

First North

Eventyrland eller det vilde vesten?

Bechmann, Ken L.

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2022

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Bechmann, K. L. (2022). First North: Eventyrland eller det vilde vesten? *Finans/Invest*, 2-4, 19.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 10. Sep. 2024



First North: Eventyrland eller det vilde vesten?

Fra 2017 og fremefter er der endelig kommet gang i børsnoteringerne på First North. I dette nummer af Finans/Invest giver Hougaard (2022) en grundig analyse af, hvorledes det så er gået med børsnoteringerne – og det er desværre ret nedslående læsning. Denne leder diskuterer resultaterne og konkluderer, at de skuffende resultater er et stort problem ikke bare for First North men også for dansk vækst og innovation. Centrale aktører omkring vækstmarkedet inkl. Nasdaq må reagere, hvis ikke First North skal ende i en negativ spiral og dermed helt miste sin relevans som vækstbørs.

AF FORFATTER



Ken L. Bechmann

Professor, Institut for Finansiering,
Copenhagen Business School, CBS
E-mail: kb.fi@cbs.dk

Ken L. Bechmann er professor i finansiering ved Copenhagen Business School og medlem af Finanstilsynets bestyrelse.

Vigtigheden af en vækstbørs

Det synes åbenlyst, at velfungerende børsmarkeder for både mindre vækstvirksomheder og store internationale virksomheder er af stor betydning for et land. Givet den lange række fordele, som en børsnotering kan give forskellige typer af virksomheder, så risikerer man enten, at virksomheder slet ikke kan opnå disse fordele, eller at de søger til udlandet for få dem.

Disse pointer blev diskuteret og fremhævet i Finans/Invest 5/16, hvor temaet netop var børsnoteringer og herunder betydningen af adgang til risikovillig kapital for vækstvirksomheder.

Sperling m.fl. (2016) konkluderer, at der i Danmark er for lidt fokus på entreprenørskab, og at de eksisterende SMV'er ikke i tilstrækkelig grad har fokus på og/eller mulighed for at gå børsvejen – i hvert fald ikke i Danmark, da flere danske virksomheder i stedet er blevet børsnoteret i udlandet. I forlængelse heraf adresserede Bechmann og Gregersen (2016) den manglende fokus på og interesse for at blive børsnoteret ved at beskrive en lang række af de mulige fordele, som en virksomhed, herunder specielt ejere og ledelsen, kan opnå gennem en børsnotering.

De deprimerende resultater

Man kunne tro, at nogle læste det omtalte nummer af Finans/Invest i 2016, for med start i 2017 begyndte der at komme flere og flere børsnoteringer på First North. Under overskriften Eventyrbørsen First North giver Hougaard (2022) en aktuell og interessant men desværre også ganske deprimerende gennemgang af de 42 børsnoteringer, der i perioden 2017 til 2021 har været på First North. De deprimerende fakta er, at mere end 2/3 af selskaberne ultimo 2021 havde en børskurs, der var under introduktionskursen, og at børsværdien af de 42 selskaber i alt er faldet med over 20% i forhold introduktionsværdien. Og dette vel at mærke i en periode, hvor C25 er vokset med knap 20% årligt – og teknologiaktier endnu mere.

Et ligeledes deprimerende og bekymrende resultat i Hougaard (2022) vedrører den generelle belønning, som de meget risikovillige aktionærer har fået ved at købe aktierne i forbindelse med en børsnotering. Her findes der omfattende empiri, der viser, at der for stort set alle (veletablerede) børser i gennemsnit er tale om et – endog – betydeligt positivt afkast, den første dag et børsnoteret selskab handler på børsen – den såkaldte førstedagseffekt.

Nasdaq (2021) viser, at i årene 2017-2020 varierede det gennemsnitlige afkast på første handelsdag mellem 13% i 2017 til hele 38% i 2020 – og specielt for teknologiaktier blev der observeret store stigninger den første handelsdag.

I stor kontrast til ovenstående generelt positive resultater finder Hougaard (2022), at der kun i 12 af de 42 selskaber findes et afkast på mere end 20% den første dag, mens næsten lige så mange (10) har et kursfald på mere end 20% den første dag.

