



Rapport fra

## **Udvalget om erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder**

November 2012



## Indholdsfortegnelse

<b>Kapital 1. Sammenfatning og anbefalinger</b> .....	3
<b>Kapital 2. Indledning</b> .....	12
2.1. Udstedelser af erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder .....	15
2.2. Sekuritisering af SMV-lån .....	16
2.3. Alternative finansieringskilder for SMV'er .....	21
<b>Kapital 3. Markedet for erhvervsobligationer</b> .....	22
3.1. Det danske marked for erhvervsobligationer .....	22
3.2. Virksomhedernes finansieringsstruktur .....	24
3.3. Danmark sammenlignet med de europæiske lande .....	26
3.4. Størrelserne på de lokale markeder for erhvervsobligationer .....	
udstedt af ikke-finansielle virksomheder i Sverige, Norge og Danmark ..	27
3.5. Markedet for sekuritisering-papirer .....	28
<b>Kapital 4. Internationale erfaringer med erhvervsobligationer og</b> .....	
<b>finansiering af SMV'er</b> .....	30
4.1. Enkeltvirksomheders udstedelse af erhvervsobligationer .....	30
4.2. Sekuritisering .....	37
4.3. Offentlige initiativer til at fremme finansiering til små og mellem- .....	
store virksomheder .....	39
<b>Kapital 5. Barrierer for etableringen af et marked for erhvervs-</b> .....	
<b>obligationer udstedt af enkeltvirksomheder i Danmark</b> .....	46
5.1. Strukturelle faktorer .....	47
5.2. Udbuddet af erhvervsobligationer .....	51
5.3. Efterspørgsel efter erhvervsobligationer .....	53

5.4. institutionelle faktorer.....	55
------------------------------------	----

**Kapital 6. Barrierer for etableringen af et marked for sekuritisering .....  
af SMV-lån i Danmark.....** 58

6.1. True-sale sekuritisering via en kapitalenhed.....	60
6.2. Sekuritisering på baggrund af et register.....	66
6.3. Sekuritisering via salg til et finansieringsinstitut .....	70
6.4. Puljede lån som udgangspunkt for obligationsudstedelse med ..... statsgaranti .....	72
6.5. Fordele og ulemper ved de beskrevne modeller .....	74

**Kapital 7. Modeller og virkemidler for udvikling af et marked for .....  
virksomhedsobligationer mv.....** 76

7.1. Etableringen af et trustee-system i Danmark .....	79
7.2. Bedre muligheder for sekuritisering .....	81
7.3. Optimale processer for godkendelse af prospekter i Finanstilsynet..	84
7.4. Investorinteresse .....	84
7.5. Øvrige finansieringsinitiativer for SMV'er .....	85

**Bilag.....**

1. Kommissorium .....	87
2. Regionale tyske børser .....	90
3. 25 pct. reglen i forbindelse med modtagelse af indlån/andre tilbage..... Betalingspligtige midler .....	96
4. Prospektkrav .....	99
5. Solvens II .....	101
6. Beskatning af investorer i forbindelse med sekuritisering .....	104

## Kapitel 1. Sammenfatning og anbefalinger

Den finansielle og økonomiske krise har betydet, at adgangen til finansiering er blevet vanskeligere for især mange små og mellemstore virksomheder. Den seneste udlånsredegørelse fra Erhvervs- og Vækstministeriet fra juni 2012 viser, at pengeinstitutternes reale udlån til erhverv er faldet med knap 30 pct. siden 2009. Nedgangen, som kun delvist opvejes af en stigning i realkreditinstitutternes udlån, afspejler ikke kun de svage konjunkturer, men også en strammere kreditpolitik i pengeinstitutterne.

Den vanskeligere adgang til finansiering er næppe et kortvarigt fænomen. Lånemiljøet for små og mellemstore virksomheder har som følge af krisen ændret sig betydeligt. Der er udsigt til, at kapital- og likviditetskravene til pengeinstitutterne ikke blot i Danmark, men også i EU og andre dele af verden vil blive forhøjet betragteligt frem mod 2020. Det kan blive vanskeligt for danske pengeinstitutter at fremskaffe den ekstra kapital og likviditet i konkurrence med mange andre pengeinstitutter. Danske pengeinstitutter, der ikke lykkes hermed, kan blive nødt til at slanke balancen.

### Boks 1.1.

#### Udvalgets anbefalinger

Danske virksomheder vil i de kommende år have et behov for at diversificere deres låntagning på flere låneformer og markeder. Udvalget finder, at det derfor er ønskværdigt, at der opbygges et marked for erhvervsobligationer i Danmark, som kan supplere virksomhedernes traditionelle finansieringskilder. Udvalget er på den baggrund kommet frem til følgende anbefalinger:

1. Det anbefales, at der søges etableret juridiske rammer, der muliggør, at trustees i Danmark kan repræsentere samtlige obligationsejere uden, at der foreligger fuld-magt, holde pant på vegne af ejerne og kan opstille "no action clauses", der forhindrer obligationsejerne i at tage juridiske skridt mod udsteder uden om trusteeen.
2. Det anbefales, at der søges etableret juridiske rammer for både små og store pengeinstitutter, der muliggør sekuritisering af virksomhedslån i Danmark på baggrund

af en registermodel – på linje med mulighederne for udstedelse af særligt dækkede obligationer. Ligeledes bør mulighederne for at etablere bedre juridiske rammer for true-sale sekuritisering via en kapitalenhed undersøges nærmere. De valgte modeller for sekuritisering skal kunne danne basis for både øget likviditet og kapitalletelse i pengeinstitutterne.

3. Det anbefales, at Finanstilsynet i forbindelse med etableringen af et større marked for erhvervsobligationer indgår i en dialog med markedsdeltagerne om, hvordan man sikrer en effektiv proces i forbindelse med udstedelse.
4. Det anbefales, at Erhvervs- og Vækstministeriet indkalder pensionsinstitutterne til drøftelser om, hvordan de på markedsbaserede vilkår kan bidrage til at styrke markedet for erhvervsobligationer mv. i Danmark.
5. Det anbefales, at Erhvervs- og Vækstministeriet følger finansieringssituationen for de små og mellemstore virksomheder nøje. Initiativer bør målrettes markedsfejl, ikke være konkurrenceforvridende og være sammensat således, at de kan udfases, når finansieringssituationen normaliseres.

Pengeinstitutterne har historisk set været den væsentligste kilde til finansiering for små og mellemstore virksomheder i Danmark. Da mange pengeinstitutters mulighed for at øge udlånet sandsynligvis vil være begrænset i de kommende år, er der behov for at finde alternative finansieringskilder for virksomhederne. En større anvendelse af erhvervsobligationer kan være en mulighed.

Udbredelsen af erhvervsobligationer i Danmark er i dag mindre end i lande, vi normalt sammenligner os med. Kun et mindre antal, overvejende store, danske virksomheder har hidtil benyttet sig af denne mulighed. Det kan bl.a. skyldes, at bankfinansiering historisk set har været forholdsvis let tilgængelig og relativt billig i Danmark. Samtidig er der i Danmark et velfungerende realkreditmarked, der fungerer som finansieringskilde for mange virksomheder, der kan stille sikkerhed i form af fast ejendom.

Der er imidlertid institutionelle og lovgivningsmæssige forhold, som udgør en barriere for udviklingen af et marked for erhvervsobligationer.

I Norge har man et langt større og mere velfungerende marked for erhvervsobligationer end i Danmark. Mange både norske og udenlandske, herunder danske, virksomheder henter finansiering gennem egne obligationsudstedelser i dette marked. Opbygningen af markedet kan bl.a. tilskrives, at der er etableret et trustee-system, der medvirker til at lette udstedelsesprocessen, og hvor trustee træder ind som repræsentant for ejerne fx i tilfælde af, at udsteder misligholder lånet. I Danmark har en trustee ikke samme mulighed for at repræsentere ejerne inden for de gældende lovgivningsmæssige rammer. Indførelsen af et lovgrundlag, der muliggør etableringen af et sådant system i Danmark, kan bidrage til opbygningen af et dansk marked for erhvervsobligationer. Samtidig bør det i forbindelse med opbygningen af et nyt marked for erhvervsobligationer i Danmark sikres, at der er et godt samspil mellem Finanstilsynet og markedsdeltagerne, herunder en smidig proces for godkendelse af prospekter.

Udviklingen af et dansk marked for erhvervsobligationer kan betyde, at flere danske virksomheder vil benytte sig af erhvervsobligationer som finansieringskilde frem for at tage lån i et pengeinstitut. Dermed vil institutterne få slanket deres balancer. Det kan modvirke effekten af højere kapitalkrav mv. og medvirke til, at pengeinstitutterne får større kapacitet til udlån til bl.a. mindre små og mellemstore virksomheder.

Udviklingen af et dansk marked for erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder kan således være til gavn for adgangen til finansiering for virksomheder i alle størrelser.

Der har blandt udvalgets medlemmer været givet udtryk for, at efterspørgslen og behovet for en alternativ finansieringskanal til traditionel bankfinansiering er stor. Der er allerede en udvikling på vej i markedet. Det illustreres bedst af, at Københavns Fondsbørs, Nasdaq OMX, vil oprette en ny dansk handelsplads for virksomhedsobligationer. Handelspladsen forventes at åbne i december 2012 og kommer til at hedde First North Bond Market. Danish Crown forventes at blive den første udsteder af en obligationsserie

på mellem 500-700 mio. kr., og investorinteressen har efter det oplyste været tilfredsstillende.

Det nye danske erhvervsobligationsmarked vil, hvis det kommer til at fungere, først og fremmest være til gavn for de større danske virksomheder.

Udstedelse af erhvervsobligationer er i praksis ikke en mulighed for små og mellemstore virksomheder. Der er store faste omkostninger ved en obligationsudstedelse, hvortil kommer, at investorerne grundet betydelig kreditrisiko og manglende likviditet i obligationen vil kræve høje renter på en eventuel enkeltudstedelse.

For at få en effektiv prissætning af risikoen på lån til små og mellemstore virksomheder må långivningen ske gennem en "mellemand", som kan foretage en grundig kreditvurdering af den enkelte virksomhed, bl.a. baseret på en længerevarende relation.

Gennem mange år har bankerne specialiseret sig i at være sådanne "mellemmænd" med en betydelig ekspertise inden for kreditvurdering mv. Det er udvalgets vurdering, at det vil være forbundet med betydelige omkostninger at opbygge alternative "mellemmænd". Lånefinansiering af små og mellemstore virksomheder vil formentlig mest effektivt kunne ske ved at udnytte den eksisterende pengeinstitutstruktur.

Givet bl.a. de strammere kapital- og likviditetskrav kan mange pengeinstitutters ønske om at øge udlånene være begrænset i de kommende år, ligesom en fortsat stigende rentemarginal er sandsynlig. Efter udvalgets opfattelse bør der derfor åbnes for, at pengeinstitutterne kan udstede obligationer eller andre værdipapirer<sup>1</sup> med sikkerhed i en nærmere angiven pulje af lån til små og mellemstore virksomheder; såkaldt sekuritisering. Modellen, som er kendt fra andre lande, herunder Tyskland og UK, kan give pengein-

---

<sup>1</sup> I resten af rapporten nævnes kun "obligationer", men både for så vidt angår forslag og analyse, så er den præcise finansieringsform ikke afgørende. Sekuritiseringen af lånene kan også finansieres ved udstedelse af investeringsforeningsbeviser, aktier eller andre finansielle instrumenter.



stitutterne en ny kilde til likviditet og muliggøre en kapitalaflastning. Det kan danne basis for yderligere udlån.

Pengeinstitutterne har i dag i henhold til Lov om finansiel virksomhed en tilsvarende mulighed for at udstede særligt dækkende obligationer (SDO'er) på basis af en pulje af boliglån. Her oprettes særlige registre med lån, som er forbeholdt obligationsindehaverne.

En sekuritisering baserer sig på, at pengeinstitutterne allerede har foretaget en kreditvurdering af den enkelte virksomhed og derfor med færre omkostninger kan pulje relevante lån i en obligationsudstedelse med en given risikoprofil. I tilfælde af, at den udstedende bank skulle gå konkurs, vil lånene i puljen være reserveret til obligationsinvestorerne, og investorerne vil derfor have mulighed for at sikre sig en del af deres tilgodehavende. En sekuritisering kan desuden udformes på forskellige måder, der reducerer investorernes kreditrisiko. Eksempelvis kan den udstedende bank påtage sig de første tab, som måtte opstå på en given pulje af lån.

Ved sekuritisering bliver det derfor mindre risikofyldt for investorerne at låne penge til bankerne end via usikrede lån.

En forudsætning for at opnå en bred investorinteresse vil være, at der sikres transparens i udstedelserne, således at investor har adgang til passende information om kvaliteten af de udlån, der ligger bag de enkelte obligationsudstedelser. Det kan fx ske ved, at udstedelserne rates af et anerkendt rating-bureau.

Adgang til sekuritisering vil give pengeinstitutterne en ny mulighed for at fremskaffe likviditet og få reduceret kapitalbelastningen. Likviditets- og kapitalbegrænsningerne vil med andre ord blive mindre snærende, hvorfor pengeinstitutterne vurderes at blive mindre tilbageholdende i långivningen til fx små og mellemstore virksomheder.

Det er udvalgets vurdering, at der kan være et potentiale i både at udvikle det danske marked for erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder og at udvikle et marked for sekuritiserede produkter.

En forudsætning for at opbygge et større marked for erhvervsobligationer er dog, at der er en tilstrækkelig investorinteresse, herunder særligt fra danske pensionsinstitutter, som opsamler en meget betydelig del af de danske husholdningers opsparing, og som – med den fortsatte opbygning af pensionsformuerne – også i årene fremover kommer til at foretage store formueplaceringer.

Investering i danske erhvervsobligationer vil være interessant for de danske pensionsinstitutter, såfremt udstedelserne tilbyder en – efter institutternes opfattelse – attraktiv balance mellem risiko og afkast. Det er på nuværende tidspunkt vanskeligt at vurdere interessen for danske erhvervsobligationer i pensionssektoren.

Pensionssektoren investerer allerede i erhvervsobligationer, men det sker først og fremmest via kapitalforvaltere. Mange af de forvaltere, som danske pensionsinstitutter benytter sig af, når det gælder investeringer i kreditobligationer, er udenlandske, og vil fx have et fokus på hele Europa. Afkastmulighederne og risikoen på danske erhvervsobligationer skal således sammenlignes med afkastet på fx tyske, franske og engelske udstedelser.

Ved sekuritiseringer vil det være muligt at lave større og mere diversificerede udstedelser med mindre kredit- og likviditetsrisiko end ved enkeltudstedelser, ligesom udstedelserne vil kunne udformes, så de – i modsætning til fx usikrede lån til pengeinstitutterne – risikomæssigt svarer til det, som pensionsinstitutterne efterspørger.

Det er imidlertid usikkert, om pengeinstitutterne vil kunne sælge obligationerne til en pris, som er attraktiv både for udstederne og investorerne. Nogle pensionsinstitutter giver udtryk for, at renterne på pengeinstitutternes udlån til små og mellemstore virksomheder er for lav i forhold til risiko-

en, hvorfor pensionsinstitutterne kun vil være interesserede i at købe sekuritiseringerne, såfremt pengeinstitutterne forlods nedskriver de bagvedliggende udlåns værdi.

Øget anvendelse af erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder samt øget anvendelse af sekuritisering af banklån kan være en del af en nødvendig tilpasning af lånemarkedet. Denne tilpasning indebærer imidlertid, at der skal findes en ny ligevægt i prisfastsættelsen af lånene, hvor investorernes afkastforventninger og låntagernes betalingsvillighed skal mødes. Det vil formodentlig betyde, at risikopræmien på lån til virksomheder også på sigt vil være højere, end den var frem til 2008, også selv om der etableres et marked for erhvervsobligationer.

Usikkerhed om investorinteressen indebærer formentlig, at virksomheder og pengeinstitutter holder sig tilbage fra at udstede erhvervsobligationer. Dermed bliver det vanskeligere at opbygge et marked med en tilstrækkelig kritisk masse.

Efter udvalgets vurdering er det således ikke alene lovgivningsmæssige barrierer, der begrænser udbredelsen af erhvervsobligationer i Danmark.

Udvalget er nået frem til en række anbefalinger, der bl.a. skal fjerne barrierer for udstedelse af erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder og sekuritisering af pengeinstitutters lån til små og mellemstore virksomheder, jf. boks 1.1. Flere af anbefalingerne kræver betragtelige ændringer i lovgivningen, som der ikke er fuldt redegjort for i denne rapport. Særligt forudsætter anbefalingerne vedrørende rammerne for at anvende trustees samt sekuritisering en række nærmere juridiske overvejelser, idet disse anbefalinger kræver væsentlige ændringer af eksisterende lovgivning, i forhold til fx obligationsretlige regler, konkursloven og retsplejeloven.

Det er udvalgets vurdering, at det vil tage tid at udvikle markedet for erhvervsobligationer i Danmark. Bedre rammer for udstedelse af erhvervsobligationer og sekuritisering vil således ikke på det korte sigt give virksom-

hederne adgang til yderligere finansiering. Ændringerne af rammerne for disse finansieringsformer vil imidlertid kunne bidrage til, at danske virksomheder på sigt får bedre finansieringsmuligheder.

Da anbefalingerne ikke vil have effekt på kort sigt, anbefaler udvalget, at Erhvervs- og Vækstministeriet fortsat følger finansieringssituationen for små og mellemstore virksomheder nøje med henblik på at vurdere, om der er markedsfejl, som skaber behov for nye initiativer.

På den baggrund kan det være nødvendigt at supplere udvalgets anbefalinger med initiativer, der støtter op om små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering på kort sigt. Disse løsninger kan fx lade sig inspirere af nogle af de modeller og initiativer, som andre lande har gennemført.

Udvalgets anbefalinger skal i henhold til kommissoriet være i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip i EU's statsstøtteregler og sikre neutralitet i forhold til de statslige finanser.

Eventuelle nye initiativer bør derfor målrettes markedsfejl, ikke være konkurrenceforvridende og være sammensat, således at de kan udfases, når finansieringssituationen normaliseres.

Ved etablering af et større marked for erhvervsobligationer er en central udfordring, at investorerne i en opstartsfase ikke har nogen historik på obligationerne og derfor kan have vanskeligt ved at vurdere aktivet. Her er det muligt, at fx statsgarantier på udvalgte trancher kan bidrage til at understøtte markedet i en opstartsfase, til der skabes en historik, der giver investorerne bedre mulighed for at vurdere produkterne. Pengeinstitutter vil formodentligt kunne købe en sådan garanti fra den Europæiske Investeringsfond (EIF) i forbindelse med en udstedelse baseret på sekuritiserings.

Det er Nationalbankens holdning, at rammebetingelserne for erhvervenes finansiering skal bygge på markeds-mæssige løsninger, og at statsgaranti eller støtte ikke indgår heri. Et produkt med statsgaranti er fundamentalt anderledes end et produkt uden statsgaranti, og dermed vil produktet ikke

være en igangsætter. Når statsgarantien udløber, skal der startes forfra, og så er man lige vidt. Statsgaranti vil ikke fjerne de reelle barrierer, men kan fjerne incitamentet for markedsbaserede løsninger. Samtidig vil et marked opbygget ved hjælp af statsgaranti være konkurrenceforvridende, og det vil give staten potentielt store forpligtelser ("contingent liabilities"). Erfaringen viser endvidere, at det kan være svært for staten at trække sig ud igen.

