

Børsmarkedets fremtid

Anbefalinger til en børsmarkedsreform

Delrapport 3 af 3

Et politisk udspil, der forankrer virksomheder, skaber vækst, nye jobs og værdiskabelse i Danmark - ved at aktivere flere danske investorer, mobilisere pensionsmidler og gøre det mere attraktivt at blive og være børsnoteret





Børsmarkedets fremtid

Anbefalinger til en børsmarkedsreform

Delrapport 3 af 3

Gør det mere attraktivt at blive og være børsnoteret - for at øge antallet af børsnoterede virksomheder, skabe fremtidens jobs og forankre flere virksomheder.

Et politisk udspil, der forankrer virksomheder, skaber vækst, nye jobs og værdiskabelse i Danmark - ved at aktivere flere danske investorer, mobilisere pensionsmidler og gøre det mere attraktivt at blive og være børsnoteret

Udarbejdet i 2026 af:

FBV - Foreningen af Børsnoterede Virksomheder - med dialog og input fra medlemmer af FBV, og blandt andet Dansk Erhverv, Dansk Industri, Forsikring og Pension, Finans Danmark, Dansk Aktionærforening og ATP.

Forsidegrafik:

Børsmarkedet er både for de unge, de ældre og familierne samt mindre og store virksomheder. På grafikken er de børsnoterede virksomheder Danske Bank A/S, Vestas A/S, Impero A/S, Donkey Republic A/S og Fluoguide A/S.



Forord

Danmark har et rigt og mangfoldigt erhvervsliv med en god kombination af ejerskabsformer – både ejerledede virksomheder, erhvervsdrivende fonde, andelsselskaber, børsnoterede og kapitalfondsejede selskaber samt vækstvirksomheder, der er støttet af venturefonde.

Bredden af ejerskabsformer er én af dansk erhvervslivs styrker, fordi virksomheder gennemlever forskellige udviklings- og livsfaser, der meget ofte kalder på forskellige finansierings- og ejerskabsformer. Derfor er det væsentligt for samfundets innovationskraft og økonomiske udvikling, at der både er adgang til – og konkurrence mellem – de respektive kapitalveje.

Imidlertid er antallet af børsnoterede virksomheder på det danske marked faldet med 44 procent de seneste 19 år – fra 227 virksomheder i 2007 til 114 i slutningen af 2025. I samme periode er venture- og kapitalfonde blevet mere synlige i det danske økosystem, hvilket har bidraget til, at flere virksomheder i dag foretrækker og vælger private kapital og exits fremfor børsnotering.

I FBV – Foreningen af Børsnoterede Virksomheder – hilser vi alle ejerskabsformer velkommen og glæder os over, at mange virksomheder har kombinationsejerskaber, fx både fondseje og børsnotering. Derudover ser vi det som en naturlig del af børsmarkedet, at selskaber afnoteres, fordi de fx bliver købt af en kapitalfond eller større virksomhed, ligesom der har været eksempler på kapitalfondsejede selskaber, som er blevet børsnoteret med stor succes.

Alligevel mener vi, at det store fald i børsnoterede selskaber bør give anledning til politisk bekymring. Det skyldes, at mange af de selskaber, der får udenlandske ventureinvestorer eller bliver købt af udenlandske ejere, efterfølgende flytter hovedsæde og arbejdspladser ud af Danmark.

I FBV arbejder vi for, at også kommende generationer har adgang til gode og vellønnede jobs her i Danmark – at den værdi, som danske selskaber skaber, kommer endnu flere danskere og samfundsøkonomien til gavn. Men vi må også erkende, at vores kapitalmarked i dag har udviklet sig i en retning, hvor der er for lidt dansk kapital til at forankre de mest talentfulde virksomheder her i landet. Navnlig i den nye geopolitiske verdensorden risikerer det at blive et sikkerhedsmæssigt og samfundsøkonomisk problem for Danmark.

Derfor ønsker vi en børsmarkedsreform, der åbner for, at ikke kun store kapitalforvaltere, men også danske lønmodtagere og pensionsselskaber, tilskyndes til at investere i danske virksomheder. Danmark har et af verdens stærkeste pensionssystemer, og den konkurrencefordel bør i langt højere grad bruges på danske virksomheders vækst, konkurrencekraft og evne til at skabe fremtidens jobmarked og sikkerhed i en ny verdensorden præget af geopolitisk uro.

Vi håber, at I vil tage godt imod vores anbefalinger til, hvad en børsmarkedsreform kan indeholde.

Henriette Kinnunen
Bestyrelsesleder

Thomas Black-Petersen
Adm. direktør

Katrine Hoff
Co-direktør



Indhold

Baggrund	5
Anbefalinger til en dansk Børsmarkedsreform	6
Delrapport 3: Gør det mere attraktivt at blive og være børsnoteret	7
Vi skal sikre mere risikovillig kapital i Danmark	8
Negativ spiral flytter investeringerne væk fra danske aktier	8
Virksomheder og investorer fravælger dansk børsnotering	10
Det offentliges rolle i at styrke børsmarkedet	11
Statens investeringsfond EIFO	12
EIFO og børsmarkedet	13
Dansk særlov om depoter gør det dyrt at være børsnoteret.....	14
Særlige danske krav til børsnoterede virksomheder	18
Højere beskatning efter børsnotering	20
Lagerbeskatning af iværksætteri er uhensigtsmæssigt	23
Danmark har behov for en Børsmarkedsreform.....	25
Anbefalinger til Delrapport 3 - som gør det mere attraktivt at blive og være børsnoteret	26
Bilag til Delrapport 3 - Iværksætteraktier.....	30
Kilder.....	31



Baggrund

I 2015 blev **EU Capital Markets Union (CMU)** etableret med det formål at integrere og harmonisere kapitalmarkeder i hele EU, herunder styrke investeringer, vækst, jobs og booste EU's konkurrenceevne globalt.

Efter at Draghi-rapporten i 2024 konkluderede, at EU halter markant efter globale konkurrenter og har brug for massive investeringer, har EU-landene arbejdet mere intenst mod at styrke de europæiske børsmarkeder.

Som svar på Draghi-rapporten blev CMU i 2025 videreudbygget med **EU Savings and Investment Union (SIU)**, der bl.a. anbefaler EU's medlemslande at styrke deres aktiesparekonto, revidere pensionssystemerne og integrere hele EU's kapitalmarked med et styrket og mere ensartet EU Finanstilsyn. Hertil kommer en europæisk bevægelse anført af den tyske kansler Friedrich Merz, som af flere omgange har foreslået én fælles børs i Europa, ligesom andre har foreslået én fælles nordisk børs.

I forlængelse af den bevægelse, der allerede er sat i gang internationalt, kommer FBV her med vores udspil til, hvilke reformbehov der er brug for i Danmark, så både virksomheder, investorer, politikere og myndigheder er rustet bedst muligt til de udfordringer, Danmark står over for og de tiltag, EU kommer med. Det gælder om hurtigst muligt at bringe Danmark på forkant med den udvikling af EU's kapitalmarkeder, som allerede er sat i gang.

FBV opfordrer derfor til, at der politisk tages initiativ til en dansk Børsmarkedsreform, som grundlæggende har til formål at sikre fremtidens danske arbejdspladser ved, at flere danske virksomheder vælger at fastholde deres hovedsæde i Danmark og skabe vækst og flere arbejdspladser lokalt. Både for Danmarks sikkerhed og samfundsøkonomi er dette politiske fokus en nødvendighed.

Det primære behov er at styrke efterspørgslen efter danske aktier, og her bør vi bringe både pensionsmidler og bankopsparinger i spil.

Dertil har der de senere år også været en del kritik af det danske børsmarked og af de noteringer, der har været. Det er vi meget opmærksomme på, da børsmarkedet er noget, vi skaber sammen. I denne rapport fokuserer vi på de udfordringer, som kan løses ad politisk vej. Men det er klart, at markedets parter selvfølgelig også skal arbejde med at bidrage til et effektivt børsmarked ved at agere professionelt og transparent.

Analysen og anbefalinger i denne rapport fokuserer primært på, hvad danske politikere kan og bør gøre.

