



Verden i forandring – Danmark i vækst

Styrkede rammer for investeringer,
vækst og ejerskab i Danmark

NASDAQ OPENING BELL



Nordic IPO + Stock Market Day 2024 i Industriens Hus, hvor DI, Foreningen af Børsnoterede Virksomheder og TechBBQ sammen satte fokus på vækstrejsten gennem kapitalmarkederne.

Foto: Carsten Lundager

Indhold

4 Indledning: Danmark og Europa skal eje den teknologi, vi udvikler

6 Analyse

Behov for mere risikovillig kapital	6
Et udfordret dansk børsmarked	6
God adgang til kapital i early stage, men svært i later stage	7
Fremskaffelse af kapital gennem pensionssystemet	8
Behov for en stærkere investorkultur i husholdningerne	9

12 Politiske forslag: Danmark skal gå forrest i at styrke kapitalmarkederne

1. DI foreslår etablering af et investerings- og vækstpartnerskab	12
2. En nordisk fund of funds der investerer i venture og growth	12
3. Nordisk vækstalliance	13
4. En ny og forbedret aktiesparekonto efter norsk forbillede	13
5. En enklere og lavere aktie- og kapitalbeskatning efter nordisk forbillede	14
6. Bedre skatteregler for udenlandske porteføljeinvestorer (kildeskat på udbytter)	14
7. Gør skattemuren ved børsnoteringer mindre	15
8. Finanstilsynets kontrol skal baseres på proportionalitet, forudsigelighed og en risikobaseret tilgang	15

Danmark og Europa skal eje den teknologi, vi udvikler

Danmark og Europa står ved en skillevej. De seneste års geopolitiske opbrud har gjort det tydeligt, at konkurrenceevne, innovation og digital suverænitet ikke længere kun er forudsætninger for vores velstand og livskvalitet – de er også helt afgørende for vores sikkerhed handlefrihed. Hvis vi ikke selv formår at tiltrække den nødvendige kapital, udvikle stærke idéer og skalere vores virksomheder, risikerer vi gradvist at sakke bagud i det globale teknologikapløb.

Vi kender efterhånden udfordringsbilledet ud og ind. De seneste 25 år har Europa haft et betydeligt investerings efterslæb til USA. EU skal øge sine investeringer, produktion og innovation i svimlende grad, hvis vi skal fastholde og styrke vores konkurrenceevne. Draghi anslår, at EU skal øge sine investeringer med 800 mia. euro årligt frem mod 2030, hvis vi skal lukke investeringsgab og sikre europæiske virksomheders evne til at konkurrere globalt. Det gælder særligt i den digitale sektor og inden for kritiske teknologier, som i høj grad kommer til at drive fremtidens produktivitet og vækst.

En så stor mængde kapital kan kun nås ved i højere grad at aktivere mere af den private kapital. Det kræver bl.a., at det er attraktivt for investorer at investere i europæiske virksomheder og være til stede på de europæiske finansielle markeder.

Selvom mange af løsningerne nødvendigvis må findes på europæisk plan, er det efterhånden tydeligt for enhver, at udviklingen i EU ikke går hurtigt nok. Skåltalerne er mange, men handlingen står ikke mål med ambitionerne. Danmark er derfor nødt til at gå forrest og igangsætte nationale initiativer, der kan skabe momentum for den fælleseuropæiske udvikling, som vi desperat har brug for.

Danmark har alle forudsætninger for at spille en nøgle-rolle i skabelsen af et mere robust og konkurrencedygtigt

Europa. Vi har stærke virksomheder, et innovativt iværksættermiljø og forskning i verdensklasse. Alligevel kæmper vi også med vores egne strukturelle udfordringer. Vi oplever, at virksomheder forsvinder til udlandet, fordi de ikke kan skalere og få succes i herhjemme.

Siden år 2000 har Danmark mistet langt størstedelen af vores unicorns til udlandet, mestendels til USA, ofte på grund af en begrænset adgang til store mængder risikovillig kapital. Vi taler om virksomheder, der har kraftig vind i sejlene og potentialet til at blive Danmarks næste store erhvervseventyr.

Rundt omkring i Europa oplever mange lande de præcis samme problemer. Konsekvensen er, at vi ikke blot mister arbejdspladser og værdiskabelse, men også ejerskabet til den teknologi og de løsninger, der skal forme fremtidens Europa og sikre strategisk handlefrihed.

Med dette udspil præsenterer DI otte konkrete forslag til, hvordan Danmark kan gå foran og skabe de rette rammevilkår og forudsætninger for langsigtet vækst, styrket konkurrenceevne og øget ejerskab over den teknologi, vi selv udvikler.

Oversigt over forslag

1

Etablering af et investerings- og vækstpartnerskab

2

En nordisk fund of funds der investerer i venture og growth

3

Nordisk vækstalliance

4

En ny og forbedret aktiesparekonto efter norsk forbillede

5

En enklere og lavere aktie- og kapitalbeskatning efter nordisk forbillede

6

Bedre skatteregler for udenlandske porteføljeinvestorer

7

Gør skattemuren ved børsnoteringer mindre

8

Finanstilsynets kontrol skal baseres på proportionalitet, forudsigelighed og en risikobaseret tilgang

Analyse

Behov for mere risikovillig kapital

Adgangen til kapital er et centralt rammevilkår for at drive virksomhed. Kun med en betydelig kapital i ryggen kan virksomhederne investere i arbejdspladser og i den nye teknologi, der sikrer, at de også vil være konkurrencedygtige i fremtiden.