## Kapitel 2. Indledning

Små og mellemstore virksomheder (SMV'er) udgør en stor del af dansk økonomi. SMV'erne står for ca. 2/3 af jobskabelsen og 2/3 af værditilvæksten i Danmark. Fremadrettet skal vækst og nye job i vidt omfang komme fra den store underskov af små og mellemstore virksomheder. For at det kan ske, er det nødvendigt, at virksomhederne kan få finansieret levedygtige projekter.

SMV'er har ofte en forholdsvis mindre egenkapital end store virksomheder, blandt andet fordi de ikke har samme adgang til aktiemarkedet som store virksomheder. Adgang til fremmedkapital er derfor af stor betydning for SMV'er.

SMV'er henter i højere grad fremmedkapital gennem bankerne end store virksomheder, der ofte har flere finansieringsmuligheder som fx udstedelse af erhvervsobligationer mv.

Ifølge udlånsundersøgelserne fra Danmarks Nationalbank, ECB og Erhvervs- og Vækstministeriet er kreditpolitikken i Danmark og euroområdet generelt blevet strammet over de senere år. Erhvervs- og Vækstministeriets udlånsredegørelse fra juni 2012 pegede på, at adgangen til kredit fortsat er stram, og at særligt små og mellemstore virksomheder er påvirket af den strammere kreditpolitik.

Den strammere kreditpolitik skal ses i lyset af de økonomiske konjunkturer, øget regulering, en skærpet risikobedømmelse og øgede finansieringsomkostninger for den finansielle sektor. Fremadrettet er der udsigt til en yderligere skærpelse af bl.a. kapitalkravene til pengeinstitutterne, hvilket alt andet lige vil medføre en højere pris for adgangen til finansiering. Den vanskeligere adgang til lånefinansiering er således næppe et forbigående fænomen. Det skal dog understreges, at adgangen til kredit var relativt let i perioden frem til den finansielle krise, og at en tilbagevenden til en normal kreditsituation ikke vil indebære kreditgivning som i årene 2005-2007.

Erhvervsobligationer har i dag en begrænset rolle som finansieringsinstrument for danske virksomheder sammenlignet med virksomheder i en række andre lande. I de senere år er det blevet vanskeligere og dyrere at få bankfinansiering. Det gør det mere attraktivt for virksomhederne at søge finansiering direkte på kapitalmarkederne – og man har da også i fx Norge og USA set en stigning i anvendelsen af erhvervsobligationer som finansieringskilde over de seneste år. Hvis danske virksomheder skal være konkurrencedygtige, skal de have lige så gode muligheder for at finansiere udvikling, vækst og jobskabelse som virksomhederne i andre lande.

Pensionsinstitutterne spiller en væsentlig rolle for etablering af et velfungerende marked for erhvervsobligationer i Danmark. Pensionsformuerne i Danmark er stadig under opbygning, og danske pensionsinstitutter skal have placeret deres voksende porteføljer i investeringer, der på fornuftig vis balancerer risiko og afkast. Et styrket marked for erhvervsobligationer kan give sådanne investeringsmuligheder for pensionsinstitutterne og samtidig være til gavn for dansk erhvervsliv.

Regeringen har nedsat et udvalg, der skal undersøge mulighederne for, at især små og mellemstore virksomheder fremover i større omfang kan benytte andre finansieringskilder end traditionelle banklån, herunder erhvervsobligationer. Udvalget har på den baggrund set på:

1. Udstedelse af erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder
2. Sekuritisering af SMV-lån, dvs. obligationer m.v. udstedt med sikkerhed i en pulje af lån til SMV'er
3. Alternative finansieringskilder for SMV'er

Erhvervs- og vækstministeren har udpeget medlemmerne af udvalget på baggrund af indstillinger fra Dansk Byggeri, DI, Dansk Erhverv, Håndværksrådet, Finansrådet, Den Danske Børsmæglerforening, Forsikring & Pension, ATP, LD, Landbrug og Fødevarer, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, NASDAQ OMX Copenhagen A/S, Finansministeriet, Skatteministeriet samt

Danmarks Nationalbank. Erhvervs- og Vækstministeriet har varetaget formandsposten for og sekretariatsbetjeningen af udvalget.

SMV'er er en meget diversificeret gruppe. Det er kun meget få SMV'er, der vil have muligheder for på egen hånd at udstede erhvervsobligationer. Det skyldes, at man skal op i relativt store lånebeløb, for at omkostningerne i forbindelse med udstedelse ikke bliver urimeligt høje i forhold til lånets størrelse. Hvis SMV'ernes lån skal matches med investorerens investeringsmuligheder, skal der ske en pakning af lånene, således at investorerne ikke behøver kreditvurdere det enkelte lån – dvs. såkaldt sekuritisering af lånene.<sup>2</sup>

Sekuritisering går ud på, at pengeinstitutter udsteder obligationer eller andre værdipapirer med sikkerhed i en pulje af fx lån til SMV'er. Sekuritisering kan i udgangspunktet foretages på baggrund af erhvervslån af alle størrelser. Det er typisk pengeinstitutterne, der står for sekuritiseringen, og øget brug for sekuritisering ændrer således ikke ved, at virksomhederne skal henvende sig i et pengeinstitut for at kunne få et lån.

Ved sekuritisering undgår investorerne imidlertid at skulle forholde sig eksplicit til kvaliteten af hvert enkelt SMV-lån i puljen, men kan fx nøjes med generelle krav til kvaliteten og diversificeringen af lånene fulgt op af fx stikprøvekontroller. På den måde kan man søge at undgå, at pensionsinstitutterne skal lave egentlige parallelsystemer, hvor man er nødt til at opbygge kompetence i kreditvurdering af virksomheder på samme niveau som i pengeinstitutterne.

---

<sup>2</sup> Sekuritisering anvendes i rapporten i denne brede form – anvendelse af lån som sikkerheder for obligationsudstedelse – og ikke i den mere snævre definition fra Lov om finansiel virksomhed (FIL). Sekuritisering defineres således i FIL: En transaktion, hvorved kreditrisikoen på et engagement eller en pulje af engagementer opdeles i segmenter, hvor betalinger i tilknytning til transaktionen afhænger af udviklingen i engagementet eller puljen af engagementer, og hvor segmenternes indbyrdes stilling bestemmer fordelingen af tabene i transaktionens løbetid.



Det er dog en forudsætning for et marked for sekuritisering, at pengeinstitutterne ønsker at videresælge deres lån.

Øget anvendelse af erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder samt øget anvendelse af sekuritisering af banklån kan være en del af en nødvendig tilpasning af lånemarkedet. Denne tilpasning indebærer, at der findes en ny ligevægt i prisfastsættelsen af lånene, hvor investorernes afkastforventninger og låntagernes betalingsvillighed skal mødes. Det vil formentlig betyde, at prisen af lån også vil være højere end den var frem til 2008, også selv om der etableres et større marked for erhvervsobligationer.

Udvalget har set på markederne for erhvervsobligationer, sekuritisering og andre alternative finansieringskilder, herunder offentligt finansierede, i andre lande med henblik på at søge inspiration til mulige initiativer for at fremme finansieringen til SMV'er i Danmark. Udvalget har herudover undersøgt kreditinstitutternes interesse i at medvirke til at udvikle et marked for finansiering af SMV'er samt investorinteressen fra de institutionelle investorer.

Nedenfor følger en introduktion af udvalgets tre fokusområder. Derefter følger kapitel 3, der giver et kort overblik over anvendelsen af erhvervsobligationer og sekuritisering som finansieringskilde. Kapitel 4 beskriver en række udenlandske initiativer for at fremme adgangen til finansiering for SMV'er. I kapitel 5 gennemgås barriererne for etableringen af et marked for erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder i Danmark, mens kapitel 6 gennemgår barriererne for øget anvendelse af sekuritisering. Kapitel 7 diskuterer fordele og ulemper ved en række modeller og begrundet udvalgets anbefalinger.

## **2.1. Udstedelser af erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder**

Udstedelsen af en erhvervsobligation betyder, at en virksomhed finansierer sig direkte på kapitalmarkedet i stedet for eksempelvis at optage et lån i sin bank. Der er i dag en række større danske virksomheder, der benytter sig

af denne mulighed. Det drejer sig fx om Carlsberg, A.P. Møller Mærsk, DONG, TDC, Vestas og ISS.

Det er generelt kun store virksomheder, der selv udsteder erhvervsobligationer. Det skyldes for det første, at der er en række ikke ubetydelige udgifter samt en del administrativt arbejde forbundet med udstedelse. For det andet er man fra investorside fortrinsvis interesseret i at investere i relativt store udstedelser, da det er ressourcekrævende at lave de nødvendige vurderinger af den udstedende virksomheds soliditet. Derudover øger udstedelsens størrelse som regel også omsætteligheden af obligationen.

De faste udgifter på større udstedelser er ikke nødvendigvis en hindring for udstedelser fra større virksomheder, hvis renteniveauet ellers er fornuftigt. Samtidig kan virksomhederne opnå fordele ved at have adgang til flere finansieringskilder.

Virksomhedernes udstedelse af erhvervsobligationer sker typisk ved hjælp af investeringsbanker, der hjælper med markedsføring af obligationen mm. Der vil typisk ikke stilles sikkerheder ved udstedelse af erhvervsobligationer, og lånene vil således ofte svare til usikret seniorgæld. Der eksisterer dog fx i Norge også et marked for erhvervsobligationer, hvor der er sikkerheder for lånet.

## **2.2. Sekuritisering af SMV-lån**

Langt de fleste SMV'er kan ikke skaffe sig finansiering direkte i kapitalmarkedet, da deres lånebehov er for småt til i sig selv at kunne bære omkostningerne ved en obligationsudstedelse. Skal man give SMV'er bedre adgang til finansiering via obligationsudstedelse m.v., bliver man derfor nødt til at pulje lånene.

Sekuritisering af SMV-lån består i, at pengeinstitutterne udsteder værdipapirer på baggrund af SMV-lån. På den måde kan både SMV'er og investorer drage fordel af, at bankerne allerede har foretaget en kreditvurdering af den

enkelte virksomhed og derfor med færre omkostninger kan pulje relevante lån i en obligationsudstedelse eller lignende med en given risikoprofil.

Der er en forudsætning for modellen, at det juridisk kan sikres, at køberne af obligationen har sikkerhed i lånene, også i tilfælde af bankens konkurs. På den måde bliver det mere attraktivt for investorerne at låne penge til bankerne end via usikrede lån, og på den måde kan man kanalisere midler fra fx pensionsinstitutterne ud til SMV'erne.

Pengeinstituttet skal beholde en del af risikoen på obligationsudstedelsen, bl.a. for at sikre, at pengeinstituttet opretholder en fornuftig kreditpolitik.

Sekuritisering findes i udgangspunktet i form af true-sale sekuritisering, hvor pengeinstituttets lån bliver overført til en særlig kapitalenhed<sup>3</sup>, samt i form af alternative sekuriseringsmodeller, hvor lånene bliver på bankernes bøger, men hvor banken fx køber risikoafdækning for dele af tabene på en låneportefølje.

Derudover har udvalget set på en registerbaseret model, hvor en række fordringer og sikkerheder på bankens balance øremærkes køberne af en obligationsserie. Det betyder, at køberne af obligationerne i lighed med køberne af papirer baseret på lån i registret ikke bærer kreditrisikoen på det udstedende institut.

Modellerne kan bidrage til, at pengeinstitutterne får incitament til at låne mere ud til målgruppen, da det – alt efter hvordan processen struktureres – kan bidrage til at lette pengeinstitutternes kapitalkrav, reducere pengeinstituttets eksponering overfor SMV'er og give pengeinstituttet adgang til likviditet. De tre metoder er opsummeret i tabel 2.2.

---

<sup>3</sup> Denne kaldes ofte et Special Purpose Vehicle eller SPV.

Tabel 2.2

**True-sale, syntetisk og registerbaseret sekuritisering**

	True-sale	Syntetisk	Registerbaseret
Transaktion	Fysisk salg af lån til en kapitalenhed.	Det bliver kontraktuelt aftalt, hvilke tab der skal dækkes i tilfælde af en "credit event".	Lånene bliver flaget på pengeinstituttets balance, og kun overdraget til tredjemand i tilfælde af at banken defaultter på lån.
Fordel for pengeinstitut	En alternativ kilde til likviditet. Afløftningen af kapitalkrav er mulig, men i mange tilfælde begrænset, da originator ofte vil ligge inde med de mest risikofyldte trancher.	Muliggør overførsel af risiko til tredjepart. Anvendes oftest hvor behovet for risikooverførsel er størst, og hvor likviditetsfremskaffelse har mindre betydning. Kan dog også optimeres til at fremskaffe likviditet, såfremt det pågældende institut har en god rating.	Kilde til likviditet og afløftning af kapitalbelastning alt efter måden udstedelsen er struktureret.
Administration		Mindre administration og mindre kompleks dokumentation end ved true-sale. Hurtigere proces end ved true-sale.	Vil formentlig skabe lettere administration end true-sale.

Sekuritisering af SMV-lån er mindre anvendt i Danmark end i fx UK, Tyskland, Nederlandene og Spanien. Det kan bl.a. skyldes, at der er en række juridiske barrierer for sekuritisering i Danmark, fx i forbindelse med overdragelse af lånene til kapitalenheden. Barriererne beskrives i kapitel 6.

Det er ikke sikkert, at lettere adgang til sekuritisering vil sikre bedre adgang til finansiering for SMV'er på kort sigt. For det første kræver øget brug af sekuritisering, at der opbygges kompetencer og systemer i pengeinstitutterne til at gennemføre transaktionerne. For det andet kan en evt. anvendelse af sekuritisering i første omgang betyde en slankning af balancerne i bankerne uden, at udlånet til SMV'erne nødvendigvis øges på kort sigt. Endelig kræver det, at den nødvendige investorinteresse er til stede.

Nedenfor gennemgås de tre former for sekuritisering.

### 2.2.1. True sale sekuritisering

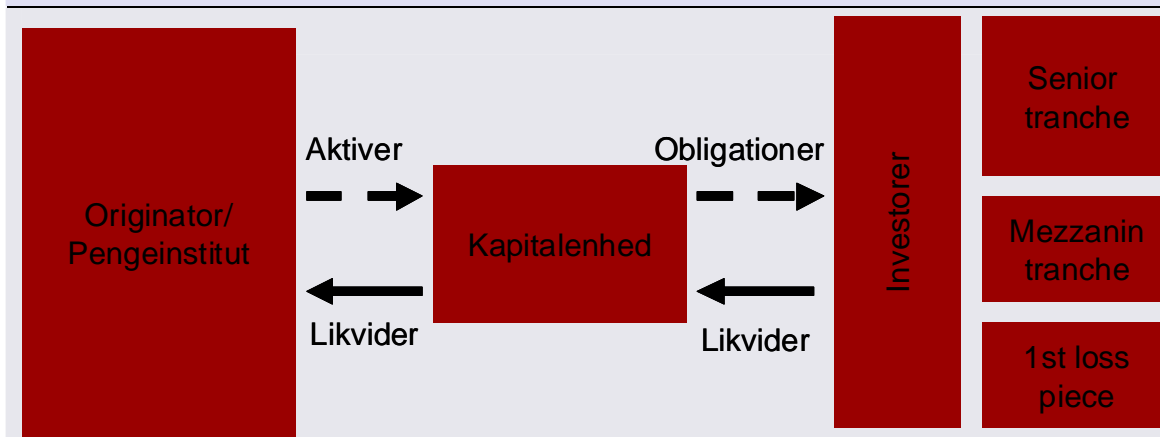
True-sale sekuritisering består i, at originatoren – typisk et pengeinstitut – rent faktisk sælger lånene af balancen. Det sker ved, at pengeinstituttet overfører en portefølje af lån til en kapitalenhed, der er et tomt selskab kun indrettet med henblik på obligationsudstedelse, og får likvider tilbage. Kapitalenheden udsteder værdipapirer, som sælges til investorerne.

Obligationsudstedelsen er normalt opdelt i trancher med forskellig risiko og forskelligt afkast. 1st loss-tranchen har den højeste rente, men tager også de første tab, hvis nogle af de underliggende SMV-lån defaulter. Seniortranchen har det laveste afkast, men har samtidig den største sikkerhed i forhold til at undgå tab, jf. figur 2.1.

Den udstedende bank vil ofte beholde de mere risikofyldte papirer selv, mens de mere sikre papirer vil blive afsat til investorer.<sup>4</sup>

Figur 2.1

#### Illustration af sekuritisering af SMV-lån via kapitalenhed



Sekuritisering via en kapitalenhed kan også ske med flere originatorer, dvs. at flere pengeinstitutter går sammen om at samle lån i kapitalenheden.

Der er en række barrierer for sekuritisering af SMV-lån via kapitalenhed i Danmark, jf. kapitel 6.

<sup>4</sup> Derudover kan den udstedende bank også beholde en del af papirerne selv med henblik på at benytte dem som sikkerhed for lån, hvilket er muligt i nogle centralbanker.

### 2.2.2. Syntetisk sekuriseringsmodel

Såkaldt syntetisk sekurisering består i, at pengeinstitutterne afdækker en del af deres kreditrisiko mod en præmie, dvs. at institutterne køber en forsikring mod tab på konkrete udlån. Med syntetisk sekurisering bibeholder pengeinstituttet således lånene på balancen, mens kreditrisikoen overføres til markedet. Investorerne får et positivt afkast på salget af forsikringen, hvis de underliggende aktiver, fx lån til SMV'er, ikke defaultter, og banken får afløftet dele af risikoen ved udlånene. Syntetisk sekurisering er et redskab, finansielle institutioner primært anvender til at frigøre kapital til andre forretninger.

Med den syntetiske struktur kommer man uden om nogle af de udfordringer, som en true-sale sekurisering (fysisk salg til en kapitalenhed) medfører.

Udfordringen ved syntetisk sekurisering er, at pengeinstituttet principielt kan afhænde den fulde risiko til investorerne. Metoderne forbindes af mange med en række vanskeligt gennemskuelige produkter, som i forbindelse med den finansielle krise påførte mange investorer tab. Denne risiko reduceres dog med indførelsen af CRDIV. Allerede efter gældende lovgivning skal pengeinstitutterne dog også ved syntetisk sekurisering - afhængig af de nærmere betingelser - enten skal beholde 5 pct. af selve udstedelsen eller tage et first loss på 5 pct. af den sekuriserede udstedelse.

### 2.2.3. Registerbaseret sekurisering

Der har været debat i udvalget om, hvorvidt man kan anvende en registerbaseret sekuriseringsmodel, der følger samme koncept som udstedelser af Særligt Dækkede Obligationer (SDO'er) med sikkerhed i boliglån.

En registerbaseret model indebærer, at der udstedes SMV-obligationer på baggrund af en pulje af SMV-lån, der optegnes i et særligt register. Lånene fastholdes på pengeinstituttets balance, men i tilfælde af en konkurs er sikkerhederne bag lånene øremærket til ejerne af obligationerne.