I den klassiske artikel ”Why new issues are underpriced” gi-

REDAKTØR: Professor **Ken L. Bechmann**, CBS (Ansvh.). **REDAKTION:** Professor **Peter Løchte Jørgensen**, Aarhus Universitet | Professor **Christian Riis Flor**, Syddansk Universitet | Professor **Peter Norman Sørensen**, Københavns Universitet.

ADVISORY BOARD: Adm. direktør **Lars Bo Bertram**, BankInvest | Adm. direktør **Jeppe Christiansen**, Maj Invest A/S | Professor **Anders Grosen**, Aarhus Universitet | **Henrik Hjortshøj-Nielsen** | Managing Director **Christian Hyldahl**, BlackRock | Bankdirektør **Niels Erik Jakobsen**, Jyske Bank | **Niels-Ulrik Moustén** | Direktør **Ulrik Nødggaard**, Finans Danmark | Lektor **Henrik Ramlau-Hansen**, CBS | Nationalbankdirektør **Lars Rohde**, Danmarks Nationalbank | Bestyrelsesformand **Peter Schütze**, DSB | CEO **Lene Skole**, Lundbeckfonden.

REDAKTIONSPANEL: Lektor **Tom Aabo**, Aarhus Universitet | Legal Counsel **Peter Krüger Andersen**, Jyske Bank | Lektor **Michael Christensen**, Aarhus Universitet | Professor **Nis Jul Clausen**, Syddansk Universitet | Chefporteføljemanager **Michael Clemens**, BankInvest | Professor **Tom Engsted**, Aarhus Universitet | Professor **Jesper Lau Hansen**, Københavns Universitet | Partner **Svend Jakobsen**, Scanrate Financial Systems A/S | Lektor **Bjarne Astrup Jensen**, CBS | Direktør **Jan Kondrup**, Lokale Pengeinstitutter | Professor **David Lando**, CBS | Lektor **Linda Sandris Larsen**, CBS | Executive Director Head of Alternative Investments, **Peter Tind Larsen**, PFA Asset Management | Professor **Michael Møller**, CBS | Lektor **Peder Harbjerg Nielsen**, Aarhus Universitet | Principal Economist **Ken Nyholm**, European Central Bank | Lektor **Claus Parum**, CBS | Aktieanalysechef **Jacob Pedersen**, Sydbank | Direktør for Forretningsudvikling **Peer Roer Pedersen**, Jyske bank | Professor **Thomas Plenborg**, CBS | Direktør **Peter Reedtz**, Asset Allocation Institutet | Head of Investment Research **Thomas Winther Sørensen**, BLS Capital | Professor **Carsten Tanggaard**, CREATES, Aarhus Universitet | Professor **Frank Thinggaard**, Aarhus Universitet | Investeringsdirektør **Kenneth Winther**, RealDania | Head of Private Investments **Jan Østergaard**, Industriens Pension.

ver Rock (1986) en teoretisk forklaring på, hvorfor ”underpricing” og dermed et signifikant positivt førstedagsafkast er nødvendigt for overhovedet at sikre, at der findes et velfungerende marked for børsnoteringer – og størrelsen af de nødvendige førstedagsafkast vil være voksende med andelen af private (mindre informerede) investorer.

Med andre ord er der således en væsentlig risiko for, at de generelt dårlige aktieafkast på både kort og længere sigt for First North børsnoteringer ender med at ødelægge First North netop som den – tilsyneladende – var ved at komme i gang.

Hvem skal have skylden?

I forhold til hvem der skal have skylden for problemerne, er det nærliggende at gentage følgende fra Bechmann (2016) vedr. en nødvendig betingelse for, at der kan eksistere et velfungerende børsmarked for vækstvirksomheder:

”Kvalitetsselskaber

I forhold til udbuddet af selskaber er det som nævnt også vigtigt, at disse er af så høj kvalitet, at der kan skabes den fornødne investorinteresse fra både store og små investorer. I den henseende – og for at sikre respekten om det kvalitetsstempel, der burde være knyttet til børsnoterede virksomheder – er hver eneste ikke helt vellykkede børsnotering uheldig. Og det er sådan set ligegyldigt, om det sker blandt store virksomheder som O.W. Bunker og Nets eller blandt de mindre virksomheder som Lauritz.com.

Der påhviler derfor et ansvar hos ejere og rådgivere for at sikre gode positive børsnoteringer, hvor de nye ejere så vidt muligt ikke bliver skuffet. Specielt rådgivere må vise, at de er de mange penge værd, som en børsnotering typisk koster.”