Flertallet af europæiske virksomheder forlader sig i dag på bankerne, når de skal skaffe kapital. Selv om der overordnet er god adgang til finansiering gennem bankerne, er det ikke deres gebet at stille risikovillig kapital til rådighed for danske vækstvirksomheder. Venturekapital spiller derimod en central rolle som finansieringskilde for mindre virksomheder i en opskalingsfase.

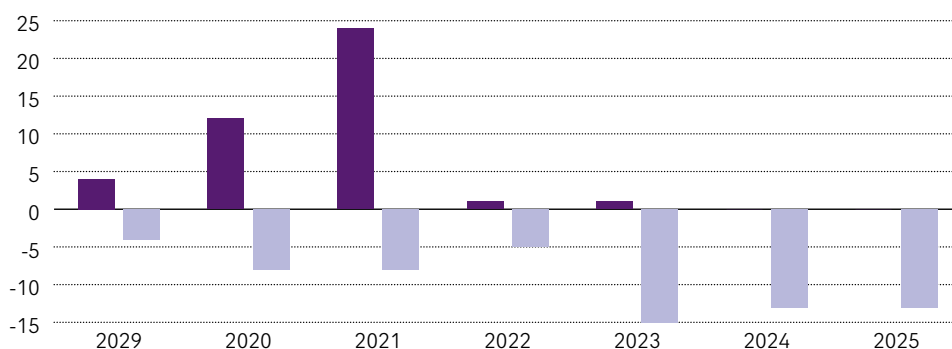
Venturefonde kommer samtidig med erfaring inden for virksomhedsdrift og kan dermed spille en langt mere aktiv ejerrolle end bankerne. Hvor Danmark er godt med på ventureinvesteringer i de tidlige stadier, halter vi længere bagefter på investeringer i senere stadier, når virksomheden for alvor skal skalere og måske udvide internationalt. For de større og mere modne virksomheder er børsmarkedet en vigtig finansieringskanal. Børsmarkedet tjener samtidig som exit-vej for venturefondene, når deres investeringer er tilstrækkeligt modnet. Det danske børsmarked er dog udfordret af, at færre virksomheder lader sig børsnotere, og over tid kan det betyde et mindre attraktivt børsmarked for potentielle investorer.

Et udfordret dansk børsmarked

En særlig udfordring for de danske finansielle markeder er, at færre virksomheder lader sig børsnotere i Danmark. Det er tre år siden, at der senest har været en børsnotering i Danmark, og i samme periode er 41 virksomheder afnoteret fra børsen.

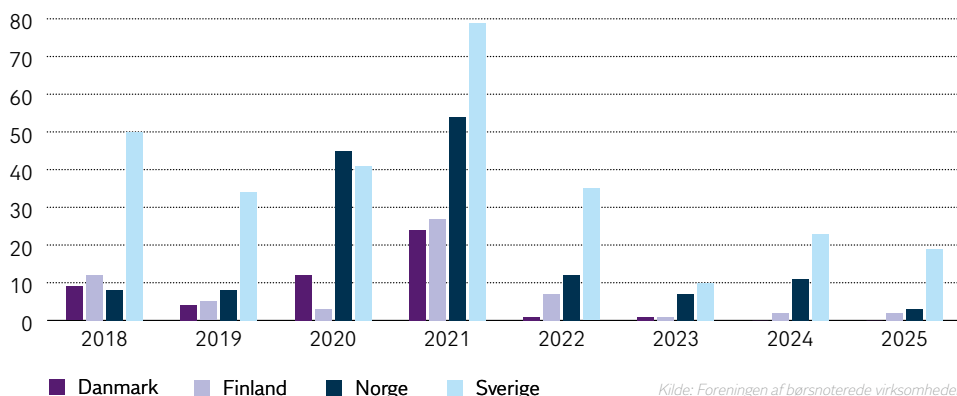
Der bliver mindre at vælge imellem på den danske børs

Antallet af børsnoteringer og afnoteringer i Danmark



Danmark halter efter resten af Norden på børsnoteringer

Antal nye børsnoteringer på de nordiske børser



Langt flere virksomheder er blevet børsnoteret i Sverige og Norge i samme periode. I 2023–2025 har der været 21 nye børsnoteringer i Norge og 52 nye børsnoteringer i Sverige mod kun en enkelt i Danmark. Dermed er det over de senere år blevet vanskeligere for investorer at diversificere deres investeringer alene gennem den danske børs. Hvis den nuværende noteringstørke fortsætter, kan det derfor blive gradvis mindre attraktivt for de største investorer at være til stede på børsen – og dermed kan det blive sværere for virksomheder at rejse kapital på børsen.

God adgang til kapital i early stage, men svært i later stage

Unicorns og vækstvirksomheder er typisk endnu ikke modne til at søge finansiering via børserne. For mange vækstiværksættere udgør venturefonde i stedet en væsentlig kilde til finansiering.