Med en registerbaseret model kommer man uden om nogle af de juridiske udfordringer ved overdragelse af lån til kapitalenheder, som man ser i true-sale sekuritisering. Samtidig er der tale om et mere transparent produkt end ved syntetisk sekuritisering.

Det er et centralt element i en sådan model, at de registrerede lån afskærmes fra øvrige kreditorer, fx i forbindelse med en konkurs. En sådan afskærmning kræver lovændringer, der skal foretages under hensyn til bl.a. konkurslovgivningen og øvrige regler om kreditorers adgang til at søge sig fyldestgjort i sådanne aktiver.

### **2.3. Alternative finansieringskilder for SMV'er**

I Danmark bidrager Vækstfonden og Eksportkreditfonden (EKF) til at lette virksomhedernes adgang til finansiering. Via Vækstfonden kan man få statsgarantier for lån via kom-i-gang-låne-ordningen og vækstkautionsordningen, men også direkte lån i form af ansvarlige lån. EKF giver kautioner og lån i forbindelse med eksport af kapitalgoder. Vækstfonden og EKF's muligheder for at støtte op om SMV'er adgang til lånefinansiering er blevet styrket kraftigt i forbindelse med den finansielle og økonomiske krise.

I lande som Sverige og Tyskland har man lignende ordninger i form af offentlige institutioner, der sikrer lån til særligt små og mellemstore virksomheder. I Sverige har man øget fokus på direkte lån til virksomhederne frem for brug af garantier, mens den statslige tyske bank KfW har en lang række forskellige produkter, der støtter op om SMV'ers adgang til finansiering.

Også i Storbritannien har man som et led i krisebekæmpelsen igangsat en række programmer, der skal styrke SMV'ernes adgang til finansiering. Det drejer sig fx om National Loan Guarantee Scheme (NLGS), der gør det muligt for banker at rejse yderligere 20 mia. £ i statsgaranterede midler til finansiering af SMV'er. De udenlandske ordninger beskrives yderligere i kapitel 4.

## Kapitel 3. Markedet for erhvervsobligationer<sup>5</sup>

Amerikanske virksomheder finansierer sig i højere grad end europæiske virksomheder med erhvervsobligationer. I Europa har der siden etableringen af euroen udviklet sig et vist marked for erhvervsobligationer. Imidlertid ikke et marked, der er lige så veludviklet og likvidt som det amerikanske. Det danske marked for erhvervsobligationer er småt, også sammenlignet med mange europæiske lande, herunder Norge og Sverige.

Det danske marked for sekuritisering er stort set ikke-eksisterende. Markederne for sekuritisering er mere udviklede i fx England og Tyskland.

### 3.1. Det danske marked for erhvervsobligationer

Danske virksomheder har udeståender for omkring 161 mia. kr. i erhvervsobligationer. Det skal ses i sammenhæng med, at dansk erhvervslivs gæld til banker og realkreditinstitutter udgør i omegnen af 3.400 mia. kr.

Ud af de 161 mia. kr. er ca. 8 mia. kr. udstedt i Danmark, mens 153 mia. kr. er udstedt i udlandet, først og fremmest i Luxembourg og London. I de 8 mia. kr., der er udstedt i Danmark, indgår også en række papirer, fx ejendomsobligationer, der ikke er erhvervsobligationer i den klassiske forstand, samt papirer udstedt af offentlige og halvoffentlige virksomheder.

Blandt de store obligationsudstedere er Carlsberg Bryggerierne, A.P. Møller Mærsk, DONG, TDC, Vestas, Storebæltsforbindelsen og DSB. Også en række mindre private selskaber har udstedt erhvervsobligationer, fx Nordjysk Beslag og Welltec.

---

<sup>5</sup> Der er en række usikkerheder forbundet med statistik om erhvervsobligationer. Forskellige kilder kommer til forskellige resultater, og der er derfor ikke fuldstændig overensstemmelse mellem alle opgørelser i kapitlet. Det skyldes bl.a., at det er vanskeligt at rense tallene for alle finansielle virksomheder, samt at det kan være vanskeligt at bestemme virksomhedernes nationalitet. Herudover skal man være opmærksom på, at de fleste data vil indeholde udstedelser af offentlige og halvoffentlige virksomheder, som i nogle tilfælde kan udstede med en statsgaranti i ryggen.



**Boks 3.1**  
**Welltec**

Et eksempel på at det kan lade sig gøre at udstede erhvervsobligationer, er Allerødvirksomheden Welltec. Welltec har ca. 800 ansatte og producerer teknologi og udstyr til olieindustrien. Selskabet blev stiftet i 1984 og har i 2011 haft en omsætning på 1,2 mia. kr. Virksomheden er inde i en periode med kraftig vækst og flotte regnskabstal. Omsætningen forventes at stige til 2 mia. kr. i 2012. I 2012 rejste Welltec 325 mio. dollar via udstedelse af erhvervsobligationer i USA. Oprindeligt var salget tiltænkt amerikanske investorer, men også europæiske, herunder danske pensionskasser, viste interesse i forbindelse med salgsprocessen. Obligationerne blev solgt til en rente på 8 procent. Welltec har fået ratings hos Moody's og Standard & Poors. Provenuet fra obligationssalget skal gå til refinansiering af den eksisterende gæld samt til at sikre rigelig likviditet til den fremtidige vækst, som på det seneste har ligget på ca. 30 pct. årligt. Virksomheden ønskede endvidere at frigøre sig fra et bankmarked, hvor man kun kan få kortere løbetid på gælden på mindre attraktive vilkår.

Udstedelsen af erhvervsobligationer fra danske virksomheder er steget med knap 60 mia. kr. siden starten af 2009 og ligger nu på et rekord højt niveau. Det er udstedelserne i udlandet, der trækker udviklingen op, mens udstedelserne i Danmark har ligget relativt lavt i de seneste år, jf. figur 3.1.

Figur 3.1  
**Udviklingen i danske virksomheders udstedelser af erhvervsobligationer i Danmark (rød) og udlandet (blå), mia. kr.**



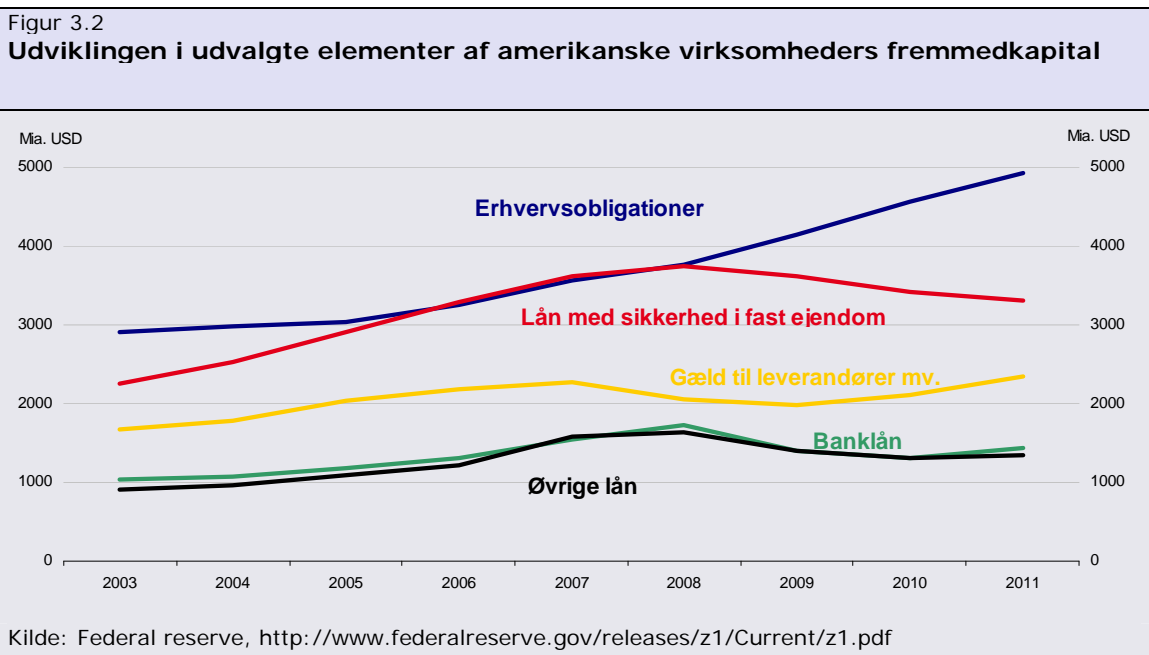
Kilde: Nationalbanken

Anm. Tallene er fra ultimo august 2012.

### 3.2. Virksomhedernes finansieringsstruktur

Amerikanske virksomheder finansierer sig i højere grad end europæiske virksomheder med erhvervsobligationer. I Europa har der siden etableringen af euroen udviklet sig et vist marked for erhvervsobligationer. Imidlertid ikke et marked, der er lige så veludviklet og likvidt som det amerikanske.

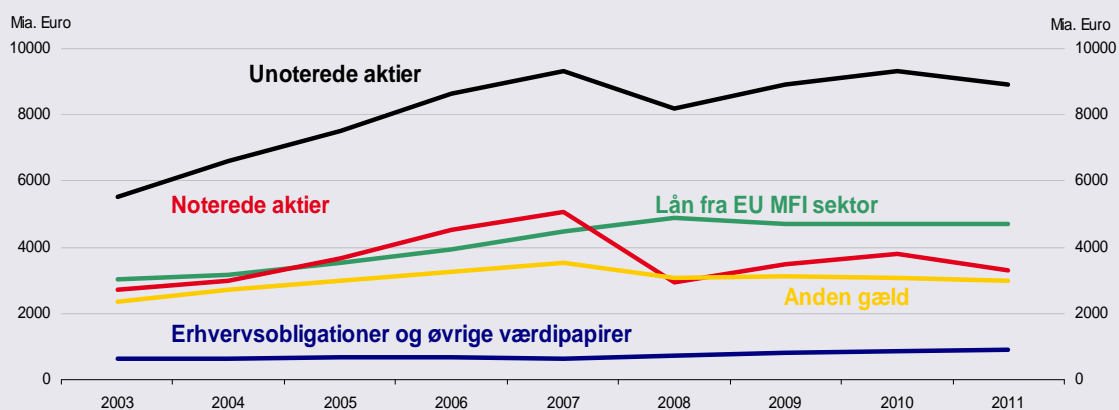
Det amerikanske marked for erhvervsobligationer er steget konstant siden 2003 og kraftigst i perioden efter 2008. Amerikanske virksomheders udeståender i erhvervsobligationer var i 2011 ca. tre gange så stort som deres udeståender i banklån, jf. figur 3.2.



De amerikanske data er ikke fuldt sammenlignelige med europæiske data. Men man kan se på passivsammensætningen i de europæiske virksomheder for at få et indblik i udbredelsen af erhvervsobligationer som finansieringskilde i sammenligning med fx bankfinansiering.

I de europæiske virksomheder udgør gæld til banker og andre kreditinstitutter godt 4700 mia. EUR svarende til 25 pct. af passiverne, mens erhvervsobligationer o.l. på trods af en positiv udvikling de senere år fortsat kun udgør godt 900 mia. EUR svarende til 4 pct. af passiverne, jf. figur 3.3.

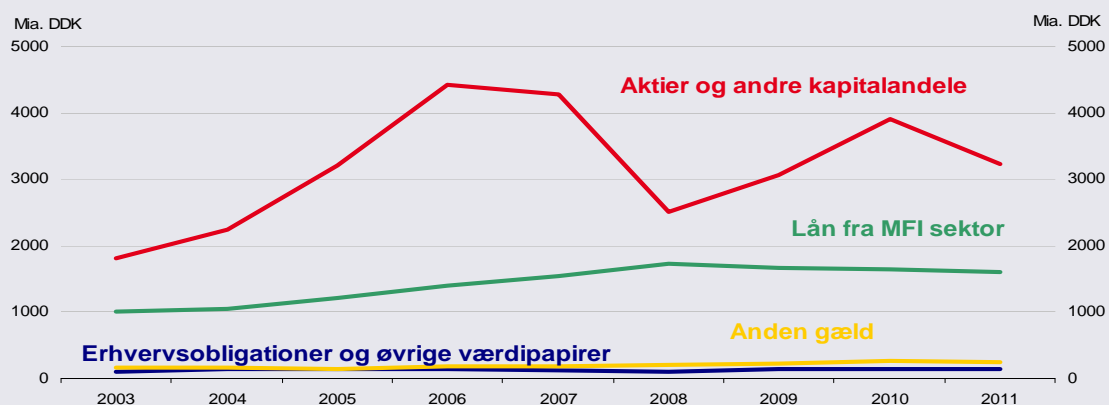
Figur 3.3  
Udviklingen i passivsammensætningen i europæiske virksomheder



Kilde: ECB, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000163>

Også i Danmark fylder gæld til banker og andre kreditinstitutter betydeligt mere end erhvervsobligationer. Gæld i kreditinstitutterne udgør godt 1.600 mia. kr. svarende til 31 pct. af passiverne, mens erhvervsobligationer o.l. udgør godt 150 mia. kr. svarende til 3 pct. af passiverne, jf. figur 3.4.

Figur 3.4  
Udviklingen i passivsammensætningen i danske virksomheder

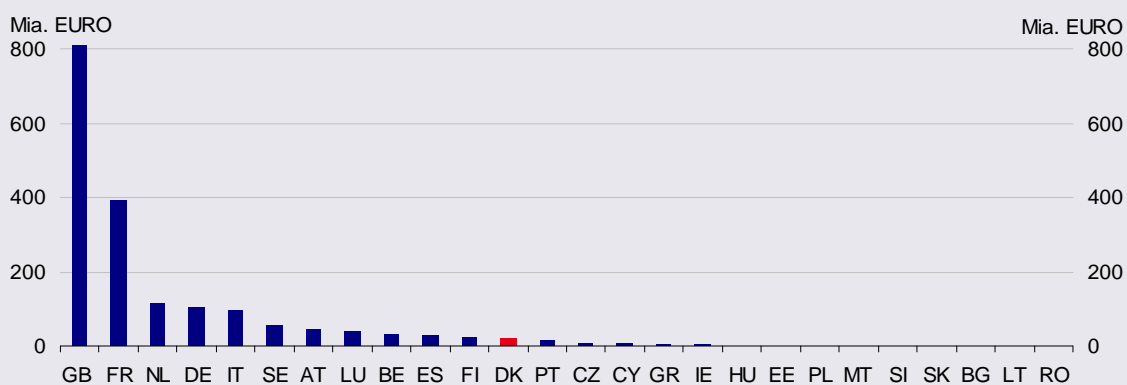


Kilde: Nationalbanken

### 3.3. Danmark sammenlignet med de europæiske lande

Anvendelsen af erhvervsobligationer varierer betydeligt på tværs af de europæiske lande. Figur 3.5 viser de samlede udstedelser baseret på virksomhedernes oprindelsesland baseret på data fra ECB. I absolutte termer står britiske og franske virksomheder med en volumen på henholdsvis godt 800 mia. EUR og knap 400 mia. EUR for langt de fleste udstedelser. Virksomheder i Nederlandene, Tyskland og Italien har hver især udstedelser i omegnen af 100 mia. EUR, mens svenske virksomheder har udstedelser for omkring 50 mia. EUR. De danske virksomheder har samlet set udstedt erhvervsobligationer for 19 mia. EUR<sup>6</sup>.

Figur 3.5  
Samlet udestående i erhvervsobligationer, EUR



Anm.: Data er pr. ultimo februar 2012

Kilde: ECB

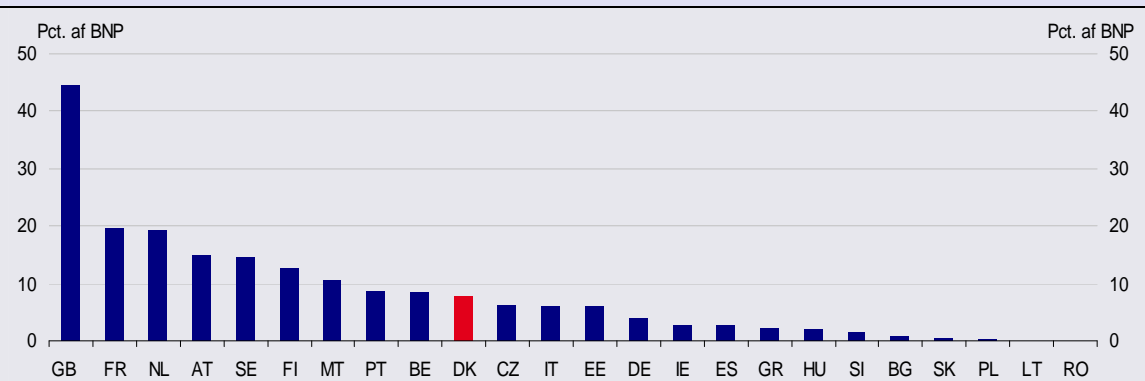
Ser man på udstedelserne som andel af BNP, er det ligeledes Storbritannien, Frankrig og Nederlandene, der skiller sig ud med relativt veludviklede markeder.<sup>7</sup> Lande som Østrig, Finland og Sverige har også relativt større markeder end Danmark, der ligger i midterfeltet, jf. figur 3.6.

<sup>6</sup> ECB's tal for omfanget af danske virksomheders udstedelser er forskelligt fra Nationalbankens tal dels pga. metodeforskelle, og dels fordi tallene ikke er opgjort samme dag. Tallene er omregnet til EUR, men de dækker ikke kun udstedelser i EUR.

<sup>7</sup> Luxemburgs og til dels også Cyperns særligt gode placering skal ses i lyset af, at landene har nogle atypiske kapitalmarkedsforhold.

Figur 3.6

Samlede udestående i erhvervsobligationer set i forhold til BNP, pct.



Anm.: Data er pr. ultimo februar 2012. Luxembourg og Cypern ligger højere end de viste lande. De er imidlertid udeladt, dels fordi de har en række atypiske kapitalmarkedsforhold, dels fordi enkeltudstedelser kan være relativt store i forhold til landenes relativt lave BNP.

Kilde: ECB

### 3.4. Størrelserne på de lokale markeder for erhvervsobligationer udstedt af ikke-finansielle virksomheder i Sverige, Norge og Danmark

Der er i Danmark udstedt erhvervsobligationer for ca. 8 mia. kr. Dette tal inkluderer udstedelser fra offentlige og halvoffentlige selskaber.

Til sammenligning er det norske marked for erhvervsobligationer på ca. 240 mia. NOK<sup>8</sup>. Ca. 163 mia. NOK er udstedt af private virksomheder, og heraf udgjorde high yield markedet<sup>9</sup> ca. 120 mia. NOK.

Det svenske marked er på ca. 379 mia. SEK. Andelen udstedt af private virksomheder udgør i omegnen af 180 mia. SEK.<sup>10</sup> I Sverige domineres markedet af obligationer med en relativt høj rating<sup>11</sup>, men der har dog væ-

<sup>8</sup> Data fra Bloomberg trukket maj 2012

<sup>9</sup> Obligationer med ratingen BB til C – oplysningerne om opdelingen på Investment grade og high yield kommer fra Norsk Tillitsmann

<sup>10</sup> Daniel Barr (2011): Den Svenska Företagsobligationsmarknaden – en förstudie

<sup>11</sup> Obligationer med ratingen A til BBB

ret en stigning i mere risikofyldte high-yield udstedelser.<sup>12</sup> Markedet for erhvervsobligationer i SEK er tredoblet i løbet af de seneste 15 år.<sup>13</sup>

Det svenske marked er i høj grad domineret af relativt store virksomheder og relativt korte løbetider på udstedelserne. I Norge er der i højere grad et marked for erhvervsobligationer udstedt af relativt mindre virksomheder.

