitalfremskaffelsen for vækstselskaber indenfor teknologisektoren bl.a. ved at ændre på børsnoteringskravene.

Investeringsparkonto - erfaringer fra Sverige

Et interessant tiltag fra Sverige er indførelsen af Investeringsparkonto (ISK) målrettet frie midler i 2012¹⁷. Med en ISK har de svenske privatinvestorer fået mulighed for at investere i aktier, hvor beskatningen er favorabel og – meget væsentligt – mere simpel at forstå. For en nærmere beskrivelse se boks 1.

Boks 1. Investeringsparkonto i Sverige

Kun fysiske personer kan oprette en ISK. Afkastet fra de i ordningen tilhørende aktiver skal overføres direkte til kontoen. Og følgende aktiver må placeres på en ISK:

- Likvide midler
- Finansielle instrumenter – dvs. aktier, certifikater, warrants, obligationer, præmieobligationer, konvertible obligationer, standardiserede derivater – som er optaget til handel på et reguleret marked, eller som handles på en multilateral handelsfacilitet hjemmehørende i et EØS-land
- Investeringsforeningsbeviser

Baggrunden for begrænsningen af godkendte aktiver er, de skal kunne værdisættes uden problemer til formål for udregningen af beskatningen.

Aktier, hvor man som investor ejer mere end 10 pct. af kapitalen i et selskab, må ikke

¹⁷ Sverige har også indført en 'Kapitalförsäkring' målrettet pensionsmidler.

indgå i en ISK. Udover hovedformålet med at sikre at ordningen ikke anvendes til skatteunddragelse, sikrer det en vis minimumsspredning på investeringerne.

Investor betaler en gang årligt - på baggrund af fire målepunkter hen over året - 30 pct. i skat på det alternative afkast investor kunne have fået ved at placere midlerne til en rente svarende til den statslige svenske udlånsrente¹⁸. Det sker uanset om afkastet har været negativt eller positivt for investor. Til gengæld skal hverken gevinster eller tab, renter, udbytter eller andre typer afkast ikke opgives på selvangivelsen.

Formålet med reglerne har været at forenkle beskatningen for personer, som sparer op i aktier og andre finansielle instrumenter, samt mindske risikoen for indlåsnings effekter¹⁹. Baggrunden for inddragelse af finansielle instrumenter i de godkendte aktiver er, at befolkningens øgede opsparing i finansielle instrumenter har medført betydelige fejl i skatteindberetningerne. Finansielle instrumenter er realisationsbeskattet som i Danmark. Og sammenholdt med vanskelige skatteregler for denne aktivklasse er der risiko for utilsigtet indlåsnings i denne type aktiver, hvilket investeringsmæssigt er u hensigtsmæssigt. Eksempelvis hvis instrumenter til afdækning af andre påtagne investeringsrisici betyder, at positionen ikke kan realiseres på grund af skattemæssige u hensigtsmæssigheder.

Standardindkomsten – statens udlånsrente ganget med gennemsnitligt indestående - indberettes som kapitalindkomst, som kan modregnes renter, kurstab og omkostninger fra øvrig investeringsaktivitet. For at sikre en passende retvisende beskatning er der detaljerede regler for, hvornår aktiver kan flyttes ind og ud af ordningen²⁰. Den anvendte statsrente fastsættes som statens udlånsrente ultimo november året før beskatningsåret.

Efter omkring nogle års erfaringer med ISK i Sverige er der fra branchen opstået ønsker om forbedringer og ændringer, så ordningen fremstår endnu mere interessant for privatinvestorer og så der er færre administrative udfordringer for bankerne. Forbedringsforslag som også bør inddrages i en eventuel dansk variant er i hovedtræk:

- Opbevaring af 'ikke-godkendte' værdipapirer bør ikke resultere i, at hele ISK'en erklæres ugyldig, men bør i stedet lede til almindelig beskatning udelukkende af det pågældende aktiv
- ISK-indehaveren skal kunne deltage i alle børsintroduktioner og emissioner med prospekt og målrettet offentlighed, uden risiko for, at ISK'en gøre ugyldig.
- Finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked bør, uden risiko, kunne opbevares på en ISK, selv om handlen på det pågældende marked er begrænset. Det samme bør gælde for andele i investeringsfonde, og for instrumenter optaget til handel på en handelsplatform.
- Vedhængende renter på rentebærende instrumenter ved overførsel til ISK-depot skal behandles som ved handel med disse værdipapirer i andre depoter.