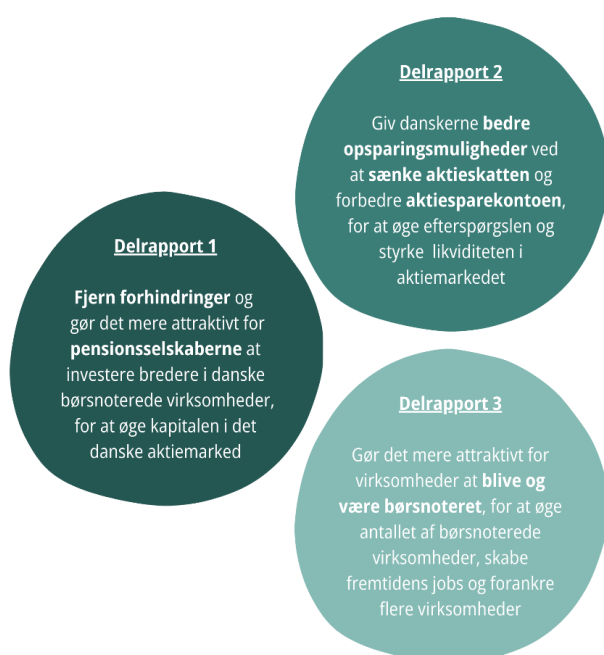
"Hvis iværksætterdrømmene skal blive til unicorns i Danmark og ikke flytte til USA for at rejse den kapital, der skal til, skal de store investorer til at tage større chancer."

Tommy Ahlers, iværksætter, investor og tidligere minister, citat fra Finans.dk

Anbefalinger til en dansk Børsmarkedsreform

FBV præsenterer 10 konkrete anbefalinger, der skal styrke det danske børsmarked. Det sker gennem tre centrale målsætninger: at aktivere flere danskere som private investorer, mobilisere pensionsmidler samt at gøre det mere attraktivt at blive og være en børsnoteret virksomhed i Danmark. De tre målsætninger udfoldes i tre tematiske delrapporter med tilhørende anbefalinger.

[Delrapport 1](#) indeholder desuden en udførlig baggrund og status for det danske børsmarked, som sætter anbefalingerne i perspektiv, mens [Delrapport 2](#) sætter fokus på aktiekultur, aktiebeskatning og aktiesparekontoen.



I denne delrapport sætter vi fokus på, hvordan vi gør det mere attraktivt at blive og være børsnoteret - for at øge antallet af børsnoterede virksomheder, skabe fremtidens jobs og forankre flere virksomheder i Danmark. Konkret foreslår FBV at:



Delrapport 3: Gør det mere attraktivt at blive og være børsnoteret

- for at øge antallet af børsnoterede virksomheder, skabe fremtidens jobs og forankre flere virksomheder

Problem	Konsekvens	Behov
For lidt risikovillig kapital i Danmark. Både venturekapital og børskapital er markant lavere end fx i USA og Sverige.	Virksomheder søger kapital i udlandet	Styrket hjemligt kapitalmarked
Markant fald i antallet af børsnoterede virksomheder. Antallet er faldet med 44 procent siden 2007.	Færre virksomheder forankres i Danmark, og børsmarkedet mister bredde	Styrkede incitamenter for børsnotering og fastholdelse
IPO-krise i Danmark. Ingen danske børsnoteringer i 2024 og 2025 og meget få siden 2022.	Børsen er en sjældent anvendt kapitalvej	Aktiv politik for at genstarte IPO-markedet
Flere afnoteringer end nye noteringer 43 afnoteringer på tre år uden tilsvarende tilgang af nye selskaber.	Nettotab af børsnoterede virksomheder år for år	Rammer der gør det attraktivt at forblive børsnoteret
Lav likviditet i størstedelen af de danske aktier. Især small- og mid cap-aktier handles kun meget lidt.	Vanskelig kapitalrejsning, lavere værdiansættelser og højere kapitalomkostninger	Politiske rammevilkår der fremmer mobilisering af aktiv kapital
Negativ spiral i børsmarkedet. Lav handel → lav interesse → lav værdiansættelse → afnoteringer → endnu lavere likviditet → få børsnoteringer	Selvforstærkende svækkelse af markedet	Strukturelle reformer, der bryder spiralen
Høje omkostninger ved at være børsnoteret. Regulatoriske krav, rapportering, governance og rådgiveromkostninger udgør en relativt stor byrde for mindre selskaber.	Børsnotering fravælges af SMV'er	Proportional regulering og lavere omkostninger
Danske virksomheder vælger private exits frem for børsnotering. Salg til kapitalfonde eller udenlandske ejere foretrækkes.	Ejerskab og værdiskabelse flyttes ud af landet	Skattemæssig og strukturel ligestilling af kapitalveje
Udenlandske opkøb fører til udflytning af hovedsæder og arbejdspladser. Værdiskabelse flyttes ud af Danmark.	Tab af danske jobs, skatteindtægter, innovation og beslutningskraft	Incitamenter til lokalt ejerskab og forankring
EIFOs nuværende mandat understøtter ikke overgang til hovedbørsen. Skaber finansieringsproblemer for virksomheder, der vokser ud af vækstbørserne.	Finansieringsgab for voksende virksomheder	EIFO som aktiv medinvestor før og efter IPO både på vækst- og hovedbørsen
Manglende skattemæssig neutralitet mellem kapitalveje. Skattesystemet gør det mere attraktivt at forblive unoteret eller vælge private exits frem for børsnotering.	Børsnotering fravælges til fordel for private exits	Skattnneutralitet mellem noterede og unoterede virksomheder



Vi skal sikre mere risikovillig kapital i Danmark

Det markante fald i antallet af børsnoterede virksomheder og den aktuelle IPO-krise i Danmark er et resultat af, at der ikke er tilstrækkelig risikovillig kapital, som er aktiv på det danske børsmarked. Når investorerne ikke er til stede, er det ikke attraktivt nok for virksomhederne at blive og være børsnoteret herhjemme.

Konsekvensen er alvorlig: Danske virksomheder søger i stedet kapital og vækstmuligheder i udlandet.

Der er derfor et klart behov for mere risikovillig kapital i Danmark og flere investorer, som er aktive på børsmarkedet. Her spiller både pensionsmidler og private opsparinger en central rolle, hvis de bringes bedre i spil.

Dette behov har FBV allerede adresseret i de to første delrapporter med blandt andet anbefalinger om et dansk Tibi-initiativ, der kan styrke kapitalmarkedet og sikre bedre adgang til vækstkapital, samt forslag til ændringer i aktiebeskatningen og aktiesparekontoen for at gøre investeringer i børsnoterede virksomheder mere attraktive.

Udover manglen på risikovillig kapital, er der også en række andre forhold, som kan styrke udbuddet af danske børsnoterede virksomheder. Det gælder fx at reducere omkostninger for virksomheder, sikre lige konkurrencevilkår mellem forskellige kapitalveje, modernisere en række danske særlove samt tydeliggøre, hvordan store aktører som EIFO og pensionselskaber kan bidrage mere aktivt til et velfungerende og effektivt børsmarked.

Negativ spiral flytter investeringerne væk fra danske aktier

Det samlede billede er, at særligt investeringerne i aktier uden for C25-indekset falder. De danske pensionselskaber og privatpersoner investerer i stigende grad passivt via globale indeksfonde og ETF'er, der udelukkende består af de allerstørste selskaber. Alligevel ejer danske private investorer, med en andel på 13 procent, fire gange mere af det danske børsmarked end pensionssektoren. Det efterlader mange mindre og mellemstore børsnoterede virksomheder med lav handelsvolumen, fravær af analytikerdækning og svær adgang til ny kapital. Manglende handel gør aktierne mindre attraktive, hvilket igen presser værdiansættelsen og øger risikoen for afnoteringer.

Denne udvikling skaber en negativ spiral, hvor færre aktive investorer fører til mindre handel, mindre kapital og lavere efterspørgsel efter danske børsnoterede aktier. Konsekvensen er, at børsmarkedet bliver endnu mindre attraktivt for potentielle børs kandidater, hvilket igen resulterer i endnu færre børsnoterede virksomheder. Dermed forpasses muligheden for at bruge børsmarkedet som katalysator for at styrke Danmarks konkurrencekraft og bidrage til fremtidens vækst, jobs og værdiskabelse i Danmark.



”På et vigtigt område er Europa langt efter USA. Vi mangler risikovillig kapital. Faktisk er størrelsen af den risikovillige kapital, som investeres i det amerikanske marked, omkring ti gange større end hvad vi ser i EU. Vi er langt bagud. Vi har for lidt venturekapital, vi har for få børsnoteringer, vi har for lidt risikovillig gæld, og vi har ikke kunnet skabe en risikovillighed i kapitalmarkederne.”

Jeppe Christiansen, CEO i Maj Invest

Én af de forklaringer, der går igen, når et selskab vælger afnotering, er, at der især på vækstbørserne er meget få handler, også kaldet lav likviditet i aktien. Få handler er et udtryk for, at det er svært at købe og sælge aktien. Et væsentligt element for at investere i børsnoterede aktier er netop muligheden for, at man nemt kan sælge igen. Når likviditeten er lav, bliver aktien mindre attraktiv, og selskabet får samtidig svært ved at rejse ny kapital. Det er en tilbagevendende årsag til, at selskaber vælger børsvejen fra.