### 3.5. Markedet for sekuritisering-papirer

Sekuritisering giver bankerne mulighed for at videresælge en del af deres låneportefølje, fx ved at udstede obligationer på baggrund af en pulje af SMV-lån. Figur 3.7 viser de samlede, udbudte sekuritiseringspapirer i en række lande inden for alle typer af sekuritisering, lige fra papirer udstedt på baggrund af kreditkortgæld, leasing til boliger og erhvervs lån.

Figur 3.7  
Udviklingen i markedet for sekuritisering



Anm.: Data kan være behæftet med statistisk usikkerhed og divergere fra andre kilder.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Informa Global Markets – structured finance og OECD

<sup>12</sup> Gudrun Gunnarsdottir og Sofia Lidh (2011): Markets for Swedish non-financial corporations' loan-based financing, Sveriges Riksbank Economic Review 2011:2

<sup>13</sup> Daniel Barr (2011): Den Svenska Företagsobligationsmarknaden – en förstudie

Med den finansielle krise blev markedet for den slags såkaldt strukturerede finansielle produkter stærkt reduceret, og man ser således et brat fald fra 2007 til 2008, jf. figur 3.7 figur til venstre. Markedet er dog kommet sig en smule i 2011 og ifølge de foreløbige data fra 2012.

Faldet i omsætningen på markedet kan bl.a. tilskrives, at værdipapirer baseret på sekuritiserings af de såkaldte amerikanske subprime lån i forbindelse med krisen mistede meget værdi og påførte investorerne store tab. Det har medført faldende tillid til kvaliteten af sekuritiserede produkter fra investorsiden. Derudover er uigennemskuelige, strukturerede finansielle produkter sat i forbindelse med årsagerne til krisen, hvilket betyder, at der reguleringsmæssigt har været fokus på dette marked. Det betyder igen fald i investorinteressen, da mulighederne for øget regulering potentielt kan have betydning for investorerne.

Stigningen i udstedelserne i 2011 og 2012 betyder ikke nødvendigvis, at der er en reelt stigende investorinteresse for sekuritiserede produkter. Mere end 70 pct. af de papirer, der er udstedt på baggrund af sekuritiserings fra 2009 og frem, er således ikke videreformidlet til investorer, men holdt på pengeinstitutternes bøger. Udstedelserne har således bund i, at visse papirer kan bruges som sikkerhed for lån i nogle centralbanker og ECB.<sup>14</sup>

Det danske marked for sekuritiserings er stort set ikke-eksisterende og har aldrig været der. Dette kan bl.a. skyldes en række reguleringsmæssige aspekter, samt at der ikke har været et marked herfor, idet det har været billigt at finansiere sig på anden måde, blandt andet via et velfungerende realkreditssystem.

---

<sup>14</sup> EIF (2011): European Small Business Outlook 2/2011, s. 25

## **Kapitel 4. Internationale erfaringer med erhvervsobligationer og finansiering af SMV'er**

I Norge har man etableret et trustee-system i form af Norsk Tillitsmann, og i både Norge og Tyskland er der etableret børser, der er specialiseret i obligationsudstedelse.

Når det gælder sekuritisering har udvalget noteret sig, at det i Storbritannien kan lade sig gøre at benytte sekuritisering og få afsat de mindst risikofyldte trancher, og at også danske pengeinstitutter vil kunne få støtte til sekuritisering i den Europæiske Investeringsfond (EIF).

Derudover kan det konstateres at man i lande som Tyskland, England og Sverige har en hel del initiativer for at fremme finansiering af SMV'er, der i meget høj grad involverer statsgarantier.

Kapitlet er struktureret i tre dele. Første del handler om ordninger der er rettet mod enkeltvirksomheders udstedelse af erhvervsobligationer. Derefter gives eksempler på sekuritisering. Sidste del handler om alternative finansieringskilder for SMV'er.

### **4.1. Enkeltvirksomheders udstedelse af erhvervsobligationer**

Det norske marked for erhvervsobligationer er større og mere velfungerende end det danske, jf. kapitel 3. De to norske institutioner; Norsk Tillitsmann og Oslo Alternative Bond Marked (Oslo ABM), bidrager formentlig til det mere dynamiske norske marked.

Også i Tyskland har man oplevet stigende interesse for erhvervsobligationer fra de såkaldte tyske Mittelstand-virksomheder. Dette er en udvikling, der er understøttet af en række regionale børser, der har oprettet markedspladser målrettet dette segment.



#### 4.1.1. Norsk Tillitsmann

I Norge har en række forsikrings- og investeringsselskaber samt banker i 1993 etableret Norsk Tillitsmann (NT). Erfaringerne fra den norske bankkrise i slutningen af 1980'erne og i begyndelsen af 1990'erne gjorde, at de store investorer fandt, at der var et behov for en professionel og uafhængig instans, som på vegne af investorer kunne følge op på og overvåge låntageres forpligtelser i norske obligationslån. NT fungerer som et mellemlid mellem obligationsudsteder og investor.

NT har 3 hovedopgaver:

- For det første bidrager NT til at sikre, at obligationsudstedelsen sker på standardiserede vilkår, hvilket sker i samarbejde med arrangøren af obligationsudstedelsen, låntageren og den involverede juridiske sagkyndige.
- For det andet overvåger NT på vegne af obligationsejerne obligationsudstederens forpligtelser. NT overvåger fx betalingsstrømme, afkastberegninger, put/call optioner, rentereguleringer, konverteringskurser m.v. Overvågningen er medvirkende til at øge sikkerheden omkring obligationsudstedelsen, hvilket bidrager til et mere effektivt og velfungerende norsk marked for rentebærende værdipapirer som fx erhvervsobligationer.
- For det tredje vil NT som en af sine vigtigste opgaver gå i aktion, hvis der er udsigt til, at en låntager ikke kan opfylde sine forpligtelser over for obligationsejerne. Dette indebærer, at NT inddriver gæld mv. i tilfælde af manglende betaling. Dette er funderet på et retsgrundlag, hvor trustee-aftalen gør det muligt for NT at repræsentere alle obligationsejerne i retssystemet uden fuldmagter fra alle. Muligheden er stadfæstet af den norske højesteret. Ved ændringer af låneaftaler indkalder NT til obligationsejermøde. Obligationsejerne udgør i den norske model et kreditorfællesskab, hvor flertallet kan træffe binden-

de beslutninger ved 2/3 af de opmødte. Ændringer af låneaftalen kræver også accept fra udsteder.

Systemet sikrer en ligelig fordeling af udgifter til eventuel aktion mod udsteder i forbindelse med mislighold. Det er både en fordel for de små investorer, der ikke ville kunne løfte opgaven alene, og som kan have vanskeligt ved at koordinere et samarbejde, og for de store investorer, der ellers ville skulle påtage sig alt arbejdet, mens andre kunne free-ride. Samtidig gør systemet det mere attraktivt for den udstedende virksomhed, idet den er beskyttet mod, at enkelte obligationsejere rejser ukoordinerede søgsmål over for udstederen. Samtidig har virksomheden et sted at henvende sig, hvis låneaftalen fx skal ændres, hvilket ellers kan være vanskeligt med en spredt ejerkreds, jf. boks 4.1.

#### Boks 4.1

##### **Norsk Tillitsmanns arbejdsmetode**

Et eksempel på NT's arbejdsmetode er processen omkring det norske selskab Sevan Marine, der har udstedt erhvervsobligationer gennem NT. Selskabet fik i 2011 problemer med at betale sine lån. NT startede derfor en proces, hvor der blev forhandlet en aftale på plads mellem Sevan Marine, bankerne og de største obligationsejere. Løsningen bestod i en vis nedskrivning af gælden. Obligationsejerne stemte for, at de kunne acceptere denne løsning. Resultatet blev, at Sevan Marine undgik en konkurs og vendte udviklingen således, at selskabet kunne betale hovedparten af sine lån på 5 mia. kr. tilbage.

I Norge er der en betydelig udstedelse af højt forrentede virksomhedsobligationer inden for brancher som olie, offshore og shippingindustrien. En stor del af låntagerne og investorerne er registreret uden for Norge. NT vurderer, at ordningen bidrager til at tiltrække internationale investorer til markedet, da den bidrager til at skabe gennemsigtighed i markedet og sørger for, at internationale fonde fx ikke selv skal føre sager i Norge for at få deres udestående i tilfælde af misligholdelse. Samtidig vil mange internationale investorer være vant til trustees fra det engelske og amerikanske marked.

Ved årsskiftet 2011/2012 var NT involveret i ca. 1.700 obligationslån med udeståender på ca. 800 mia. NOK delt mellem ca. 500 udstedende virksomheder. Mange af disse udstedelser er fra finansielle virksomheder, fx banker, der anvender obligationer som finansieringskilde.

Danske firmaer benytter sig også af obligationsudstedelser på det norske marked. A.P. Møller Mærsk har udstedt obligationer for 7 mia. NOK, mens J. Lauritzen og DFDS har udstedelser på hhv. 700 og 500 mio. NOK.

Boks 4.2.

#### **DFDS udstedelse af erhvervsobligationer via Norsk Tillitsmann**

DFDS har 5.100 ansatte i 20 lande. Selskabet har hovedkvarter og er børsnoteret i København. I 2011 havde DFDS en omsætning på godt 12 mia. DKK.

DFDS udstedte i april 2012 obligationer for 500 mio. NOK på Oslo Børs med Norsk Tillitsmann som trustee. Udstedelsen var ikke rated af et rating bureau, men skygget af pengeinstitutter. Renten på obligationen er variabel NIBOR + 350 basispoints. Det betyder pt. en rente i omegnen af 5,5 pct.

Obligationsudsteder betaler Norsk Tillitsmann et årligt løbende honorar. Honoraret dækker ordinær opfølgning på obligationslånet, dvs. hvor der ikke skal gennemføres en gældsinddrivelse. For ikke-finansielle virksomheder ligger honoraret på mellem 40.000 og 500.000 NOK. Derudover kan NT mod betaling udarbejde prospekter o.l.

Største aktionær i NT er Vital Forsikring med godt 24 pct. af aktierne. Næststørst er Nordea Norge med godt 10 pct. af aktierne.

Institutionen har 21 ansatte med juridiske, økonomiske og systemtekniske kompetencer.

En trustee er ikke juridisk set obligatorisk for norske obligationsudstedelser, men anvendes stort set altid i forbindelse med udstedelser i Norge.

Trustees anvendes også i forbindelse med udstedelse af obligationer i de angelsaksiske lande med baggrund i common law-traditionen. Den angel-

saksiske model er dog mere domstolsbaseret end det norske system, der er mere åbent for forlig uden om domstolene.<sup>15</sup>

NT har den 24. januar 2012 etableret et datterselskab i Sverige – Swedish Trustee. NT ejer 51 pct. af aktierne, mens den svenske stiftelse Acord-centralen (grundlagt i 1857) ejer 49 pct. af aktierne. Swedish Trustee vil som i Norge arbejde på at standardisere obligationsudstedelsen og overvåge selskaberne, som optager obligationslånet.

#### **4.1.2. Oslo ABM**

Der er i Norge i 2005 etableret "Oslo Alternative Bond Market" (Oslo ABM) som en alternativ markedsplads for notering og handel med obligationer og korte fastrentepapirer. Obligationer, der handles på Oslo ABM, anvender i langt de fleste tilfælde NT, men de to institutioner er uafhængige af hinanden.

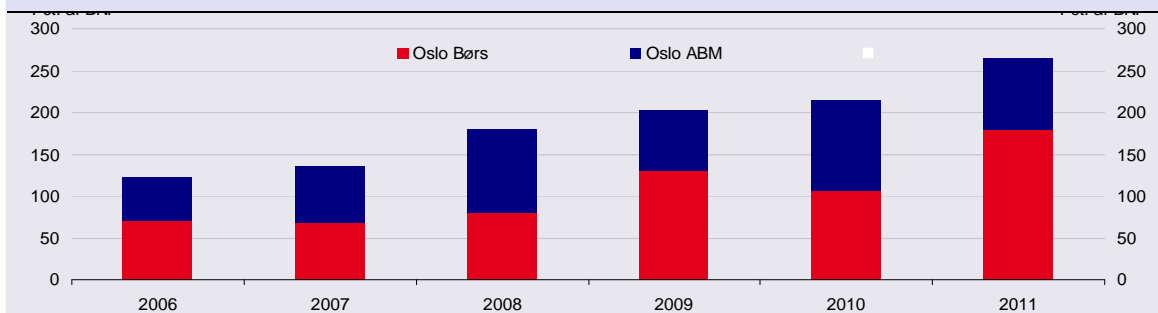
Oslo ABM er organiseret og administreret af Oslo Børs. Oslo ABM er en ureguleret markedsplads, der således ikke skal leve op til bestemmelserne i MiFID-direktivet. Oslo ABM's status som alternativ handelsplads betyder, at notering på Oslo ABM er simplere end for notering på Oslo Børs, og at der fx er færre oplysningsforpligtigelser. Derudover er der fx ikke noget krav om IFRS-rapportering (international regnskabsstandard).

Oslo ABM står for en relativt stor andel af den rejste kapital i det norske marked for obligationer og certifikater, jf. figur 4.1. En relativt stor andel af de noterede obligationer på Oslo ABM er dog udstedt af finansielle virksomheder som fx banker, der anvender obligationer som finansieringskilde.

---

<sup>15</sup> Ifølge NT

Figur 4.1  
Oslo ABM's andel af den rejste kapital på norske marked for obligationer mv., mia. NOK



Anm.: Data inkluderer obligationslån med løbetid kortere end 12 mdr., men er eksklusive statsobligationer og andre statspapirer.  
Kilde: Oslo Børs

Ved at notere obligationer eller korte fastrentepapirer på Oslo ABM får udstedere adgang til en større investorbaser, eftersom nogle investorer kun vil/kan købe noterede papirer. Der er en række årsager til, at investorerne har en sådan præference:

- Kravet om et godkendt noteringsdokument sikrer, at investorerne har adgang til information, som vedrører deres investeringsbeslutning.
- Udstederne har en løbende forpligtelse til at forsyne markedet med finansiell information og informere om alle hændelser, der måtte have betydning for prisudviklingen på de noterede papirer.
- Information om markedet og individuelle emner er tilgængelig på Oslo ABM's website.
- Professionel og systematisk overvågning af markedet sikrer ordentlig og redelig handel, og der er tale om organiseret handel gennem et troværdigt system.

Ordningen kan være attraktiv for mindre virksomheder, da prospekt- og regnskabskrav er lidt lettere end på børsen, der skal leve op til EU-

reguleringen. Det er imidlertid vurderingen, at der er fortsat ikke er meget handel med de noterede papirer på markedspladsen.

#### **4.1.3. Regionale tyske børser<sup>16</sup>**

På en række tyske børser har der i de seneste år været en vækst i handlen med erhvervsobligationer udstedt på kommercielle vilkår af de såkaldte Mittelstand-virksomheder.

Börse Stuttgart introducerede som den første tyske børs et særligt udstedelses- og handelssegment for mindre og mellemstore virksomheder i maj 2010. Börse Frankfurt og Börse Düsseldorf fulgte begge hurtigt efter med relativt velfungerende markeder.

De regionale tyske børser er – i modsætning til Oslo ABM – EU-regulerede markeder, hvorfor både prospektdirektivet og transparensdirektivet skal efterleves. Derudover har hver børs sine egne særregler, bl.a. til minimum-udstedelser, branche og rating. Det stiller krav til de udstedende virksomheder.

I alt har ca. 50 selskaber benyttet sig af de særlige udstedelsessegmenter, og det samlede udstedelsesvolumen ligger på ca. EUR 2,7 mia. Kun fem af de ca. 50 virksomheder indgår i de officielle aktieindeks over tyske selskaber. Alligevel vil en meget betydelig andel af selskaberne være større end EU's SMV-definition, hvor grænsen går ved 250 ansatte. Virksomhedernes størrelse kan være en del af forklaringen på, at de regionale tyske børser er attraktive på trods af mere omfattende krav til udstedere end ved den alternative handelsplads i Norge, Oslo ABM.

Udstedelserne på de regionale tyske børser er underlagt tysk ret, hvilket bl.a. betyder, at der ikke kan rejses fælles krav mod udsteder eller foretages ændringer i lånebetingelserne uden 100 pct. enighed. På den måde er systemet fundamentalt anderledes end fx det norske, hvor et flertal af obli-

---

<sup>16</sup> Afsnittet er baseret på en analyse af Gelting Finans.

gationsejere i samspil med udsteder kan ændre lånebetingelserne, jf. afsnit 4.1.1.

De tyske børser målrettet erhvervsobligationer for Mittelstand-virksomheder er nærmere beskrevet i bilag 2.

## **4.2. Sekuritisering**

Sekuritisering af SMV-lån består i, at pengeinstitutterne udsteder værdipapirer på baggrund af SMV-lån. Instituttet kan fx udstede en erhvervsobligation på baggrund af en pulje af SMV-lån. Køberne af obligationen har sikkerhed i lånene, og banken vil typisk tage en del af risikoen på obligationen. Det sikrer købere af obligationen, at instituttet – der har godkendt SMV-lånene – fortsat bærer en del af risikoen.

### **4.2.1. Lloyds' sekuritisering af SMV-lån**

Lloyds Banking Group er en af de største britiske finansielle institutioner, som blev skabt, da Lloyds TSB fusionerede med HBOS i 2009. Lloyds Banking Group er en global spiller, som har forretninger over det meste af verdenen, herunder i USA, Europa, Mellemøsten og Asien.

Lloyds Banking Group har mere end 1 million SMV-kunder (herunder sociale og lokale organisationer) og har en markedsandel på 21 pct. i Storbritannien, når det kommer til SMV finansiering for virksomheder med en omsætning på op til 15 mio. £. Udlån til SMV'er betegnes som en kerneforretning for Lloyds.

Lloyds er i øjeblikket rated A1 med risiko for yderligere nedjustering af Moody's.

Lloyds har valgt at anvende sekuritisering som en måde at finansiere sig på. Dvs. at de udsteder obligationer med sikkerhed i puljer af SMV-lån. På den måde kan de ud fra et af deres centrale forretningsområder også få adgang til likviditet.

Baggrunden for udstedelserne er, at Lloyds har vurderet, at serie udstedelser vil være en attraktiv måde at få likviditet på. Udstedelserne bidrager ikke til at reducere Lloyds kapitalbelastning, da instituttet selv holder de mere risikofyldte trancher (ca. 44 pct. i Sandown Gold 2012) og derfor selv bærer størstedelen af risikoen på låneporteføljen.