Kilde: Lagrådsremiss fra Finansdepartementet, 2011 "Schablonbeskattet investeringssparkonto och ändrad beskattning af kapitalförsäkring", Nasdaq OMX Copenhagen "Gennemgang af svensk Investeringssparkonto, ISK".

Siden indførelsen har i alt godt 1,8 mio. svenskere ved udgangen af 2015 oprettet en ISK²¹. Det skønnes, at det gennemsnitlige indestående pr. ISK er 250.000 SEK.

¹⁸ Statslånerenten er den gennemsnitlige rente for alle udestående statspapirer med restløbetid større end 5 år. Pr. 1. januar 2016 lægges 0,75 pct.-point til statslånerenten, og der er lagt gulv under den samlede rente, der minimum er 1,25 pct.

¹⁹ Jf. Forslag om investeringssparkonto till Lagrådet fra Finansdepartementet <http://www.regeringen.se/sb/d/14761/a/168570>

²⁰ Kapitalgrundlaget opgøres som summen af følgende: Markedsværdien af indestående primo hvert kvartal, markedsværdien af summen af indbetalte kontante midler, markedsværdien af summen af investeringsaktiver overført til ISK og markedsværdien af summen af investeringsaktiver overført af andre end kontohaver. Hævninger fra kontoen tages der ikke hensyn til, mens geninvesterede afkast heller ikke medregnes som en tilgang af aktiver.

²¹ Jf. Svenska Dagbladet 11. marts 2016 på baggrund af tal fra Skatteverket.

De svenske skattemyndigheder har ved udgangen af 2013 på baggrund af skatteprovenuet estimeret, at der var placeret midler til en markedsværdi af i alt 134 mia. SEK. Det svarer til ca. 3,5 pct. af BNP det pågældende år.

Erfaringerne med ISK fra svenske banker og børsmæglere er blandt andet, at svenskerne har søgt mod denne ordning på grund af en mindre kompleks beskatning. En del af kunderne har oprettet en ISK som reaktion på ændrede fradragsregler for indbetaling til pension, men der også er sket overflyttelse fra eksisterende frie depoter. Kundernes investeringer fordeler sig med en overvægt til investeringsbeviser og resten i en blanding af andre typer værdipapirer. Handelsaktiviteten i ISK-regi viser tegn på en lidt højere omsætning på ISK-depoter end på andre depoter tilhørende svenske private investorer. Depoter, hvor investeringsbeslutningen potentielt er hæmmet af skattehensyn.

Ordninger i England

I England oprettede man i 1994 ordningen Enterprise Investment Scheme (EIS), som er designet til at hjælpe mindre virksomheder med højere forretningsrisiko med at finde finansiering ved at tilbyde en række skattefordele til investorer, der køber aktier i disse virksomheder.

I 2012 blev ordningen Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) indført som et supplement til EIS. SEIS er designet til at hjælpe små virksomheder på et tidligt stadie, og før IPO, med at rejse aktiekapital ligeledes ved at tilbyde skattefordele til investorerne. Dette segment af virksomheder er typisk ikke målet for venture kapitalfonde, som foretrækker større virksomheder. SEIS er derfor oprettet for at hjælpe opstartsvirksomheder med at overvinde de udfordringer de står med i forhold til at rejse ansvarlig kapital²².

Forskellen mellem de to ordninger i England er primært, at de rammer forskellige segmenter af virksomheder i forhold til, hvor de er i deres livsforløb, samt at skattefordelen er større under SEIS, men på mindre beløb. For en mere udførlig beskrivelse af EIS og SEIS, se boks 2.