Der er i forlængelse af resultaterne i Hougaard (2022) desværre meget, der tyder på, at de væsentligste aktører på markedet – her specielt rådgivere og stifterne/ankerinvestorerne – desværre ikke har læst ovenstående grundigt, eftersom de har fejlet i forhold til blandt andet at sikre tilstrækkelig kvalitet i selskaberne og/eller en realistisk værdiansættelse af selskaberne. Da der først kom gang i markedet, virker det som om, at for mange er blevet fristet af de høje værdiansættelser, og First North derfor hurtigt udviklede sig til det vilde vesten.

Her kunne man specielt have håbet, at rådgiverne i højere grad havde været deres opgave voksen. Som angivet i Hougaard (2022) så skal der ifølge ”reglerne tilknyttes projektet en Certified Advisor. Certified Advisor er virksomhedens rådgiver, Nasdaq’s ”garant”, og vil desuden kunne opfattes som investorernes indirekte tillidsrepræsentant. Certified Advisor akkrediteres af Nasdaq, som også godkender den konkrete børs-case.”

Hvad skal der til fremadrettet?

Der er sikkert ikke nemme løsninger på nuværende tidspunkt – det synes svært at rette op på det lidt blakkede ry, som First North nu (igen) har fået.

Som nævnt er der stor risiko for, at investorerne bliver skræmt væk. Endvidere vil udfordringerne med at sikre kvalitetsselskaber blive selvforstærket af, at ellers børsmodne gode selskaber ikke ønsker at lade sig børsnotere på First North, da man ikke ønsker at blive slået i hartkorn med dårlige selskaber – det klassiske Lemons-problem som en konsekvens af udbredt asymmetrisk information, jf. Akerlof (1980).

LEDER

First North: Eventyrland eller det vilde vesten?

Af: Ken L. Bechmann

SIDE 2

BØRSNOTERINGER PÅ FIRST NORTH

Eventyrbørsen First North

Af: Søren Hougaard

SIDE 5

RISIKOPRÆMIER FØR OG EFTER SKAT

Risikopræmier før og efter skat

Af: Michael Møller, Claus Parum og Kristian Myrup Pedersen

SIDE 11

BESTEMMELSE AF MARKEDSRISIKOPRÆMIEN

Markedsrisikopræmien – en diskussion af metoder og det aktuelle niveau

Af: Ken L. Bechmann

SIDE 20

EUROPÆISK BOLIGBESKATNING

Europæisk boligbeskatning – tro og fakta om et hot emne i alle lande

Af: Jens Lunde

SIDE 27

INFORMATION: Udgiver, abonnement og annoncetegning



FINANS/INVEST

Finansforeningen, Fiolstræde 44, 2.,
1171 København, Tlf. 33 32 42 75,
E-mail: mail@finansinvest.dk, www.finansinvest.dk

Manuskripter sendes til: Ken L. Bechmann,
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
E-mail: kb.fi@cbs.dk

Prisen for 2021 er kr. 1.790 inkl. moms og porto til Danmark.
(fuldtidsstuderende 1/2 pris)

Udgave nr. 371, April 2022 – ISSN 0106-1798 – Oplag: 2000

Tidsskriftet er uafhængigt af organisationsinteresser og har som formål formidling af fakta om og analyser af investering, finansiering og kreditformidling samt den lovgivning, der knytter sig hertil.

Gengivelse af artikler mv. er kun tilladt med udgiverens forudgående tilladelse. Forside: Af Carsten Medom Madsen

Layout/produktion: www.henrietteDupont.dk Tryk: www.ecograf.dk

FINANS
FORENINGEN | THE DANISH
FINANCE SOCIETY



Eneste farbare løsning synes at være, at de fremtidige børsnoteringer leverer varen som forventet – fra dag et som børsnoteret selskab. Her giver Hougaard (2022) baseret på sin erfaring som venture-investor en lang række interessante betragtninger om indholdet i selskabernes børsprospekter – som han omtaler som salgsmateriale. Her konkluderes blandt andet, at selskaberne ”har en klar tendens til at fremstille sig selv som mere modne, end de i virkeligheden er. Det er især slående, at 7 ud af 10 hævder at være vækstvirksomheder, mens færre end 3 ud af 10 reelt lever op til rimelige kriterier for vækst.”