Lloyds har lavet 6 udstedelser med baggrund i SMV-lån – tre inden for Sandown Gold-serien siden 2010, jf. tabel 5.2. De tre øvrige udstedelser var før 2010. Ideen med at udstede en serie er bl.a. at vænne investorerne til konceptet og øge papirernes troværdighed, idet investorerne ved, at pengeinstituttet ønsker at lave flere udstedelser og dermed vil have mindre incitament til at lægge lån af mindre kreditkvalitet til grund for udstedelsen.

Tabel 4.1

**Sandown Gold udstedelserne**

	Sandown Gold 2012 -1	Sandown Gold 2011 -1	Sandown Gold 2010
Antal lån	Ca. 10.000	Ca. 9.000	Ca. 1.700
Type af låntagere	Mikrovirksomheder og mindre virksomheder	Mikrovirksomheder og mindre virksomheder	Små og mellemstore virksomheder
Gns. lånestørrelse	£146.000	£130.000	£570.000

Kilde: Lloyds

Den Europæiske Investeringsfond (EIF) spillede en rolle i den første Sandown Gold-udstedelse med en garanti på en af de mellemste trancher. Det bidrog ifølge Lloyds bl.a. til at skabe øget investortillid, jf. også afsnit 4.2.2.

Sandown Gold 2012-transaktionen blev ratet af kreditvurderingsbureauerne Moody's og Fitch.

Målgruppen er primært større institutionelle investorer, der ønsker at diversificere deres investeringsporteføljer.



#### 4.2.2. EIF's støtte til sekuritisering

Den Europæiske Investeringsfond (EIF) arbejder bl.a. på at styrke adgangen til fremmedkapital til SMV'er i EU.

EIF vurderer, at en måde at gøre udlån til SMV'er mere attraktive, er ved at skabe et sekundært marked for strukturerede finansieringsprodukter som beskrevet i fx Lloyds Sandown Gold-udstedelser. EIF kan tilbyde at hjælpe med at lave et setup for dette samt stille sikkerhed for en del af trancherne. Dette gøres under forudsætning af, at bankerne bruger deres øgede likviditet til at øge deres udlån til SMV'er.

EIF tilbyder at hjælpe i processen med at pakke og videresælge SMV-lån, imod, at det sælgende institut forpligter sig til at udstede flere SMV-lån. EIF tilbyder også mod betaling af en præmie at stille garantier for senior eller mezzanin trancher, der typisk har en minimumsrating på BB/Ba2. Da der for det meste er tale om eksisterende lån, vil pakningen ikke ændre renten på lånene, og afkastet for investorerne vil være afhængigt af bl.a. ratingen af de trancher, som der investeres i.

EIF har på forskellig vis deltaget i SMV-finansiering i lande som fx Tyskland, UK, Nederlandene, Polen og Bulgarien, fx ved at stille sikkerhed for enkelte trancher. EIF har ikke medvirket i sekuritisering i Danmark, men der er intet til hinder for, at EIF vil kunne deltage i danske pengeinstitutters eventuelle videresalg af SMV-lån.

#### 4.3. Offentlige initiativer til at fremme finansiering til små og mellemstore virksomheder

I mange lande er der offentlige ordninger, der støtter op om finansiering for små og mellemstore virksomheder. Ordningerne er typisk karakteriseret ved offentlig medfinansiering eller garantier. Nedenfor beskrives erfaringerne fra svenske Almi, tyske KfW, engelske ordninger National Loan Guarantee Scheme (NLGS) og Business Finance Partnership samt EIB's SMV-lån.

#### **4.3.1. Sverige – Almi Företagspartner AB**

Almi Företagspartner er et svensk initiativ, der skal styrke svenske SMV'ers adgang til finansiering.

Almi yder rådgivning, investerer risikovillig kapital og yder lån til små og mellemstore svenske virksomheder. Almi er etableret i 1994 og ejet af den svenske stat med 17 delvist regionalt ejede datterselskaber. Almi har en driftsbevilling fra den svenske stat på ca. 125 mio. SEK årligt som bliver matchet med en tilsvarende bevilling fra regionerne. Dvs. ca. 250 mio. SEK årligt.

Rådgivningsindsatsen, der minder om den offentlige danske indsats i regi af lokal erhvervsservice og regionale væksthuse, fokuserer på rådgivning i forbindelse med opstart, ekspansion og innovation.

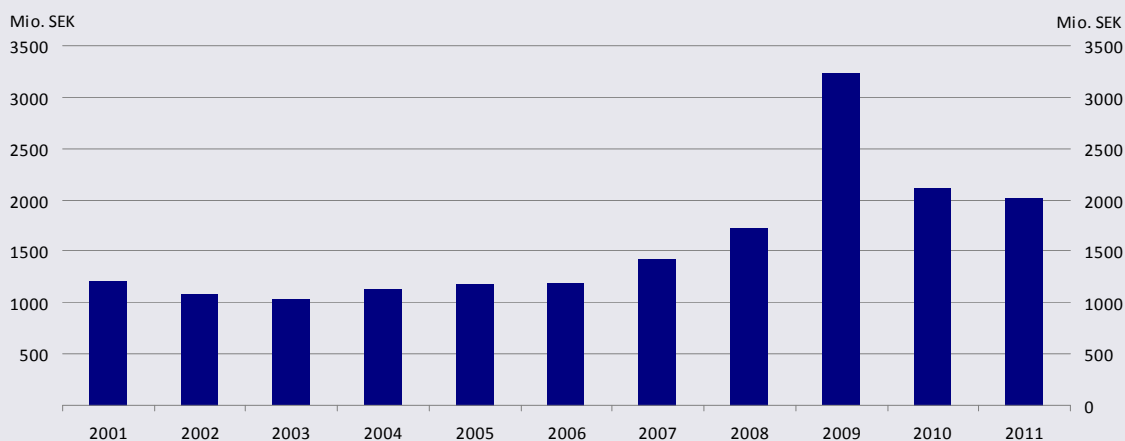
Almi investerer egenkapital direkte i svenske virksomheder – ikke via funds of funds, som fx Vækstfonden og Dansk Vækstkapital. De investerer på markedsmæssige vilkår og i 99 pct. af investeringerne sammen med kommercielle investeringspartnere. Midlerne til egenkapital stammer fra den svenske stat (25 pct.) og regionerne (25 pct.) samt EU's strukturfonde (50 pct.). Investeringerne foretages primært i den tidlige ekspansionsfase og med en investeringshorisont på 3-7 år. Almi har en fondskapital på ca. 1 mia. SEK. Deres gennemsnitlige investeringsbeløb er på 2-4 mio. SEK.

Almi giver også direkte lån til svenske virksomheder. Almi låner næsten altid ud i samspil med bankerne. De stiller i snit med 35 pct. af den samlede lånefinansieringspakke. Almi tager sikkerhed i virksomhederne, men deres lån er i praksis efterstillet bankernes og dermed mere risikofyldte. Almi tager derfor en risikopræmie på 2-3 pct. på deres lån.

Finansieringen af Almis lån kommer fra en revolverende lånefond på 5,5 mia. SEK. Kapitalen er tilført Almi fra den svenske stat. Almi har haft ekstra nyudlån i forbindelse med den finansielle krise, da Almi som et led i

krisebekæmpelsen i 2009 fik et ekstraordinært kapitalindskud på 2 mia. kr. af den svenske stat, jf. figur 4.2.

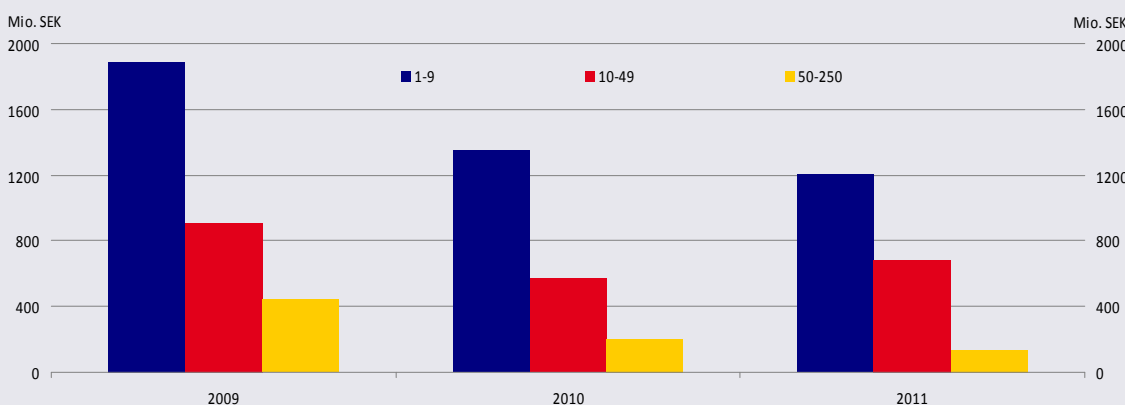
Figur 4.2  
Almis nyudlån 2001-2011, mio. SEK



Anm.: Det stigende udlån i 2009 skyldes ekstraordinær bevilling på 2 mia. SEK. fra den svenske stat.  
Kilde: Almi

Almis lån går fortrinsvis til mindre virksomheder med 1-9 ansatte, jf. figur 4.3.

Figur 4.3  
Almis nyudlån fordelt på virksomhedsstørrelser, mio. SEK



Kilde: Almi

#### 4.3.2. Tyskland - KfW

I Tyskland har Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) særlige programmer for SMV'er. KfW blev grundlagt i 1948 for at finansiere genopbygningen efter 2.

verdenskrig. KfW's virksomhed er reguleret ved lov, og som offentlig virksomhed er den er fritaget for skat, ligesom der ikke betales udbytte til aktionærer. Overskuddet tilskrives KfW's egenkapital.

Forbundsstaten ejer 80 pct. af aktierne i KfW, mens forbundslandene ejer de resterende 20 pct. af aktierne. Med en balance på 442 mia. EUR i 2010 var KfW i 2010 den 3. største bank i Tyskland.

KfW-gruppen finansierer 90 pct. af sine udlån gennem obligationsudstedelser, der er garanteret af Forbundsstaten. Obligationerne har dermed AAA status, hvilket indebærer, at KfW kan finansiere sig billigt. I 2010 solgte KfW 360 obligationsserier i 17 valutaer for samlet 76,4 mia. EUR.

På lån til SMV'er kan KfW som hovedregel finansiere op til 50 pct. af udlånet, mens den lokale bank finansierer resten. Der kan gives 20-årige lån med op til 3 års afdragsfrihed. I 2011 blev der ydet lån til 80.000 SMV'er. Den lokale bank sender låneansøgningen til KfW elektronisk med data for den pågældende virksomhed. Herefter foretager KfW meget hurtigt en kreditvurdering og tager stilling til låneansøgningen.

I forbindelse med iværksætterlån (Unternehmerkredit) er eventuelle krav fra KfW efterstillet de andre sikrede kreditorer. Renten på iværksætterlåne subsidieres kraftigt i de første tre år og mindre i de efterfølgende 7 år. Efter 10 år betales en markedsrente. KfWs renteniveau ligger fra 2,8 pct. til 7,15 pct. afhængig af risikoen.

KfW lægger vægt på at have kapacitet til at vurdere hver enkelt låntagende kunde. Under den finansielle krise oplevede KfW, at nogle banker prøvede at sælge dårlige kunder til KfW.

Den del af KfW, der koncentrerer sig om SMV-finansiering, lægger vægt på, at strukturen på deres låneordninger er simple og favorable. Der kan gives særligt lave renter til prioriterede områder som nystartede virksomheder og innovation. Finansieringsprodukterne omfatter mellemfristede og langsigtede lån, mezzaninkapital og egenkapitalinvesteringer.

KfW deltager gennem det standardiserede program PROMISE (Promotional Mittelstands Loan Securitisation) i sekuritisering af lån således, at traditionelle banklån overgår til værdipapirmarkedet med henblik på at øge kreditudbuddet, jf. fremgangsmåden i afsnit 4.2,1 og 4.2.2. KfW's rolle er bl.a. at stille garantier til visse trancher og facilitere transaktionen.

#### **4.3.3. National Loan Guarantee Scheme (NLGS)**

NLGS er et blandt en række nye initiativer, som den britiske regering har lanceret med henblik på at styrke SMV'ers adgang til finansiering. NLGS gør det muligt for banker at rejse 20 mia. £ i statsgaranterede midler til finansiering af og direkte investeringer i SMV'er. Det er således en forudsætning for at få adgang til de statsgaranterede lån eller statsgaranterede obligationsudstedelser, at midlerne anvendes til udlån til SMV'er.

Samtidig skal virksomhederne tilbydes en rente, der er billigere end ved optagelse af et normalt banklån (1 procentpoint). Dvs. er banklånet på 3 pct., så vil renten på NLGS-faciliteten være 2 pct. Lånefaciliteten har været i gang siden marts 2012 og benyttes indtil videre af 5 banker. Således har Aldermore, Barclays, Santander, Lloyds og Royal Bank of Scotland tilmeldt sig ordningen.

Statens garanti er kun tilknyttet pengeinstitutternes adgang til finansiering, der bliver billigere med en statsgaranti i ryggen. Det er imidlertid fortsat pengeinstitutterne, der bærer risikoen på det enkelte lån til virksomhederne.

Lloyds har allerede benyttet sig af initiativet til at få en statsgaranti til en 5-årig obligationsudstedelse den 25. april 2012 på 1,4 mia. £. Midlerne skal derefter anvendes til at låne ud til SMV'er.

Kravene for en virksomhed til at kunne optage lån under NLGS er følgende tre ting:

1. Den må ikke have en omsætning på over 50 mio. £

2. Virksomheden skal være nationalt forankret – dvs. bidrage til den engelske økonomi (UK business)
3. Skal være veldrevet og finansielt stabil

NLGS kan bruges til nye lån, refinansiering af gamle lån, leasing-aftaler m.v. Som udgangspunkt har alle virksomheder/brancher adgang til ordningen. Det kan imidlertid godt variere fra bank til bank, da administrationen af ordningen er op til bankerne selv. Ordningen henvender sig specifikt til bankerne, da små virksomheder er mere afhængige af bankfinansiering i forhold til store virksomheder.

EU-Kommissionen har godkendt, at ordningen overholder gældende statsstøtteregele. Grundet statsstøtteelementet er der fastlagte grænser for, hvor meget en virksomhed kan låne, også i forhold til branche. En normal virksomhed kan låne op til 200.000 £ over en treårig periode, for transportvirksomheder er beløbet 100.000 £ og for landbrug er beløbet 7.500 £.

Ordningen vil være gældende til og med 2013.

#### **4.3.4. Business Finance Partnership (BFP)**

Den britiske regering har også Business Finance Partnership (BFP)-ordningen, der går ud på, at der stilles 1 mia. £ til rådighed for investeringer i fonde, der låner ud til SMV'er. Regeringen investerer højst 50 pct. og skal have samme afkast som de private investorer.

Mens NLGS arbejder via bankerne, støtter BFP op om markedet for lånefinansiering uden for bankerne, hvor fonde og lignende yder lån direkte til virksomhederne, jf. boks 4.3. Et sådant marked er ikke særligt udviklet i Danmark, men er fx relativt udbredt i USA. Der er eksempler på udenlandske fonde, der har ydet lån til danske virksomheder.

Boks 4.3

**Ares Capital Management**

Ares Capital Management er en af de fonde, der har kvalificeret sig til at få investeringer fra Business Finance Partnership. Ares låner hovedsageligt ud til virksomheder særligt i mid-cap segmentet, men låner dog også ud til lidt mindre virksomheder. De tilbyder en lang række specialiserede låneprodukter, fx mezzaninkapital og lån i forbindelse med leveraged buyouts. Ares yder lån i størrelsesordenen EUR 10 mio. kr. og opad. Midlerne, de investerer, får de fra pensionskasser mv.

Ares Capital Management planlægger at anvende midlerne fra Business Finance Partnership til investeringer, således at de anvender de statslige midler til at matche deres øvrige lån til virksomhederne i de segmenter, der lever op til den engelske regerings krav til ordningen.

**4.3.5. SMV-lån fra EIB**

Den Europæiske Investeringsbank (EIB) er en såkaldt engrosbank, idet den hovedsageligt låner ud til pengeinstitutter og større infrastrukturprojekter.

EIB ejes af EU-landene og har til formål at stille langsigtet finansiering til rådighed for sunde investeringer.

Et prioriteret område er lån til europæiske SMV'er. Konceptet er typisk, at EIB kommer med halvdelen af pengene, mens det lokale pengeinstitut har resten. Det er den lokale bank, der står for videreudlånene til SMV'erne og for kreditvurderingen.

EIB's lån er relativt billige, men udlånsrenten er afhængig af det modtagende instituts rating. Lånet gives under forudsætning af, at de endelige låntagere – dvs. SMV'erne – også får lån på rimelige vilkår. Der er flere danske banker, der har benyttet sig af lånemuligheden i EIB.

EIB giver af ressourcemæssige årsager ikke udlån på mindre end 30 mio. EUR. Derudover sætter EIB's interne kreditpolitik en øvre grænse på udlån fra EIB på 5 pct. af egenkapitalen i det pengeinstitut, der skal have lånet. Det indebærer i praksis, at det kun er større danske banker (Finanstilsynets gruppe 1 og 2) eller flere banker i fællesskab, der vil kunne få lån i EIB.

## **Kapitel 5. Barrierer for etableringen af et marked for erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder i Danmark**

Markedet for erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder i Danmark er relativt uudviklet. Det kan til dels forklares af den historisk set lette adgang til kredit fra penge- og realkreditinstitutter, ligesom den danske erhvervsstruktur, hvor der er relativt få meget store virksomheder, kan spille en rolle.

Det er udvalgets vurdering, at der ikke som sådan er juridiske barrierer i forhold til at udstede erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder i Danmark. Tidligere har den såkaldte 25 procents-regel for pengeinstituttiladelse udgjort en barriere for nogle virksomheder, idet reglen muliggjorde, at virksomheder, der udsteder erhvervsobligationer svarende til mere end 25 pct. af deres balance, ville skulle have pengeinstituttiladelse. Finanstilsynet har imidlertid bl.a. i forbindelse med udvalgets arbejde valgt at revidere deres vejledende udtalelse om reglen, jf. bilag 3.

Det institutionelle set-up i Danmark er imidlertid mindre veludviklet end i fx Norge, hvor private aktører er gået sammen om etablering af en trustee-ordning. Etableringen af en lignende ordning i Danmark vil kræve lovændringer.

Lovændringer, der muliggør etablering af et trustee-system i Danmark, er ikke i sig selv en garanti for, at der skabes et større marked for erhvervsobligationer. Det vil bl.a. også forudsætte, at der er et tilstrækkeligt udbud fra virksomhederne og tilstrækkelig investorinteresse.

På investorsiden vil det kræve ressourcer at vurdere ikke mindst kreditkvaliteten af udstedelser på et dansk marked for erhvervsobligationer. Det kan især i starten afholde institutionelle investorer som fx pensionsinstitutter fra at investere.



Der vil således være en pris at betale for at være first-mover. Virksomhederne vil ikke udstede i Danmark, fordi man ikke ved, om der er tilstrækkeligt med investorer, eller om man får den rigtige rente. Tilsvarende vil investorerne ikke investere i at få de nødvendige investeringskompetencer på plads, så længe der ikke er et marked at investere i.