Boks 2. EIS og SEIS

Under **EIS** skal de udstedte aktier overholde en række krav – herunder blandt andet at aktionærerne skal påtage sig de normale risici ved aktieinvestering, at aktierne ikke er indløselige eller har særrettigheder i forbindelse med selskabets konkurs. Aktieinvesteringen kan foretages direkte i selskabet eller gennem en EIS-fond. Der må kun være relativt lille indflydelsesmæssig forbindelse mellem investor og virksomheden. Fordelen for investor består i, at der er skattefradrag for 30 pct. af investeringen i det pågældende indkomstår investeringen foretages. Det maksimale skattefradrag er £300.000, og evt. 'overskydende' fradrag kan tilbageføres til tidligere år. For at opnå skattefradrag skal aktierne besiddes i mindst tre år. Hvis der er opnået fradrag er eventuelt realiserede kapitalafkast efter de tre år skattefrie og tab kan modregnes i indkomsten. Kapitalafkast fra andre aktiver kan endvidere opnå skattefritagelse, hvis de investeres i EIS selskaber. Ovenstående er også muligt ved investering gennem EIS-fonde. Selskaberne må ikke være børsnoterede, når EIS-aktierne udstedes, og skal være en uaf-

²² <http://www.seiswindow.org.uk/new-investor/why-has-the-government-introduced-the-seis/>

hængig virksomhed. Virksomheden skal leve op til forskellige krav omkring ejerforhold, og aktiverne må ikke overstige £15 mio. på tidspunktet for aktieudstedelsen. Der må maksimalt blive fremskaffet £5 mio. årligt gennem de statsligt subsidierede ordninger. Endvidere er der regler for indenfor hvilke områder virksomhederne må drive forretning. Lever EIS-virksomhederne ikke op til kravene kan investorerne ikke opnå de skattemæssige fordele.

SEIS er målrettet opstartsvirksomheder blandt andet med mindre end 25 ansatte og aktiver for maksimalt £200.000, og tilbyder investorerne en højere grad af skattefradrag end under EIS. De øvrige regler under SEIS er fastsat så de minder om reglerne under EIS, da det er forventningen, at virksomhederne efter at have rejst kapital under SEIS efterfølgende vil fortsætte under EIS.

Skatteincitamenterne for investering under SEIS indeholder 50 pct. fradrag for aktiekøb i skattepligtig indkomst for investering op til £100.000, der kan spredes mellem investeringsåret, året før eller op til fem år efter; 100 pct. skattefritagelse for kapitalgevinster på købte aktier holdt i mindst tre år; 100 pct. (aktier købt i 2012/2013) og 50 pct. (aktier købt 2013/2014) fritagelse af afkastbeskatning på andre investeringer som realiseres og geninvesteres i SEIS-aktier; tab kan modregnes i indkomstskatten; 100 pct. fradrag ved arv. SEIS er indtil videre planlagt til at løbe til april 2017, men ordningen kan forlænges.

Kilde: www.gov.uk "Enterprise Investment Scheme: introduction" etc.; www.gov.uk "Seed Enterprise Investment Scheme: procedures" etc.

Dansk kontra svensk aktiekultur

En vigtig forudsætning for, at SMV'erne kan få tilført mere risikovillig kapital er, at der er investorer, der kan bringe kapital til markedet. En vigtig brik i denne tilvejebringelse vil være at få aktiveret de relevante private danske investorer, hvilket vil kræve en ændring i den danske aktiekultur.

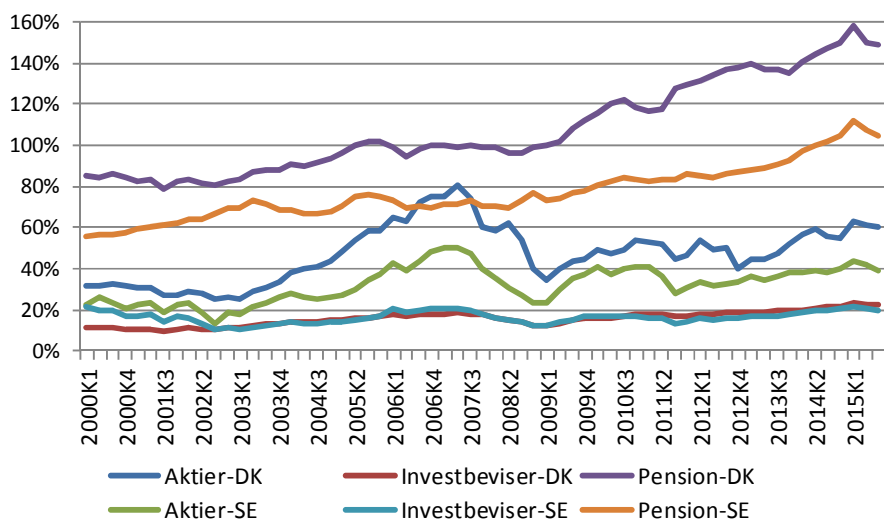
Aktiekultur i Danmark og stor kapitalkoncentration