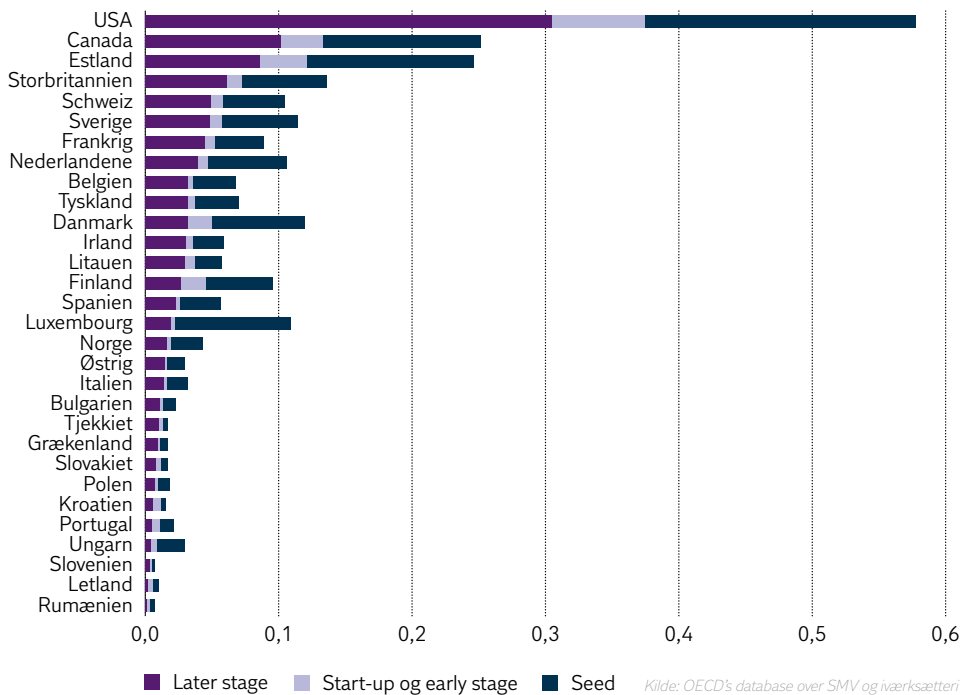
Venturefondene bidrager ikke kun med risikovillig kapital, men bidrager typisk også med kompetencer inden for forretningsdrift og giver adgang til netværk af kunder og partnere. I europæisk sammenhæng er danske virksomheder samlet set gode til at tiltrække venture-investeringer. I 2022–2024 udgjorde venture-investeringerne i Danmark 0,12 pct. af BNP, hvilket i EU kun overgås af Estland. Til gengæld er der langt op til det amerikanske niveau på 0,58 pct. af BNP. Det massive europæiske efterslæb til amerikanske venture-investeringer sker på trods af, at europæisk venturefonde over de seneste ti år har overgået de amerikanske¹. Ifølge Invest Europe har det tiårige afkast på europæisk venture i alt været knap 19 pct.

Trods det pæne niveau i en europæisk sammenhæng er Danmark udfordret af mangel på later stage-venture, som er venturekapital-investeringer i relativt modne startups, som allerede har bevist deres forretningsmodel og nu fokuserer på skalering. Her ligger Danmark bag lande som Sverige, Frankrig og Nederlandene. Virksomheder, der for alvor skal skalere, er derfor ofte nødt til at se ud over landets grænser for at tiltrække ny kapital. Det indebærer en risiko for, at hele forretningen flytter med, som det er sket med flertallet af de danske unicorns.

¹ Jf. Invest Europe: The Performance of European Private Equity Benchmark Report, 2024

Betydeligt gab mellem EU og USA i ventureinvesteringer

Venturekapitalinvesteringer i 2022-2024 i pct. af BNP efter investeringsland



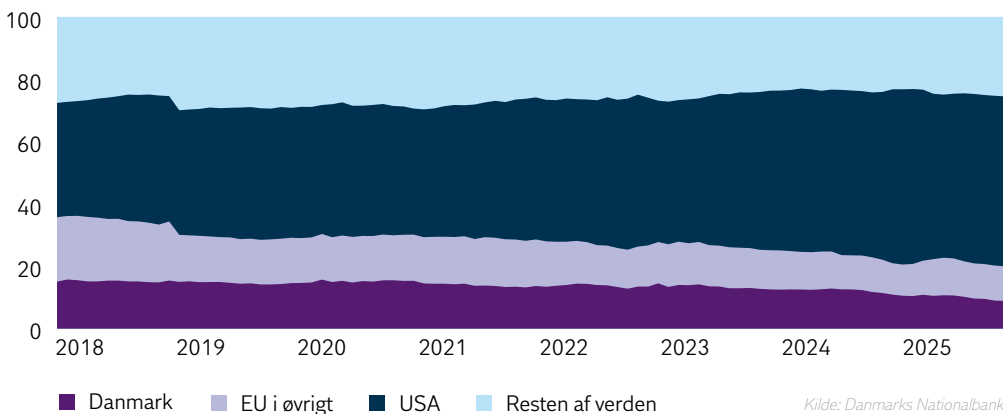
Fremskaffelse af kapital gennem pensionssystemet

Både det danske marked for vækstkapital til iværksættervirksomheder og børsmarkedet for mere etablerede virksomheder er således udfordrede. Til gengæld findes der flere værktøjer, der kan være med til at løse udfordringerne.

En af forudsætningerne for et velfungerende og attraktivt børsmarked er en høj likviditet med tilstedeværelse af store institutionelle investorer. Her er de danske pensionskasser et stort aktiv for Danmark. Danmark er – på linje med Sverige – kendetegnet ved et omfattende og modent pensionssystem, som er en vigtig kilde til kapital i Danmark.

