

ANALYSE AF MARKEDERNE FOR EGENKAPITAL

i Danmark, Sverige, Norge, Holland
og Tyskland

Erhvervsministeriet
21-08-2017

Forord

Analysen og interessenter har igennem længere tid sat fokus på, at det danske børsmarked for små og mellemstore virksomheder er mindre velfungerende end i fx Sverige. I foråret 2016 offentliggjorde Børsmæglerforeningen og Axcel Future eksempelvis en række analyser og anbefalinger om at styrke aktiekulturen og børsmarkedet i Danmark.

Tidligere analyser har dog ikke analyseret markeder for virksomhedssalg eller virksomhedernes adgang til egenkapital generelt, da fokus i høj grad har været på børsmarkedet. Der er således ikke mange analyser, som giver svar på, om grunden til at børsmarkedet for små og mellemstore virksomheder tilsyneladende ikke er velfungerende, er, at børsmarkedet er påvirket af andre markeder for egenkapital, herunder brancheopkøb, private placement mv., som er mere effektive og dermed har udkonkurreret børsmarkedet.

Erhvervsministeriet har derfor bedt Copenhagen Economics analysere det samlede marked for virksomhedshandler – ”ekstern” egenkapital – i Danmark i forhold til de tilsvarende markeder i Norge, Sverige, Holland og Tyskland.

Analysen er tiltænkt at indgå i det faktagrundlag, som i de kommende måneder skal nuancere både den politiske debat og drøftelserne i det kommende iværksætterpanel, som bl.a. vil behandle børsmarkedet og egenkapitalmarkedet for små og mellemstore virksomheder i Danmark.

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1) Danske egenkapitalmarkeder i en international sammenligning

- Boks: Oversigt over de vigtigste handels- og finansieringsformer
- Små danske IPOs nærmest forsvundet
- Endnu værre ser det ud, når mindre IPOs på Merkur, NGM og First North medtages
- IPOs af mindre danske virksomheder på udenlandske børser
- Bedre international performance for større IPO
- Antallet af M&As har ligget nogenlunde stabilt de seneste ti år
- Det danske M&A marked kompenserer kun i ringe grad og har omtrent samme omfang som vores naboer
- Antallet af minoritetshandler og kapitaltilførsler i Danmark er faldende, mens de fleste andre lande oplever en stigning
- Det danske venture kapitalmarked klarer sig godt i en international sammenligning
- PE-markedet er på højde med landene omkring os og kommer i et vist omfang mindre virksomheder til gode
- Angel-investeringer i Danmark udgør en meget lille andel af det samlede marked for risikovillig kapital, men har god international performance
- Sammenfatning: Det danske marked for mindre transaktioner performer dårligt
- Sammenfatning: Det danske marked for egenkapital udkonkurreres af det svenske på alle parametre

Kapitel 2) Industrielle forklaringsfaktorer

- Kapitalfødekæden for vækstvirksomheder
- Den store variation i aktiviteten på egenkapitalmarkederne kan ikke tilskrives forskelle i andelen af mindre virksomheder
- Den lave aktivitet på egenkapitalmarkederne er specielt problematisk, da kapitalintensive brancher har stor betydning i dansk økonomi
- Danmarks lave performance kan ikke umiddelbart forklares med forskelle i konjunkturudviklingen

Appendiks

- Metodeappendiks med detaljeret beskrivelse af data mv.
- Statistisk appendiks med detaljerede figurer og grafer jf., tilbud

Kapitel 1: Danske egenkapitalmarkeder i en international sammenligning

Boks: Oversigt over de vigtigste handels- og finansieringsformer

I analysen fokuserer vi på:

- Tre handelsformer (*deal type*) (IPO, M&A og kapitaltilførsler)
- Syv finansieringsformer (*financing type*)

Nedstående tabeller B.1 og B.2 giver et overblik over disse handels- og finansieringsformer og deres betydning.

Vi inddeler handlerne i fire størrelseskategorier (micro, small, medium og large) baseret på deres volumen (*deal value*-variablen i Zephyr-databasen). Illustrationen B.3 viser, hvordan vi definerer disse størrelseskategorier.

Vores analyse fokuserer på fire tidsperioder, som hver dækker 2-3 år, jf. illustration B.4.

Yderlige informationer om parameter – fx definitioner, samt hvilke variabler de omfatter i Zephyr-databasen – findes i den metodiske appendiks.

Kilde: Zephyr databeskrivelse og Copenhagen Economics.

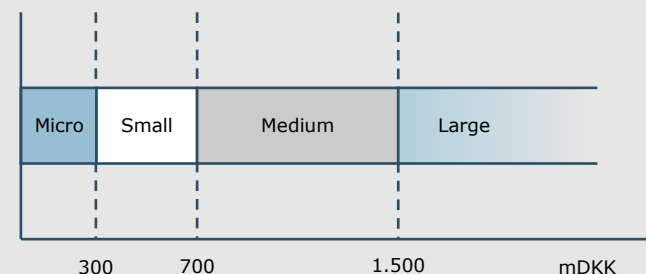
B.1 Forskellige handelsformer

Handelsform	Forklaring / definition	Landedimension
IPO	Når en virksomhed børsnoteres og rejser midler gennem salg af aktier for første gang.	Nationalitet af den virksomhed, der børsnoteres, afgør, i hvilket land noteringen medregnes.
M&A	To (eller flere) virksomheder bliver til en enkelt virksomhed, fx gennem - opkøb af 50 % eller mere af en anden virksomhed (acquisition, institutional eller management buy-in/buy-out) - opstart af en fælles virksomhed (joint venture, merger)	Acquisition: nationalitet af den virksomhed, der bliver opkøbt, afgør, i hvilket land handlen medregnes. Merger: se boks s. 12
Minoritets-handler og kapital-tilførsler	Minoritetshandler og kapitalforøgelser, hvor købernes ejerandel forbliver under 50 % af virksomheden.	Nationalitet af den virksomhed, der tilføres kapital, afgør, i hvilket land handlen medregnes.

B.2 Forskellige finansieringsformer for finansielle købere

Finansieringsform	Forklaring / definition
Angel-investment	Når en Business Angel investerer i en nystartet virksomhed. En Business Angel kan referere til både et individ, en gruppe eller en handel via et Angel-investeringsagentur.
Crowdfunding	Når en virksomhed rejser egenkapital gennem en crowdfunding-plattform.
PIPE	Private Investment in Public Equity. Bruges, når en privat investeringsvirksomhed eller akkrediterede investorer investerer i en børsnoteret virksomhed og køber nye andele for en lavere pris end den gældende markedspris.
Private Equity (PE)	Når fx en Private Equity-fond investerer i en noteret virksomhed, og den købte virksomhed dermed rejser midler gennem salg af ejerandele. PE funding er hovedsageligt senere (later-stage) i virksomhedernes udvikling end VC.
Private Placing	Når nye aktier sælges gennem direkte forhandling med en eller flere specifikke virksomheder eller investorer.
Venture Capital (VC)	Betegnelsen bruges, når det drejer sig om små, early-stage og fremspirende virksomheder, hvor investeringen er high-risk og potentielt high-return. Typiske områder for VC-investeringer er Life Sciences, Communications, Software, Teknologi og Semiconductor development, men begrebet er ikke begrænset til disse.
Other	Andre former for finansielle køb, herunder fx rights issue, leveraged buy-out, public offer og konverteringer.

B.3 Kategorisering af transaktionsværdien



B.4 Tidsperioder



SEKTION A

INTERNATIONAL SAMMENLIGNING AF
MARKEDERNE FOR RISIKOVILLIG KAPITAL

Små danske IPOs nærmest forsvundet



Det danske IPO-marked for mindre virksomheder er nærmest forsvundet, jf. figur 1.1, 1.2 og 1.3.

- Op til krisen fra 2006-2008 virkede markedet velfungerende sammenlignet med de andre lande, men fra 2014-2016 blev der kun noteret to virksomheder i mikro- og small-segmentet (Serendex pharmaceuticals A/S og Hugo Games A/S på Oslo Axess). Bemærk venligst, at nogle noteringer af danske virksomheder i udlandet ikke medtages jf. diskussion på slide 9.
- Ingen af disse noteringer er på Nasdaq København.
- Der ses også en forværring af markedet for mindre IPOs i Holland og Norge – det er dog kun i

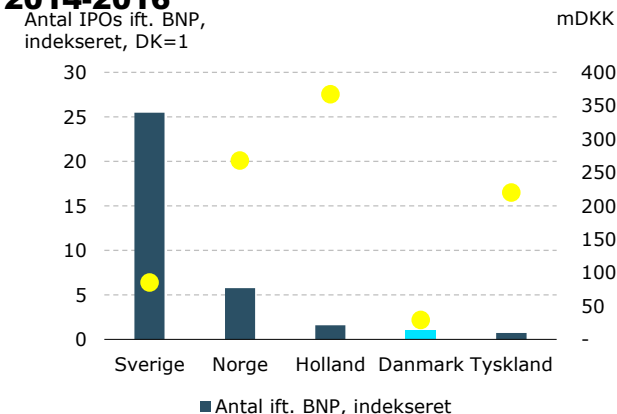
Danmark, at markedet næsten er forsvundet.

- Sverige er det eneste land, som har oplevet en forbedring af IPO-markedet for mindre virksomheder siden krisen.

Det er en generel udfordring at afgrænse, hvilke IPOs som skal tælle med i opgørelsen. Denne slide baseres på Zephyrs afgrænsning af IPOs eller med andre ord IPOs på børser, som Zephyr vurderer er reguleret. Fx inkluderes udelukkende IPOs fra Oslo Stock Exchange, Oslo Axess, Nasdaq Stock Exchange (main market) og Aktietorget i Norden. Inklusionen af Aktietorget (i dag ureguleret) kan muligvis skyldes, at børsen en kort overgang var reguleret.

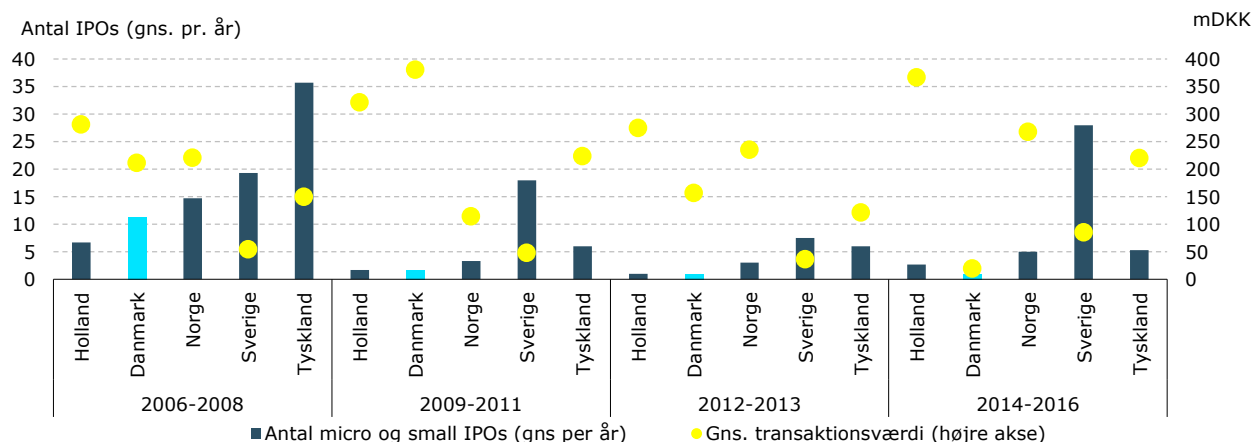
På slide 9 analyseres de nordiske lande med medtagelse af handler på Merkur (Oslo), First North (København og Stockholm) og NGM (Stockholm).