Det danske investorlandskab har ændret sig som følge af bl.a. finanskrisen og professionalisering. Mange mindre pensionskasser har valgt at lægge deres investeringsmandater ud til eksterne højt professionaliserede porteføljeformidlere. Sammen med et velfungerende arbejdsmarkedspensions-system, der har eksisteret siden 1987, betyder det, at der er en høj grad af kapitalkoncentration. Forstået på den måde, at investeringsbeslutningerne ligger hos et mindre antal, meget store, institutionelle investorer, som typisk har øjnene rettet mod investeringer af en vis størrelsesorden.

Disse investorer kan qua deres investeringsset-up i mindre grad rumme investering i små selskaber. "De store tals lov" gør, at det ganske enkelt ikke er rationelt for så store investorer at beskæftige sig med investeringer i små selskaber. Afkastet står ikke i forhold til indsatsen²³. Ofte ønsker denne gruppe investorer heller ikke at spille rollen som majoritetsaktionær. Den begrænsede danske aktiekultur kan derfor skyldes, blandt andre faktorer, at danskernes formuer i høj grad er placeret i pensionskasserne. Opbygningen af pensionsformuen i Danmark har således været betydelig blandt andet gennem arbejdsmarkedspensionsordninger relativt til fx Sverige, jf. figur 9.

²³ Se Børsen d. 3. december 2015.

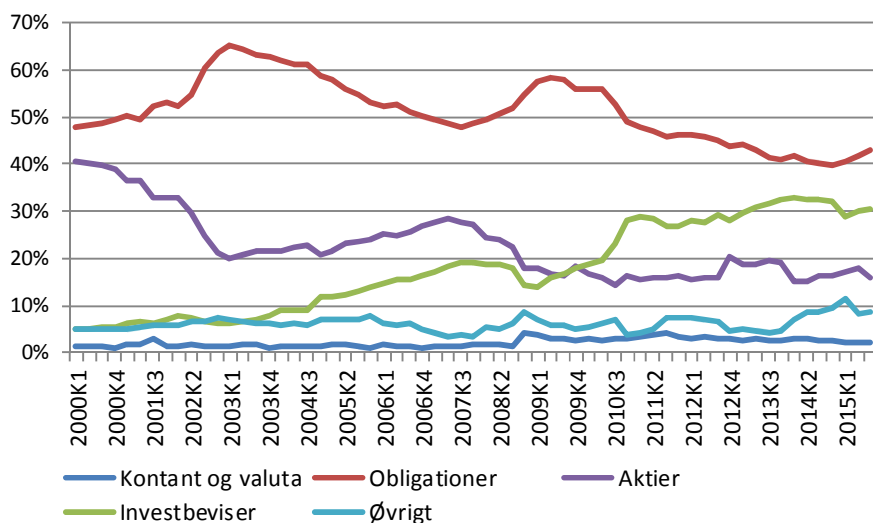
Figur 9. Husholdningers investeringer i andel af BNP - DK og SE



Kilde: Danmarks Statistik, Statistiska Centralbyrån og egne beregninger.

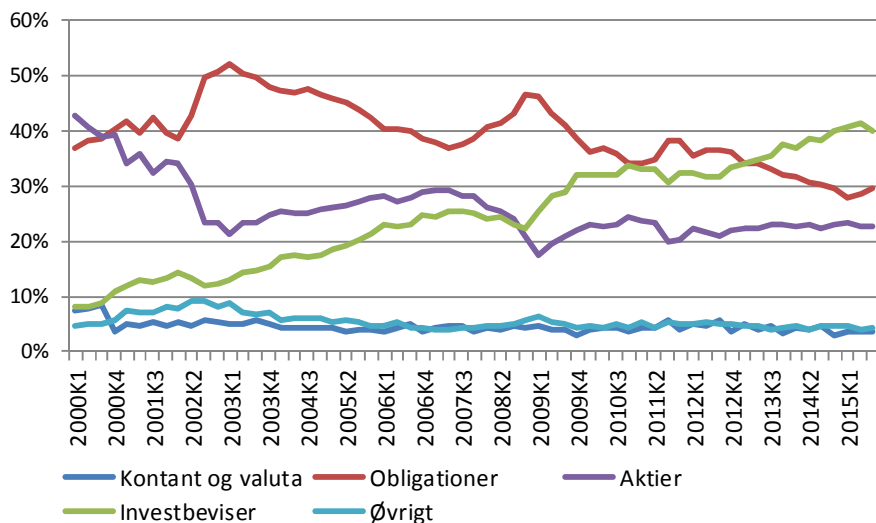
Dermed har danskerne i højere grad end svenskerne placeret investeringsbeslutningen på de investerede formuer hos andre. Samtidigt er investeringsfordelingen i den danske forsikrings- og pensionssektor (F&P) anderledes, hvor vi har en overvægt af obligationer, mens svensk F&P har en større andel i aktier og investeringsbeviser, jf. figur 10 og 11.