### 5.1. Strukturelle faktorer

Markedet for erhvervsobligationer i Danmark er i dag ikke særligt stort. Dette er ikke noget problem for de største danske virksomheder, der kan udstede obligationer på udenlandske markeder. Det vurderes imidlertid at betyde, at en række mindre virksomheder har vanskeligere ved at udstede, end hvis der havde været et velfungerende marked for erhvervsobligationer i Danmark.

Der kan være en række forklaringer på, hvorfor Danmark ikke har et større marked for erhvervsobligationer. En oplagt forklaring er, at Danmark er et relativt lille marked, og at det derfor kan være vanskeligt at opbygge et marked med tilstrækkelig likviditet til, at det bliver interessant for investorerne.

En anden mulig forklaring på de relativt få udstedelser er de udgifter, der er forbundet med en udstedelse af en erhvervsobligation. Den svenske centralbank har anslået, at det koster ca. 1 mio. kr. at have et standardiseret europæisk European Medium Term Note (EMTN)-program for udstedelse på euro-markedet.<sup>17</sup> Alternativt kan virksomhederne vælge at have et svensk udstedelsesprogram, der som udgangspunkt koster omkring 100.000 SEK pr. år, jf. tabel 5.1.

---

<sup>17</sup> Fordelen ved at operere med et EMTN-program er, at det er baseret på ét standardiseret dokumentationsgrundlag for det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel mv. Det giver mindre dokumentationsarbejde (og dermed lavere omkostninger) samt en høj grad af fleksibilitet.

Derudover skal virksomheden have et prospekt for programmet, der skal opdateres en gang om året. Dette koster omkring 500.000 SEK. Samtidig vil et velanset større ratingbureaus godkendelse være med til at øge tilliden til udstedelsen. Ifølge den svenske centralbank er de årlige omkostninger ved at have en rating fra et ratingbureau ca. 2 mio. SEK. Dertil kommer de interne udgifter i virksomheden til dialogen med ratingbureauet. Endelig vil der være interne udgifter i virksomheden i forbindelse med markedsføring for at få afsat obligationerne til investorerne.

Tabel 5.1

**Årlige udgifter ved et obligationsprogram**

	Beløb i SEK	Beløb i DKK <sup>1</sup>
Kreditvurdering (rating)	2 mio.	1,682 mio.
EMTN-program	1 mio.	841.000
Alternativt svensk program	100.000	84.000
Prospekt opdateres årligt	500.000	421.000

1) Omregnet til DKK ved anvendelse af valutakurs på 84,11 SEK pr. 100 DKK svarende til kursen medio juni 2012

Kilde: Gudrun Gunnarsdottir og Sofia Lidh (2011): Markets for Swedish non-financial corporations' loan-based financing, Sveriges Riksbank Economic Review 2011:2

Da mange udgifter er uafhængige af lånets størrelse, er der betydelige stordriftsfordele ved obligationsudstedelse. På et obligationslån på 250 mio. SEK vil de årlige faste udgifter før renter således beløbe sig til 1-1,4 pct. alt efter udstedelsesmodel. Hvis lånet er på 500 mio. SEK, vil de årlige faste udgifter være 0,5-0,7 pct. De faste udgifter på større udstedelser er dermed ikke afskrækkende, hvis renteniveauet ellers er fornuftigt. Samtidig kan virksomhederne opnå fordele ved at have adgang til flere finansieringskilder.

På grund af disse udgifter er det sjældent relevant med obligationsudstedelser, hvis virksomheden har et finansieringsbehov på mindre end 200 mio. kr. Den svenske centralbank vurderer således, at minimumsudstedelsen for

en udstedelse på det svenske marked er mellem 250 og 500 mio. SEK.<sup>18</sup> Der findes dog enkelte udstedelser på ned til 100 mio. SEK på det svenske marked. På de tyske børser ligger de fleste udstedelser på over 25 mio. EUR, men også her ser man enkelte mindre udstedelser på ned til 8 mio. EUR, jf. afsnit 4.1.3 og bilag 2.

Et fast udstedelsesprogram kan betyde, at mindre udstedelser bliver mere håndterbare for virksomheden, da det betyder mindre faste udgifter i forbindelse med den enkelte udstedelse. Det vil dermed især være virksomheder, der regelmæssigt henter finansiering via obligationsmarkedet, der kan få omkostningerne på mindre udstedelser ned.

Kravene til lånestørrelser eller alternativt gentagne udstedelser peger i retning af, at en erhvervsstruktur med relativt mange mindre virksomheder betyder, at der generelt vil være et mindre marked for erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder.

I den sammenhæng er det relevant, at over 99 pct. af de danske virksomheder har under 250 ansatte, og ca. 85 pct. under 10 ansatte. Denne fordeling er ikke meget anderledes i de lande, som vi normalt sammenligner os med. Ser man på omsætning, er de store virksomheder i andre lande imidlertid relativt større end i Danmark. I Danmark står store virksomheder for 33,7 pct. af den samlede omsætning. Det er den laveste andel blandt sammenlignelige lande. I Tyskland, som ligger i toppen, står de store virksomheder for 52,1 pct., mens det i Sverige er 42,8 pct.<sup>19</sup>

Pengeinstitutterne har i Danmark været den traditionelle kilde til fremmedkapital for virksomhederne. Dette har, suppleret med det danske realkreditsystem, givet virksomhederne relativt let adgang til billig finansiering via

---

<sup>18</sup> Gudrun Gunnarsdottir og Sofia Lidh (2011): Markets for Swedish non-financial corporations' loan-based financing, Sveriges Riksbank Economic Review 2011:2

<sup>19</sup> EU-kommissionen: SME performance review 2012

kreditinstitutterne. Man har således ikke haft et betydeligt incitament til at udstede erhvervsobligationer.

En årlig survey i Global Competitiveness Report viser, at Danmark frem til 2008 var blandt de lande i verden, hvor det var lettest at få et banklån på basis af en forretningsplan. I 2012 lå Danmark på en 28. plads.<sup>20</sup>

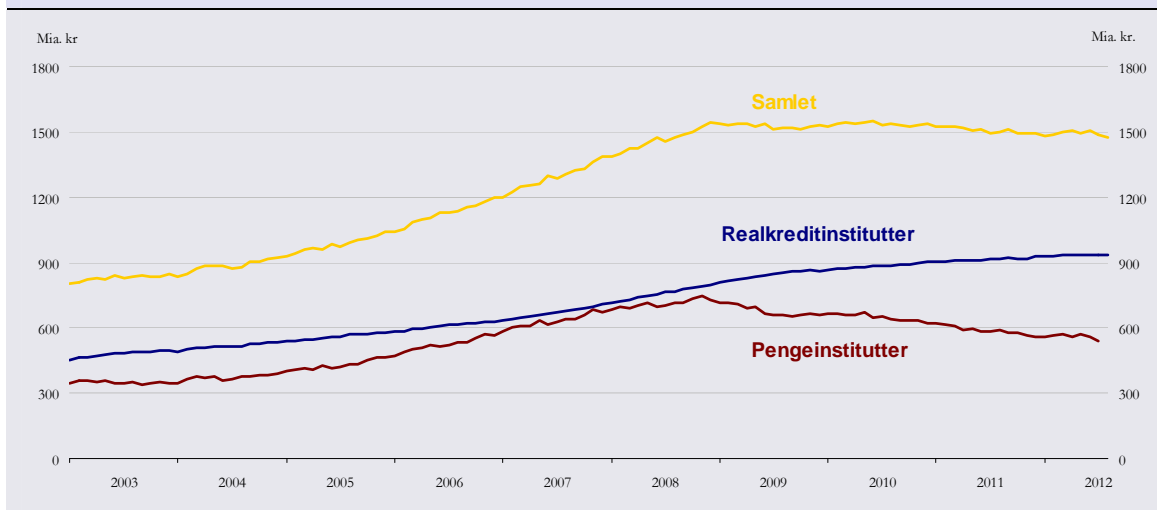
Samtidig er realkreditobligationernes andel af den samlede mængde udestående obligationer væsentlig større i Danmark end i USA og Tyskland. Danske virksomheder har på aggregeret niveau højere samlede udeståender til realkredit- end til pengeinstitutter. Realkreditinstitutterne har under krisen øget deres rolle som finansieringskilde for virksomhederne, idet realkreditlån til erhverv er steget i de seneste år, mens erhvervsudlån fra bankerne er faldet betydeligt, jf. figur 5.1.

Der har de danske realkreditobligationer til en vis grad udfyldt den rolle, erhvervsobligationerne spiller i andre lande. Realkreditobligationerne er dog mindre fleksible i og med, at de stiller krav om pant i fast ejendom.

---

<sup>20</sup> Kilde: World Economic Forum, Global Competitiveness Report, 2012. Svar på spørgsmålet: How easy is it to obtain a bank loan in your country with only a good business plan and no collateral? [1 = very difficult; 7 = very easy]. Det skal understreges, at undersøgelsen har relativt få respondenter og derfor er behæftet med stor usikkerhed.

Figur 5.1  
Kreditinstitutternes udlån til erhverv



Kilde: Nationalbanken

## 5.2. Udbuddet af erhvervsobligationer

Skal der etableres et større dansk marked for erhvervsobligationer, kræver det, at der kan udbydes en tilstrækkelig mængde obligationer til, at markedet får en passende størrelse, der muliggør spredning og en vis likviditet. Er udbuddet ikke tilstrækkeligt, vil markedet ikke kunne tiltrække opmærksomhed fra de større investorer.

Størrelsen af virksomhedernes engagementer hos danske pengeinstitutter kan give en indikation af, hvor mange obligationsudstedelser, der vil være basis for i Danmark. Der er ca. 1.600 engagementer, der overstiger den svenske, estimerede minimumsgrænse på 200 mio. kr.<sup>21</sup> Tallene kan dog indeholde flere engagementer fra samme virksomhed, ligesom en del af engagementerne vil være sikret med pant. Derudover kan det i mange tilfælde være ufordelagtigt at konvertere engagementer i pengeinstitutter til obligationsudstedelser. Det reelle potentiale for udstedelser estimeres derfor at være noget mindre end de 1.600 engagementer.

<sup>21</sup> Finanstilsynet

Der er i Danmark pengeinstitutter, der hjælper danske virksomheder med udstedelser af erhvervsobligationer i udlandet. Der eksisterer derved allerede i nogle institutter kompetencer, der vil kunne hjælpe danske virksomheder, der ønsker at udstede obligationer i Danmark.

Der er ikke umiddelbart noget, der tilsiger, at institutterne ikke vil have interesse i at bistå interesserede virksomheder med udstedelse af erhvervsobligationer, da de vil kunne flytte deres indtjening fra rentemarginaler på lån til indtjening fra rådgivning. Erhvervsobligationer kan således være attraktivt for mange pengeinstitutter, da det kan bidrage til en balanceslankning, uden at det nødvendigvis vil betyde et tab i indtægter.

For virksomhederne vil den effektive rente på erhvervsobligationen have betydning for, hvor attraktivt produktet er.

Renten på erhvervsobligationer vil normalt være højere end på realkreditobligationer, hvilket bl.a. kan tilskrives, at erhvervsobligationer i modsætning til realkreditobligationer typisk er uden sikkerheder. Renten på erhvervsobligationer vil formodentligt også være højere, hvis man sammenligner med renter på variabelt forrentede banklån.

Det er imidlertid vanskeligt præcist at estimere renterne på evt. kommende mindre danske erhvervsobligationsudstedelser, da de vil afhænge meget af den enkelte virksomheds kreditværdighed. Nogle investorer vurderer således, at renten på en mindre, lavt eller unrated udstedelse uden sikkerhed ofte vil blive i omegnen af 10 pct., hvilket aktuelt vil være dyrere end lån i pengeinstitutter.

Når erhvervsobligationer alligevel kan være et attraktivt alternativ for nogle virksomheder, skyldes det, at de ved udstedelse af obligationer frem for banklån kan få langsigtede kreditter, der ikke kan opsiges af banken, og samtidig i mange tilfælde undgå en række af de covenants eller lånebetin-

gelses, der følger med et banklån.<sup>22</sup> Samtidig kan det være en fordel for virksomhederne at kunne trække på flere mulige kreditlinier, fx i situationer, hvor bankerne strammer deres udlånspolitikker.

Fordelen ved obligationer frem for realkredit er noget mindre, da virksomhederne også her kan få langsigtet finansiering til en fast, lav pris. Realkreditlån forudsætter imidlertid, at virksomhederne kan stille pant i fast ejendom.

### 5.3. Efterspørgsel efter erhvervsobligationer

For at et regulært marked for erhvervsobligationer kan opstå i Danmark, er det nødvendigt, at de danske erhvervsobligationers risiko- og afkastprofiler appellerer til institutionelle investorer. Pensionsinstitutterne er forpligtet til at sammenligne investeringer eksempelvis i erhvervsobligationer med andre afkast/risiko-profiler og skabe det bedst mulige risikojusterede afkast, jf. lov om finansiel virksomhed § 158. Tilsvarende bestemmelser findes i ATP-loven og LD-loven. De private investorer vil kunne spille en rolle på sigt, som de fx gør på det tyske marked, men i en opstartsfasen er de institutionelle investorer uundværlige.

De danske pensionsopsparinger er fortsat under opbygning. Dermed vil pensionsinstitutterne i de kommende år have en voksende portefølje, de skal have placeret i aktiver, der giver en fornuftig balance mellem risiko og afkast. En række danske institutter har allerede store investeringer i kreditobligationer, herunder i erhvervsobligationer. Investeringerne i erhvervsobligationer er dog primært i udenlandske udstedelser, hvilket følger naturligt af, at der ikke er gennemført mange udstedelser i Danmark.

Mange markeder for erhvervsobligationer er relativt illikvide, og det kan derfor være forbundet med tab, hvis man ønsker at skille sig af med obliga-

---

<sup>22</sup> Det kan ikke udelukkes, at stand-alone obligationsudstedelser fra fx uratede virksomheder og udstedelser, der ikke optages til handel, vil kunne indeholde en række covenants. Dette vil imidlertid variere fra udstedelse til udstedelse.

tioner, inden de udløber. Nogle institutionelle investorer har peget på den manglende likviditet som en barriere, idet de gerne vil kunne afhænde deres obligationer igen, hvis de får behov for det. Det betyder, at de typisk vil kræve en illikviditetspræmie ved køb af erhvervsobligationer.

Problemerne med illikviditet er særligt store ved små udstedelser fra mindre kendte virksomheder. Større udstedelser er således til fordel for en investor, idet en stor obligationsudstedelse fra et større, mere velkendt selskab typisk vil være mere likvid.

Mange af pensionsinstitutterne bruger hovedsagligt forvaltere i forbindelse med deres investeringer – især hvis det er mindre investeringer og investeringer i kreditobligationer. Mange af de forvaltere, som danske pensionsinstitutter benytter sig af, når det gælder investeringer i kreditobligationer, er udenlandske. Ofte vil den enkelte analytiker have fokus på udvalgte brancher i hele Europa. Der er derfor ingen specielle udfordringer for danske virksomheder, der er store nok til at tiltrække sig opmærksomhed fra de udenlandske, branchespecialiserede analytikere.

Der er i flere af de mandater eller guidelines, der er givet til kapitalforvalterne fra danske pensionsinstitutter, muligheder for, at kapitalforvalterne kan investere i danske erhvervsobligationer. I nogle tilfælde kan det imidlertid være en hindring, hvis der udstedes i DKK frem for i EUR. Samtidig ligger der afgrænsninger for ratingen i en del mandater, hvilket kan være en hindring for køb af fx uratede obligationer.

Kapitalforvalterne har typisk en interesse i, at de kan omsætte obligationerne, da de skal kunne skille sig af med papirer, som forventes at klare sig dårligt i en given periode. Det kan være et problem særligt i forhold til mindre udstedelser, da det generelt kan være vanskeligt at afsætte ressourcer til analyse af små udstedelser fra et lille marked som det danske, og fordi omsætningen i mindre udstedelser vil være begrænset.



### 5.3.1. Transparens og rating

For at investorerne kan vurdere den risiko, der er forbundet med en given obligationsudstedelse, er det centralt, at der er transparens om virksomhedens muligheder for at tilbagebetale lånet. Det kan bl.a. ske via rating fra en uafhængig aktør, eller ved at udsteder i forbindelse med registrering på en markedsplads forpligtes til at offentliggøre en række oplysninger løbende, således at professionelle investorer selv kan vurdere risikoen ved obligationen.

Rating kan være en fordel i forhold til afsætningen af obligationer, da det betyder, at kapitalforvaltere ofte vil kunne få dem ind i flere af deres investeringsmandater. Rating er imidlertid ikke en absolut forudsætning for investorerne, hvis de har adgang til den nødvendige information på anden vis.

Det vil øge mulighederne for at gennemføre enkeltudstedelser, hvis omkostningerne ved at få gennemført en troværdig rating reduceres mest muligt. Man kan således se, at udstedelserne fra de tyske Mittelstand virksomheder stort set alle er rated af tyske Creditreform, og ikke af de tre store, dyrere ratingbureauer, jf. afsnit 4.1.3 og bilag 2.

### 5.4. Institutionelle faktorer

Der vurderes overordnet ikke at være juridiske barrierer for udstedelse af erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder i Danmark. Det institutionelle set-up i Danmark er imidlertid mindre veludviklet end i fx Norge, hvor private aktører er gået sammen om etablering af en trustee-ordning. Etableringen af en lignende ordning i Danmark vil kræve lovændringer.

En eller flere trustee-funktioner som Norsk Tillitsmann kan bidrage til at øge investorinteressen for erhvervsobligationer i Danmark. Det skyldes bl.a., at systemet løser free-rider problematikker i forbindelse med udgifter til evt. restrukturering mv. af udstedende selskaber, idet trustee-funktionen sikrer, at udgifterne bliver fordelt ligeligt mellem alle obligationsejerne.

Samtidig kan trustee-systemet bidrage til et styrket udbud, idet det bliver lettere for virksomhederne at udstede erhvervsobligationer. En trustee-funktion kan således bidrage til, at der laves standarddokumentation for udstederne, ligesom det giver én forhandlingspartner for den udstedende virksomhed i modsætning til et system, hvor der skal forhandles med alle obligationsejere, jf. afsnit 4.1.1.

Man kan komme et stykke i forhold til at etablere en trustee aftaleretligt i Danmark, men det er meget usikkert, om man under gældende dansk lov kan fungere som trustee for obligationsejerne, herunder i den situation, hvor obligationerne bliver handlet videre fra de oprindelige købere, jf. bl.a. fuldmagtslæren og retsplejelovens regler om rettergangsfuldmægtige og reglerne om gruppesøgsmål samt konkursloven. Derudover er det uklart, om en trustee på tilfredsstillende vis kan fungere som security agent under dansk lov, idet der efter de gældende regler ikke ses at være mulighed for at holde pant på vegne af obligationsejerne. Den manglende lovhjemmel kan ses som en væsentlig barriere for, at der etableres institutioner, der kan facilitere udstedelse af erhvervsobligationer i Danmark.

I Norge er der etableret en alternativ handelsplads for erhvervsobligationer, hvor kravene til notering ikke er så store som på en regulær børs. På Oslo ABM er vilkår og betingelser fastsat uafhængigt af EU-direktiver og i samarbejde med markedsdeltagerne, således at vilkårene matcher både udsteder- og investorbehov.