1.1 Antal micro og small IPOs ift. BNP, 2014-2016



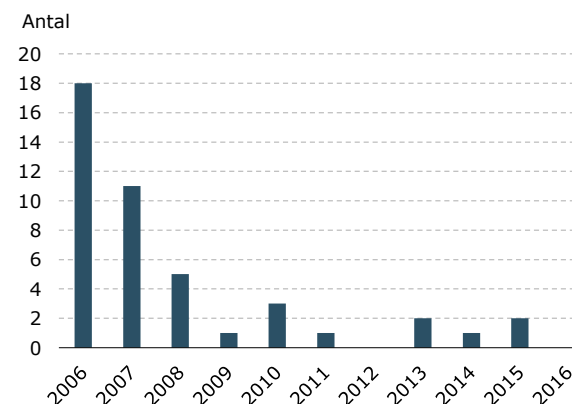
Anm.: Opgørelsen indeholder kun IPOs, hvor størrelsen af kapitaludvidelsen er tilgængelig. Micro og small er IPOs med en værdi under 700 mDKK. Opgørelse medtager både nationale og internationale noteringer. Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.2 Micro og small IPOs i NL, DK, NO, SE og DE i forskellige perioder



Anm.: Opgørelsen indeholder kun IPOs, hvor størrelsen af kapitaludvidelsen er tilgængelig. Micro og small er IPOs med en værdi under 700 mDKK. Opgørelsen medtager både nationale og internationale noteringer. Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.3 Micro og small IPOs i Danmark, 2006-2016



Anm.: Opgørelsen indeholder kun IPOs, hvor størrelsen af kapitaludvidelsen er tilgængelig. Micro og small er IPOs med en værdi under 700 mDKK. Opgørelsen medtager både nationale og internationale noteringer. Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics.

Endnu værre ser det ud, når mindre IPOs på Merkur, NGM og First North medtages

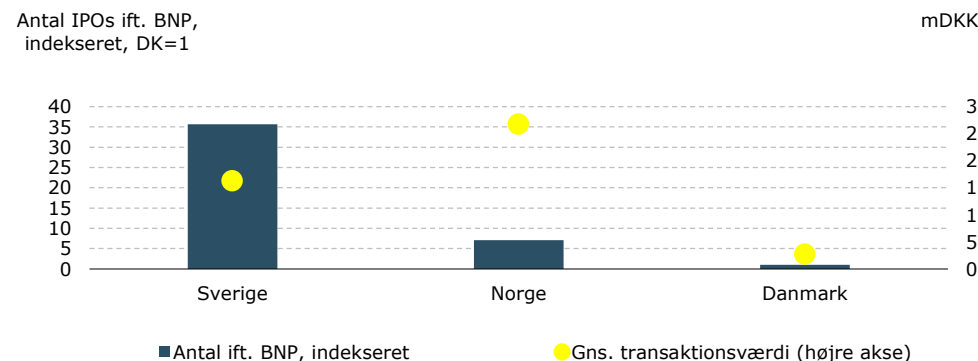


FORSKELLEN ER ENDNU STØRRE, NÅR SMÅ HANDLER PÅ ALTERNATIVE BØRSE MEDTAGES

I perioden 2014-2016 blev 235 svenske virksomheder således noteret mod kun fire danske selskaber i samme periode. Korrigeres der for BNP, svarer det til, at der er ca. 35 gange så mange micro og small IPOs i Sverige. Tilsvarende har norske virksomheder ladet sig notere ca. syv gange så mange gange som de danske, jf. figur 1.4.

Det samme billede tegner sig, når man ser på antallet af IPOs på børserne i de individuelle lande. Her tegner svenske børser sig for 319 IPOs og norske for 57, mod kun ti IPOs på danske børser i samme periode, jf. figur 1.5.

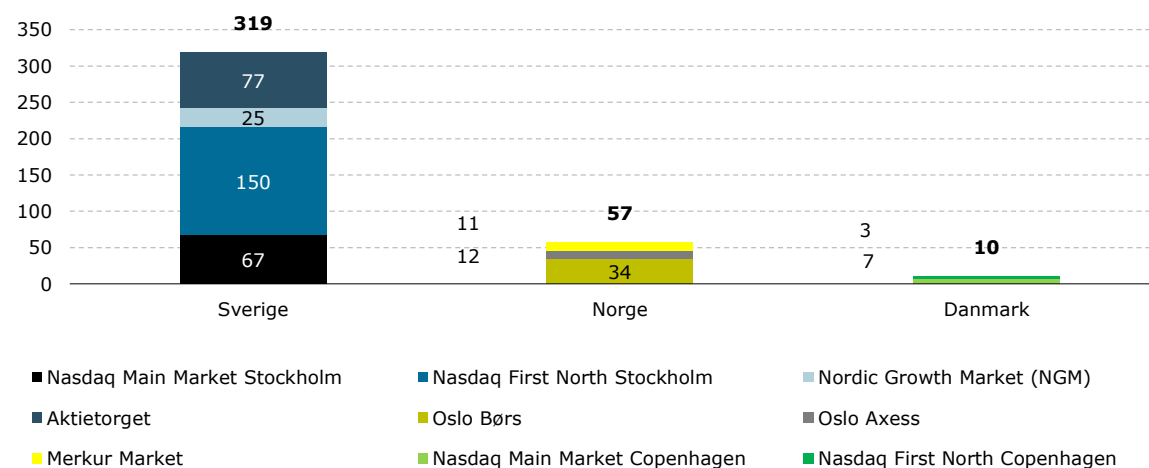
1.4 Antal micro og small IPOs ift. BNP, 2014-2016



Anm.: Opgørelsen indeholder generelt kun IPOs, hvor størrelsen af kapitaludvidelsen er tilgængelig, men såfremt der ikke eksisterer viden om transaktionsstørrelsen på handler fra de tre tilføjede børser, antages det, at IPO-værdien er under 700 mDKK. Micro og small er IPOs med en værdi under 700 mDKK. Opgørelsen medtager både nationale og internationale noteringer og inkluderer noteringer på First North, Merkur og NGM. Dobbeltnoteringer og noteringer, hvor virksomheden tidligere har været noteret på en anden børs, er ikke medregnet.

Kilde: Bureau van Dijk, Oslo børs, Nasdaq, NGM, FESE database og Copenhagen Economics

1.5 Antal IPOs fordelt på lande og børser, 2014-2016



Anm.: Viser antallet af IPOs på de forskellige børser og lande.
Kilde: FESE database samt oplysninger fra Nasdaq, Aktietorget, NGM og Oslo Børs.

IPOs af mindre danske virksomheder på udenlandske børser



IKKE ALLE NOTERINGER AF MINDRE DANSKE VIRKSOMHEDER TÆLLES MED SOM DANSKE IPOs

En generel problemstilling med noteringer af danske, svenske, norske, hollandske eller tyske virksomheder i udlandet er, at virksomhederne i visse tilfælde noteres gennem et udenlandsk Holding selskab, se boks 1 for eksempler. Dette betyder, at virksomhederne figurerer som udenlandske i den underliggende statistik, hvorfor de ikke indgår i ovenstående opgørelse af antallet af nationale IPOs. Denne tilgang sikrer, at opgørelserne er sammenlignelige på tværs af landene.

Det bør dog bemærkes, at danske virksomheder, specielt de seneste år, ofte har søgt til udlandet for at hente kapital på aktiemarkederne. Flere danske selskaber har eksempelvis ladet sig notere gennem holding selskaber eller lignende konstruktioner i Sverige, fx Saniona AB, IVISYS AB, GS Sweden AB, Nuevolution AB, ExpreS2ion Biotech Holding AB og Acarix AB. Tilsvarende har fx DanDrit Biotech USA, Inc ladet sig notere på Over-The-Counter Bulletin Board.

Boks 1 Sanionas børsnotering i Sverige

Saniona er en forsknings- og udviklingsvirksomhed inden for medicinalindustrien med fokus på lægemidler til bekæmpelse af sygdomme i centralnervesystemet, autoimmune sygdomme, metaboliske sygdomme og smertebehandling.

I marts 2014 rejste Saniona 17 mio. svenske kr. blandt ca. 700 privatinvestorer på det svenske AktieTorget. I den forbindelse udtalte direktør Jørgen Dreier til Berlingske Business: "I Danmark kunne vi se, at vi var for små og for tidligt ude. First North så vi ikke som en reel mulighed – der er ingen aktivitet i de selskaber, der ligger der. Men i Sverige fandt vi derimod ud af, at der er et ekstremt velfungerende marked for små virksomheder som vores – og i særdeleshed inden for vores branche, biotek og farma."

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

Andre eksempler

Saniona er ikke den eneste danske virksomhed, som har valgt at lade sig notere gennem svenske selskaber i Sverige. Således har IVISYS AB, GS Sweden AB, Nuevolution AB, ExpreS2ion Biotech Holding AB og Acarix AB alle ladet sig notere gennem svenske selskaber i perioden 2014-2016, selvom deres hovedaktiviteter ligger i Danmark.

Alle virksomhederne er noteret relativt tidligt i vækstfasen, hvilket med al sandsynlighed er en af hoveddriverne for de udenlandske noteringer. Sagt med andre ord er det svenske IPO-marked for mindre virksomheder med al sandsynlighed mere attraktivt set fra virksomhedernes synsvinkel, se fx Axcel Future (2016).

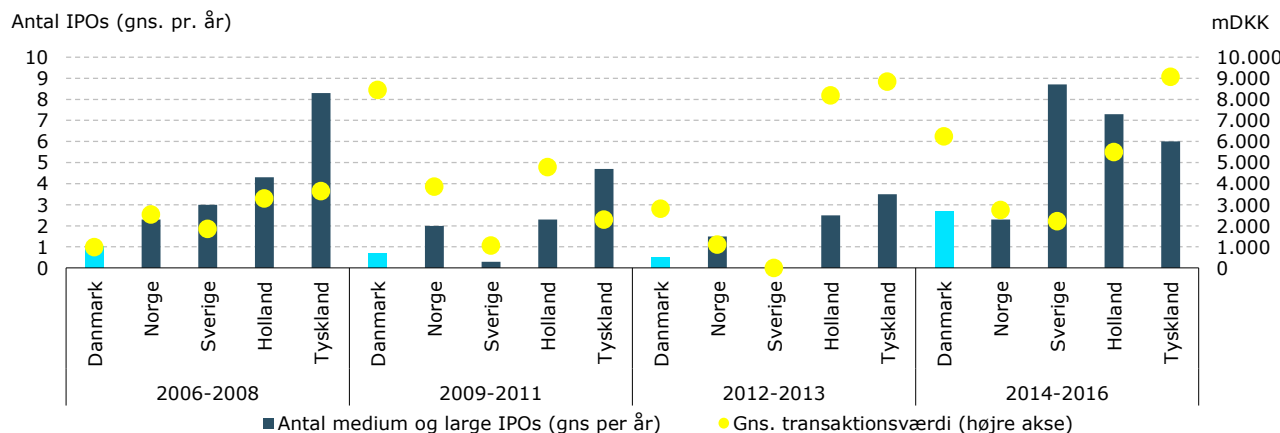
Bedre international performance for større IPO

Anderledes positivt ser det ud på markedet for medium og large IPOs, jf. figur 1.6, 1.7 og 1.8.

- Således er antallet af større danske IPOs steget fra tre til otte, og der rejses gennemsnitligt mere end seks gange så meget kapital pr. notering.
- Tilsvarende har Sverige og Holland også oplevet en positiv udvikling i dette segment.
- Anderledes negativt ser det ud i Norge og Tyskland på markedet for større IPOs, som er enten stagneret eller faldet.