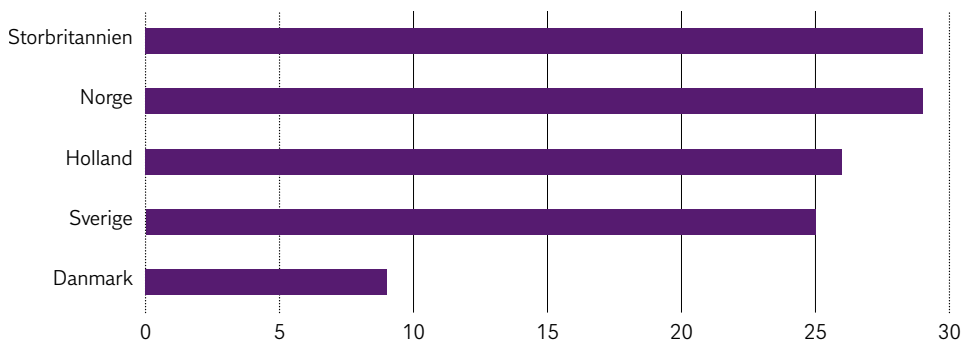
Danske virksomheder fylder mindre i pensionssektorens portefølje

Fordelingen af den danske forsikrings- og pensionssektors noterede aktieinvesteringer



Danske pensionskasser har lav home bias

Andel af pensionskassernes investeringer i børsnoterede aktier, der er placeret nationalt



Kilde: Foreningen af børsnoterede virksomheder

De seneste mange år har der til gengæld været en tendens til, at pensionskasserne i stigende grad investerer deres midler uden for Danmark. Det skyldes blandt andet, at investeringerne i udlandet har leveret højere afkast og dermed været mere attraktive for pensionskasserne. Ser man på den del af pensionskassernes porteføljer, der er investeret i noterede aktier, er andelen, der er investeret i Danmark, faldet fra 15 pct. i 2018 til 10 pct. i gennemsnit over 2025. På grund af svage afkast på danske aktier var andelen faldet til under 9 pct. i slutningen af 2025.

I international sammenhæng er danske pensionskasser blandt dem, der i mindst grad investerer i hjemlandet. I Sverige, der ligesom Danmark er kendetegnet ved et modent og veludbygget pensionssystem, er 25 pct. af pensionskassernes investeringer i noterede aktier placeret i Sverige, mens det er 29 pct. af de norske pensionskassers investeringer i noterede aktier, der er placeret i Norge. Dette til trods for, at der ikke er tegn på, at danske aktieindeks over de seneste ti år har underperformet sammenlignet med Sverige, Norge, Storbritannien eller Holland.

Behov for en stærkere investorkultur i husholdningerne

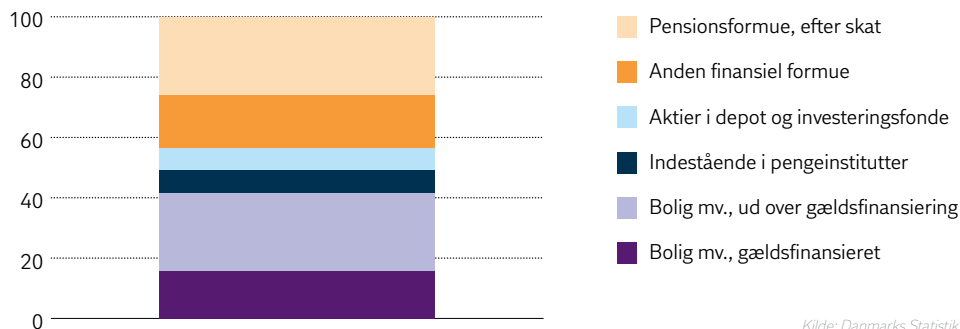
Et andet sted, hvor der findes midler, der kan aktiveres til gavn for virksomhederne, er hos danske husholdninger. Selv om danskerne i europæisk sammenhæng er relativt gode til at investere, er mange af danskernes penge bundet i bolig eller står passivt i banken. 41 pct. af husholdningernes formue er bundet i boligen og andre reale aktiver, og kun en mindre del af boligformuen er finansieret af gæld. Den store eksponering mod boligmarkedet afspejler blandt andet stærke skatteincitamenter. En andel på 26 pct. af formuen er placeret i pensionsopsparing. Noterede aktier og investeringsforeninger udgør 7 pct. af beholdningen, mens en lidt større andel er placeret som indestående i pengeinstitutter.

Det er således kun en mindre andel af husholdningernes samlede formue, der er placeret i aktier og investeringsforeninger. Ser man på hvor meget investeringer i aktier og investeringsforeninger udgør af husholdningernes frie midler, er billedet et andet². Af

² Beholdningen af noterede aktier, investeringsforeninger samt indestående i bankerne udgør til sammen de frie aktiver, som husholdningerne har stor frihed til at bruge og flytte rundt med en kort tidshorisont.