Et eksempel på en hurtig afnotering fra hovedbørsen er Mærsk-virksomheden Svitser¹, der blev børsnoteret i 2024, men allerede efter 13 måneder blev afnoteret igen, fordi børsnoteringen ikke skabte den ønskede platform for vækst.² En lignende oplevelse havde virksomheden Relesys A/S, der blev børsnoteret i 2021 på vækstbørsen First North Growth Market og afnoteret igen allerede i 2024.

”Vi har siden børsnoteringen leveret på alle vækst mål. Samtidig har vi måttet tage bestik af, at aktiekursen har ligget væsentligt under noteringskursen, hvilket både bestyrelsen og hovedaktionærerne har fundet utilfredsstillende.... Vi har været i stand til at vokse forretningen fuldstændig i overensstemmelse med prospektet. Hvad vi handler til af multipel, er uden for vores kontrol.”

Alexander Martensen-Larsen, bestyrelsesformand i Relesys A/S. Citat fra Dagbladet Børsen

¹ Der var ikke tale om en IPO, da der ikke blev rejst kapital i forbindelse med noteringen af Svitser.

² <https://www.inderes.dk/analyst-comments/laes-mere-om-ap-moller-holdings-overtagelsestilbud-pa-svitser>



Virksomheder og investorer fravælger dansk børsnotering

For mange iværksættere og deres investorer er en dansk børsnotering ikke længere et fremtidigt mål. En børsnotering i udlandet, privat (venture) finansiering eller exit er ofte førstevalg. Det kan skyldes forskel i værdiansættelsen, ønske om lavere transparens, høje omkostninger til børsnotering, efterfølgende omfattende compliance krav, mange omkostninger til infrastruktur omkring børsmarkedet og manglende kapital og likviditet i det danske børsmarked.

Adskillige danske virksomheder er således blevet børsnoteret i fx Norge, Sverige og USA.³

Samtidig bliver europæiske børsnoterede aktier ofte handlet til lavere multipler end amerikanske, og der er dybere likviditet i både det svenske og amerikanske børsmarked.

Fordelene og styrkerne ved en dansk børsnotering ser ganske enkelt ud til at være blevet glemt, og i stedet er udenlandske noteringer og private exits blevet selskabernes og investorenes foretrukne vej til kapital. Der er i dag en negativ vækst i antal noterede virksomheder i Danmark samtidig med, at vækstbørserne heller ikke fungerer som springbræt til hovedbørsen.

”Godt nok har vi fået strategisk vigtige danske investorer som ATP og Augustinus Fonden med på rejsen, fordi vi netop ønsker at styrke vores danske forankring, men i takt med at vi som virksomhed udvikler os, er det ikke sikkert, at en dansk børsnotering er den rette vej.”

Lars Thinggaard, formand, Veo Technologies A/S

³ Fx Invisio A/S, GomSpace A/S, Asetek A/S, TrustPilot A/S, Better Collective A/S, Unity A/S, Ascendis Pharma A/S

Det offentliges rolle i at styrke børsmarkedet

Både EU-Kommissionen⁴ og en række danske politikere peger på behovet for, at flere virksomheder går på børsen. Det er ikke uden grund: Børsnoteringer styrker virksomhedernes adgang til langsigtet kapital, øger gennemsigtigheden og bidrager til et mere robust og konkurrencedygtigt erhvervsliv, der skaber vækst i Danmark. Spørgsmålet er derfor ikke, om vi vil have flere børsnoteringer – men hvordan skaber vi incitamenterne?

I Danmark har man igennem de seneste 15 år haft stort politisk fokus på at skabe bedre rammevilkår for erhvervsdrivende fonde, familieejede virksomheder samt kapital- og venturefonde.

I samme periode er tidssvarende rammevilkår for børsnoterede virksomheder og deres investorer gået i den politiske glemmebog. Fx bliver ejerne af unoterede aktier beskattet lempeligere, end hvis man ejer under 10 procent af sit børsnoterede selskab. For mange iværksættere udgør dette blotte faktum en barriere for, at de ønsker at gå børsvejen.

Hvis Danmark ønsker flere børsnoteringer, kræver det derfor et skifte i tilgang: Børsen skal ses som et naturligt og attraktivt skridt i en virksomheds udvikling.

Det forudsætter nedbrydning af økonomiske barrierer, mere forudsigelige rammer og klare incitamenters – både for virksomheder, investorer og rådgivere.

Succesfulde børsmarkeder opstår ikke af sig selv

Internationale erfaringer viser, at succesfulde børsmarkeder ikke opstår af sig selv. De kræver en aktiv og sammenhængende politik, som man har grebet an på forskellig vis i forskellige lande.

Et eksempel er **Frankrig**, hvor det såkaldte "Tibi-initiativ" har fået opbakning fra de institutionelle investorer, der har forpligtet sig til – uden statslig medfinansiering – at investere 15 milliarder euro i venturefonde og fonde med fokus på at investere i børsnoterede og unoterede aktier.

Et andet eksempel på en aktiv politik er **Italien**, hvor staten dækker op til 50 procent af rådgiveromkostningerne ved en børsnotering – med et loft på 600.000 euro. Det reducerer en af barriererne for små og mellemstore virksomheder: de høje engangsomkostninger.

Det sender et klart signal: Børsnoteringer er ønskede og politisk prioriterede.

Derudover har **Sverige** og **Norge** en lang tradition for, at en stor del af de statslige pensionsmidler bliver reinvesteret i landets egne virksomheder, hvilket er med til at sikre kapital, stabilitet og likviditet i de svenske kapital- og børsmarkeder.

I **Sverige** har man fra politisk side desuden valgt at arbejde med at skabe et effektivt børsmarked i regi af en finansmarkedsminister.

⁴ https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en



Statens investeringsfond EIFO

Den statslige investeringsfond EIFO er vigtig for det danske vækstlag. EIFO har således lån, garantier eller direkte investeringer i knap 2.000 danske virksomheder – hertil kommer investeringer via fonde.

EIFO har til formål at skabe størst muligt samfundsmæssigt afkast ved blandt andet at fremme vækst og fornyelse i dansk erhvervsliv samt fremme dansk erhvervslivs muligheder for eksport og internationalisering.⁵ EIFO fremhæver fem strategiske dagsordner:

- Åbne døre for global forretning
- Skubbe på den grønne omstilling
- Løfte innovative teknologier
- Bidrage til Danmarks sikkerhed
- Skabe vækst og iværksætteri på tværs af Danmark

EIFO's direkte investeringer er primært i unoterede virksomheder. Resultatet af disse investeringer har i 2025 været præget af den geopolitiske uro, hvor især eksponeringen mod det amerikanske marked var hårdt ramt. Dette vedrører kapitalandele i amerikanske fonde, som har haft negativ valutakurspåvirkning på et trecifret millionbeløb i 1. halvår 2025.⁶

I 2024 investerede EIFO direkte i 78 virksomheder og en række fonde, men oplyser desværre ikke en komplet liste over virksomheder og fonde i investeringsporteføljen.

I marts 2025 blev den danske virksomhed OrderYOYO, som var børsnoteret på vækstbørsen First North Growth Market med EIFO blandt investorerne, solgt til en britiske kapitalfond. Det betød, at virksomheden blev taget af den danske børs og flyttede ud af Danmark til en ny ejergruppe.

Selv om særligt danske venturefinansierede virksomheder ofte bliver solgt til udenlandske købere, har EIFO ikke direkte været med til at sende mange selskaber ud af Danmark. Blandt få eksempler er Evosep, der blev solgt i 2025 til en svensk kapitalfond, og SwipBox, der i januar 2026 blev solgt til en tysk kapitalfond. Det er dog uklart, hvor mange danske porteføljeselskaber i de fonde, som EIFO har investeret i, der er blandt de selskaber, som har forladt Danmark – eksempelvis via den statsstøttede finansieringsordning Dansk Vækst Kapital.

⁵ EIFO's Vedtægter: <https://eifo.dk/media/15mdouqa/eifo-vedtaegter-april-2024-underskrevet.pdf>

⁶ EIFO halvårsrapport 2025: https://eifo.dk/media/2nqp5wca/eifo-halvaarsregnskab-2025_h1_.pdf



EIFO og børsmarkedet

EIFO – under det tidligere navn Vækstfonden – var aktiv i at understøtte flere danske børsnoteringer og deltog i en række IPO'er.⁷ EIFO er desuden største investor i den eneste danske kapitalfor-
ening, som investerer i danske børsnoterede small cap aktier, nemlig BankInvest Select Small Cap
DK Aktier.

Med etableringen af EIFO i 2023 blev der vedtaget et nyt investeringsmandat. Samtidig blev ram-
merne for investeringer i børsnoterede selskaber strammet som følge af EU's statsstøttere-
gleser, så-
ledes at EIFO fremover primært kan engagere sig i virksomheder på vækstbørser som First North
Growth Market, men ikke på hovedbørsen.