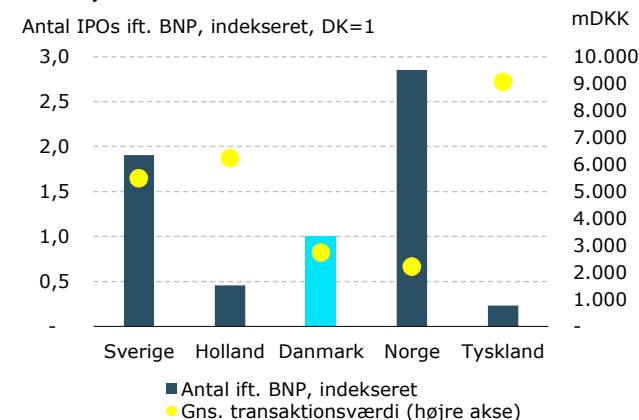
Se statistisk appendiks for en mere detaljeret opdeling på IPO-størrelser.

1.7 Medium og large IPOs i NL, DK, NO, SE og DE i forskellige perioder



Anm.: Opgørelsen indeholder kun IPOs, hvor størrelsen af kapitaludvidelsen er tilgængelig. Medium og large er IPOs med en værdi over 700 mDKK. Opgørelse medtager både nationale og internationale noteringer.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

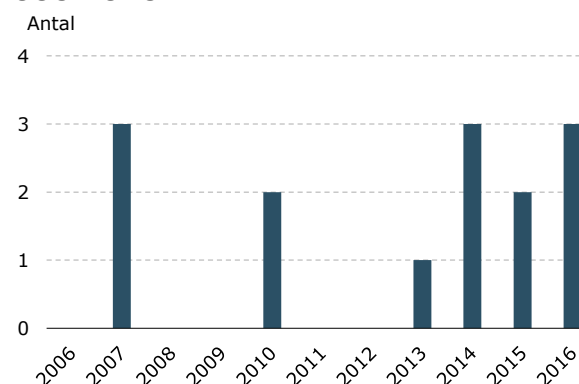
1.6 Antal medium og large IPOs ift. BNP, 2014-2016



Anm.: Opgørelsen indeholder kun IPOs, hvor størrelsen af kapitaludvidelsen er tilgængelig. Medium og large er IPOs med en værdi over 700 mDKK. Opgørelsen medtager både nationale og internationale noteringer.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.8 Medium og large IPOs i Danmark, 2006-2016



Anm.: Opgørelsen indeholder kun IPOs, hvor størrelsen af kapitaludvidelsen er tilgængelig. Medium og large er IPOs med en værdi over 700 mDKK. Opgørelse medtager både nationale og internationale noteringer.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

Antallet af M&As har ligget nogenlunde stabilt de seneste ti år



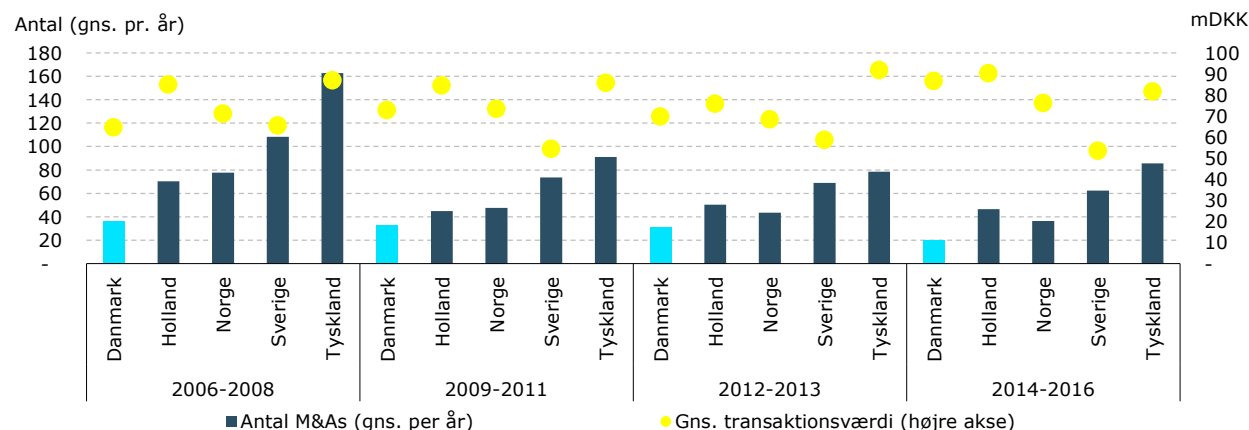
- Antallet af M&As har ligget nogenlunde stabilt siden 2006, jf. figur 1.10. Der er dog et mindre fald i antallet fra 2013 til 2016. Samme faldende tendens fra 2014-2015 findes i *Thomson Reuters (2015) Nordic M&A regional report*, men ikke i *Clearwaters (2016) analyse af det danske M&A-marked for 2015*.
- Samme stabile tendens ses i Sverige og Tyskland, hvorimod Norge har oplevet et fald i antallet af M&As i samme periode, se statistisk appendiks.
- Det er specielt i mikrosegmentet, at antallet af M&As i Danmark er faldet, jf. figur 1.9. Til sammenligning er antallet af M&As nogenlunde stabilt i de andre segmenter, se statistisk appendiks.

Faktaboks: Mergers

I forbindelse med en rigtig merger kan det være svært at fastslå, hvilken virksomhed som henholdsvis bliver købt eller er opkøber. Heldigvis er problemet begrænset, da rigtige mergers er sjældne, og mange acquisitions ofte bliver beskrevet som "mergers" i pressen. I en rigtig merger er der en en-for-en swap af aktier i det nye selskab, og handlen involverer "merging of equals". Fx er der i perioden 2006 til 2016 kun 64 danske mergers, hvoraf 55 mergers sker mellem udelukkende danske selskaber, hvilket ikke giver anledning til udfordringer i denne analyse. I forbindelse med de resterende ni mergers på tværs af landegrænser kan det være svært at fastslå, hvilken virksomhed bliver opkøbt. Dette giver dog ikke anledning til nogen systematisk fejl, men skaber en mindre usikkerhed på opdelingen mellem, hvilken virksomhed der købes, og hvilken virksomhed der opkøber det enkelte år.

Generelt er analysen baseret på individuelle handler, hvormed der undgås alle former for dobbelttælling. Eksempelvis indgår en merger kun som én observation, hvormed den ene virksomhed bliver købt/"target", og den anden opkøber/"acquiror".

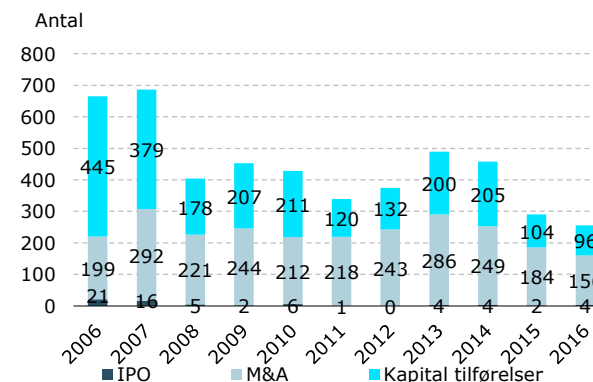
1.9 M&As i micro-segmentet i NL, DK, NO, SE og DE i forskellige perioder



Anm.: Segmenteringen er baseret på transaktionssværdien ("deal value") for at maksimere dækningsgraden. Alle M&As med et hhv. dansk, svensk, norsk, tysk eller hollandsk "target" er medtaget i opgørelsen, og der skelnes dermed i denne opgørelse ikke mellem nationale og internationale børsnoteringer. Micro M&As er transaktioner med mindre end 300 mDKK værdi. Der haves kun deal value for 48 % af observationerne.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.10 Antal salg af danske virksomheder fordelt på type, 2006-2016



Anm.: IPOs betyder, at virksomheden børsnoteres og rejser midler gennem salg af aktier; M&A betyder, at to eller flere virksomheder bliver til en enkelt virksomhed, fx gennem opkøb eller merger; kapitaltilførelser betyder, at købernes andel af virksomheden bliver under 50 % af virksomhedens samlede aktier.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

Det danske M&A marked kompenserer kun i ringe grad og har omtrent samme omfang som vores naboer

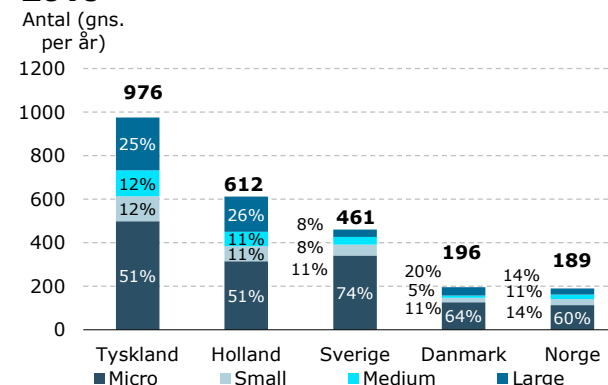


Danmark har et relativt beskedent antal M&As, hvoraf en relativt stor andel er såkaldte store/"large" handler i forhold til Sverige og Norge og jf. følgende inddeling på størrelse, jf. figur 1.11:

- Micro: mindre end 300 mDKK
- Small: mellem 300 mDKK og 700 mDKK
- Medium: mellem 700 mDKK og 1500 mDKK
- Large: mere end 1500 mDKK
- Danmark ligger således i midterfeltet, når der tages højde for økonomiens størrelse. Dog ligger den gennemsnitlige transaktionsstørrelse i den lave ende, jf. figur 1.13.

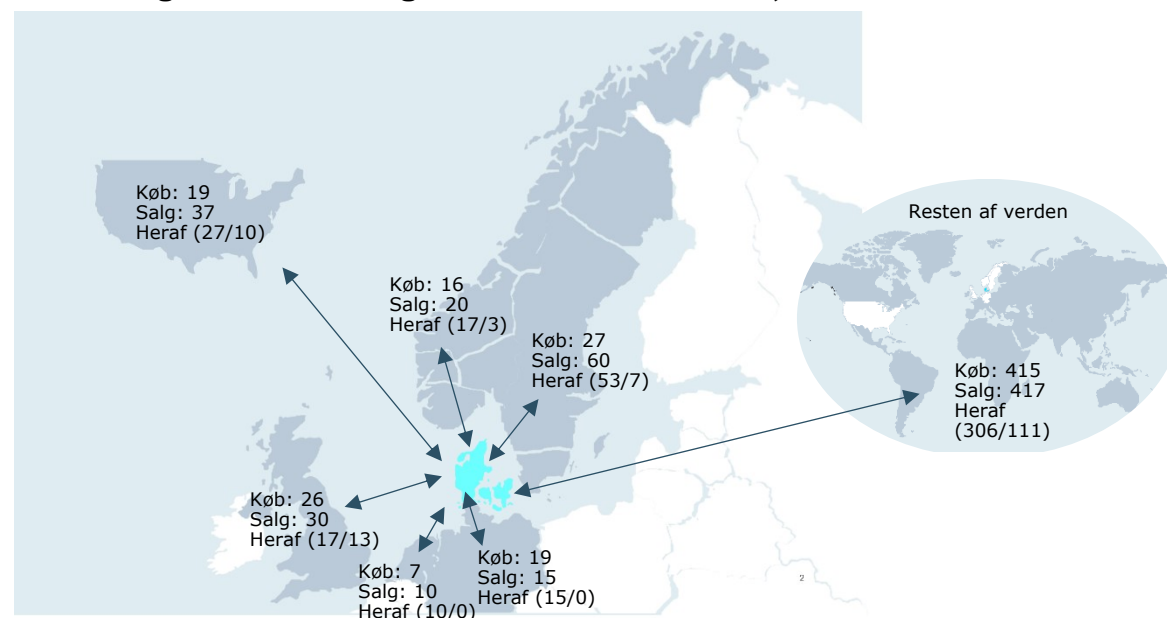
- Udenlandske købere af danske virksomheder er kun i begrænset omfang finansielle virksomheder, jf. figur 1.12.
- Se statistisk appendiks for antal og volumen på forskellige størrelser af M&As samt geografisk fordeling af alle transaktionstyper.