Figur 10. Investeringsfordeling F&P - Danmark



Kilde: Nationalbankens statistikbank og egne beregninger.

Figur 11. Investeringsfordeling F&P - Sverige



Kilde: Statistika Centralbyrån og egne beregninger.

Helt overordnet er budskabet ikke, at opsparing via pensioner er uhen-sigtsmæssig, ej heller via investeringsforeninger og lignende. Men ud fra en samfundsmæssig betragtning, så har vi gjort det uforholdsmæssigt attraktivt at spare op via pensionen frem for i andre opsparingsregi. Effekten er, at vi ikke har fået skabt et miljø for direkte investeringer i aktier. Og dermed adgang til risikovillig kapital for SMV'er. Med de institutionelle og andre større investorer på sidelinjen er det således nødvendigt at gøre det mere attraktivt for private investorer at komme på banen. Behovet illustreres af, at hver dansker mellem 18 og 65 år i gennemsnit har investeret i 1,6 aktie²⁴ på den del af opsparingen, hvor de selv har investeringsbeslutningen. Dette billede tegnes også af Dansk Aktionærforening, som anslår, at der 1,26 mio. private aktionærer med direkte investering i aktier. Hovedparten af disse ejer en enkelt eller et par aktier, enten modtaget som gave eller købt for at opnå aktionærvilkår. Dansk Aktionærforeninger estimerer, at kun 80-120.000 private er aktive aktionærer, der ejer adskillige aktier med egen investeringsbeslutning.

Forslag til understøttelse af aktiekultur og mere risikovillig kapital i Danmark

Oplagte muligheder for at opbygge en dansk aktiekultur vil være at give danskerne en interessant og fordelagtig investeringsmulighed i stil med den svenske ISK, og den britiske EIS/SEIS, som samtidigt kan betyde bedre rammer for at skaffe risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder. En dansk InvesteringsOpsparingsKonto vil desuden indeholde en for-

²⁴ Andersen, Steffen (CBS) og Hans Jørgen Nielsen (Tænk tanken Faktisk), 2016 "Ansvar for borgernes økonomiske inkompetence". Endnu ikke publiceret artikel forberedt til Nationaløkonomisk Forenings Årsmøde 2016. Standardafvigelsen er 2,3.

simpling af beskatningsstrukturen, der også vurderes at være en afgørende hjørnesteen i opbygningen af en højere dansk aktiekultur.

Det er dog centralt at understrege, at det private segment naturligvis ikke skal drive markedet for investeringer i SMV'er i lyset af de øgede risici, der normalt er forbundet med investering i mindre virksomheder. Derfor er et vigtigt element tilstedeværelsen af professionelle ankerinvestorer, som legitimerer investeringerne i kraft af betydelige ejerandele, og som dermed selv har "hånden på kogepladen". Det er derudover nødvendigt at understrege vigtigheden i, at øgede aktieinvesteringer hos danskerne skal gå hånd i hånd med passende investeringsrådgivning, som naturligt tager højde for størrelsen af den investerbare formue, risiko, tidshorisont osv.

I dette afsnit oplystes en række forslag, som vi gerne ser indført mhp. at understøtte den danske aktiekultur og mere risikovillig kapital.

Mindre kompleks beskatningsstruktur

Kompleksiteten i det danske skattesystem er en væsentlig barriere for en højere dansk aktiekultur. Det foreslås derfor, at afkastbeskatningen gøres mere simpel, og at den samtidigt sænkes til et attraktivt niveau.