Der findes ikke i Danmark en tilsvarende alternativ handelsplads. Der er imidlertid ikke nogen juridiske barrierer for at åbne en sådan i Danmark. NASDAQ OMX har oplyst, at de vil åbne den alternative handelsplads First North Bond Market, der er en udvidelse af den allerede eksisterende alternative markedsplads for smv-aktier – First North, for erhvervsobligationer i løbet af november 2012. Det er planen, at der skal være lavere krav til registrering på den nye handelsplads end på den regulære børs.

Den offentlige sagsbehandling i forbindelse med godkendelse af prospekter har også betydning for, hvor let det er for virksomhederne at udstede erhvervsobligationer. Når det gælder godkendelse af prospekter for erhvervsobligationer, har Finanstilsynet begrænset erfaring grundet relativt få udstedelser. I forbindelse med en øget mængde udstedelse af erhvervsobligationer i Danmark, bør det således sikres, at Finanstilsynet har en effektiv og fleksibel sagsbehandling.

## Kapitel 6. Barrierer for etableringen af et marked for sekuritisering af SMV-lån i Danmark

Sekuritisering indebærer, at der udstedes obligationer eller lignende med sikkerhed i fx en pulje af SMV-lån. I forbindelse med sekuritiseringen placeres eller ejes SMV-lånene i en særlig kapitalenhed, der sikrer investorerne, at andre kreditorer i det udstedende institut ikke har adgang til lånene i tilfælde af en default i det udstedende institut.

Sekuritisering kan have en reel funktion og værdi for både udsteder og investor. Det gælder imidlertid om at sikre transparens i udstedelserne, således at investor har adgang til passende information om kvaliteten af de aktiver, der ligger bag de enkelte obligationsudstedelser. Hvis sekuritisering skal give SMV'er lettere adgang til finansiering, forudsætter det, at pengeinstitutterne ønsker at sælge nogle af deres lån, og at de anvender den forbedrede likviditet til nye udlån.

Der eksisterer en række juridiske barrierer for sekuritisering i Danmark. Dels i forbindelse med overdragelsen af lån fra pengeinstitutter til kapitalenheder, dels i forhold til at sikre en effektiv afgrænsning af sikkerhederne i kapitalenheden, så investorerne er garanteret, at andre kreditorer ikke kan gøre krav på de aktiver, der ligger bag obligationsudstedelsen. Samtidig betyder de danske regler for beskatning af kapitalenheder, at det kan være mere attraktivt for pengeinstitutter at placere en kapitalenhed i udlandet.

Indførelse af mulighed for sekuritisering vil give pengeinstitutterne et supplerende finansieringsinstrument, idet de får mulighed for at rejse kapital via udstedelse af obligationer med sikkerheder i veldefinerede og velafgrænsede aktiver. Sekuritisering er muligt i lande som fx England, Tyskland, USA og Nederlandene.

Fjernes de juridiske barrierer for sekuritisering af SMV-lån, kan det gøre det mere attraktivt for pengeinstitutterne at udstede de SMV-lån, som kan anvendes som sikkerhed i obligationsudstedelserne.

Et alternativ til sekuritisering kan være en sektorløsning i form af etableringen af et kreditinstitut, der specialiserer sig i køb af lån fra en række pengeinstitutter og samtidig udsteder obligationer; ikke med sikkerhed i en bestemt pulje af lån, men med sikkerhed i kreditinstituttet som sådan. Modellen kræver etableringen af et kreditinstitut, der af investorerne vurderes at have en høj grad af troværdighed. Derudover er det en forudsætning for modellens funktionsdygtighed, at pengeinstitutterne oplyser deres kunder om, at de med deres langsigtede kredit vil blive kunder i et andet institut – på samme måde som mange mindre pengeinstitutter formidler realkreditlån via Totalkredit.

En anden mulig model er, at en organisator går ind og låner penge direkte ud til SMV'ere og udsteder obligationer med sikkerhed i lånene med en statsgaranti i ryggen. Denne model har den væsentlige udfordring, at udbyderen af obligationen, der også kreditvurderer og godkender de enkelte lån, ikke bærer nogen risiko.

De forskellige modeller for sekuritisering vil alle i større eller mindre grad kunne bidrage til bedre match mellem lånebehovet i pengeinstitutterne og placeringsbehovet i pensionsinstitutterne.

Den nuværende udfordring set fra pengeinstitutsiden er, at adgangen til langsigtet funding er begrænset, og at nogle institutter enten er likviditets- og kapitalbegrænsede eller risikerer at blive det ved indfasningen af nye likviditets- og kapitalkrav.

Pensionsinstitutterne, der er de primære potentielle aftagere af sekuritiserede papirer, har lang funding og et langt placeringsbehov, men er udfordret af, at de er følsomme over for markedsrisici.

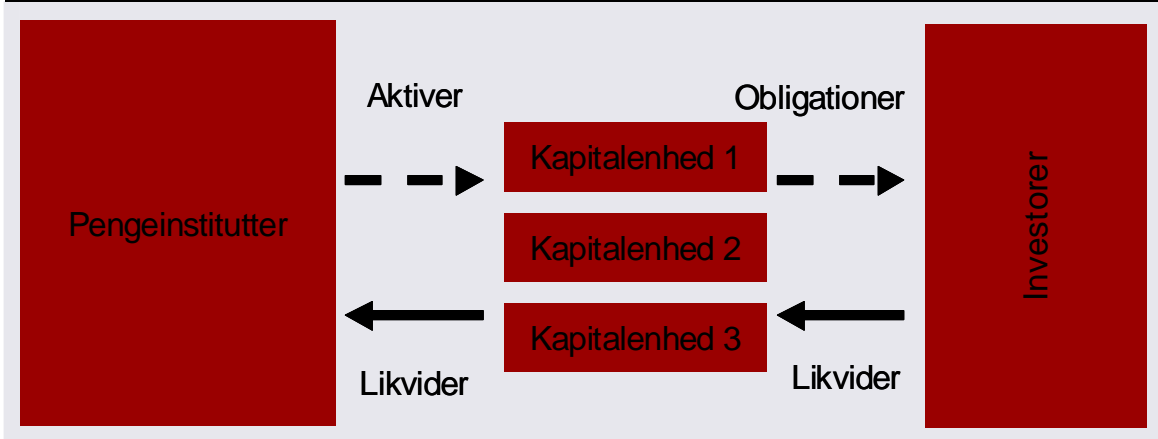
Gennem sekuritisering kan man forsøge at matche pengeinstitutternes kreditvurderingsekspertise med pensionsinstitutternes placeringsbehov, og på den måde skabe basis for langsigtet SMV-finansiering.

På kapitalbelastningssiden skal der i struktureringen af produkter tages hensyn til, at det kommende kapitalkravsdirektiv (CRD IV) stiller krav om, at det udstedende pengeinstitut som minimum skal holde 5 pct. af en obligationsudstedelse baseret på sekturitisering. Mange investorer forventes imidlertid at ville stille noget større krav til den andel, udstederen skal holde. Det begrænser den kapitalaflastning, pengeinstitutterne kan opnå ved brug af sekuritisering.

### 6.1. True-sale sekuritisering via en kapitalenhed

True-sale sekuritisering består i, at et eller flere pengeinstitutter sælger lån af balancen til en kapitalenhed. Kapitalenheden er et tomt selskab kun indrettet med henblik på udstedelse af obligationen, der sælges videre til investorerne, jf. figur 6.1. Der skal oprettes en ny kapitalenhed, hver gang der skal udstedes en ny obligation.

Figur 6.1  
Model for true-sale sekuritisering



Typisk vil modellen indebære, at det udstedende pengeinstitut skal holde en del af obligationerne selv, således at det fortsat bærer en del af risikoen ved lånene, jf. CRD IV. Dermed får instituttet ikke incitament til at slække på kreditgivningen, selv om det videresælger lånene.

Sekuritisering er en fundingmetode, pengeinstitutterne kan anvende på linje med fx lån på interbankmarkedet eller udstedelse af usikrede obligationer. Fordelen ved sekuritisering er, at der vil være sikkerhed i den underliggende portefølje, som kan udgøres af både sikrede og usikrede fordringer.

Der er en række faktorer og forudsætninger, der skal være til stede for, at true-sale sekuritisering er attraktivt for både pengeinstitutter og investorer:

- Der skal foretages en rating af porteføljen og/eller være gode og detaljerede data om de underliggende lån tilgængelige for investorerne, således at de kan vurdere risikoen forbundet med investeringen.
- Investorer vil typisk foretrække udbydere, der udbyder obligationer i serier. Dermed har udstederen et incitament til at lave en fornuftigt balanceret portefølje, der performer godt, så også fremtidige udstedelser vil være salgbare.
- Udstedelser skal op i en vis størrelse for at kunne retfærdiggøre omkostningerne for både udsteder og investor. Lloyds i England vurderer, at en udstedelse bør være på minimum 500 mio. EUR, men mindre udstedelser kan næppe udelukkes. Hertil kommer krav om eventuel yderligere sikkerhedsstillelse fra udsteders side. Kravet vil reflektere kvaliteten af de lån, der ligger bag obligationsudstedelsen.
- Det vil ofte være en fordel at holde udstedelsen af papirerne i samme valuta som de underliggende lån. Alternativt skal man som udsteder anvende såkaldte valuta-swaps, hvilket i det nuværende marked er relativt dyrt. Det betyder, at der gerne skal være danske investorer, hvis lån til danske SMV'er skal danne basis for obligationsudstedelser.

Metoden giver institutterne adgang til likviditet. Der er også mulighed for at strukturere udstedelser således, at det giver en kapitalaflastning for pengeinstitutterne. Denne er dog afhængig af, hvor stor en del af udstedelserne bankerne selv beholder på bøgerne, hvilket igen afhænger af, hvor stor en andel af risikoen investorerne er klar til at bære. Pengeinstitutterne skal –

som nævnt ovenfor – selv holde mindst 5 pct. af udstedelsen ifølge det kommende kapitalkravsdirektiv CRD IV. Det vurderes dog, at investorerne ofte vil kræve, at pengeinstituttet holder en noget større andel af udstedelsen for at sikre sig, at pengeinstituttet har foretaget en tilstrækkelig kreditvurdering.

Det skal derudover nævnes, at der ifølge de direktivbestemte regler for sekuritisering overordnet er to muligheder for institutterne til at opnå en kapitallempelse ved at organisere SMV lån i en sekuritisering: Ved en traditionel sekuritisering og ved en syntetisk sekuritisering. Ved traditionel sekuritisering fragår lånene i pengeinstituttets balance og overgår til en særlig kapitalenhed. Pengeinstituttet skal for at kunne bruge denne metode leve op til nogle nærmere krav, som er beskrevet i kapitaldækningsbekendtgørelsens bilag 11. Herunder skal instituttet kunne godtgøre, at der ved overførsel af lånene til kapitalenheden er sket en betydelig risikooverførsel, så pengeinstituttet ikke længere bærer risikoen for lånene. Anvendes i stedet en syntetisk sekuritisering, forbliver lånene på instituttets balance, men risikoen ved lånene overgår til en anden part i kraft af en garanti eller en lignende form for risikoafdækning. Det gælder for begge løsninger, at en række dokumentationskrav skal opfyldes. Desuden gælder der skærpede krav, hvis visse finansielle virksomheder (blandt andet pengeinstitutter) selv investerer i sekuritiseringer.

Herudover er det en forudsætning for investorerne, at afkastet på den udstedte obligation står mål med risikoen – og her har de underliggende aktiver stor betydning. Når det gælder SMV-lån, har det fra investorside været fremført, at renten på mange eksisterende SMV-lån i danske pengeinstitutter vurderes at være for lav i forhold til risikoen. Det kan betyde, at investorerne ikke vil have interesse i obligationer udstedt på baggrund af SMV-lån – medmindre pengeinstitutterne er villige til at tage et tab, der bringer risikoen i overensstemmelse med renten.



Det har derudover betydning for investorerne, hvordan de udstedte papirer kapitalvægtes. Hvad angår pensionsinstitutterne, så vil de i de kommende år blive underlagt Solvens II-direktivet, der reviderer og skærper reglerne for beregning af kapitalkrav i forsikrings- og genforsikringsselskaber, jf. bilag 5.

Hvad pengeinstitutter som investorer angår, fastlægger kapitaldækningsbekendtgørelsen (afløses i løbet af 2013 af en EU forordning) risikoeksponeringernes kapitalvægtning. Er der tale om sekuritiseringseksponeringer, kapitalvægtes de ud fra reglerne i bekendtgørelsens bilag 11. Heri bestemmes, at hvis der er tale om sekuritiseringer, som har opnået en rating, kapitalvægtes investeringen ud fra fastlagte kapitaldækningsvægte afhængigt af ratingen. Er instrumentet ikke ratet, benyttes en look through mekanisme, hvor der ses på risikoen på de underliggende aktiver.

### **6.1.1. Juridiske barrierer for true-sale sekuritisering**

Der er i Danmark en række juridiske barrierer for udstedelse af obligationer på baggrund af puljede lån via kapitalenheder. Problemstillingerne behandlet nedenfor er ikke udtryk for en udtømmende liste over de juridiske spørgsmål i forbindelse med en true-sale sekuritisering. Således vil fx også de insolvensretlige problemstillinger, som ordningen vil kunne give anledning til, skulle overvejes. En udtømmende liste vurderes at kræve et egentligt lovforberedende arbejde.

#### *Meddelelsespligt og samtykke i forbindelse med overdragelse af lån*

I forbindelse med overdragelse af lån fra fx et pengeinstitut til en kapitalenhed skal der foretages denuntiation (meddelelse til en skyldner om, at kreditor har overdraget fordringen til en anden) i forhold til samtlige debitorer, jf. gældsbrevslovens § 31. Det betyder, at der er et stort administrativt arbejde forbundet med overdragelsen til en kapitalenhed. Samtidig vil nogle institutter afvise muligheden for at videresælge lånet, hvis låntager skal underrettes om overdragelsen, da det vil kunne skade forholdet til den enkelte kunde.

Dertil kommer, at finansielle virksomheder – ifølge lov om finansiel virksomhed – ikke må videregive fortrolige oplysninger om deres kunder uden kundens samtykke. Reglerne betyder således, at overdragelse af kundespecifikke oplysninger kræver samtykke for at gøre overdragelsen "berettiget". Samtykket skal i øvrigt være skriftligt og specifikt angive hvilke oplysninger, der videregives til hvem og med hvilket formål.

Problemstillingen er ikke ny. Mulighederne for at videregive kundeoplysninger i forbindelse med overdragelse af fordringer har tidligere været undersøgt i forbindelse med pengeinstitutters ønske om at benytte sekuritisering. Finanstilsynet meddelte sidst i 90'erne og begyndelsen af 00'erne flere gange, at videregivelse af fortrolige oplysninger til brug for sekuritisering under gældende lov forudsætter et samtykke fra kunden. Pengeinstitutterne fremførte i den forbindelse, at videregivelse af kundeoplysninger i forbindelse med sekuritisering burde betragtes som berettiget videregivelse, og derfor kunne ske uden samtykke. Finanstilsynet har aldrig givet udtryk for at være enig heri.

#### *Modregning – gældsbrevslovens § 27 og 28*

Et centralt element i forbindelse med overdragelsen af lån til kapitalenheder er, at de skal være afskærmet fra krav fra andre end obligationsejerne.

I forbindelse med overdragelse af lån til en kapitalenhed kan debtors lov-hjemlede adgang til modregning være en udfordring. Det fremgår af gældsbrevslovens § 27, at erhververen ikke får bedre ret end overdrageren, og af gældsbrevslovens § 28 fremgår, at skyldneren under nærmere fastsatte omstændigheder kan benytte en fordring på overdrageren til modregning. Det betyder i praksis, at hvis en virksomhed har både et indestående og gæld i et pengeinstitut, så vil virksomheden fx i tilfælde af bankens konkurs kun skulle forholde sig til netto-tilgodehavendet, da eventuelle indestående efter omstændighederne kan modregnes i eventuel gæld.

Muligheden for modregning betyder konkret, at kapitalenheden ikke er beskyttet mod debtors eventuelle krav på modregning, fx hvis pengeinstituttet, der har afleveret lånet til kapitalenheden, går konkurs. Det gør erhvervsobligationer mindre attraktive for investorerne. En mulighedsløsning på problemstillingen er overkollateralisering, hvor det afleverende pengeinstitut stiller en række supplerende sikkerheder (fx i form af ekstra lån) til kapitalenheden, der dermed har en buffer i forhold til at håndtere fx modkrav i tilfælde af en konkurs. En anden mulighed er at søge afkald på modregning fra skyldneren i forbindelse med låneaftalens indgåelse. Efter værdipapirhandelslovens § 58a, stk. 5 skal en sådan aftale være skriftlig. Der er således i visse tilfælde mulighed for pengeinstitutterne – via deres lånedokumenter søger – at lave konkrete aftaler med kunderne om at udelukke modregning.

#### *Den skattemæssige behandling af kapitalenheder*

Der er ikke særlige skatteregler for kapitalenheder i Danmark. Den skattemæssige behandling af en kapitalenhed afhænger således af, hvorledes den konkret er organiseret. Er der fx tale om et A/S eller et ApS, vil kapitalenheden være omfattet af de skatteregler, der er relevante for A/S'er og ApS'er. Er der tale om en fond, vil kapitalenheden være undergivet fondsbeskatningsreglerne, osv.

Medlemmer af udvalget, der repræsenterer den finansielle sektor, har fremført, at den nuværende skattemæssige stilling i Danmark kan medføre, at kapitalenheder typisk vil blive placeret i udlandet. Kapitalenheden er basalt set et tomt selskab, hvor der lægges en portefølje af virksomhedslån ind med henblik på obligationsudstedelse. Imidlertid kan der på grund af tidsmæssige forskydninger i ind- og udbetalinger dannes et teknisk overskud i selskabet i nogle år, hvilket udløser en skattebetaling. Kapitalenheden vil typisk ikke have nogen indtægter og vil dermed ikke kunne betale skatten.

Hidtil har hovedparten af dansk initierede kapitalenheder været placeret i lande med attraktive skatteregler.

### *Statsgarantier til udvalgte trancher*

Mange investorer vil være mest interesseret i trancher med en høj rating. En mulighed for at styrke ratingen er ved at enkelte trancher (ikke first-loss tranchen) får hævet deres rating via en garanti fra institutioner med en god rating. Der vil skulle betales en markedsræssig præmie for garantien.

En sådan garanti kunne eksempelvis komme fra EIF eller NIB, men det kunne også overvejes at etablere en ren dansk model, hvor staten kunne stille garantier til udvalgte trancher i forbindelse med sekuritisering.

En statsgaranti kunne virke som en fødselshjælper for et marked ved at skabe tillid til udstedelserne, hvis den anvendes i en tidsbegrænset periode og med et økonomisk afgrænset omfang. Statsgarantien vil dog skulle løbe over en periode, hvis investorerne skal have tid til at få erfaringer med strukturens og porteføljernes robusthed.