1.11 M&A opkøb samt fordeling, 2014-2016



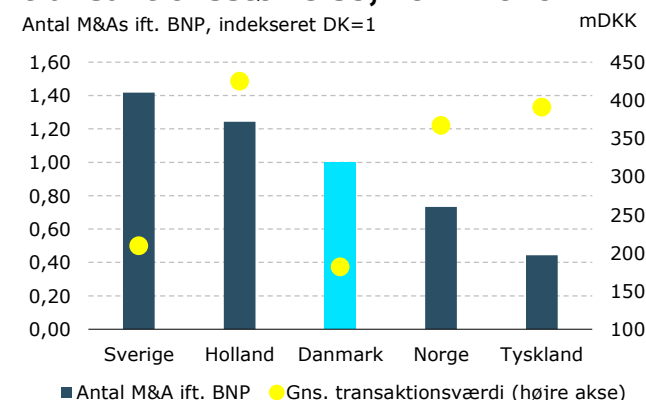
Anm.: Antal M&As er baseret på den fulde population, hvorimod fordelingen er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.12 Geografisk fordeling af M&A transaktioner, 2014-2016



Anm.: Køb angiver danske virksomheders opkøb i det pågældende land. Salg angiver salg af danske virksomheder i det pågældende land. Heraf angiver fordelingen mellem industrielle og finansielle opkøbere (industrielle/finansielle). I forbindelse med opdelingen mellem køb og salg er der en lille usikkerhed i forbindelse med én merger mellem virksomheder i hhv. de Forenede Arabiske Emirater og Danmark, jf. diskussionen i faktaboksen på foregående slide.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.13 Relativ M&A aktivitet og transaktionsstørrelse, 2014-2016



Anm.: Antal M&As er baseret på den fulde population, hvorimod den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig
Kilde: Bureau van Dijk, Eurostat og Copenhagen Economics

Antallet af minoritetshandler og kapitaltilførsler i Danmark er faldende, mens de fleste andre lande oplever en stigning

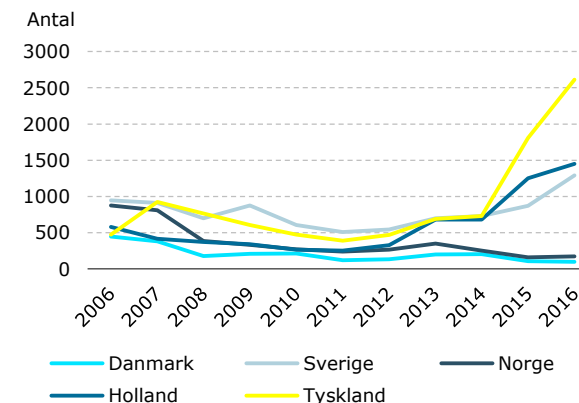


- Antallet af minoritetshandler og kapitaltilførsler, eller rettere handler, som hverken er M&As eller IPOs, har været faldende de seneste ti år, jf. figur 1.14.
- Dette er især bemærkelsesværdigt sammenlignet med Sverige, Tyskland og Holland, som specielt de seneste fem år har oplevet en betydelig stigning. Dog har Norge oplevet et lignende fald i antallet af disse handler.
- Danmark har også det laveste antal handler, når der korrigeres for BNP, jf. figur 1.16. Dog er den gennemsnitlige størrelse af tilførslerne betydeligt højere end landene omkring os. Dette drives dog af få store handler, og sammenlignes median-

transaktionsstørrelsen ligger Danmark således på niveau med Sverige og under Norge, Tyskland og Holland.

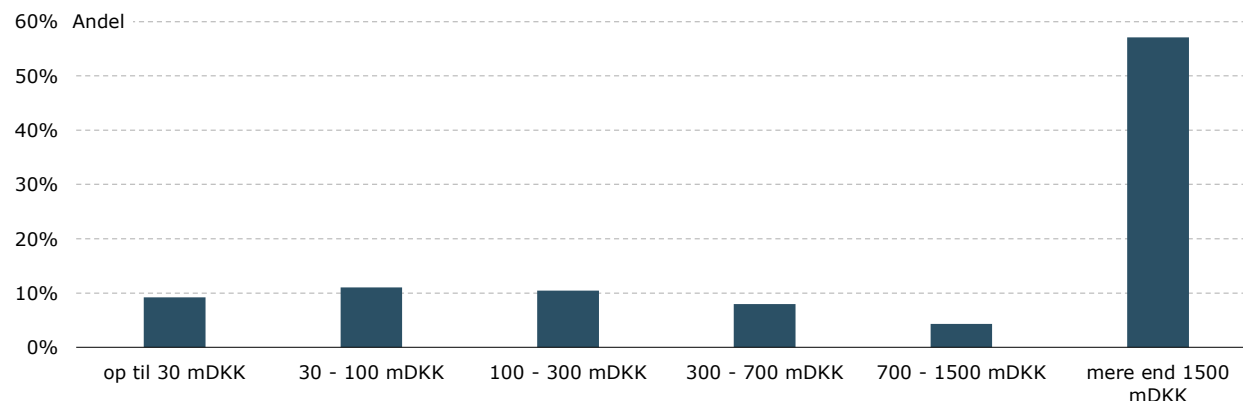
- Kapitaltilførslerne tilfalder hovedsageligt helt store virksomheder med en værdi på mere end 1500 mDKK på handelstidspunktet, jf. figur 1.15.
- Eksempler på kapitaltilførsler i Danmark: 1) den største danske handel på 32,9 mia. kr. er AP Møller Holdings køb af AP Møller – Mærsk's Danske Bank-aktier. 2) Mindre handler som norske DNB Asset Management AS investering i Napatech A/S i 2015, og 3) Venture kapital handler som Accelerace Invest K/S investering i Hello World Mobile APS.

1.14 Antallet af kapitaltilførsler og minoritetshandler



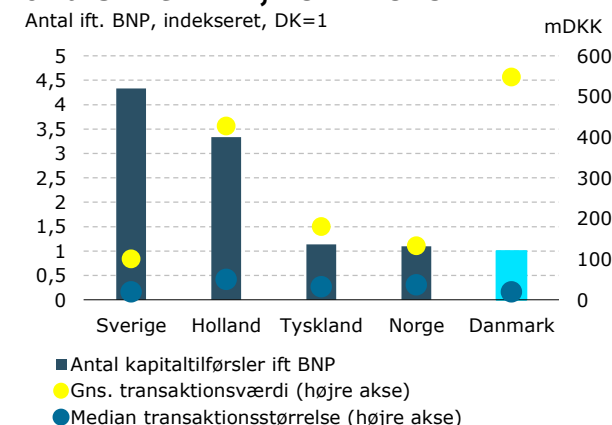
Anm.: Kapitaltilførsler er alle minoritetshandler og kapitaltilførsler, som hverken kan kategoriseres som M&As eller IPOs, herunder SEOs, seed kapital, udviklingskapital mv.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.15 Kapitaltilførsler og minoritetshandler fordelt på virksomhedsstørrelse, 2014-2016



Anm.: Kapitaltilførsler er alle minoritetshandler og kapitaltilførsler, som hverken kan kategoriseres som M&As eller IPOs, og størrelsen/værdien af virksomheden på handelstidspunktet er tilgængelig (40 % af kapitaltilførslerne).
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.16 Kapitaltilførsler og minoritetshandler ift. BNP, 2014-2016



Anm.: Kapitaltilførsler er alle minoritetshandler og kapitaltilførsler, som hverken kan kategoriseres som M&As eller IPOs. Den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

SEKTION B

FINANSIELLE KØBERE AF VIRKSOMHEDER I
EN INTERNATIONAL SAMMENLIGNING

Det danske venture kapitalmarked klarer sig godt i en international sammenligning

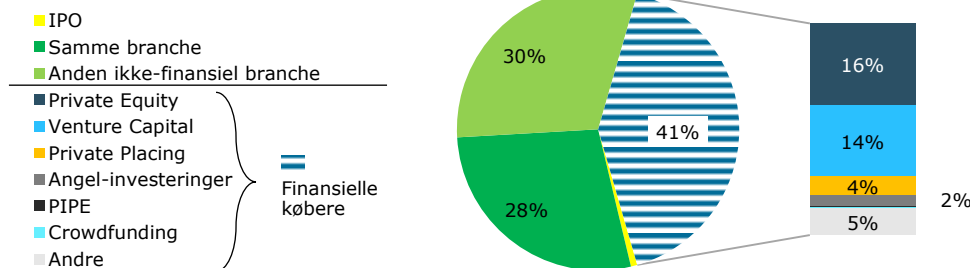


- Antallet af handler, hvor venturekapital er den primære finansieringsform, er stigende og korrigeret for BNP på niveau med eller lidt over de andre lande, jf. figur 1.17 og 1.20.
- De fleste danske virksomheder købes dog, helt eller delvist, af ikke-finansielle virksomheder, jf. figur

1.18.

- Venturekapital-markedet udgør således kun 14 % af det samlede antal opkøb/kapitalindsud af/i danske virksomheder fra 2014-2016.

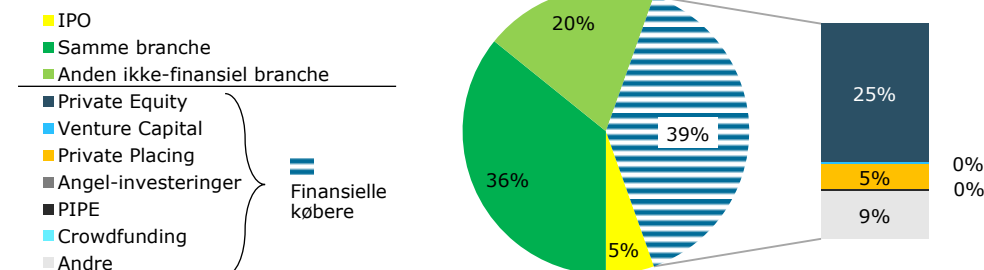
1.18 Fordelingen af opkøbere af danske virksomheder målt på antal, 2014-2016



Anm.: Samme branche og anden ikke-finansielle branche er defineret ud fra NACE (2 digit) rev. 2 koden. I tilfælde af finansiel opkøb defineres typen ud fra Bureau van Dijks definition af den primære "finansieringsform". PIPE er en forkortelse for Private Investment in Public Equity.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

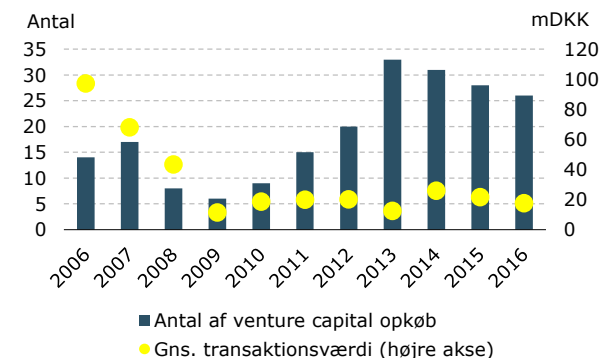
1.19 Fordelingen af opkøbere af danske virksomheder målt på værdi, 2014-2016



Anm.: Samme branche og anden ikke-finansielle branche er defineret ud fra NACE (2 digit) rev. 2 koden. I tilfælde af finansiel opkøb defineres typen ud fra Bureau van Dijks definition af den primære "finansieringsform". Værdien er skønnet ud fra antal handler og den gennemsnitlige transaktionsstørrelse inden for hver branche for de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig (svarer til kun 27% af alle handler).