Hvis selskaberne på den måde sælger sig på mere, end de er, synes det klart, at for mange af dem må skuffe med tiden – specielt da et sådan oversalg jo ser ud til at afspejles i prisniveauet

for børsnoteringer – et prisniveau som mange professionelle markedsaktører synes at have svært ved at forklare.

Selv om rådgivere og stifterne/ankerinvestorerne således har et væsentligt ansvar for de skuffende resultater, så skal det dog også siges, at mange små private investorer nok har været lige rigeligt eventyrlystne, når de har investeret i børsnoteringer på First North. Denne eventyrlyst har været medvirkende til, at værdiansættelser er blevet skruet alt for meget i vejret.

I den forbindelse er det et godt spørgsmål, om investorenes afkastkrav har været for lavt, eller om man har været forblændet af det fremlagte salgsmateriale. En del tyder på, at det især er

FORTSÆTTER SIDE 19 ►

RES: Redaktørens Executive Summary

Eventyrbørsen First North

Af: Søren Hougaard

I denne artikel sættes der fokus på de 42 børsnoteringer, der har været på vækstbørsen First North i Danmark i årene 2017-2021. Det sker ud fra et investor- og dermed et afkastperspektiv: Gik det som lovet og forventet? Det korte svar er ”nej”. Skuffelserne dominerer, og de nye aktionærer trak Sorteper. Artiklen stiller følgelig spørgsmålet: ”hvorfør?”. Den indrammer en sandsynlig forklaring og konkluderer, at fortsat tillid til First North vil kræve en ny og mere effektiv kvalitetssikring af børs kandidaterne kombineret med mekanismer, der kan dæmpe fristelsen til moralsk hasard blandt de centrale interessenter. ■

Risikopræmier før og efter skat

Af: Michael Møller, Claus Parum og Kristian Myrup Pedersen

I første del af denne artikel belyses et underbelyst emne vedrørende aktieafkast, nemlig betydningen af to eller flere skattesatser for størrelsen af risikopræmier efter skat og for kapitalmarkedskurven efter skat. Det sker med udgangspunkt i det simpleste skatteregime i Danmark, nemlig kapitalindkomstbeskatning efter lagerprincippet, som gælder for mange ETF'er. Det vises, at forskellige skattesatser på eksempelvis positiv og negativ kapitalindkomst resulterer i en ikke-lineær kapitalmarkedskurve. Beregningerne viser, at hældningen på kapitalmarkedskurven efter skat kan blive meget lav og endog negativ. I anden del ses på de forskellige muligheder for valg af skatteregime, som en investor med frie midler kan vælge imellem ved investering i aktier gennem finansielt mellemlid (ETF underlagt aktiebeskatning efter lagerprincippet, ETF underlagt kapitalindkomstbeskatning efter lagerprincippet, og investeringsforening

underlagt aktiebeskatning efter realisationsprincippet). Det påpeges, at skattesystemet har skabt et uigennemskueligt optimeringsproblem for private investorer. ■

Markedsrisikopræmien – en diskussion af metoder og det aktuelle niveau

Af: Ken L. Bechmann

Markedsrisikopræmien spiller en vigtig rolle i forbindelse med værdiansættelse af aktier, investeringsbeslutninger og vurdering af afkast og performance. Til trods herfor findes der ikke en generelt accepteret metode til fastlæggelsen af markedsrisikopræmien, og der er i forskellige sammenhænge set – nogle gange næsten ophedede – diskussioner af niveauet for markedsrisikopræmien. Denne artikel diskuterer forskellige metoder til fastlæggelse af præmien, udvalgte resultater fra anvendelsen af metoderne, og hvad det samlet siger om det aktuelle niveau. ■

Europæisk boligbeskatning – tro og fakta om et hot emne i alle lande

Af: Jens Lunde

Efter vores bedste viden er det første gang, der er produceret en sammenligning af den europæiske boligbeskatning. Dog har forskere i EU-regi udarbejdet en sammenligning af skatte- og finansieringsvilkårene for boligejere samt beregnede user costs under heroiske forudsætninger. Dette gælder for de fire boligformer, private lejeboliger, almene lejeboliger, andelsboliger og ejerboliger, der findes i vidt forskellig udstrækning og med ret forskellige skattevilkår. Ét formål er at vise resultaterne for danske økonomer og andre interesserede, og et andet er at vise, om dansk bolig- og ejendomsbeskatning kan drage nyttig lære heraf. ■

markedskurven kan endog blive negativ afhængig af forudsætningerne.