Danskerne har investeret stort i deres boliger

Andel af pensionskassernes investeringer i børsnoterede aktier, der er placeret nationalt

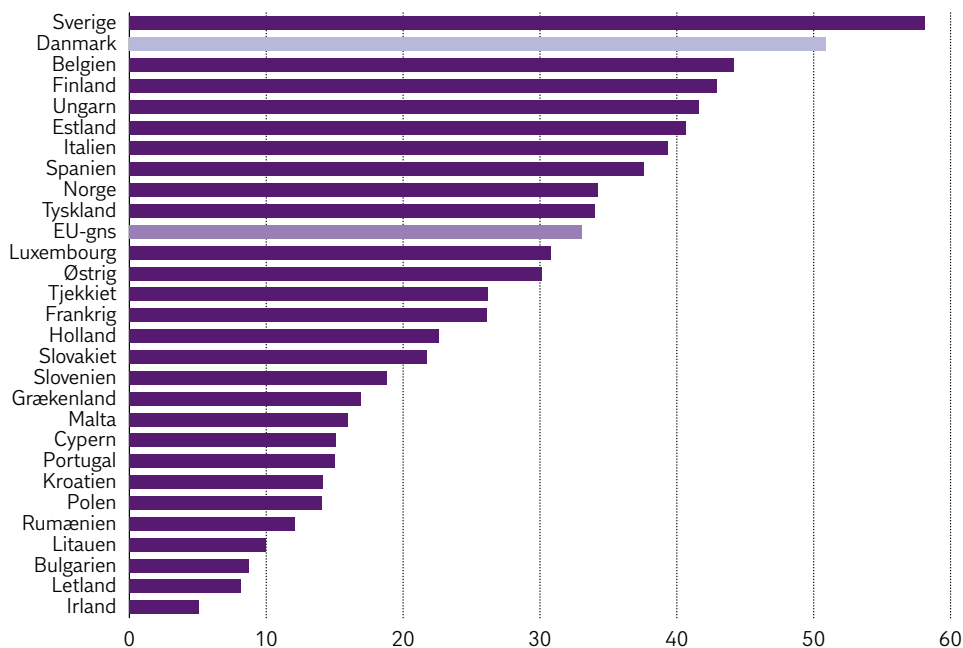


Anm.: Anden finansiel formue relaterer især til unoterede aktier, der dog kun ejes af 4 pct. af befolkningen. Gældsfinansierede reale aktiver svarer til værdien af husholdningens prioritetsgæld, mens reale aktiver ud over de gældsfinansierede opgøres som differencen mellem de samlede reale aktiver og prioritetsgælden.

denne likvide formue har gennemsnitshusholdningen med andre ord omtrent halvdel placeret i aktier og investeringsforeninger og den anden halvdel stående i banken. I Europa overgås denne aktieeksponering af Sverige, hvor 58 pct. af de svenske husholdningers samlede beholdning af noterede aktier og indeståender i pengeinstitutter udgøres af noterede aktier, mens de sidste 42 pct. er placeret i bankerne. Selv om Danmark dermed er godt med i europæisk sammenhæng, er der således også gevinster at hente for danske virksomheder, hvis den danske investorkultur flytter sig længere i retning af den, der er bygget op i Sverige.

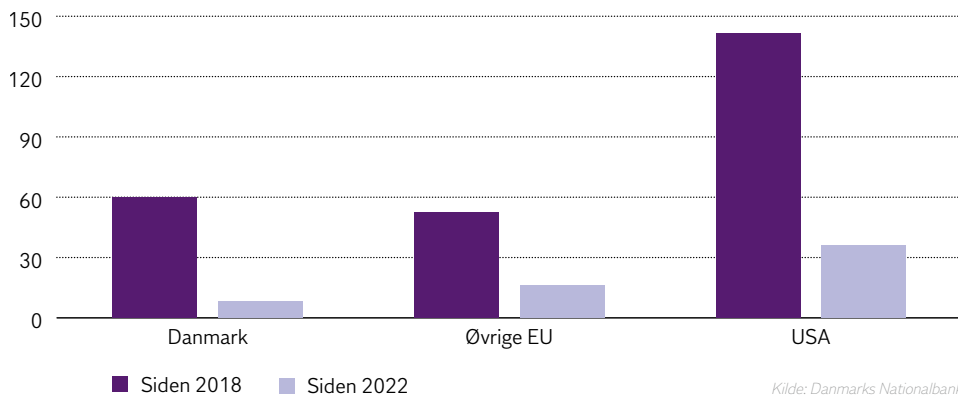
Danske husholdninger placerer mange frie midler i aktier

Husholdningernes beholdninger af aktier og kapitalandele i pct. af aktier og kapitalandele samt bankindeståender



Langt lavere afkast på pensionskassernes europæiske investeringer

Afkastet på danske pensionskassers investeringer i aktier og andre kapitalandele i pct. af beholdningen i startåret



Anm.: Investeringer i danske investeringsfonde er gennemlyst

At aktivere midler hos husholdninger og pensionskasser gør det ikke alene. Det er også afgørende, at investorerne ser danske virksomheder som attraktive investeringer. Både i perioderne 2018 – 2025 og 2022 – 2025 har der været et markant lavere afkast på de afkast, danske pensionskasser har hentet på deres investeringer i Danmark og resten af Europa sammenlignet med det afkast, de har hentet på deres investeringer i USA. Det afspejler, at amerikansk økonomi er vokset hurtigere end europæisk økonomi over en årrække.

Danmark skal gå forrest i at styrke kapitalmarkederne

EU's vision om at skabe ét sammenhængende europæisk kapitalmarked vil gøre det lettere og billigere at få adgang til kapital. Det skal være en hovedprioritet på europæisk niveau, men må ikke blive en sovepude for national handling.