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

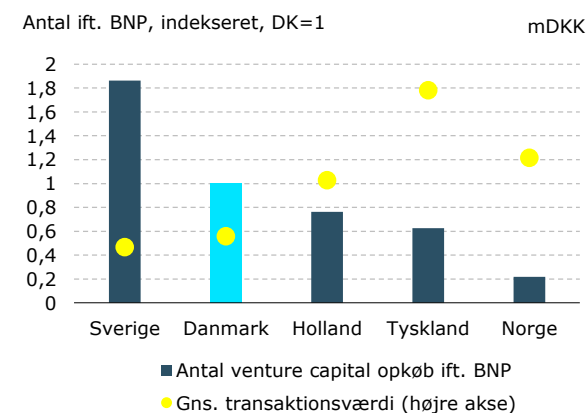
1.17 Venture kapital opkøb i Danmark



Anm.: Opgøres som handler, hvor venturekapital er den primære finansieringsform. Den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.20 Venture kapital opkøb, 2014-2016



Anm.: Opgøres som handler hvor venturekapital er den primære finansieringsform. Den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

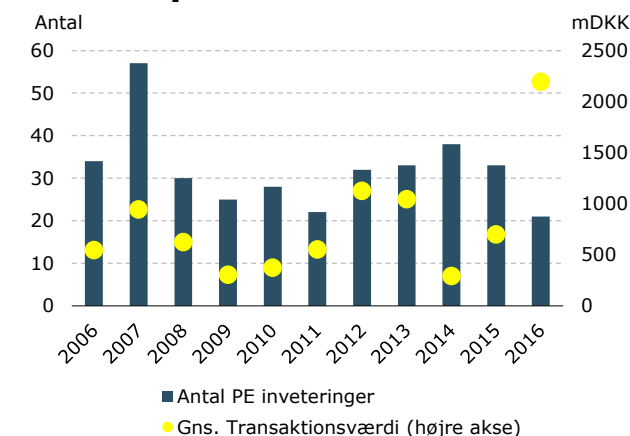
PE-markedet er på højde med landene omkring os og kommer i et vist omfang mindre virksomheder til gode



- Antallet af PE investeringer har ligget nogenlunde stabilt de seneste ti år, jf. figur 1.21.
- Private Equity markedet står for ca. det samme antal handler som venturekapitalmarkedet, men investeringerne er i gennemsnit over 800 mDKK, hvorimod den gennemsnitlige venturekapitalhandel ligger på 20 mDKK. PE-markedet er således skønsmæssigt 40 gange så stort målt på volumen, se eventuelt figur 1.19.
- Private Equity investeringerne (i danske virksomheder) er på højde med landene omkring os, når der korrigeres for størrelsen af økonomien, jf. figur 1.24.

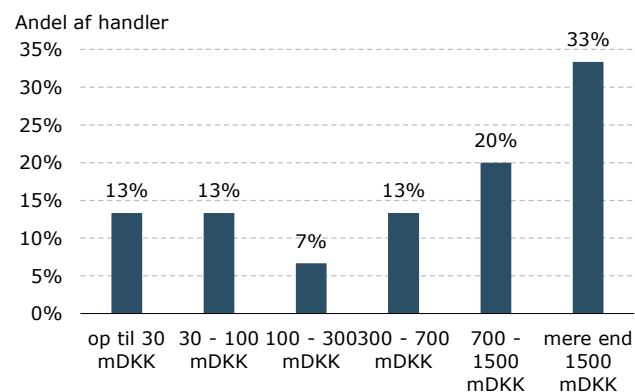
- Ca. 44 % af Private Equity handlerne er mindre end 30 mio. DKK, jf. figur 1.23.
- Hvilket i 13 % af tilfældene kommer små virksomheder med en værdi på under 30 mDKK til gode, jf. figur 1.22. Bemærk, at denne konklusion baseres på en meget lille andel af handlerne (16 %).

1.21 PE-opkøb i Danmark



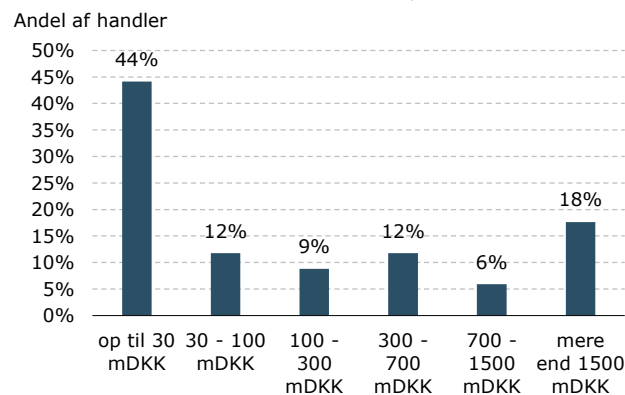
Anm.: Opgøres som handler, hvor Private Equity er den primære finansieringsform. Den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.22 Danske PE-investeringer fordelt på virksomhedsstørrelse, 2014-2016



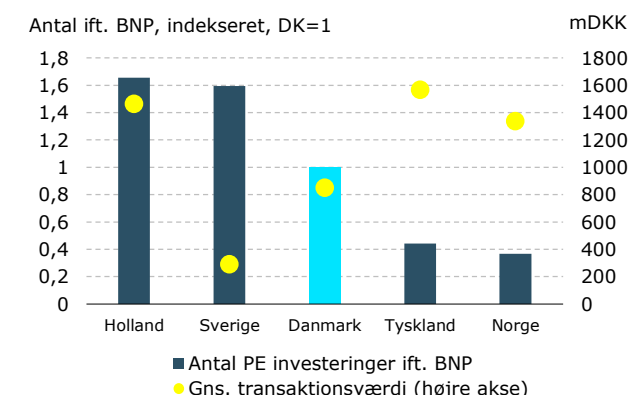
Anm.: Opgøres som handler, hvor Private Equity er den primære finansieringsform, og størrelsen/værdien af virksomheden på handelstidspunktet er tilgængelig (kun 16 % af PE-handlerne).
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.23 Danske PE-investeringer fordelt på transaktionsstørrelse, 2014-2016



Anm.: Opgøres som handler, hvor Private Equity er den primære finansieringsform, og størrelsen af handlen er tilgængelig (38 pct af PE handlerne).
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.24 PE-investeringer ift. BNP, 2014-2016



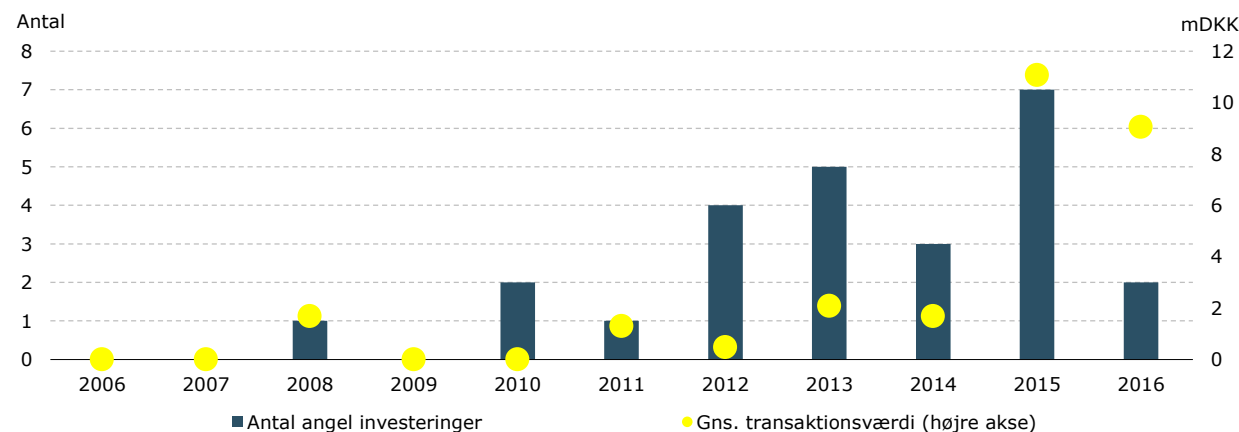
Anm.: Opgøres som handler, hvor Private Equity er den primære finansieringsform. Den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

Angel-investeringer i Danmark udgør en meget lille andel af det samlede marked for risikovillig kapital, men har god international performance



- Angel-investorerne kommer ind tidligt i virksomhedernes vækstfase, men udgør dog kun 2 % af det samlede antal virksomhedshandler i Danmark.
- Antallet af handler, hvor angel-investeringer er den primære finansieringsform, er dog stigende, og korregeret for BNP ligger Danmark over Holland, Tyskland og Norge, jf. figur 1.25 og 1.26.
- Det svenske marked er dog betydeligt mere omfattende til fordel for svenske opstartsvirksomheder.

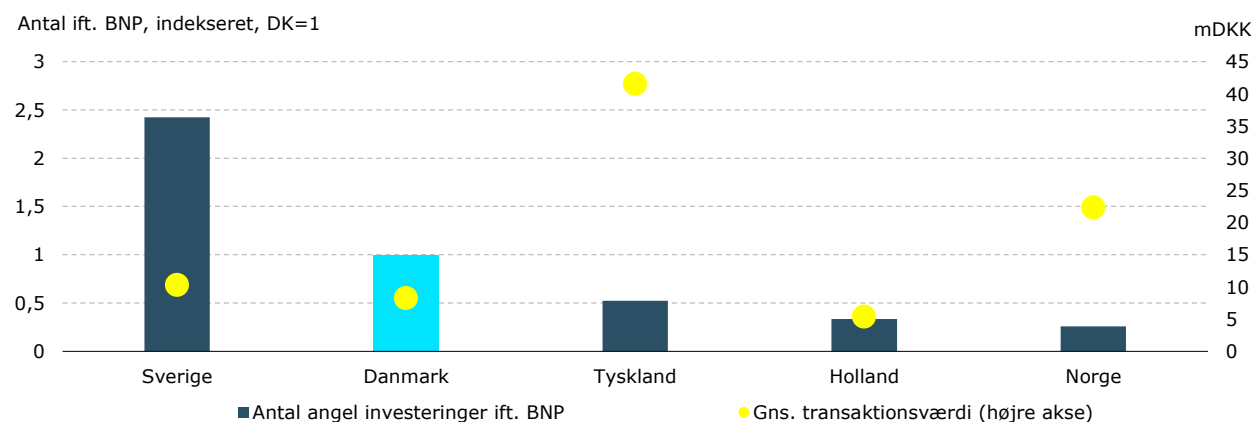
1.25 Angel-investeringer i Danmark, 2006-2016



Anm.: Opgøres som handler, hvor angel-investeringer er den primære finansieringsform. Den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig. For 2006, 2007, 2009 og 2010 findes ingen oplysninger om transaktionsstørrelserne.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

1.26 Angel-investeringer ift. BNP, 2014-2016



Anm.: Opgøres som handler, hvor angel-investeringer er den primære finansieringsform. Den gennemsnitlige transaktionsstørrelse er baseret på de observationer, hvor transaktionsstørrelsen er tilgængelig.

Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

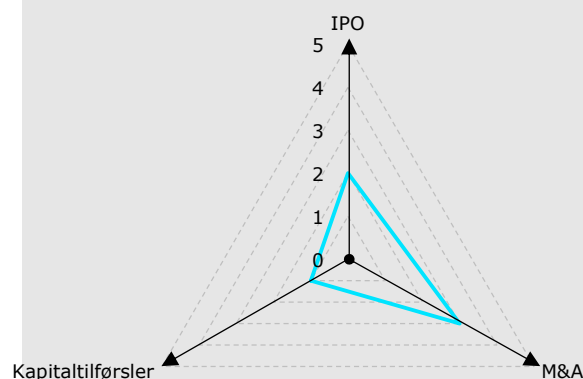
Sammenfatning: Det danske marked for mindre transaktioner performer dårligt

Det danske marked for mindre transaktioner (mindre end 700 mDKK) halter betydeligt bagefter vores naboer...

... hvilket potentielt er meget problematisk for de mindste virksomheder.

Den lave aktivitet ses til trods for, at danske virksomheder generelt har haft held til at hente kapital hos finansielle spillere.

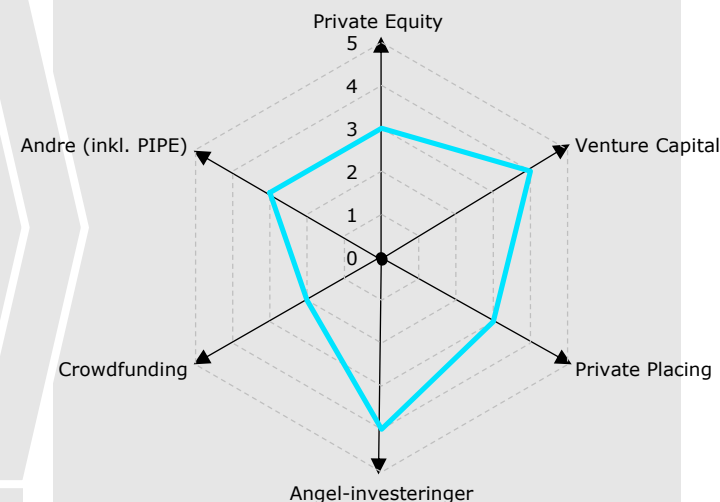
- Aktiviteten på IPO og kapitaltilførselsmarkedet er relativt lavt sammenlignet med Norge, Sverige, Tyskland og Holland, og der er ikke noget, som tyder på, at M&A-markedet kompenserer for disse svagheder.



Figur 1.27. Anm.: viser den relative danske rangering af antallet af IPOs, M&As og kapitaltilførsler med en transaktionsværdi på mindre end 700 mDKK korregeret for BNP i perioden 2014-2016. Høj rangering betyder høj aktivitet (mange handler) relativt til BNP. Lande medtaget i sammenligningen: DK, SE, NO, NL og DE.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

- Den lave aktivitet på markedet for mindre transaktioner er i særdeleshed et problem for mindre og mellemstore virksomheder, som har brug for risikovillig egenkapital til at vækste, såfremt den lave aktivitet afspejler, at markederne er mindre velfungerende.
- Den lave aktivitet på markederne for risikovillig kapital kan ikke umiddelbart tilskrives forskelle i realøkonomisk aktivitet. Således har både Holland og Norge p.t. et større negativt output gab end Danmark. Sveriges output gab ligger dog noget over det danske, hvilket potentielt påvirker aktiviteten på de svenske egenkapitalmarkeder.

- Op mod 49 % af de primære investorer i danske virksomheder er finansielle institutioner, og antallet af virksomheder, som haft held til rejse kapital, er helt på højde med landene omkring os.



Figur 1.28. Anm.: viser den relative danske rangering af antallet af handler med forskellig finansieringsform med en transaktionsværdi på mindre end 700 mDKK korregeret for BNP i perioden 2014-2016. Høj rangering betyder høj aktivitet (mange handler) relativt til BNP.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

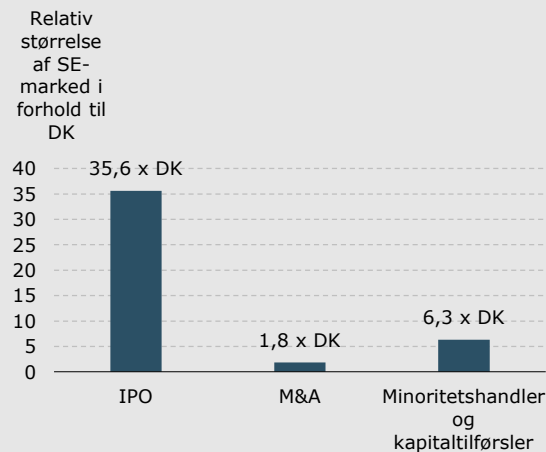
Sammenfatning: Det danske marked for egenkapital udkonkurreres af det svenske på alle parametre

På alle tre markeder for egenkapital (IPO, M&A, kapitaltilførsler) overgår Sverige os betydeligt...

... hvilket tyder på, at svenske virksomheder har langt bedre adgang til risikovillig kapital.

Denne forskel skyldes i høj grad, at svenske virksomheder har haft held til at hente kapital hos finansielle investorer.

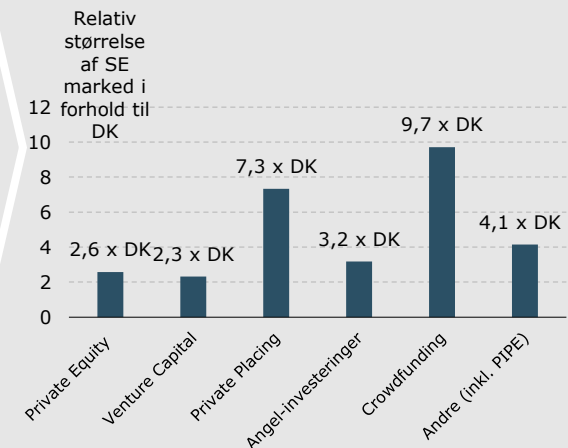
- Aktiviteten på de svenske egenkapitalmarkeder for mindre transaktioner er betydeligt større end den tilsvarende aktivitet i Danmark.



Figur 1.29. Anm.: viser den relative størrelse af de svenske markeder i forhold til Danmark korregeret for BNP og målt på antallet af IPOs, M&As, og kapitaltilførsler med en transaktionsværdi på mindre end 700 mDKK i perioden 2014-2016.
Kilde: Bureau van Dijk, Oslo børs, Nasdaq, NGM, FESE database og Copenhagen Economics

- Den lave aktivitet på markedet for mindre transaktioner er i særdeleshed et problem for mindre og mellemstore virksomheder, som har brug for risikovillig egenkapital til at vækste, såfremt den lave aktivitet afspejler, at markederne er mindre velfungerende. Vi vender tilbage til dette i næste kapitel.

- Svenske virksomheder henter generelt mere kapital hos finansielle investorer end deres danske naboer. Specielt i form af private placing og crowdfunding, men også i form af mere venturekapital og private equity, som repræsenterer de største markeder for egenkapital blandt de finansielle investorer.



Figur 1.30. Anm.: viser den relative størrelse af de svenske markeder i forhold til Danmark korregeret for BNP og målt på antallet af handler med forskellig finansieringsformer med en transaktionsværdi på mindre end 700 mDKK i perioden 2014-2016.
Kilde: Bureau van Dijk og Copenhagen Economics

Kapitel 2: Industrielle forklaringsfaktorer

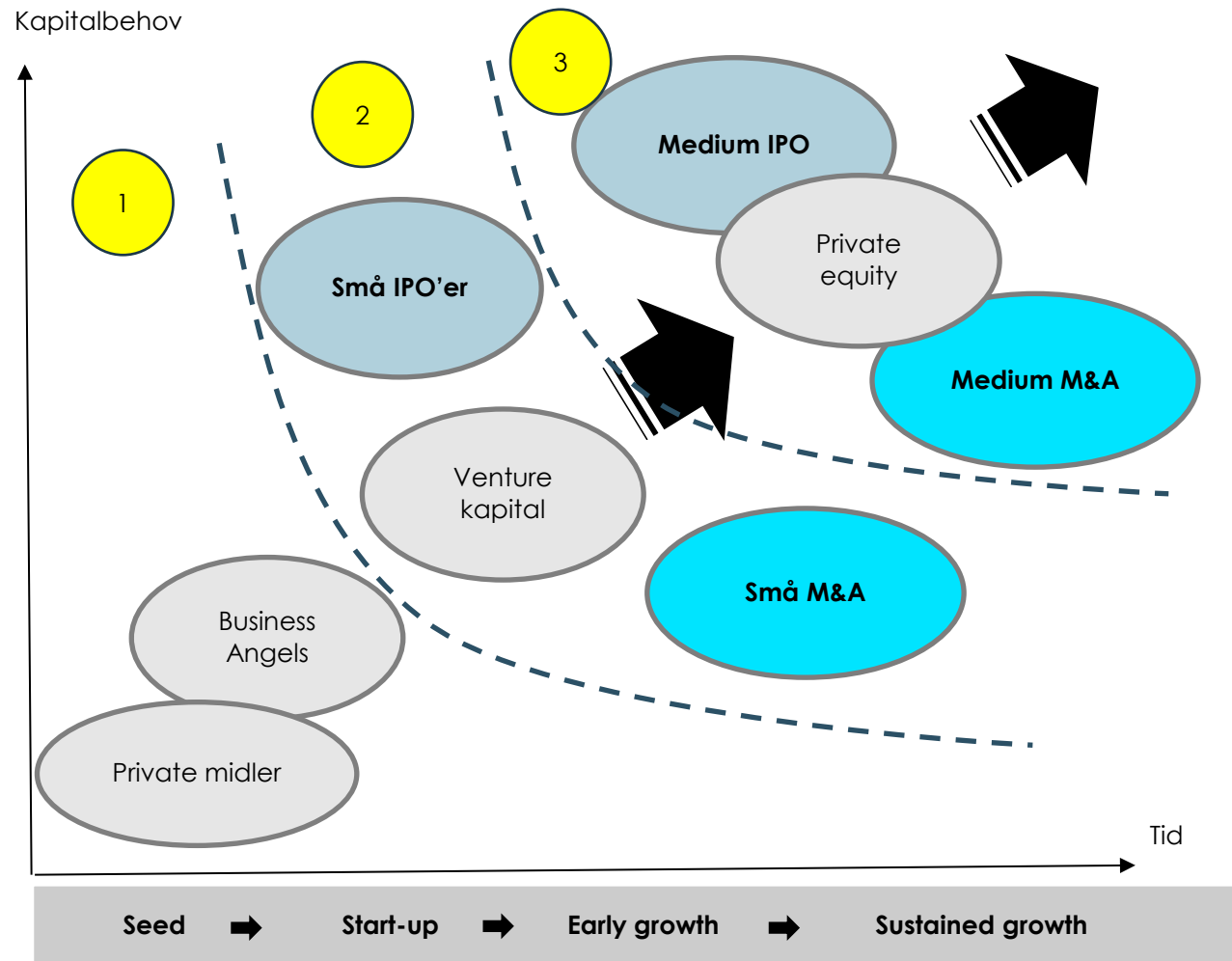
Kapitalfødekæden for vækstvirksomheder

I gennem vækstforløbet søger iværksættere og vækstvirksomheder typisk efter kapital på forskellige markeder for risikovillig egenkapital, jf. figur 2.1.

1. Tidligt i vækstforløbet anvendes der typisk udelukkende private midler eller eventuelt en Business Angel.
2. Senere, når kapitalbehovet vokser, kommer der måske en venturekapitalfond ind, virksomheden kan blive helt eller delvis solgt til andre private aktører eller – afhængig af hvor godt markederne fungerer – kan en mindre børsnotering komme på tale.
3. Senere kan Private Equity (PE) fonde komme ind eller større børsnoteringer eller virksomhedssalg.