Denne afgrænsning kan give udfordringer for virksomheder, der ønsker at tage næste skridt fra
vækstbørs til hovedbørsen – en udvikling, som man i Sverige har set hos mere end 130 selskaber.
Når virksomheder skifter til hovedbørsen, giver EIFO ikke længere nye lån, investeringer eller ga-
rantier og vil heller ikke forlænge eksisterende garantier.

Det kan også fjerne EIFO's incitament til overhovedet at deltage i eller bidrage til børsnoteringer i
det hele taget, hvis EIFO vurderer, at de ikke kan investere med i efterfølgende kapitalrunder og
bør udtræde af en investering, hvis selskabet som led i sin vækstrejse flytter til hovedbørsen. Det
kan påvirke afkastet på EIFO's investering negativt sammenlignet med, hvis de kunne fastholde in-
vesteringen. Det er dog positivt, at EU's statsstøttere-
gleser åbner mulighed for opfølgende investerin-
ger i børsnoterede virksomheder på hovedbørsen, som oprindeligt opfyldte betingelserne.⁸ Det bør
derfor undersøges, om EIFO fremadrettet kan få udvidet sit mandat til også at bidrage i overgan-
gen fra vækstbørser til hovedbørsen.

Se FBV's anbefaling 6 sidst i denne delrapport.

⁷ Bl.a. Zealand Pharma A/S, MapsPeople A/S, OrderYOYO A/S, ViroGates A/S, Donkey Republic A/S, Green Hydrogen
Systems A/S og Penneo A/S

⁸ GBER-regler: Artikel 21, stk. 6: <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/summary/general-block-exemption-regulation.html>

Dansk særlov om depoter gør det dyrt at være børsnoteret

Flere medlemsvirksomheder i FBV oplever, at der følger en lang række omkostninger med det at være børsnoteret sammenlignet med ikke at være noteret.

Det er blandt andet store omkostninger til rådgivning, Finanstilsynet, børsen, systemer til ejerbog, generalforsamlinger, insiderlogsystemer, systemer til offentliggørelse af selskabsmeddelelser, revision med mere. Den omkostning, som flest selskaber peger på, som mest problematisk, der:

- er vanskelig at forstå,
- ikke er til forhandling,
- for flere selskaber er en meget betydelig omkostning, og
- i flere tilfælde medfører, at selskaber ønsker at have færre aktionærer.

Det er betaling for investorernes depoter i bankerne. Når bankerne opkræver denne omkostning, betegnes den som § 62 gebyr (se faktaboks). Det er en omkostning, der kan være langt dyrere end omkostninger til fx selve børsen.

Danmark er et af meget få lande i verden som lov-mæssigt at have besluttet, at de børsnoterede virksomheder (udstedere) skal betale for investorernes depotomkostninger i bankerne.⁹ Der betales et beløb for hvert depot, hvor virksomhedens aktionærer har deres aktier placeret.

For de helt store virksomheder med mange meget store investorer er det ikke så problematisk, men for de mindre virksomheder kan det være et stort problem. Særligt for mindre virksomheder, der har rigtig mange små investorer og dermed mange depoter.

Hvad er § 62 gebyret?

§ 62 gebyret kaldes også Internbank gebyret og finder grundlag i Selskabslovens § 62, fra da man indførte elektroniske værdipapirer med Værdipapircentralen¹ (VP) i 1980'erne. Her blev det besluttet, at udstederne af børsnoterede aktier skulle dække depotomkostningerne.

Tilsvarende bestemmelse findes for investeringsforeninger i Lov om investeringsforeninger § 80, hvilket gør omkostningsprocenten højere for danske investeringsforeninger sammenlignet med udenlandske.

Princippet i Danmark er derfor, at investorer ikke betaler depotomkostninger for danske værdipapirer – dette gør udsteder, dvs. de børsnoterede virksomheder. Det adskiller Danmark fra mange andre lande, hvor den enkelte investor, dækker egne depotomkostninger til banken, ligesom investorer gør, når de har obligationer eller udenlandske værdipapirer i deres depot.

I praksis foregår det således, at alle danske banker indrapporterer deres udgifter til kundernes depoter med danske værdipapirer til Finans Danmark, som derefter beregner den gennemsnitlige omkostning per depot. Pt. er beløbet knap 41 kroner, ex. moms.

De børsnoterede virksomheder bliver opkrævet denne sats per depot, og beløbet omfordeles til investorernes banker.

Selve driften af beregningen ligger i dag hos Euronext Securities (tidl. VP Securities). Det er bankerne, der modtager gebyret, mens Euronext modtager et honorar for at administrere ordningen. Dertil betaler bankerne en ukendt beløb til Euronext Securities, for deres kunders VP depoter.

⁹ Danmark er et særtilfælde. Kun få andre lande (fx Finland og Japan) har lignende elementer, og her betaler udsteder kun delvis depotomkostninger. Globalt er normalen, at investorerne selv betaler for depot.

”BactiQuant betaler over 600.000 kroner årligt. Det er utroligt mange penge for en lille vækstvirksomhed på First North. Det svarer stort set til hele vores marketingbudget. Det er jo helt vildt.”

Morten Miller, CEO, BactiQuant

Omkostningen til § 62 gebyret afhænger af antal aktionærer

§ 62 gebyret er en omkostning, der gør det dyrere for virksomheder at være børsnoteret i Danmark, men som havde til hensigt at gøre det billigere for danske investorer.

Samlet set er der tale om en udgift på cirka 200 millioner kroner om året for de danske børsnoterede virksomheder, baseret på antal aktionærer i virksomhederne.

Nasdaq og Euronext Securities beregner generelt prisen for deres ydelser ud fra virksomhedernes børsværdi, således at de største selskaber betaler en højere pris. Sådan er det imidlertid ikke med § 62 gebyret, hvor prisen alene afhænger af antallet af aktionærer.

I praksis betaler investorerne dog alligevel indirekte via lavere udbytter og højere selskabsomkostninger for virksomheder de er medejere af, samtidig med, at særligt de mindre virksomheder påføres meget høje omkostninger i forhold til deres størrelse.

Både det årlige gebyr og gebyret ved kapitaludvidelser er en unødigt hindring for, at børsnoterede virksomheder kan udnytte de kapitalmuligheder, som de burde have adgang til.

Når en børsnoteret virksomhed ønsker at gennemføre en kapitaludvidelse, kan dette medføre en væsentlig forøgelse af § 62 gebyret. Det skaber incitament for virksomheden til at fravælge en emission i børsmarkedet, hvor alle aktionærene kan deltage, for i stedet at lave en rettet emission til bestemte aktionærer.

Derfor sker det også, at danske børsnoterede virksomheder aktivt har – eller ønsker – at mindske antallet af aktionærer for at spare på denne omkostning. Det er paradoksalt og i modstrid med ønsket om en bedre udbredelse af den danske aktiekultur, hvor alle kan være med, og hvor der er øget demokratisk ejerskab.

Danske børsnoterede virksomheder, som FBV vurderer er særligt hårdt ramt af § 62 gebyret i forhold til børsværdi og antal aktionærer, er fx:

- Alefarm Brewing
- Aquaporin
- BactiQuant
- Bang & Olufsen
- Bavarian Nordic
- BioPorto
- Brøndbyernes IF Fodbold
- Cessatech
- D/S Norden
- Danish Aerospace Company
- DFDS
- Ennogie Solar Group
- Gubra
- Matas
- Scandinavian Medical Solutions
- Shape Robotics
- Stenocare
- Torm



”Som en udviklingsvirksomhed med en meget lav omsætning og rigtig mange mindre investorer så er et årligt gebyr på omkring 1 million kroner et stort problem. Særligt når gebyret ikke findes, hvis vi havde valgt en børsnotering i fx Sverige.”

Carsten Buhl, CEO, Bioporto

Modstridende interesser

Der er i dag færre og færre børsnoterede virksomheder i Danmark til at deles om bankernes samlede depotomkostninger. I 2007 var der 204 børsnoterede selskaber på hovedbørsen, men ved udgangen af 2025 var der 114. Samtidig er der kommet mange flere danske investorer til de seneste år, hvilket etableringen af aktiesparekontoen har medvirket til.

Siden gebyret blev indført, er der desuden blevet etableret vækstbørser¹⁰ med tilhørende små noterede virksomheder. Flere af de mindre børsnoterede virksomheder har forholdsvis mange aktionærer i forhold til virksomhedernes omsætning eller børsværdi

Dermed betaler færre og mindre virksomheder lovmæssigt for et stigende antal danske investorers depotomkostninger. Bankerne modtager et trecifret millionbeløb, hvilket er en stor fordel for nogle banker, hvis de har mange investorer, mens det for andre banker kan være mindre attraktivt, hvis de selv har danske investeringsforeninger. Nogle banker har derfor en nettoindtægt, mens andre har en mindre fordel af denne særlige danske model.