- For private med frie midler er der i Danmark mulighed for valg mellem tre forskellige beskatningssystemer for afkast af en aktieinvestering gennem et finansielt mellemlid (investeringsprodukt). Hvis analysen begrænses til rent skattemæssige hensyn (dvs. der ses bort fra omkostningsmæssige forskelle mellem ETF'er og investeringsforeninger og handelsomkostninger) kan analysen begrænses til to skattesystemer, nemlig *aktieindkomst efter realisationsprincippet* eller *kapitalindkomst efter lagerprincippet*.
- Der kan ikke opstilles generelle regler om, hvad der er mest fordelagtigt. Det vil afhænge af en lang række individuelle forhold, bl.a. (1) personens indkomst, (2) personens formue, (3) tidshorizonten for investeringen, (4) renteniveaue, (5) risikopræmien, (6) de forskellige skattesatser, og (7) om personen i forvejen har urealiserede aktiegevinster, realiserede og urealiserede tab eller ingen af delene.

Litteratur

- Florentsen, Bjarne Brænder, Michael Møller og Claus Parum, 2014: Afdragsfrihed, problem eller løsning? *Finans/Invest*, 4/14, s. 17-24.
- Jensen, Bjarne Astrup, 2009: Valuation Before and after Tax in the Discrete Time, Finite State of no Arbitrage Model. *Annals of Finance*, s. 91-123.
- Jensen, Bjarne Astrup og Marcel Marekwica, 2011: Optimal Portfolio Choice with Wash Sale Constraints. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 31, s. 1916-1937.
- Møller, Michael og Claus Parum, 2017: Er aktiesparekontoet forslaget en god idé? *Finans/Invest*, 5/17, s. 6-11.
- Møller, Michael og Claus Parum, 2020: Aktiesparekontoen – en kritik. *Finans/Invest*, 4/20, s. 5-12.
- Stein, David M, Andrew F. Siegel, Premkumar Narasimhan og Charles E. Appearu, 2000: Diversification in the Presence of Taxes. *The Journal of Portfolio Management*, 27, s. 61-71. ■

LEDER ► FORTSAT FRA SIDE 4

det sidste, der har været tilfældet, jf. også diskussionen af dette spørgsmål i Bechmann (2022).

Konklusion

Skuffende børsnoteringer og forskellige relaterede udfordringer for First North er nedslående læsning. Givet betydningen af en børs for vækstvirksomheder er det på høje tid, at der handles blandt andet fra First Norths side – ellers er der stor risiko for, at børsen sygner hen, og Danmark dermed går glip af alle de fordele, der knytter sig til at have en effektiv og velfungerende børs for vækstvirksomheder.

Hougaard (2022) kommer med konkrete interessante forslag til, hvad der kan gøres for bedre at kvalitetssikre de selskaber, der bliver børsnoteret, og hvad der kan gøres for at sikre, at eksempelvis stifterne også bliver ramt, hvis de gennem en børsnotering sælger nogen katten i sækken.

Litteratur

- Akerlof, George A., 1970: The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, s. 488-500.
- Bechmann, Ken L., 2016: Børsmarkedet – hvem skal købe hvilke virksomheder? *Finans/Invest*, 5/16, s. 2-4, 18, 31.
- Bechmann, 2022: Markedsrisikopræmien – en diskussion af metoder og det aktuelle niveau. *Finans/Invest*, 2/22, s. 20-25.
- Bechmann, Ken L. og Claus Gregersen, 2016: Børsnoteret – hvad er egentlig fordele og ulemper? *Finans/Invest*, 5/16, s. 19-21.
- Rock, Kevin, 1986: Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, s. 187-212.
- Sperling, Joachim og Christian Heebøll, 2016: Mere risikovillig kapital til danske vækstvirksomheder. *Finans/Invest*, 5/16, s. 5-18.

- Nasdaq, 2021: Trends in IPO Pops. Insight, Nasdaq, 4. marts 2021.
- Hougaard, Søren, 2022: Eventyrbørsen First North. *Finans/Invest*, 2/22, s. 5-10. ■

Publicering af artikler i *Finans/Invest*

Manuskripter sendes til:

Ken L. Bechmann, Institut for Finansiering, CBS
E-mail: kb.fi@cbs.dk