Hvis markederne ikke i tilstrækkelig grad komplimenterer hinanden, bremser det virksomhederne i deres vækst, eller de er nødsaget til at søge kapital i andre markeder, fx i udlandet. Performance af de forskellige markeder er således stærkt indbyrdes afhængige.

2.1 Fødekæden for vækstvirksomheder



Den store variation i aktiviteten på egenkapitalmarkederne kan ikke tilskrives forskelle i andelen af mindre virksomheder

SMÅ OG MELLEMSTORE VIRKSOMHEDER HAR STOR BETYDNING FOR DANMARKS ØKONOMI

SMEs skaber 61 pct. af værditilvæksten i Danmark, fra regnet finans- og forsikringsaktiviteter, og spiller dermed en vigtig rolle i dansk økonomi, jf. figur 2.2. Dertil kommer, at velfungerende markeder for egenkapital er afgørende for, at mindre virksomheder kan vokse gennem deres livsforløb.

Den store rolle for mindre virksomheder er dog ikke usædvanlig blandt de fem lande; Danmark ligger i

midterfeltet målt på SME's andel af den samlede værditilvækst. I Norge, Holland, Sverige og Tyskland udgør små og mellemstore virksomheder også mere end halvdelen af økonomien.

STOR SAMMENLIGNELIGHED VEDR. VIRKSOMHEDERNES STØRRELSE

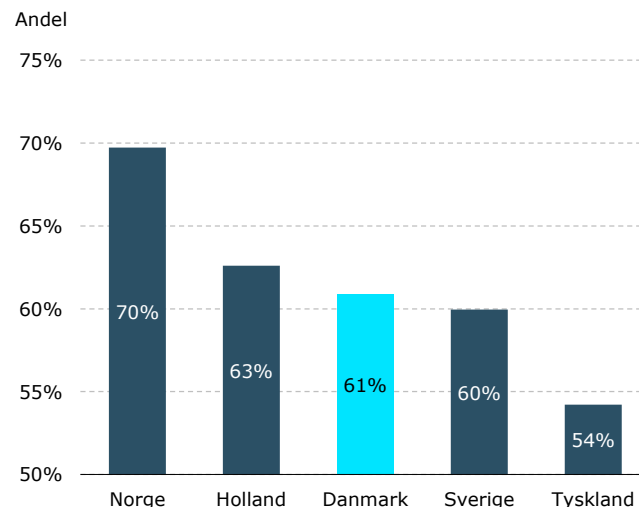
De fem lande ligner hinanden meget i forhold til fordeling af ansatte i virksomheder af forskellige størrelseskategorier. Stort set gælder det samme mønster for alle fem lande, jf. figur 2.3. Det betyder, at Danmarks lave performance på

egenkapitalmarkederne ikke kan forklares med den underliggende virksomhedsstruktur.

DANMARKS IVÆRKSÆTTERKULTUR LIGGER DOG UNDER GENNEMSNIT

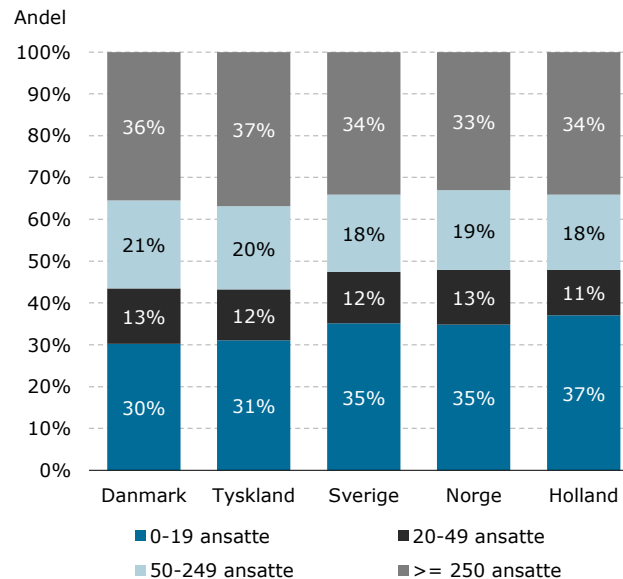
Målt på antal SMEs pr. 1.000 indbyggere ligger Danmark med 38 relativt lavt, jf. figur 2.4. Sverige, Holland og Norge ligger signifikant højere, som tyder på en stærkere iværksætterkultur i disse lande. Dette skal naturligvis ses i lyset af, at det – alt andet lige – er mindre fordelagtigt at starte ny virksomhed, hvis der er begrænset adgang til kapital.

2.2 SME's andel af den samlede værditilvækst, 2014



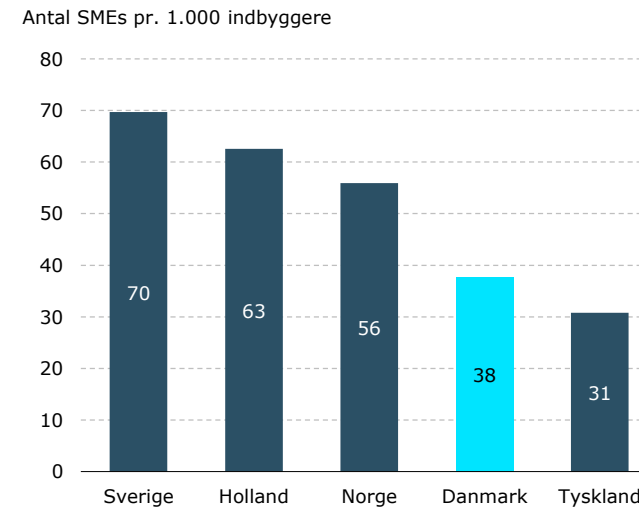
Anm.: Figuren baseres på Eurostat-databasens opgørelse af den samlede værditilvækst (finans- og forsikringsaktiviteter undtaget). SME-virksomheder er alle virksomheder med op til 249 ansatte. Kilde: Eurostat. Dataset: Annual enterprise statistics by size class for special aggregates of activities

2.3 Ansatte i virksomheder af forskellige størrelseskategorier, 2014



Anm.: Figuren baseres på Eurostat-databasens opgørelse af den samlede værditilvækst (finans- og forsikringsaktiviteter undtaget). SME-virksomheder er alle virksomheder med op til 249 ansatte. Kilde: Eurostat. Dataset: Annual enterprise statistics by size class for special aggregates of activities

2.4 Antal SMEs pr. 1.000 indbyggere, 2014



Anm.: Figuren baseres på Eurostat-databasens opgørelse af den samlede værditilvækst (finans- og forsikringsaktiviteter undtaget). SME-virksomheder er alle virksomheder med op til 249 ansatte. Kilde: Eurostat. Dataset: Annual enterprise statistics by size class for special aggregates of activities

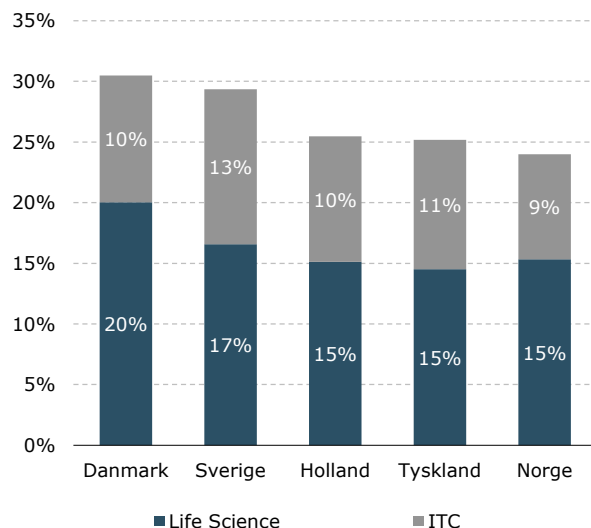
Den lave aktivitet på egenkapitalmarkederne er specielt problematisk, da kapitalintensive brancher har stor betydning i dansk økonomi

KAPITALINTENSIVE BRANCHER FYLDER MEGET I DANSK ØKONOMI

De kapitalintensive brancher Life Science og ITC udgør 30 pct. af Danmarks samlede bruttoværditilvækst; dermed ligger Danmark højest blandt de fem lande, vi sammenligner os med. Særligt Life Science har stor betydning for Danmark og ligger, med 20 pct. af værditilvæksten, 5 procentpoint højere end Holland, Tyskland og Norge, jf. figur 2.5.

2.5 Kapitalintensive brancher, 2014

Andel af landenes samlede bruttoværditilvækst



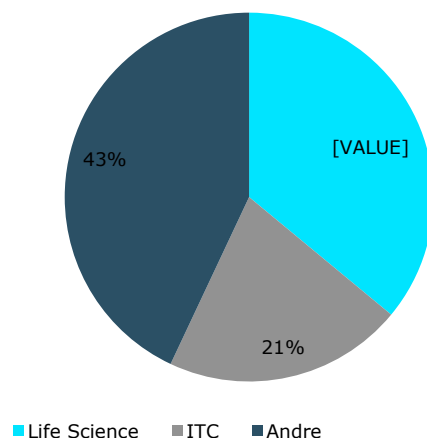
Anm.: Der bruges data fra 2014, da Eurostat data er ufuldstændigt for 2015 og 2016. Life Science indeholder: 'Manufacture of basic pharmaceutical products and pharmaceutical preparations', 'Scientific research and development', 'Human health and social work activities' og 'Human health activities'. ITC indeholder 'Information and communication', 'Publishing, motion picture, video, television programme production; sound recording, programming and broadcasting activities', 'Publishing activities', 'Motion picture, video, television programme production; programming and broadcasting activities', 'Telecommunications' og 'Computer programming, consultancy, and information service activities'. Underliggende data er i løbende priser. Kilde: Eurostat. Dataset: National Accounts aggregates by industry (up to NACE A*64)

Dette peger på, at der er forholdsvis mange virksomheder i Danmark, der har brug for risikovillig kapital, og således også, at den lave aktivitet er yderligere problematisk.

IPO-MARKEDET ER VIGTIGT FOR NETOP DISSE SEKTORER

På det vigtige Amerikanske IPO-marked stod ITC og Life Science for mere end halvdelen af alle IPOs i 2016, jf. figur 2.6. Dette skal ikke mindst ses i lyset af disse sektors begrænsede andel af den samlede økonomi.

2.6 Life Science og ITC IPOs i USA, 2016

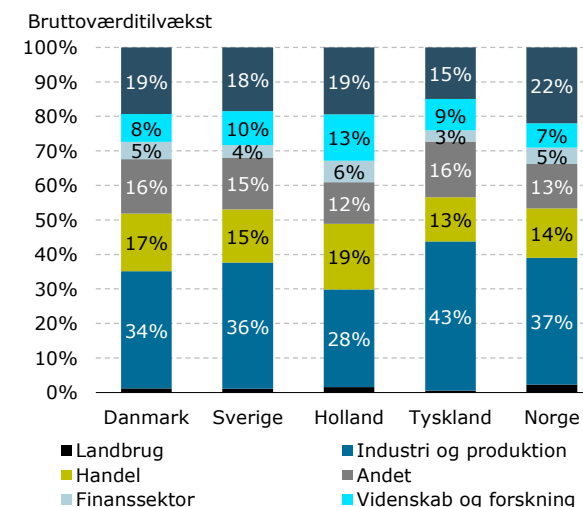


Anm.: Andel er målt på antallet af IPOs inden for hver sektor i 2016. Opdelt jf. EY sektor afgrænsninger, og der er derfor ikke nødvendigvis fuldstændig overensstemmelse med definitionerne i figur 2.5. Kilde: EY (2016) Global IPO trends

GENERELT ER DE FEM LANDE MEGET SAMMENLIGNELIGE IFT. STRUKTUREN AF DERES ØKONOMI

Sammensætningen af økonomierne ligner hinanden, og variation i sektormønstret er begrænset, jf. figur 2.7. De observerede forskelle i performance af egenkapitalmarkederne kan dermed ikke umiddelbart forklares med strukturen af den underliggende økonomi.