De børsnoterede virksomheder afholder store omkostninger, men bidrager til gengæld til at udbrede investorkulturen ved blandt andet at holde investorernes direkte omkostninger lave. I praksis betaler investorerne dog allerede indirekte gennem lavere udbytter og højere selskabsomkostninger i de virksomheder, de er medejere af. Det er derfor vigtigt at understrege, at målet ikke er at gøre omkostningerne større for investorerne, men at gøre dem mere synlige.

Derfor kan der argumenteres for flere løsningsmodeller, således at de børsnoterede virksomheder i Danmark ikke pålægges store gebyrer sammenlignet med i andre lande.

”Der er behov for modernisering af et 40 år gammelt system, så Danmark igen bliver et mere attraktivt børsland. Vi har i dag en undtagelse, og der bør ske en harmonisering efter internationale standarder, som mindsker kompleksitet og administrative særregler. Det kan medvirke til, at investorerne får flere danske aktier at investere i – og bedre afkast på sigt.”

Jeppe Christiansen, CEO, Maj Invest

¹⁰ Første danske børsnotering på en vækstbørs var i 2005 på First North Growth Market.



FBV ser forskellige løsningsmuligheder

Den **første løsningsmulighed** er en ændring af Selskabsloven således, at der bliver 100 procent investorbetalt registrering af aktier i depoter, hvilket er international standard og mere gennemsigtigt. I dag betaler investorer allerede indirekte via lavere udbytter og højere selskabsomkostninger for virksomheder, de er medejere af.

Det er vigtigt at understrege, at det ikke handler om at gøre omkostningerne større for investorerne, men derimod mere synlige. Det vil også give bankerne et større incitament til at have konkurrencedygtige depotomkostninger.

Det vil gøre det billigere, mindre bureaukratisk og mere konkurrencedygtigt at være børsnoteret i Danmark og nye børsnoteringer i Danmark mere attraktive.

Ulempen er dog, at øgede *synlige* omkostninger for danske investorer kan svække udbredelsen af en bedre dansk investorkultur.

Den **anden løsningsmulighed** er, at alle, som benytter depot-infrastrukturen, betaler, således at omkostningerne deles mellem de børsnoterede selskaber og investorer. Samtidig skal fordelingen af omkostninger baseres på, at de største investorer og de største børsnoterede virksomheder betaler mest. Det vil ligeledes kræve en præcisering af Selskabsloven.

Den **tredje løsningsmulighed** er, at de mindste børsnoterede virksomheder helt fritages for at betale § 62 gebyret, hvis virksomhedens børsværdi er under 15 milliarder kroner. Det vil i praksis betyde, at de 28 selskaber noteret på en vækstbørs og 87 af de 114 selskaber noteret på hovedmarkedet ikke skal betale gebyret. Selv om det er mange af de børsnoterede virksomheder, så svarer det kun til 5 procent af værdien af det samlede børsmarked. Det vil derfor give en ret begrænset øget omkostning til de virksomheder, som tilsammen udgør 95 procent af børsmarkedets værdi.

Ulempen ved løsning to og tre er, at de danske regler for børsnoterede virksomheder ikke bliver harmoniseret med øvrige lande – i og uden for EU.

Se FBV's anbefaling 7 sidst i denne delrapport.



Særlige danske krav til børsnoterede virksomheder

Offentliggørelse af ændringer til forventninger

Ledelserne i danske børsnoterede virksomheder skal i henhold til Årsregnskabslovens § 99, stk. 1, nr. 5, beskrive den forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen. Ifølge lovbemærkningerne skal som minimum oplyses om forventninger for det kommende regnskabsår og så vidt muligt med niveauangivelse af væsentlige hovedtal som forventet resultat, nettoomsætning m.v.

Dette krav er et dansk særkrav, og FBV mener at det skal undersøges om de krav, der stilles til danske virksomheder om at give denne guidance om fremtiden, skal ændres således, at de i højere grad følger flere andre lande i EU.

Hvis en virksomhed, der er børsnoteret i Danmark, bliver bevidst om, at der vil opstå afvigelser i forhold til selskabets egne forventninger, skal markedet informeres med det samme, da oplysningerne kan være såkaldt intern viden. Hvis der er tale om intern viden, skal offentliggørelse ske "så hurtigt som muligt". Det kan imidlertid være vanskeligt at forene dette med konkret og præcis information.

Dette kan i nogle situationer skabe uhensigtsmæssigheder, fordi virksomheden måske hverken har haft tid til at analysere årsagerne eller overveje mulige tiltag.

Problemet skyldes, at den danske Årsregnskabslov pålægger børsnoterede selskaber at oplyse specifikke forventninger til indeværende regnskabsår. Dette krav kan i kombination med MAR-reglerne¹¹ medføre uhensigtsmæssigheder for danske noterede virksomheder og deres investorer. Det kan medføre situationer, hvor den viden, som sendes til børsmarkedet, er så usikker, at den kan være mere misvisende end nyttig. Det gælder særligt i situationer, hvor eksterne forhold er så ekstreme, at virksomheden mangler meningsfuld viden for at kunne informere i henhold til de specifikke forventninger eller guidance.

Det kan derfor være relevant at se på hvordan, der arbejdes med forventninger i andre europæiske lande.

Se FBV's anbefaling 8 sidst i denne delrapport.

Offentliggørelse af intern viden skal ske 'så hurtigt som muligt'

En anden byrde, som nogle noterede virksomheder oplever som problematisk, vedrører offentliggørelse af intern viden, fx ændringer til forventninger/guidance, som skal ske 'så hurtigt som muligt' – og i nogle tilfælde indenfor få timer – uanset om markedet er åbent eller lukket.

Det er ikke kun en dansk ting – kravet udspringer primært af EU-regler¹² og findes i alle EU-/EØS-lande. Der er i nogle tilfælde imidlertid også en opfattelse af, at der er forskel på, hvordan

¹¹ <https://www.finanstilsynet.dk/finansielle-temaer/kapitalmarked/markedsmisbrugsforordningen>



princippet er implementeret på tværs af EU, og forskel på i hvilket omfang det fx accepteres, at offentliggørelse før næste handelsdag (inden markedets åbning) kan være forenelig med "så hurtigt som muligt".

Nogle noterede virksomheder oplever situationer, hvor tolkningen og brugen af "så hurtigt som muligt" i Danmark, i virkeligheden medfører, at informationen til markedet bliver mindre præcis og dækkende.

FBV mener, at denne problematik skal undersøges nærmere, for at vurdere om omfanget af problemet er stort nok til at foreslå, at Finanstilsynet accepterer en større fleksibilitet.

"Reglerne kræver, at intern viden skal offentliggøres hurtigst muligt, også selvom det er kl. 20, og markedet er lukket. Jeg er ikke overbevist om, at denne praksis reelt gavner investortransparens og -tillid. Det kan presse virksomheden til at offentliggøre dårlig eller ufuldstændig viden, fordi det skal gå meget hurtigt, hvilket i værste fald forvirrer mere, end det gavner. Desuden er tidsrummet mellem klokken 7 og 9 næste morgen reelt set nok bedre for distributionen af nyheden. Her er analytikere, medier og investorer på arbejde og klar til at analysere og formidle informationen, inden børsen åbner."

Daniel Patterson, Head of Investor Relations, Vestas A/S

Højere beskatning efter børsnotering

Mens der igennem de seneste 15 år har været politisk fokus på at skabe bedre rammevilkår for erhvervsdrivende fonde, familieejede virksomheder samt kapital- og venturefonde, har man overset behovet for tilsvarende at justere rammevilkårene for børsnoterede selskaber.

Det betyder, at det i dag er skattemæssigt mere fordelagtigt at være ejer og investor i et unoteret selskab eller i en venture- og kapitalfond, end det er at være ejer med under 10 procent af et børsnoteret selskab. Tilsvarende er det mere fordelagtigt at lade sin ejerledede virksomhed gå i arv til næste generation frem for at vælge børsvejen, hvis der er arvinger med under 10 procent ejerskab.

Derfor er beskatning af selskabers aktieavancer relevant, når der skal ses på skattemæssige konsekvenser efter en børsnotering.