Danmark bør gå forrest i at udarbejde tiltag, som understøtter markedsudviklingen. Der kan allerede nu igangsættes flere indsatser politisk i Danmark og i samarbejde med de nordiske lande, som vil hjælpe der, hvor markedet i dag tøver.

Det er i DI's optik vigtigt, at nationale initiativer dækker over både blødere styringsredskaber, styrkede økonomiske incitamenter på skatteområdet og bedre styringsprincipper hos Finanstilsynet. Tilsammen vil de forskellige initiativer kunne genantænde den danske investeringsgønst, og Danmark vil gå forrest i kampen om at genrejse europæisk konkurrenceevne.

1. DI foreslår etablering af et investerings- og vækstopartnerskab

Med inspiration fra de tidligere klimapartnerskaber foreslår DI, at en ny regering etablerer et investerings- og vækstopartnerskab med inddragelse af erhvervslivet: Organisationer, pensionselskaber, banker, kapitalfonde, erhvervsdrivende fonde og eksperter.

Partnerskabet skal få til opgave at udarbejde konkrete anbefalinger til, hvordan rammevilkårene kan forbedres, så investeringer i vækstvirksomheder stimuleres yderligere. Som led heri bør partnerskabet blandt andet arbejde med reguleringen af pensionselskaberne, så de får bedre mulighed for at investere i vækstvirksomheder.

Dertil foreslår DI, at følgende politiske områder indgår som hovedpunkter i partnerskabets arbejde:

- En enklere og lavere aktie- og kapitalbeskatning efter nordisk forbillede (forslag 5).

- Bedre skatteregler for udenlandske porteføljeinvestorer (forslag 6).

Forslagene foldes mere ud i det følgende, men bør behandles videre af partnerskabet. I supplement til partnerskabets arbejde foreslår DI en række øvrige initiativer, som kan igangsættes parallelt for at sikre fremdrift allerede fra start. De beskrives ligeledes i det følgende.

2. En nordisk fund of funds der investerer i venture og growth

DI foreslår, at en ny regering arbejder for, at der etableres en nordisk fund of funds (FoF) med inspiration fra Dansk Vækstkapital. FoF'en skal styrke hele markedet for risikovillig kapital, og særligt være med til at tilvejebringe de større investeringer, der er en meget begrænset adgang til. Erhvervsministeriet skal være ansvarlig for, at FoF'en etableres som et konsortium bestående af pensionselskaber, erhvervsdrivende fonde og National Promotional Institutions fra de nordiske lande (EIFO i Danmark).

FoF'en skal sigte efter en størrelse på mindst 1 mia. euro, som vil give mulighed for at investere i 15–20 venture og growth-fonde på tværs af Norden. Stadierne vil være fra pre-seed/seed til growth, hvor investeringerne i growth fonde volumenmæssigt vil udgøre en betragtelig del. Fondene skal primært have fokus på at investere i nordiske virksomheder, dog skal det også være muligt at investere i andre europæiske virksomheder.

Det vurderes, at EIFO har den fornødne kapital til investere i fonden, ligesom det vil ligge inden for rammerne af fondens virke.

FoF'en vil supplere EU-Kommissionens Scaleup Europe Fund, som forventes at starte op i 2026. Denne fond vil investere i B- C- og senere runder med samlede enkeltinvesteringer på ½ – 1 mia. kr. Derved vil den nordiske

FoF investere i venture- og growth-fonde med fokus på virksomhedslaget lige under Scaleup Europe Fund.

3. Nordisk vækstalliance

DI foreslår en nordisk inspireret af det franske Tibi-initiativ, som har vist sig at være en effektiv model til at mobilisere store mængder privat kapital til innovative virksomheder.

Med udgangspunkt i denne model foreslår vi, at en ny regering vedtager, at der bliver etableret et nordisk Vækst- og Investeringsforum, hvor pensionskasser i Norden får incitamenter til at investere en større del af deres porteføljer i nordiske venture- og growth-fonde. En ekspert i finansiering skal udpeges som leder af det udvalg, der skal stå i spidsen for et udvalg af eksterne fagpersoner, som skal bidrage til at udforme kriterier for hvilke fonde, der kan opnå en certificering, samt vurdere og godkende fonde til programmet.

Mest oplagt er det at forankre udvalget under Erhvervsministeriet i samarbejde med det norske og svenske erhvervsministerium. Initiativet vil give pensionskasserne adgang til nye, diversificerede investeringsmuligheder med potentiale for solide, langsigtede afkast. Initiativet vil på den måde styrke kapitaltilførslen til iværksættere og scaleups ved at mobilisere noget af den fælles pensionsopsparing, som dermed er med til at skabe flere vækstvirksomheder og sikre, at teknologiske innovationer kan udvikles og blive i Europa.

Omkostningerne ved at etablere forummet vil være de årsværk, som Erhvervsministeriet skal afsætte til at drive forummet, samt evt. aflønning af lederen af ekspertudvalget.

4. En ny og forbedret aktiesparekonto efter norsk forbillede

DI foreslår en reform af den danske aktiesparekonto, så den bliver nemmere at anvende og mere attraktiv. Det bør ske efter norsk forbillede. Den meget populære norske aktiesparekonto fungerer på den måde, at hverken avancer og udbytter beskattes, så længe de bliver på kontoen. Hævninger fra kontoen beskattes heller ikke, før man har hævet mere, end man har indsat på kontoen. Dette gør kontoen ideel som en 'buffer'-konto, der kan indsættes på eller hævnes fra alt efter, om der er luft i husholdningsøkonomien eller det modsatte. Først, når man hæver mere fra kontoen, end man har sat ind, så beskattes dette beløb (f.eks. som kapitalindkomst).