I Danmark beskattes kapitalindkomst (renter, udbytter m.m.) vidt forskelligt alt efter hvilken kilde, den kommer fra og afhængig af, om der er tale om negativ eller positiv kapitalindkomst. Vi ønsker derfor et dualt indkomstskattesystem, således at kapital- og aktieindkomst bliver beskattet med en ens og relativt lav proportional sats, mens lønindkomst beskattes med en højere sats. Omlægningen kan eventuelt gøres skatteneutral uden, at incitamenterne til at arbejde hæmmes.

Flere aktieinvesteringer via pensionsindbetalingerne

Det foreslås at afskaffe loftet over indbetaling til ratepension²⁵ ud fra en hypotese om, at en større mængde samlede pensionsindbetalinger medfører øgede aktieinvesteringer. Det i 2010 indførte fradragsmæssige loft på kr. 100.000 over indbetalinger til ratepension medførte således et betydeligt fald i de samlede pensionsindbetalinger, mens reguleringen af loftet i 2012 til kr. 50.000 ikke medførte andre ændringer, end at indbetalinger fra ratepension i grove træk blev flyttet til livrente.

Behovet for bredere rammer for indbetalinger til pension understøttes af en aktuel analyse fra Penge- og Pensionspanelet, hvor det viser sig, at 44 pct. af de adspurgte danskere føler behov for supplerende pensionsopsparing ud over folke-, arbejdsmarkeds- og firmapension. Samtidigt ønsker hovedparten af de adspurgte, at den ekstra opsparing skal ske som rate- eller kapitalpension, eller som aldersopsparing.

Det foreslås endvidere, at kunder med pensioner oprettet i et markedsrentemiljø får muligheden for selv at kunne forvalte 10 pct. af denne pen-

²⁵ En fordobling af det eksisterende loft.

sionsopsparing. Det er vurderingen, at kunder med denne type pensionsopsparing har større interesse for investering og i højere grad har accepteret og erkendt forholdet mellem risiko og forventet afkast. Det er derfor vurderingen, at forslaget vil kunne medføre større efterspørgsel efter investering i aktier.

Dansk ISK – InvesteringsOpsparingsKonto (IOK)

En ordning i stil med den svenske ISK bør indføres i Danmark. Hermed vil danskerne opnå en mere simpel og overskuelig beskatning af deres investeringsafkast, hvilket forventes at kunne anspore danskerne til i højere grad at investere direkte i værdipapirer, herunder ikke mindst i aktier – store som små.

Fradrag for investeringer i SMV'er efter engelsk forbillede

Det foreslås at indføre investeringsordninger efter engelsk forbillede, hvorved danske investorer får mulighed for skattebegünstiget at investere i SMV'er. Indføres ordninger som EIS og SEIS vil det understøtte adgangen til risikovillig kapital for nystartede virksomheder.

Forslag om bedre mulighed for generationsskifte

Vi roser overordnet set forslagene fra arbejdsgruppen under 'Vækstplan DK's rapport "Succession til erhvervsdrivende fonde", der blev offentliggjort af Skatteministeriet den 6. maj 2015, hvor det foreslås at give mulighed for, at erhvervsdrivende fonde kan overtage virksomheder med skattemæssig succession. Dette vil give en likviditetsmæssig fordel, fordi der ikke udløses skat ved overdragelsen²⁶.

Udover at give bedre mulighed for at kunne drive erhvervsvirksomheder videre er det for at sikre virksomhedens fortsatte vækst og udvikling dog helt centralt, at den kommende lovgivning åbner mulighed for kombinationen af fondseje og børsnoteret samtidig. Det åbner op for, at virksomheden kan tilvejebringe ny ansvarlig kapital. Mere konkret foreslås det, at:

- Krav om mere end 50 pct. ejerskabs krav kun bør gælde i.f.t. stemmerettighederne således, at mere end 50 pct. af kapitalen kan være børsnoteret.
- Der bør være klare regler i tilfælde af, at fondens ejerskab falder til under 50 pct.
- Eksisterende regler for afgiftsfri overdragelse bør bevares sideløbende med dette forslag.
- Der bør indføres øget fleksibilitet i tilfælde af andre (minoritets)ejere, således det i så tilfælde bliver muligt at trække udbytte ud skattefrit, så længe dette reinvesteres i virksomheden.