2.7 Sammensætning af økonomien i de fem lande, 2016



Anm.: "Andet" indeholder Information og Kommunikation, Kunst og underholdning og ejendomshandel. Underliggende data er i løbende priser. Kilde: Eurostat. Dataset: Gross value added and income by A*10 industry breakdowns

Danmarks lave performance kan ikke umiddelbart forklares med forskelle i konjunkturudviklingen

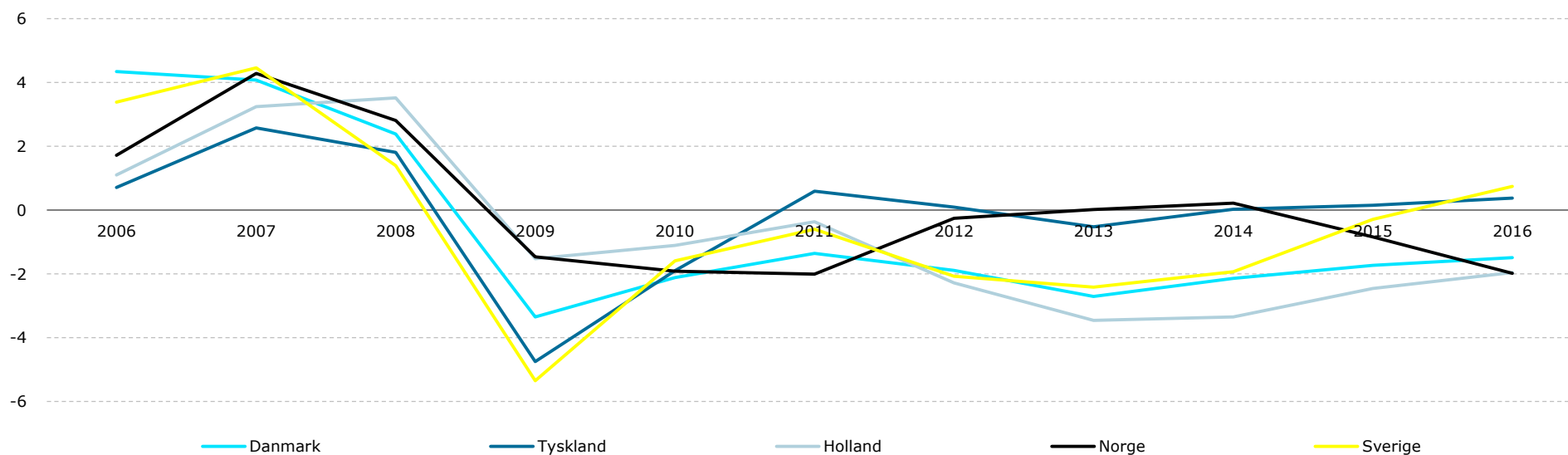
STORT SET SAMMENLIGNELIG KONJUNKTUREL UDVIKLING I DE FEM LANDE.

Målt på output gab følger de fem lande nogenlunde den samme konjunkturudvikling, jf. figur 2.8. Særligt indtil krisen i 2009-2011 er forløbet meget sammenligneligt. I dag klarer den svenske og tyske økonomi sig lidt bedre end resten. Forskellen er dog ikke tilstrækkelig stor til at forklare Danmarks lave performance i kapitalmarkederne, specielt set i længere perspektiv. Således har det danske og

svenske output gab ligget på et sammenligneligt niveau i en periode, hvor aktiviteten på egenkapitalmarkederne er divergeret kraftigt.

2.8 De fem landes output gab

% af den potentielle BNP



Kilde. OECD. Dataset: Economic Outlook No. 99

Metodeappendiks

Udarbejdelse af analysedata

RÅDATA HENTET FRA ZEPHYR

Zephyr-databasen dækker knap 1,5 mio. handler fra de seneste 10 år. Databasen dækker alle handler, som bliver indrapporteret til Bureau van Dijk, eller som bliver opfanget ved hjælp af screening. Hvis nogle handler mangler informationer, så skyldes det, at virksomhederne ikke ønsker at offentliggøre disse.

Fra Zephyr-databasen har vi hentet samtlige deals, hvor Danmark, Sverige, Norge, Holland og Tyskland er enten køber eller sælger fra 1. januar 2006 til og med 31. december 2016, og hvor deal status er 'completed' (rygter mv. medtages således ikke).

Af stor betydning for denne analyse er variablene *Deal type* og *Deal financing*.

Deal type dækker over følgende typer:

- *Acquisition*: Handler hvor køber ender med 50 % eller mere af den virksomhed, der sælges.
- *Capital increase*: Kapitalforøgelser.
- *Demerger*: En ny selvstændig del af virksomheden kan handles autonomt. Denne del af virksomheden sælges ikke, men styres fortsat af aktieholderne i den oprindelige virksomhed.
- *IPO*: Når en virksomhed børsnoteres.
- *Institutional buy-out*: En handel hvor en Private Equity virksomhed overtager 50 % eller mere af sælger.
- *Joint venture*: To eller flere virksomheder starter en ny fællesejet virksomhed. Den nye virksomhed klassificeres som sælger, og investorerne er køberne.
- *Management buy-in*: Virksomheden sælges til et eksternt management team, som overtager størstedelen af virksomheden.
- *Management buy-out*: En del eller hele den siddende management køber mindst 50 % af virksomheden fra dens nuværende ejere.

- *Merger*: I Zephyr-databasen defineres en merger som et "en-til-en"-bytte af aktier i virksomhederne. Hvis byttet ikke er en-til-en, så er der i stedet tale om en acquisition.
- *Minority stake*: Når køber ender med mindre end 50 % af virksomheden. NB: Hvis køber i forvejen ejer 49 % af virksomheden og efterfølgende yderligere 2 %, klassificeres dette som en acquisition, da køber da ejer 51 % af virksomheden.
- *Share buyback*: Når virksomheden køber egne aktier tilbage. Zephyr-databasen indeholder kun share buybacks, der er værdisat til mere end GBP 20 mio. eller svarende til 10 % af aktierne.

Ud over handelstypen undersøges finansieringen af handlen, som beskrives i Zephyr ved *Deal financing* variablen.

Deal financing har følgende inddeling:

- *Angel-investment*: Når en business Angel investerer i en nystartet virksomhed.
- *Capital increase*: Udskrivelse af nye aktier.
- *Capital injection*: Investering af kapital i en virksomhed i form af fx likvide midler eller egenkapital*.
- *Convertible bonds*: Udskrivelse af convertible bonds, som er obligationer, der senere kan konverteres til egenkapital.
- *Convertible loans*: Når en virksomhed, som har convertible loan notes i sælgervirksomheden, konverterer lånet til nye aktier.
- *Corporate venturing*: En ikke-Venture Capital/Private Equity virksomhed deltager i en runde af *Development Capital*-finansiering.
- *Crowdfunding*: Skaffe kapital ved at modtage bidrag fra en række individer.
- *Development capital*: Finansiering ved at et venture capital- eller private equity-selskab køber en mindre andel af virksomheden udelukkende som en investeringsmulighed.
- *Leveraged buy-out*: Køber overtager sælgers virksomhed med

lånte midler.

- *Mezzanine*: En finansieringsform mellem lån og egenkapital, der ofte medfører udgivning af *convertible bonds* eller *warrants*.
- *New bank facilities*: Finansieringsmetode hvor køber forhandler 'new facilities' med banker for at skaffe midler til at købe en virksomhed.
- *PIPE*: Private Investment in Public Equity.
- *Placing*: Udskrivelse af nye aktier via en institution eller en smal gruppe af investorer.
- *Private Equity*: Denne betegnelse benyttes, når handlen indeholder et Private Equity element på køberens side.
- *Private placing*: Nye aktier sælges gennem direkte forhandling med en eller flere specifikke virksomheder eller investorer.
- *Public offer*: Udskrivelse af nye aktier til alle i offentligheden.
- *Rights issue*: Nye aktier tilbydes eksisterende aktieindehavere.
- *Venture capital*: Denne betegnelse benyttes, når handlen har et *venture capital*-element på køberens side.

Herudover indeholder rådata information om handelens størrelse (hvor det er muligt), og karakteristika om køber og sælger som navn, geografisk placering, industri og størrelse.

Generelt indgår handler kun i Zephyr, hvis et af følgende to kriterier er overholdt:

- 1) Værdien af handlen er minimum 1 mGBP
- 2) Andel, der sælges er minimum 2 %

Dette kriterie gælder dog ikke *Development Capital* handler, som derfor altid indgår.

Kilde: Zephyr databeskrivelse, *Investopedia

Udarbejdelse af analysedata (fortsat)

FRA RÅDATA TIL ANALYSEDATA

På baggrund af rådata er der udarbejdet et analysedatasæt. Først og fremmest defineres handelstyperne ud fra deal type-variablen:

M&A:

- Acquisition
- Institutional buy-out
- Joint venture
- Management buy-in
- Management buy-out
- Merger

IPO:

- IPO

Kapitaltilførsler:

- Capital increase
- Minority stake

Ikke-medtagne handler:

- Demerger
- Share buyback
- Management buy in/buy-out (11 observationer på grund af manglende information om handlerne)

I tilfælde af flere købere, eventuelt med varierende nationalitet, benyttes udelukkende den primære køber. Tilsvarende, når sælger har flere landekoder, baseres analysen på den primære landekode.

I tilfælde af, at køber/sælger er en finansiel institution (NACE rev 2 (2-digit) lig 64-66), skelnes der mellem venturekapital, private equity, private placing, Angel-investment, PIPE, crowdfunding og andre gennem deal financing-variablen. Ofte vil flere forskellige fonde være inde over handlerne, hvorfor der udelukkende fokuseres på den primære finansieringsform. Development

Capital tilfalder dog den sekundære finansieringsform, fx venturekapital eller private equity.

Yderligere er data trimmet for en række tastefejl, fx overskydende mellemrum, bogstaver i branchekoden osv.

DATAKVALITETSTJEK

Data er blevet sammenlignet med en række andre kilder. Først og fremmest har en gennemgang af IPOs, sammenholdt med data brugt i et tidligere projekt, afsløret et par manglende datapunkter. Fx indgår noteringerne af Hugo Games A/S og Photocat A/S ikke i rådatasættet, da disse stadigvæk figurerer som rygter i Zephyr-databasen. Vi har derfor sammenholdt og så vidt muligt udvidet data til at inkludere disse datapunkter, hvor der er tale om åbenlyse fejl. Såfremt virksomheden noteres i udlandet gennem et udenlandsk holdingselskab, tilfalder noteringen det land, hvor selskabet er noteret, jf. diskussionen i kapitel 1. Der kan dog stadigvæk ikke forventes 100 % dækningsgrad i analysen.

Yderligere er aggregeret M&A-data sammenholdt med resultaterne i Clearwater (2015). Generelt ligger antallet af køb på nogenlunde samme niveau frem til 2014, men vi finder et faldende antal M&As i 2015 i forhold til 2014, hvor Clearwater finder et stigende antal. Det er dog ikke klart, præcis hvordan Clearwater har defineret M&As, hvilket med al sandsynlighed bidrager til forskellen mellem de to resultater.