I og med at der ikke sker beskatning af indestående på kontoen, er der intet behov for løbende værdispørgelse,

Om det franske Tibi-initiativ

Det såkaldte Tibi-initiativ blev lanceret af den franske regering i 2019 med det formål at øge institutionelle investorer og pensionskassers investeringer i venture-fonde og teknologidrevne vækstvirksomheder. Ordningen bygger på frivillige tilsagn fra institutionelle investorer om at øge deres investeringer i venturekapital og vækstfonde. Til gengæld får investorerne adgang til et udvalg af fonde, som et uafhængigt ekspertpanel har screenet og certificeret ud fra kriterier om governance, kvalitet og performance.

Som resultat er der på få år blevet kanaliseret betydelige milliardbeløb fra pensions- og forsikringselskaber ind i fransk og europæisk innovation. Tibi-initiativet har således styrket kapitaltilførslen til tech- og vækstsektoren.

hvorfor man også vil kunne tillade, at kontoen anvendes til andre investeringer end noterede aktier – f.eks. i unoterede aktier og andre investeringsprodukter. Dette skal naturligvis kalibreres ift. investormodeller, men hvor man kunne kigge på modeller for investeringer i porteføljer af unoterede virksomheder. Muligheden for at investere i unoterede aktier vil bibringe tiltrængt kapital til vækstvirksomheder og startups, og vil samtidig lade flere danskere diversificere deres investeringer og få del i virksomhedernes langsigtede succes.

I Norge er der intet loft over, hvor meget der kan indskydes på aktiesparekontoen, men hvis det politisk ønskes, vil et loft på f.eks. 500.000 kr. sikre, at langt de fleste danskere vil kunne foretage alle deres investeringer gennem kontoen. Eksisterende aktiesparekonti kan nemt omdannes til nye aktiesparekonti (værdien af aktiesparekontoen betragtes som indskudsværdien), og det kan med fordel tillades, at almindelige eksisterende aktieporteføljer flyttes til kontoen (hvor aktiernes oprindelige købspris betragtes som indskudsværdien af aktierne).

Umiddelbart kan det synes som et dårligt bytte – for investor – at de nuværende 17 pct. lagerskat på aktiesparekontoen byttes ud med en højere beskatning, når gevinsten hævnes fra kontoen. Dette er dog ikke tilfældet – med mindre der er tale om meget kortsigtede investeringer, hvor hele gevinsten hævnes efter få år. Ser man over længere tid, så vinder den norske model imidlertid.

Det gælder særligt, hvis man undervejs hæver en del af indskuddet (skattefrit).

For statskassen er den norske model også en fordel, selv om staten må vente længere på at få skatten indbetalt. Det skyldes, at staten kan betragtes som medinvestor på kontoen (via den udskudte skat, der vokser i takt med værdien af kontoen). Med de normale antagelser om væksten på aktiemarkedet vil værdien af den udskudte skat nemlig vokse hurtigere på aktiesparekontoen end statens tab ved udskudt skattebetaling.

5. En enklere og lavere aktie- og kapitalbeskatning efter nordisk forbillede

Særligt to ting adskiller den danske aktie- og kapitalbeskatning fra omverdenen: For det første er den højeste aktieindkomstskat markant højere end i vores nabolande. For det andet er systemet ekstremt kompliceret og uigennemskueligt for den enkelte skatteyder. Det gør det alt andet lige mindre attraktivt at investere sammenlignet med andre lande.

En stor del af udfordringen kan løses ved at reformere den eksisterende aktiesparekonto. Målet er, at danskerne fremover foretager deres investeringer igennem denne. Etableringen af en attraktiv aktiesparekonto kan på sin vis samtidig bane vejen for en omfattende forenkling af den samlede kapitalbeskatning efter nordisk forbillede.

Derfor foreslår DI, at vækst- og investeringspartnerskabet skal komme med forslag til en reform af den danske aktie- og kapitalbeskatning, hvor følgende elementer kan indgå:

- Noteret aktieindkomst beskattes fremover som kapitalindkomst (det samme gør skattepligtige hævninger fra aktiesparekontoen, jf. ovenfor).
- Unoteret aktieindkomst under den eksisterende progressionsgrænse (79.400 kr. i 2026) indgår også i kapitalindkomsten, mens indkomst over denne grænse fortsat beskattes med 42 pct.
- Skatten på positiv nettokapitalindkomst sænkes fra de nuværende 37/42 pct. til maksimalt 30 pct. (flad sats).
- Hvis nettokapitalindkomsten er negativ, kan indskuddet enten fremføres til modregning i fremtidig positiv kapitalindkomst eller fradrages med en flad skatteværdi på 25 pct., svarende til det eksisterende laveste rentefradrag.

Det er DI's forventning, at en sådan reform vil kunne gennemføres inden for en provenuneutral ramme, idet den foreslåede reduktion af det høje rentefradrag vil

kunne finansiere den foreslåede lempelse af skatten på positiv nettokapitalindkomst.

Forslaget skal som nævnt ses i sammenhæng med den foreslåede forbedring af aktiesparekontoen, som vil sikre, at personer med begrænsede investeringer fortsat har adgang til investering på gunstige skattevilkår.