²⁶ Siden 2013 har der fra forskellige regeringer været fokus på at ændre aktieavancebeskatningsloven, således at der blev indført adgang til overdragelse af aktier med succession til erhvervsdrivende fonde. Senest i efteråret 2015 dukker et forslag igen op som en del af den nye regerings vækstinitiativer og en udmøntning af vækstplan 2013. Deraf fremgår det, at det fra 2016 skal være muligt at overdrage af aktier med succession til erhvervsdrivende fonde. Det er dog stadig kun i form af et faktaark fra Skatteministeriet og ikke et egentligt lovforslag.

Øvrigt forslag

Forbedret analysedækning af SMV-selskaber

Endelig vil der være behov for mere synlighed af SMV'er, der er optaget til handel på en markedsplads, når de ovenstående forslag er implementeret og rammerne for øget investoraktivitet dermed er skabt²⁷. Formålet er at give investorerne et grundlag at vurdere virksomhederne ud fra. Det indebærer dels behov for, at selskaberne selv gør en indsats for væsentlig mere synlighed, dels at der skabes en bedre analysedækning af denne type selskaber. Det foreslås endvidere, at der faciliteres infrastruktur til, at selskaberne løbende kan møde investorer og pressen. Herunder hjælp til arrangement af roadshows eller smallcap capital market days.

Konsekvenser for skatteprovenuet

I dette afsnit gives et bud på de skatteprovenumæssige konsekvenser af vores forslag, om end det afhænger meget af adfærden blandt investorerne, virksomhederne mm.

Det er usikkert, hvor mange eksisterende egeninvesterede midler, der vil blive flyttet over i en IOK, og hvor mange nye midler, der vil blive skudt ind i en IOK-ordning. Derfor er det også forbundet med stor usikkerhed, hvad indførelsen vil betyde for statens skatteindtægter i mer- eller mindre provenu. I Sverige estimerede det svenske finansministerium, at indførelsen ville betyde et varigt mindre provenu på 2 mia. SEK²⁸. Som følge af den lavere danske aktiekultur er udgangspunktet et andet i Danmark. Danskernes investeringer foretages i højere grad gennem pensionsordninger, hvorfor den resterende del af 'investeringskagen' – altså de privates investerbare formue med eget investeringsvalg – er mindre.

Under antagelse om, at 20-25 pct. af danskernes egeninvesteringer i privatejede noterede aktier flyttes til et skatteregime som under den svenske ISK, opgør Nasdaq det årlige tab i skatteprovenu til 320-370 mio. kr. opgjort over perioden 2008-2013. Bemærk, at dette tal er baseret på en ordning udelukkende for aktier.

Uden at tage højde for en forventet højere investeringsaktivitet vil et bud på de skattemæssige konsekvenser for staten vil derfor ligge i intervallet 0,3-1,3 mia. kr.²⁹

²⁷Kromann Reumert 2014 "Børsnoteringer – sådan skaber vi vækst". En analyse fra Kromann Reumert viser således, at omkring halvdelen af de adspurgte analytikere fortæller, at en virksomhed skal have en markedsværdi på over 2 mia. kr. før det er interessant at følge den. Og at kun knap 10 pct. vil følge en virksomhed med en markedsværdi på under 1 mia. kr.

²⁸ Jf. tabel 1, s.219 ff i Lagrådsremiss, "Schablonbeskattet investeringsparkonto och ändrad beskattning af kapitalförsäkring", Finansdepartementet 2011.

²⁹ Øvre grænse beregnet på baggrund af det estimerede tal fra det svenske finansministerium, hvorefter der tages højde for valutakurs og de danske husholdningers absolut set lavere investeringsformue. Bemærk i øvrigt det konjunkturudjævrende element i beskatningsformen, som opstår fordi højkonjunktur ofte er sammenfaldende med højere rente.

Vedr. SEIS skønnede de britiske skattemyndigheder ved indførelsen, at skatteprovenuet varigt ville blive påvirket med -20 mio. £ svarende til 0,15 promille af britisk BNP. Direkte overført til Danmark vil det betyde et skattemæssigt mindre provenu på 35 mio. kr.

I relation til forslaget om afskaffelse af loftet over fradragsberettigede indbetalinger til ratepension er det vurderingen, at det vil medføre et varigt provenutab på 0,9 mia. kr.³⁰ Der vil dog sandsynligvis være et merprovenu på udbetalingstidspunktet som følge af højere udbetalinger over en kortere periode, om end udbetalingen fra livrenteprodukter og provenuet fra disse vil strække sig over flere år³¹.