Beskatning af selskabers ejerbesiddelse i unoterede og børsnoterede kapitalandele

	Unoterede virksomheder Fx venturefinansierede virksomheder		Børsnoterede virksomheder (Vækstbørser og hovedbørsen)	
	Ejerskab < 10 % (porteføljeaktier)	Ejerskab på mindst 10 % (datterselskabsaktier)	Ejerskab < 10 % (porteføljeaktier)	Ejerskab på mindst 10 % (datterselskabsaktier)
Udbytteskat	0 %	0 %	22 %	0 %
Avanceskat	0 %	0 %	22 %	0 %
Skatte princip	<u>Realisationsprincippet</u> Det sker dog med en skattesats på 0 %		<u>Lagerprincippet</u> Der er fra 1. januar 2025 mulighed for realisationsprincippet i syv år efter børsnotering	
Tab	Ingen fradragsret	Ingen fradragsret	Fradragsret	Ingen fradragsret
Marginal udbytteskat fra selskab til privat	42 %	42 %	42 %	42 %
Netto beskatning	42 %	42 %	55 % (først 22 % dernæst 42 %)	42 %

Tabel 8. Tabellen viser forskelle i beskatning af selskabers ejerbesiddelse i kapitalandele i henholdsvis unoterede og noterede selskaber.

Mens Danmark beskatter stiftere og investorer i børsnoterede virksomheder hårdere end stiftere og investorer i unoterede virksomheder, så er vi også det eneste land i verden¹³, der har lagerbeskatning af aktiegevinster.

Den politisk fastsatte grænse mellem strategisk ejerskab (≥ 10 procent) og porteføljeinvestering (< 10 procent) er særdeles uhensigtsmæssig for de iværksættere, der ejer under 10 procent af egen

¹³ FBV har ikke fundet andre lande i verden, som lagerbeskatter aktieavancer. På engelsk kaldes det "mark to market taxation".

virksomhed. De er nemlig de eneste kapitalejere i det danske aktielandskab, der bliver merbeskattet – ovenikøbet efter lagerprincippet – hvilket kan give betydelige likviditetsmæssige konsekvenser.

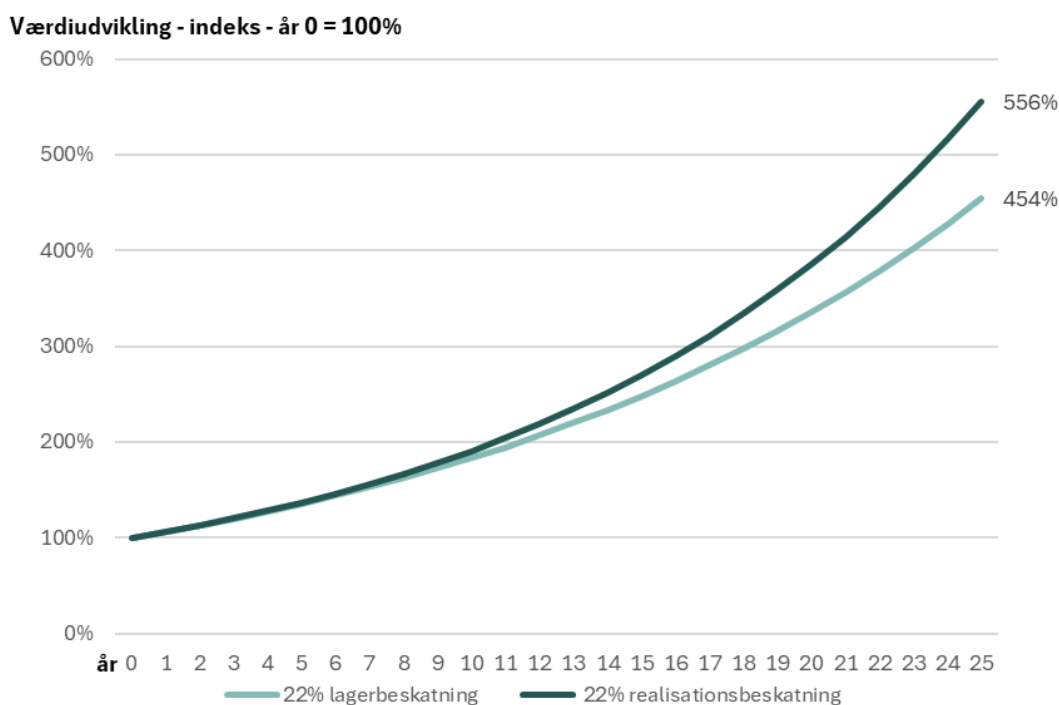
Den likviditetsmæssige u hensigtsmæssighed ved lagerbeskatning består i, at skatten skal betales af enten frie midler eller ved at sælge aktier, selvom der ikke er realiseret en gevinst. Ved tab får man udelukkende et fremtidigt skattefradrag med en årlig begrænset udnyttelse, som desuden bortfalder ved lukning af selskabet.

Renters rente-effekt ved lagerbeskatning af porteføljeaktier

I Delrapport 2 er konsekvenserne af lagerbeskatning på aktiesparekontoen beskrevet. Den samme u hensigtsmæssighed findes også ved lagerbeskatning af porteføljeaktier og skyldes, at den løbende lagerbeskatning systematisk ødelægger renters rente-effekten. Denne effekt vokser langsomt, men betydeligt over tid.

Derfor giver lagerbeskatning både en dårligere værdiudvikling, da iværksætteren oftest er nødsaget til at sælge aktier for at betale lagerskatten, og reelt en højere skattesats end 22 procent, hvis man omregner lagerbeskatningen til en tilsvarende skatteprocent ved realisationsbeskatning.

Lagerbeskatning udhuler afkastet: Porteføljeaktier beskattes reelt langt over 22 procent



Figur 13. Grafen viser den årlige værdiudvikling ved et afkast på 8 procent efter 22 procent skat, når en porteføljeaktie sælges fra et selskab - med henholdsvis lagerbeskatning og realisationsbeskatning.

Som det fremgår af figuren, vil værdien af en ejerandel stige til indeks 454 efter 25 år, hvis afkastet er 8 procent om året, og der betales lagerbeskatning undervejs. Hvis de 22 procent skat derimod først betales efter 25 år, er værdien af ejerandelen steget til indeks 556. Samtidig bliver det tilbage-diskonterede skatteprovenu betydeligt højere, når beskatningen først sker ved salg. Lagerbeskatningen udhuler dermed både det potentielle afkast og skatteprovenuet, sammenlignet med realisationsbeskatning.

Derfor har FBV i Delrapport 2 med anbefaling 4 og 5 foreslået at fjerne lagerbeskatning på både porteføljeaktier og aktiesparekontoen. På tilsvarende vis udhuler lagerbeskatning danskernes pensionsopsparing.

Inflation gør realbeskatningen endnu højere

CEPOS¹⁴ har desuden påpeget, at fordi inflationsudviklingen også bliver beskattet, så er den effektive realbeskatning langt højere. Fx svarer de 55 procent nettoskat af porteføljeaktier i tabel 8 ovenfor til 109,5 procent i effektiv realbeskatning – og det er uden at omregne fra de 22 procent lagerskat til realisationsbeskatning, som ville gøre de 109,5 procent skat endnu højere.

I Norge har man løst problematikken ved at undlade at beskatte inflationsudviklingen ved hjælp af et særligt "skjermingsfradrag", hvilket er beskrevet i Delrapport 2.

Denne danske beskatning af iværksættere tør vi godt kalde den hårdeste beskatning i verden.

"Både udbytteskat og aktieavancebeskatning er markant højere for stiftere og investorer med under 10 procent ejerskab i børsnoterede virksomheder sammenlignet med unoterede virksomheder. Ja, faktisk vil en iværksætter, ejerleder eller investor, hvis ejerandel igennem virksomhedens vækstrejse er reduceret til under 10 procent, blive beskattet relativt med op til 31 procent mere, end hvis selskabet er unoteret."

Kasper Svendsen, skattepolitisk chef hos Dansk Erhverv

Skat og skattefrihed for selskabers aktieavancer i børsnoterede virksomheder

	Danmark	Finland	Norge	Sverige
Princip	Lagerbeskatning	Realisation	Realisation	Realisation
Normal beskatning	22 %	20 %	22 %	20,6 %
Betingelser for skattefrihed eller meget lav skat	Ejerandel på mindst 10 %	Ejerandel på mindst 10 % og 1 års ejerskab	Ejerandel i et selskab i EØS-lande: Skat på 0,66 %	Ejerandel på mindst 10 % og 1 års ejerskab eller klare forretningsmæssige relationer

Tabel 9. Sammenligning af selskabers beskatning i udvalgte lande. Det vil typisk være en grundlægger eller andre, som ejer aktier via et investorselskab, der bliver beskattet. Dette er en simpel opstilling, da de enkelte landes skatte-lovgivning for selskabers kapitalindkomst er kompliceret og har mange undtagelser og særregler.