6. Bedre skatteregler for udenlandske porteføljeinvestorer (kildeskat på udbytter)

For at sikre volumen i det danske kapitalmarked er det afgørende, at Danmark sænker omkostningerne for udenlandske porteføljeinvestorer – herunder særligt institutionelle investorer. Det gælder særligt i forhold til kildeskatten på udbytter fra danske virksomheder til udenlandske porteføljeinvestorer.

Selv om langt de fleste udenlandske investorer i henhold til den relevante dobbeltbeskatningsoverenskomst har ret til at betale en kildeskat på 15 pct. af porteføljeudbytter fra noterede danske virksomheder, så indeholder Danmark i dag en kildeskat på 27 pct., hvorefter investoren skal søge om refusion af de 12 pct. For institutionelle investorer gælder endvidere, at de ofte ikke har mulighed for at få kredit for de sidste 15 pct. i deres hjemland (fordi det er de bagvedliggende investorer, der er skattepligtige i hjemlandet).

For at adressere de to problemer – og sikre flere udenlandske porteføljeinvestorer i danske virksomheder – foreslår DI følgende:

- At Danmark sænker kildeskatten på udbytter til udenlandske porteføljeaktionærer fra 27 pct. til 15 pct., svarende til den endelige kildeskat, langt de fleste udenlandske investorer ender med at betale. Forslaget følger anbefalingen fra 'Eldrup-kommissionen'³, og vil dels reducere omkostningerne ved at investere i Danmark, og dels reducere Danmarks administrative omkostninger til refusion af udbytteskat (idet de færreste udenlandske investorer vil have ret til refusion fra de 15 pct.)
- At Danmark fritager institutionelle investorer (både danske og udenlandske) fra kildeskat på porteføljeudbytter fra danske noterede virksomheder. Dette svarer til vilkårene i en række andre EU-lande og ligger i forlængelse af Produktivitetskommissionens anbefalinger fra marts 2014.

³ Ekspertudvalget for en flerårsaftale for skattevæsenet, se udvalgets rapport fra april 2022.

Herudover kan Danmark med fordel arbejde for en opdatering af den fællesnordiske dobbeltbeskatningsoverenskomst (DBO), således at kildeskat mellem de nordiske lande helt afskaffes på alle porteføljeudbytter (beskatningsretten ligger udelukkende i investors bopælsland).

7. Gør skattemuren ved børsnoteringer mindre

'Skattemuren' opstår i forbindelse med børsnoteringer og skyldes, at skatten på professionelle investorers aktieafkast er højere, hvis de aktier, de ejer, er noterede frem for unoterede. Dette gælder dog ikke, hvis der er tale om datterselskabsaktier (hvor investoren ejer mindst 10 pct. af virksomheden, der børsnoteres), men det gælder for såkaldte porteføljeaktier (aktier, hvor investor ejer under 10 pct. af virksomheden).

Avancer og udbytter fra unoterede porteføljeaktier er i dag skattefrie (i det selskab, der modtager udbyttet), mens både avancer og udbytter fra noterede porteføljeaktier indgår i selskabets skattepligtige indkomst efter lagerprincippet. Selskabet beskattes dermed med 22 pct. af både realiserede og urealiserede gevinster på aktierne. I forbindelse med Iværksætterpakken fra 2024 blev det dog aftalt at give selskaber mulighed for at udskyde selve lagerbeskatningsprincippet og forblive på realisationsprincippet i op til syv år efter børsnoteringen (skatten er dog fortsat 22 pct.).

DI foreslår derfor, at mindske skattemuren ved at sænke lagerskatten på selskabers noterede aktieindkomst fra 22 pct. til ca. 15 pct. svarende til den kildeskat, som Danmark indeholder på udbytter til udenlandske

porteføljeinvestorer. Dette vil alt andet lige mindske skattemuren, og gøre det mere attraktivt at søge en børsnotering.

Desuden bør reglerne vedrørende den omtalte udskydelse af lagerbeskatningsprincippet lempes, bl.a. sådan at det bliver muligt at skifte mellem realisations- lagerbeskatning undervejs i perioden (valget binder ikke for alle syv år).

8. Finanstilsynets kontrol skal baseres på proportionalitet, forudsigelighed og en risikobaseret tilgang

Finanstilsynets nuværende inspektionspraksis opleves af investorer som unødigt byrdefuld, detaljeret og uforudsigelig ved investeringer i unoterede fonde – herunder fonde med fokus på investeringer i startups og scaleups.

Tilsynet lægger i dag et omfattende fokus på detailkrav og enkeltinvesteringer – f.eks. gennem vidtgående stikprøver, detaljerede forventninger til bestyrelsens arbejde og betydelig dokumentationsbyrde. Det medfører betydelige administrative omkostninger og gør alt andet lige investeringer i unoterede vækstvirksomheder mindre attraktivt.

DI anbefaler derfor, at Finanstilsynets praksis i højere grad baseres på proportionalitet, forudsigelighed og en risikobaseret tilgang, hvor vurderingen tager udgangspunkt i porteføljetilgang frem for dybdegående kontrol af enkeltinvesteringer. Det vil forsat kunne fastholde et højt niveau af investorbeskyttelse, men samtidig fremme de institutionelle investors investeringer i startups og scaleups.

Virksomheders livscyklus og cash flow i forhold til investeringstrin