Forslaget om indførelsen af et dualt indkomstskattesystem vil umiddelbart være forbundet med et provenutab i størrelsen 2-4 mia. kr. afhængig af valg af sats for kapitalindkomst³². Men erfaringen fra de nordiske lande viser, at det har betydelig positiv effekt på økonomien i kraft af en bedre allokering af investeringerne.

Vækstkonsekvenser

Aktiekapital er bedre egnet til at tage risici og dermed lede til høj vækst. Den er tålmodig og giver virksomheden ro og stabilitet til at realisere profitable projekter, der ofte er langsigtede. For en nærmere beskrivelse, se fx AFME (2015)³³.

Hvis det lægges til grund, at der mangler mere risikovillig kapital, og vi fx kom op på niveauet for Sverige målt på størrelsen af aktiemarkedet ift. økonomien, så ville BNP per dansker ifølge vores beregninger være ca. 5,7 pct. højere om 10 år ift. en situation, hvor der ingenting skete³⁴.

Kilden til mere aktiekapital kunne eksempelvis komme fra de danske husholdninger. De har i øjeblikket store indlån i bankerne. På samme tid har bankerne udfordringer med at kanalisere disse penge ud til udlån, der kan generere vækst.

Danske lønmodtagere, pensionister mm. havde ultimo 2015 ca. 775 mia. kr. stående i bankerne. På samme tid havde bankerne kun udlån til de

³⁰ Jf. beregninger fra Finansministeriet, 2010 "Provenuvirkning af loft over pensionsindbetalinger" kombineret med vurderingen af, at de samlede pensionsindbetalinger var uændrede da loftet over indbetalinger til ratepension blev nedsat fra 100.000 kr. til 50.000 kr.

³¹ Nutidsværdien af disse er svært estimerbare.

³² Jf. Finansrådet, 2014 "Rapport om risikovillig kapital"

³³ AFME, 2015; "Why equity markets matter"

³⁴ Estimatet er behæftet med usikkerhed og baseret på historiske erfaringer på tværs af både udviklede og ikke-udviklede lande, jf. Levine og Zervos (1998). Når der er kontrolleret for en række andre faktorer, vil en fordobling af markedskapitaliseringen ift. BNP medføre et bidrag i væksten på ca. 1,5 pct.point om året. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", Levine (UC Berkeley; Milken Institute; National Bureau of Economic Research (NBER)) & Zervos (World Bank), December 1998. World Bank Policy Research Working Paper No. 1690; A1.213 Working Paper No. 297.

samme på ca. 410 mia. kr. Antages det fx, at danskerne mindsker deres bankindlån og i stedet investerer i aktiemarkedet svarende til 100 mia. kr., kunne bankerne stadigvæk opretholde et indlånsoverskud overfor dette segment. Med samme antagelser som i eksemplet oven for, samt at netop disse 100 mia. kr. permanent ville stå "passivt" blandt bankernes aktiver, ville det føre til, at BNP per dansker kunne være ca. 0,8 pct. højere om 10 år ift. en situation, hvor der ingenting skete.

Afsluttende bemærkninger

Danmark opfostrer et betydeligt lavere antal iværksættervirksomheder, men står med en udfordring i forhold til at tilvejebringe risikovillig kapital til de danske SMV'er. Det er ikke et unikt problem for Danmark, og i andre lande ser man flere tiltag for at understøtte fremskaffelsen af den nødvendige kapital til det for væksten og skabelsen af arbejdspladser så afgørende segment af virksomheder.

Barriererne i Danmark er dog fundamentale, da det i vores optik bunder i manglende aktiekultur blandt danskerne og muligheden for overhovedet at tilvejebringe kapitalen. Derfor finder vi det afgørende at ændre rammevilkårene for investering i små og mellemstore virksomheders aktier. Det er vurderingen, at de opstillede forslag i betydelig grad vil øge danske investorerers interesse og mulighed for at investere i aktier.

Uden forbedrede rammer for fremskaffelse af den risikovillige kapital går Danmark glip af arbejdspladser og værdiskabelse.



BØRSMÆGLERFORENINGEN

FINANSSEKTORENS HUS

Amaliegade 7 - 1256 København K
Telefon 3332 7411 - www.dbmf.dk