¹⁴ <https://www.berlingske.dk/oekonomi/liberal-taenketank-hoej-aktieskat-koster-danmark-dyrt-langt-mere-end-topskatten>



Alle andre lande end Danmark opererer udelukkende med realisationsbeskatning. Samtidig har nogle lande mere lempelige betingelser for skattefrihed end det danske krav om 10 procent ejer-skab.

Iværksætterpakken fra 2025

Ulige udbyttebeskatning mellem børsnoterede og unoterede virksomheder

Med Iværksætterpakken har man på den ene side styrket investeringer i unoterede virksomheder, men samtidig øget den skattemæssige ulighed mellem unoterede og børsnoterede virksomheder. Tidligere var udbytter fra *unoterede* porteføljeaktier skattepligtige med en skattesats på 15,4 procent. Med Iværksætterpakken fjernede man denne beskatning, så det i dag kun er dem, der ejer under 10 procent i *børsnoterede* selskaber, der bliver beskattet. Her skal iværksætteren (og investoren) betale 22 procent skat af både udbytter og aktieavancer.

Lagerbeskatning lempet efter børsnotering

Siden 2009 er ejere med under 10 procent i børsnoterede selskaber blevet beskattet af aktieavancer efter lagerprincippet. Med Iværksætterpakken blev det fra 2025 ændret således, at dem, der ejer aktier via et selskab, kan ansøge om at blive beskattet efter realisationsprincippet i stedet for lagerprincippet i de første syv år efter børsnoteringen. Det er en vigtig forbedring, da likviditeten i en aktie i praksis kan være meget lav. Det har især ramt iværksættere, som typisk kun ejer aktier i deres eget selskab og ikke ejer andre midler til at betale lagerskatten.¹⁵

Lagerbeskatning af iværksætteri er uhensigtsmæssigt

Mange danske virksomheder startes ofte af et team af stiftere, som via personlige selskaber tilsammen ejer aktierne i driftsselskabet. I takt med at virksomheden rejser kapital fra fx business angels og venturefonde, reduceres stifternes respektive ejerandele i driftsselskabet – ofte til under 10 procents ejerskab. Det betyder, at stifterne efter en børsnotering bliver ekstra beskattet med 22 procent af urealiserede kursavancer efter lagerprincippet.

Denne lagerbeskatning kan give store skatteregninger for iværksætterne og deres tidlige investorer. Hvis aktiekursen først stiger, for derefter at falde, afføder det en skattebetaling, uden at man har haft en gevinst og med risiko for at gevinsten aldrig opnås¹⁶. Det betyder oftest, at iværksætteren må sælge aktier i selskabet, for at kunne betale sin skatteregning. I nogle tilfælde ender skatten med at være højere end værdien af deres aktier, hvis aktiekursen er faldet væsentligt i forhold til på beskatningstidspunktet. Det kan samtidig både være vanskeligt og umuligt for iværksættere at sælge deres børsnoterede aktier, fordi likviditeten i mindre aktier er lav, og et større salg giver typisk store kursfald og derved tab også for øvrige aktionærer

FBV mener, at lagerbeskatning af iværksætteri ikke giver mening og at det er uhensigtsmæssigt, at pålægge iværksættere en højere beskatning efter en børsnotering.

¹⁵ <https://www.dr.dk/nyheder/indland/skatten-fra-helvede-ryger-niels-slipper-betale-22-millioner-kroner>

¹⁶ Der er høj konkursrisiko for iværksættervirksomheder. Det gælder også mindre virksomheder på en vækstbørs

Løsningen er iværksætteraktier til iværksættere

Med Iværksætterpakken blev en del af problemet med lagerbeskatningen løst ved, at man i syv år efter en børsnotering kan benytte realisationsprincippet. Reglerne giver imidlertid stadig udfordringer, idet der fortsat sker en ekstra beskatning efter børsnotering, som ikke sker for unoterede virksomheder og fordi der stadig er lagerbeskatning efter syv år.

Løsningen er, at iværksættere bliver fritaget for beskatning for aktieavancer og udbytter i deres personlige selskaber. Det vil skabe lige konkurrencevilkår i forhold til ejere af et noteret selskab og ejere med mindst 10 procent af et børsnoteret selskab. Det kan gøres ved at genindføre iværksætteraktier, der giver en mere lempelig beskatning efter en række kriterier, som blandt andet kan være minimum tre års ejerskab.

Læs uddybende om iværksætteraktier i bilag.

”Lagerskat på børsnoterede porteføljeaktier rammer helt skævt, når det gælder iværksættere. I stedet for at understøtte dem, der skaber vækst og arbejdspladser, kan ordningen i praksis udløse en stor beskatning, uden at iværksætterne har modtaget én eneste krone til at betale skatten med. Reglerne er åbenlyst indrettet til investorer med brede porteføljer, ikke til stiftere med ejerskab i den virksomhed, de selv har skabt. Det er helt ude af trit med virkeligheden og ønskerne.”

Kent Sørensen, bestyrelsesformand i Wirtek A/S, børsnoteret i 2006

Se FBV's anbefaling 9 sidst i denne delrapport.

Danmark har behov for en Børsmarkedsreform

FBV har i tre delrapporter sat fokus på en række tendenser, der peger i samme retning: Det danske børsmarked er under pres, og der er behov for politisk handling. Faldende IPO-aktivitet, et stigende antal afnoteringer og en generel svækkelse af investorinteressen udfordrer både danske virksomheders adgang til risikovillig kapital og Danmarks evne til at fastholde vækstvirksomheder på dansk jord. Samlet set tegner udviklingen et klart billede af, at rammevilkårene for børsnoterede virksomheder og investorer ikke længere er tidssvarende eller konkurrencedygtige.

FBV opfordrer derfor til, at der politisk tages initiativ til en dansk Børsmarkedsreform. Reformen bør grundlæggende have til formål at sikre fremtidens danske arbejdspladser ved at skabe bedre rammer for, at flere danske virksomheder vælger at fastholde deres hovedsæde i Danmark og fortsat kan skabe vækst og beskæftigelse lokalt.

Et styrket politisk fokus på det danske børsmarked er ikke alene afgørende for samfundsøkonomien, men også for Danmarks økonomiske robusthed og sikkerhed. Udviklingen på det danske børsmarked understreger behovet for handling: Danmark befinder sig i en reel IPO-krise, samtidig med at 43 virksomheder har forladt børsen inden for de seneste tre år.

Det primære behov er at styrke efterspørgslen efter danske aktier. Her bør både pensionsopsparinger og private bankopsparinger i højere grad bringes i spil som langsigtet, risikovillig kapital til danske virksomheder.

På den baggrund har FBV gennem de tre delrapporter fremlagt 10 konkrete anbefalinger, der tilsammen har til formål at styrke det danske børsmarked. Anbefalingerne tager afsæt i tre overordnede målsætninger:

Delrapport 1

Fjern **forhindringer** og gør det mere attraktivt for **pensionselskaberne** at investere bredere i danske børsnoterede virksomheder, for at øge kapitalen i det danske aktiemarked

Delrapport 2

Giv danskerne **bedre opsparingsmuligheder** ved at **sænke aktieskatten** og forbedre **aktiesparekontoen**, for at øge efterspørgslen og styrke likviditeten i aktiemarkedet

Delrapport 3

Gør det mere attraktivt for virksomheder at **blive og være børsnoteret**, for at øge antallet af børsnoterede virksomheder, skabe fremtidens jobs og forankre flere virksomheder

Se FBVs anbefaling 10 sidst i denne delrapport.

Anbefalinger til Delrapport 3 - som gør det mere attraktivt at blive og være børsnoteret

Anbefaling 6:

EIFO skal understøtte flere børsnoteringer og et stærkere kapitalmarked

- FBV anbefaler, at EIFO's rolle som aktiv investor, fra Erhvervsministeriets eller politisk side, bliver styrket i pre-IPO-segmentet som led i en samlet indsats for at understøtte et effektivt dansk børsmarked. Dette kan blandt andet omfatte et øget fokus på at bidrage til børsnoteringer, deltagelse i kapitalrejsninger på børsmarkedet samt øvrige initiativer, der kan understøtte en positiv markedsudvikling.

EIFO kan med fordel se på mulighederne for i relevante tilfælde at understøtte, at flere selskaber fra EIFO's investerings- og låneaktiviteter opnår børsnotering, ligesom EIFO kan indgå som investor i børsnoterede vækstvirksomheder. Mulighederne herfor eksisterer allerede på vækstbørsmarkeder, men det bør overvejes, om det kan anvendes i bredere omfang.

- FBV anbefaler, at der skal være mulighed for fx EIFO at tilbyde matchfinansiering (fx lån eller garantier) til delvis dækning af IPO rådgivningsomkostninger ved børsnotering af SMV'er.
- Der bør endvidere foretages en nærmere afklaring af rammerne i statsstøttere reglerne, herunder GBER artikel 21, stk. 6, om opfølgende investeringer.¹⁷ En sådan afklaring vil kunne bidrage til – inden for de gældende regler – at belyse mulighederne for opfølgende investeringer samt forlængelse af lån og garantier i selskaber noteret på hovedbørsen, når virksomhederne oprindeligt har været omfattet af ordningen på almindelige betingelser.

Anbefaling 7:

Ejerregistrering skal defineres som en individuel investorservice

Det er relativt dyrt at være børsnoteret i Danmark, og især små og mellemstore selskaber fravælger derfor børsen. Det er blandt andet problematisk, at vi med § 62 gebyret i Danmark har en særmodel, som er historisk betinget, ikke harmoniseret internationalt og med omkostninger, som er både skjult for investorer og skævt fordelt.

- FBV anbefaler at følge international standard, gøre det billigere at være børsnoteret virksomhed og sikre bedre gennemsigtighed i omkostningerne ved at ændre det danske særprincip for VP-registrering til investorbetalt registrering af aktier i depoter. Det kræver en tilpasning af Selskabslovens § 62

¹⁷ GBER-regler: <https://eur-lex.europa.eu/EN/legal-content/summary/general-block-exemption-regulation.html>



og Lov om investeringsforeninger § 80. FBV anbefaler en videre dialog om de tre løsningsmodeller, der er omtalt i denne delrapport. FBV ser forskellige løsningsmuligheder på side 17.

Lovændringen medfører ikke meromkostninger for staten, men forventes at ville styrke det danske børsmarked ved at sænke omkostninger for danske børsnoterede virksomheder. Omkostningerne for investorerne bliver ikke større, men mere synlige samtidig med, at bankerne tilskyndes til at tilbyde effektive og konkurrencedygtige depotomkostninger. I dag betaler investorer allerede indirekte via lavere udbytter og højere selskabsomkostninger for virksomheder, de er medejere af.

Anbefaling 8:

Danske særregler for de børsnoterede virksomheder bør revurderes

Danmark bør bringes på forkant med den udvikling af EU's kapitalmarkeder, som allerede er sat i gang, ved at revurdere danske særregler. Det vil stille Danmark bedre over for de tiltag der kommer fra EU Capital Markets Union (CMU) og EU Savings and Investment Union (SIU).

Et eksempel herpå er en dansk særregel i Årsregnskabsloven:

- FBV anbefaler, at Årsregnskabslovens § 99, stk. 1, nr. 5, genovervejes, så det vurderes om kravene til guidance og forventninger bør bringes på linje med andre EU-lande – og der eksempelvis ikke stilles krav om at kommentere på forventninger til omsætning, resultat m.v. for indeværende år, da dette i kombination med MAR-reglerne¹⁸ om intern viden kan medføre uhensigtsmæssigheder for danske noterede virksomheder og deres investorer.

¹⁸ <https://www.finanstilsynet.dk/finansielle-temaer/kapitalmarked/markedsmisbrugsforordningen>



Anbefaling 9:

Der skal skabes skatteneutralitet ved valg af børsnotering

Både udbyttebeskatning og avancebeskatning efter en børsnotering pålægger iværksættere og investorer 22 procent ekstra skat, når de ejer deres børsnoterede aktier gennem et selskab. Denne ekstra skat eksisterer ikke for unoterede virksomheder. Resultatet er, at porteføljeaktier efter en børsnotering beskattes med en marginal nettoskat på 55 procent i stedet for 42 procent. Det skaber en markant og utilsigtet skævhed, som rammer netop de iværksættere, man politisk ønsker at støtte – og som aldrig har været hensigten med reglerne for porteføljeaktier.

- FBV anbefaler, at iværksættere, der børsnoterer deres virksomhed, skal sikres samme skattemæssige vilkår som ved unoteret ejerskab. Derfor bør iværksætteraktier genindføres (se bilag) for ejere af børsnoterede virksomheder, forudsat at de har ejet aktierne siden virksomheden havde SMV-status. Det vil give iværksætteren skatteneutralitet på valg af kapitalvej – samme skat uanset om virksomheden børsnoteres eller ej.

Flere lande, herunder Norge og Spanien¹⁹, har allerede ordninger, der stort set fritager iværksættere for beskatning af aktieavancer i deres personlige selskaber.

¹⁹ I Spanien giver en ejerandel på mindst 5 procent og 1 års ejerskab en skat på 1,25 procent i selskaber, som i Danmark beskattes med 22 procent.

Anbefaling 10:

Gennemfør en samlet dansk Børsmarkedsreform

Den overordnede anbefaling fra FBV – som samler anbefalingerne fra FBV's tre delrapporter – er, at regeringen og Folketinget **anerkender behovet for strukturelle reformer**, der kan bryde den negative spiral med få børsnoteringer, mange afnoteringer, mangel på risikovillig kapital, lav likviditet i børsmarkedet og begrænset interesse fra både danske private og institutionelle investorer.

- Derfor anbefaler FBV, at der igangsættes et politisk arbejde for en dansk **Børsmarkedsreform**, der forankrer virksomheder, skaber vækst, nye jobs og værdiskabelse i Danmark – blandt andet ved at mobilisere pensionsmidler, aktivere flere danske investorer og gøre det mere attraktivt at blive og være børsnoteret.



Bilag til Delrapport 3 - Iværksætteraktier

En genindførelse af [LOV nr 624 af 14/06/2011](#) om Iværksætteraktier vil skabe symmetri i beskatning af stifterne, uanset om de vælger en børsnotering eller forbliver unoteret.

Loven, der blev vedtaget på baggrund af en massiv kritik af den såkaldte "iværksætterskat", indebærer, at gevinst ved afståelse af iværksætteraktierne mindst tre år efter erhvervelsen ikke skulle medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for investorselskabet.

Iværksætteraktier skulle i loven opfylde en række betingelser, som iværksætterselskabets advokat eller godkendte revisor skulle påse, var opfyldt.: Blandt andet skulle der være tale om små og mellemstore virksomheder, som beskæftiger under 250 personer, og som ikke havde en årlig omsætning på over 373 millioner kroner. Iværksætteraktierne måtte ikke tegnes til underkurs i forhold til markedskursen og ikke være børsnoteret.

Loven trådte aldrig i kraft og blev ophævet 18 måneder senere ([LOV nr 1255 af 18/12/2012](#)).

I stedet blev der indført skattefrihed for selskabers aktieavancer af unoterede porteføljeaktier, uanset ejertid på afståelsestidspunktet, ligesom der blev indført skattefrihed for selskabers aktieavancer af noterede datterselskabsaktier.

Årsagen til ophævelsen af loven om iværksætteraktier var blandt andet, at iværksætteraktier er vurderedes at være administrativt tungt for Skattestyrelsen. Men da der er meget få danske virksomheder, som er børsnoteret og da det er i praksis kun er relevant for disse få virksomheder, mener FBV at det ikke være administrativt tungt at håndtere dette for disse virksomheders oprindelige ejere. Hverken for revisorer eller for Skattestyrelsen.



Kilder

Selskabernes forventninger til fremtiden

<https://www.deloitte.com/dk/en/services/audit-assurance/perspectives/manglende-oplysninger-om-forventninger-til-fremtiden.html>

The Swedish Equity Market - Institutional Framework and Trends

https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/04/the-swedish-equity-market_061ab7c8/0640a75c-en.pdf

The Future of European Competitiveness – Draghi-rapporten

https://commission.Europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en

Det norske skjermingsfradrag:

<https://www.nordnet.no/academy/skjermingsfradrag-hva-er-det-og-hva-betyr-det-for-deg>

Oplysninger om internationale skatteregler og satser:

https://www.ey.com/en_gl/tax-guides/worldwide-corporate-tax-guide

Aktieskatter:

<https://taxfoundation.org/data/all/eu/capital-gains-tax-rates-europe/>



FORENINGEN AF
BØRSNOTERED E
VIRKSOMHEDER
UDVIKLING & VÆKST PÅ BØRSEN

Om FBV – Foreningen af Børsnoterede Virksomheder

FBV – Foreningen af Børsnoterede Virksomheder – er en interesseorganisation, der repræsenterer børsnoterede virksomheder i Danmark på tværs af brancher og markedssegmenter. FBV arbejder for at styrke rammevilkårene for danske børsnoterede selskaber og for et velfungerende, konkurrencedygtigt og attraktivt dansk kapitalmarked.

Foreningen bidrager aktivt til den offentlige debat og den politiske proces med analyser, anbefalinger og dialog med beslutningstagere, myndigheder og markedsaktører med det formål at fremme vækst, værdiskabelse, transparens og langsigtet forankring af virksomheder og arbejdspladser i Danmark.

Højbro Plads 10
1200 København K
www.fbv.dk