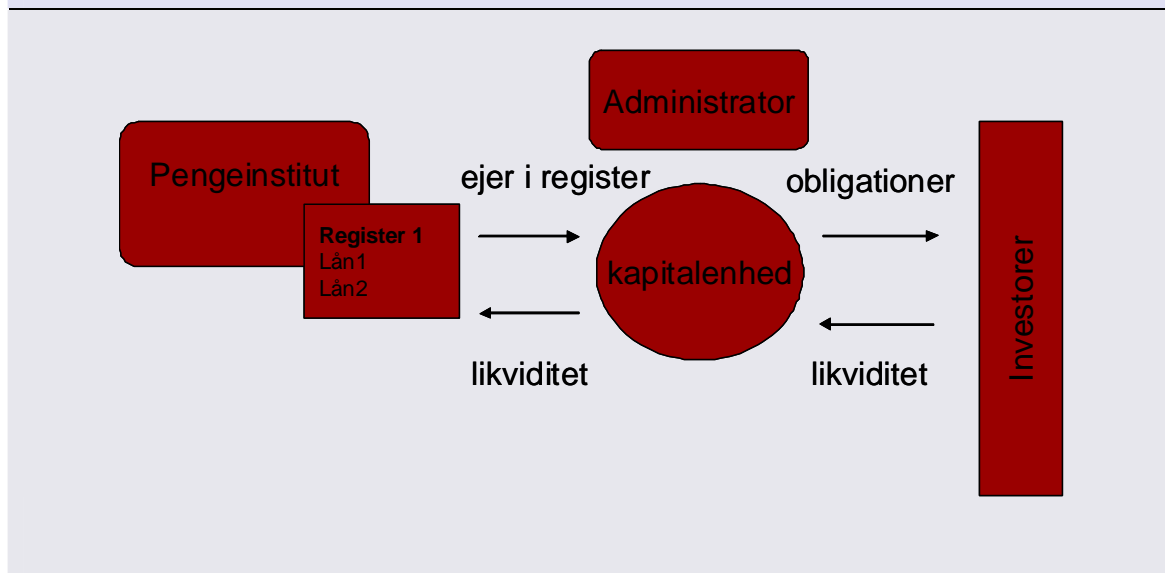
## **6.2. Sekuritisering på baggrund af et register**

I bl.a. Tyskland har man udviklet et registerbaseret alternativ til, at lånene umiddelbart overdrages til en kapitalenhed. Tidligere havde man i Tyskland en model for boliglån, hvor lånene kunne sekuriteres ved, at originatoren holdt lånene på vegne af køberen (on trust/treuhänderish). Der kom imidlertid en dom, der stillede spørgsmål ved, om lånene var sikret til køber i tilfælde af originators konkurs, hvilket førte til udviklingen af en registermodel.

Eventuel indførsel af en registerbaseret model vil indebære, at de udvalgte lån optegnes i et særligt register i pengeinstituttet, hvor alle cash-flows fra lånene reserveres til køberne af obligationer udstedt på baggrund af lånene. Derudover vil optegning i registret indebære, at investorerne har rettighe-den til lånene i tilfælde af pengeinstituttets konkurs. Konkret sikres dette ved, at lånene i tilfælde af pengeinstituttets konkurs eller anden aftalt kreditbegivenhed overføres til en kapitalenhed, hvis aktiver er reserveret til investorerne i obligationen, jf. figur 6.2.

Figur 6.2

## Model for registerbaseret udstedelse fra et pengeinstitut



En lignende registerbaseret model kunne løse en række af de juridiske udfordringer, der er ved at anvende true-sale-modellen i Danmark. Et register kan sikre, at man juridisk kan tale om, at et salg af aktiverne har fundet sted, samtidig med at pengeinstituttet kan opretholde et uændret kundeforhold. På den måde kan der udformes en løsning på spørgsmålet om denunciation, som er en central barriere for true-sale til en kapitalenhed.

Modellen ligner på mange måder den danske lovgivning om udstedelse af SDO'er. Det er muligt, at indførelsen af en registerbaseret model for sekuritering kan implementeres ved en lovgivning, der har mange ligheder med SDO-lovgivningen.

Metoden vil give institutterne adgang til likviditet. Der er også mulighed for at strukturere udstedelser således, at det giver en kapitalaflastning for pengeinstitutterne. Denne er dog som ved true-sale til en kapitalenhed afhængig af, hvor stor en del af udstedelserne bankerne selv beholder på bøgerne, hvilket igen afhænger af, hvor stor en andel af risikoen investorerne er klar til at bære.



### 6.2.1. Barrierer for registerbaseret sekuritisering

Det er et centralt element i en sådan model, at de registrerede lån afskærmes fra øvrige kreditorer, fx i forbindelse med en konkurs. En sådan afskærmning rejser en række juridiske problemstillinger, bl.a. i forhold til konkurslovgivningen samt øvrige regler om kreditorers muligheder for at søge fyldestgørelse i sådanne aktiver, der vil skulle overvejes nærmere.

De juridiske problemstillinger vil eventuelt kunne håndteres via en ændring af Lov om finansiel virksomhed på linie med de særlige ændringer, der blev gennemført i forbindelse med etablering af muligheden for udstedelse af SDO'er.

En evt. lovændring vil bl.a. skulle skabe det nødvendige grundlag for, at bankerne fortsat kan administrere kundeforholdet på de lån, de sætter i registret, medmindre en konkurs el.lign. betyder, at administratoren af ordningen skal overtage lånene.

Hvis det skal gøres muligt at sekuritisere lån fra SMV'er via en registerløsning, er det den foreløbige vurdering, at der også kræves ændringer i værdipapirhandelsloven (VPHL) § 58 f, stk. 2, hvor det fremgår, at gældsfordringer på små virksomheder, dvs. virksomheder med under 50 ansatte, og som har en samlet årlig omsætning eller samlet årlig balance på under 10 mio. EUR, ikke kan anvendes som aktiv for finansiel sikkerhedsstillelse.

Modregningsproblemstillingen er her den samme som ved true-sale-modellen, men kan også her løses via fx overkollateralisering. Derudover vil udfordringerne i forhold til beskatning af kapitalenheden være de samme som for true-sale modellen.

Registermodellen indebærer på linje med true-sale modellen betydelige udgifter til administratorer og ratingbureauer eller andre, der skal tjekke kvaliteten af de lån, der placeres i registret. Samtidig vil modellen formentlig stille visse administrative og datamæssige krav til pengeinstitutter, der ønsker at benytte sig af et fælles register.

### 6.3. Sekuritisering via salg til et finansieringsinstitut

En alternativ løsning til udstedelse af obligationer fra en kapitalenhed ville være en sektorløsning i form af etableringen af et kreditinstitut, der specialiserer sig i køb af lån i en række pengeinstitutter og samtidig udsteder obligationer; ikke med sikkerhed i en bestemt pulje af lån, men med sikkerhed i kreditinstituttet som sådan.

Modellen vil fx kunne fungere som en sektorløsning for de små og mellemstore pengeinstitutter i lighed med Totalkreditmodellen<sup>23</sup>. Og på linie med Totalkreditmodellen er det en forudsætning for modellen, at pengeinstitutterne oplyser kunderne om, at deres lån bevilliges af finansieringsinstituttet. Finansieringsinstituttets rolle vil være at tjekke kvaliteten af de lån, som bankerne ønsker at sælge og udstede obligationer på baggrund af. Modellen har lighedstræk med FIH's tidligere forretningsmodel.

Modellen kan bl.a. være attraktiv for de mindre pengeinstitutter, der kan have et ønske om at sælge nogle af deres lån med længere løbetider for at undgå den kapitalbelastning, lånene medfører.

For at sikre, at bankerne som kreditgivere fortsat bærer en risiko, kan overdragelsen fx organiseres således, at de overdragende pengeinstitutter bærer en first-loss risiko på hvert enkelt af de lån, som de overfører til finansieringsinstituttet.

Obligationer, der udstedes fra instituttet, vil have sikkerhed i hele instituttets låneportefølje. Det er forskelligt fra de øvrige modeller, hvor en bestemt pulje af lån ville ligge som sikkerhed for en obligationsserie. Dette giver investorerne en øget risikospredning, og instituttets egenkapital vil skulle tabes, før investorerne skal bære tab på deres obligationer. Der vil

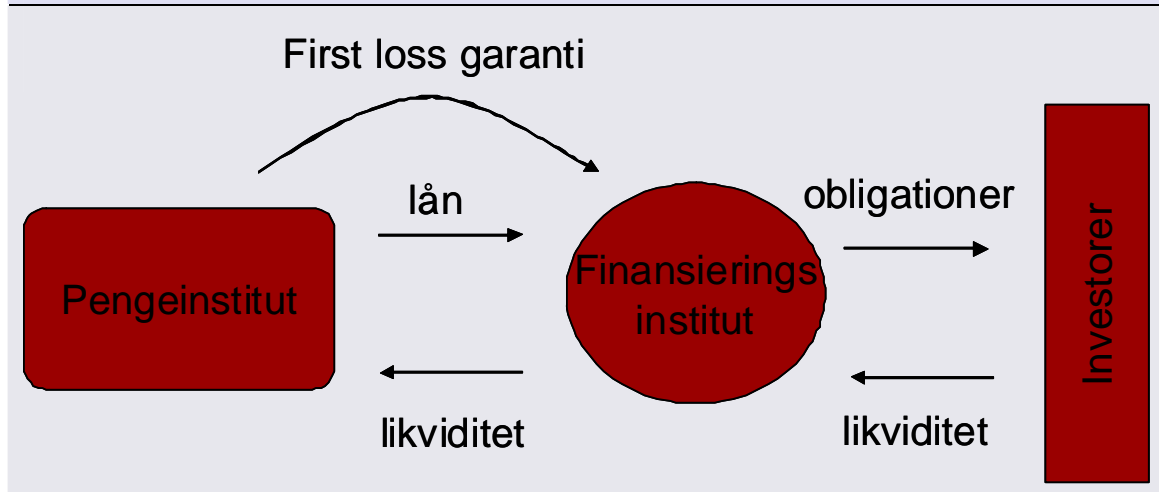
---

<sup>23</sup> Totalkredit blev skabt i 1990 i et samarbejde mellem 48 regionale og lokale pengeinstitutter, således at de kunne sikre deres kunder adgang til realkreditlån. Kunderne forhandler således realkreditlånet lokalt, mens lånet efterfølgende bevilges af Totalkredit.



imidlertid samtidig være tale om et produkt, der kan anses som mindre gennemskueligt, jf. figur 6.4.

Figur 6.4  
Model for sekuritisering via salg til et finansieringsinstitut



Ved et salg af et lån til et finansieringsinstitut får man både likviditet og kapitalafløftning. Kapitalafløftningen vil dog afhænge af, hvor stor en first-loss garanti, det enkelte pengeinstitut vil skulle stille.

### 6.3.1. Barrierer for sekuritisering via finansieringsinstitut

Der er ikke nogen juridiske barrierer for at etablere et finansieringsinstitut i Danmark. Dog er det en forudsætning for modellen, at pengeinstituttet oplyser kunden om, at dets lån med lang løbetid ydes af et andet kreditinstitut, der er specialiseret i langsigtede erhvervslån.

Samtidig er der en række andre udfordringer. For det første er modellen meget afhængig af, at finansieringsinstituttet foretager en god kreditvurdering af de indkomne lån. For det andet skal finansieringsinstituttet kapitaliseres så godt, at investorerne har tillid til udstedelserne. For det tredje skal omkostningerne til den ekstra kreditvurdering i instituttet holdes så langt nede, at den marginal, som trækkes fra bankernes renter på lånene, er så lille, at afkastet på lånene stadig vil være interessant for investorerne.

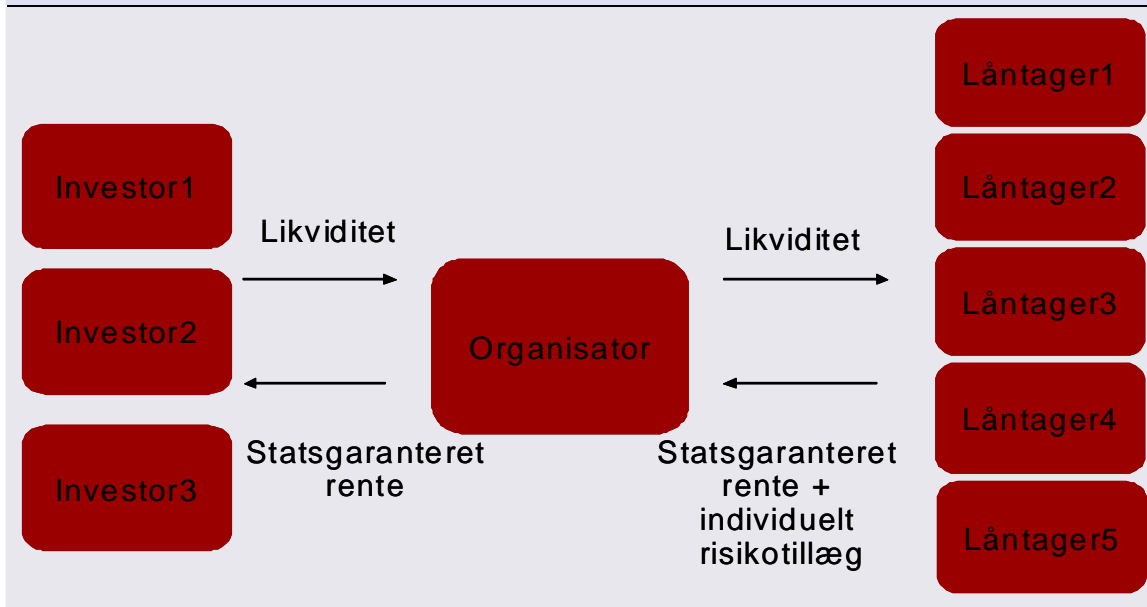
#### **6.4. Puljede lån som udgangspunkt for obligationsudstedelse med statsgaranti**

En alternativ model består i, at en organisator går ind og låner penge direkte ud til SMV'ere og udsteder obligationer med en statsgaranti i ryggen.

Obligationerne kan udstedes af et selskab oprettet alene til det formål eller af en eksisterende statslig organisation. Virksomhederne skal henvende sig direkte til organisatoren med deres lånebehov, og det er organisator, der forestår kreditvurderingen af de enkelte låneansøgninger.

På baggrund af en pulje på fx 500 mio. kr. udstedes en obligation. Da obligationen er statsgaranteret, får investorerne kun en rente på niveau med statsobligationer plus en mindre illikviditets-præmie. Merrenten (dvs. låntagers rente fratrukket renten til obligationsejerne og garantibetaling til staten) sættes til side til at dække de tab, der vil opstå på nogle af låntagerne, jf. figur 6.5.

Figur 6.5

**Oversigt over model for puljede lån som udgangspunkt for obligationsudstedelse med statsgaranti****6.4.1. Barrierer for puljede lån som udgangspunkt for obligationsudstedelse med statsgaranti**

Hvis modellen skal virke, er det centralt at få den rigtige kreditvurdering af de virksomheder, der ønsker at låne under programmet. Det kan imidlertid være både dyrt og vanskeligt at opbygge et nyt kreditvurderingssystem parallelt til det, der allerede findes i pengeinstitutterne.

Modellen har samtidig den indbyggede udfordring, at udbyderen af obligationen, der også kreditvurderer og godkender de enkelte lån, ikke bærer nogen risiko på udlånet. Risikoen påhviler alene staten. Det kan føre til en for lempelig kreditpraksis.

Over tid vil der, forudsat at en for lempelig kreditpraksis undgås, muligvis kunne indarbejdes en anden risikodeling, hvis der opbygges tillid til obligationer og det tilhørende ratingsystem. I givet fald vil statsgarantien kunne reduceres, så investorerne påtager sig en større og større risiko. Set fra investorsiden vil der dog fortsat være den udfordring ved modellen, at udstederen af de bagvedliggende SMV-lån ikke selv tager noget tab i forbindelse med default på lånet. Det er derfor meget tvivlsomt, om modellen

ville kunne fungere uden statsgarantien. Så længe statsgarantien er i spil, er modellen reelt ikke anderledes, end at en statslig enhed, der finansierer sig på det private marked med en statsgaranti i ryggen, låner direkte ud til virksomhederne. Det kendes i dag fra Vækstfonden, der på basis af statsgaranteret funding udbyder ansvarlige lån til danske virksomheder. Regeringen har i september 2012 fremlagt forslag om at udvide denne ordning til også at omfatte såkaldt efterstillede lån til virksomheder, dvs. lån som står efter bankens og andre sikrede kreditorers lån i tilfælde af konkurs.

### **6.5. Fordele og ulemper ved de beskrevne modeller**

True-sale til en kapitalenhed vurderes at være den metode til sekuritisering, der er mest udbredt internationalt. Det er således muligt, at denne model vil være bedst egnet til at tiltrække udenlandske investorer til danske sekuriseringsudstedelser. Udfordringen ved modellen er imidlertid, at den i andre lande, herunder UK, er baseret på en retstradition, der ikke findes i Danmark. Der er således en række grundliggende udfordringer i at implementere modellen juridisk i Danmark. Samtidig skal det sikres, at modellen ikke stiller låntagere ringere end den eksisterende lovgivning.

Registermodellen vurderes umiddelbart lettere at kunne implementeres i Danmark – om end der også ved denne model vil være en række betydelige juridiske udfordringer, der formodentlig vil kræve en særlig lovgivning. Her har man i kraft af SDO-lovgivningen imidlertid et fortilfælde i forhold til, at en registerløsning kan indhegne en række fordringer i forhold til øvrige kreditorer. Registermodellen vil umiddelbart kunne tilbyde samme muligheder for kapitalafløftning som med true-sale til en kapitalenhed. Der er dog en risiko for, at en særlig dansk registermodel vil være mindre attraktiv for udenlandske investorer end en true-sale-model, der er mere velkendt og derfor mindre krævende at sætte sig ind i.

En model, der puljer erhvervslån som basis for obligationsudstedelse, og samtidig har en statsgaranti i ryggen, vil være mere attraktiv for investorerne, da de ikke skal bære kreditrisikoen på lånene, og derfor ikke behøver

at bruge kræfter på at vurdere produktet. En sådan model vil derfor kunne betyde, at der kommer mere gang i obligationsmarkedet i Danmark. Modellen har imidlertid den centrale ulempe, at udbyderen af obligationen, der også kreditvurderer og godkender de enkelte lån, ikke bærer nogen risiko på udlånet. Risikoen påhviler alene staten. Det kan føre til en for lempelig kreditpraksis, og det kan være vanskeligt at se en exitmulighed for staten i ordningen. Samtidig anvendes modellens grundliggende ide – at der kan lånes billigt med en statsgaranti i ryggen og på den baggrund videreudlånes til SMV'er – allerede i dag i statslige ordninger, ligesom der politisk i september 2012 er fremlagt forslag om yderligere ordninger, som arbejder efter samme princip. Givet at det ved afslutningen af udvalgets arbejde er tale om et forslag, er det ikke muligt at vurdere effekten på små og mellemstore virksomheders finansieringsudfordringer. Et flertal i udvalget har på den baggrund vurderet, at der ikke på nuværende tidspunkt bør arbejdes videre med modellen.

Et alternativ til en model med statsgaranti er, at fx en række pengeinstitutter i fællesskab etablerer og kapitaliserer et finansieringsinstitut, der kan bevilge de lån, pengeinstitutterne ellers tidligere selv ville have bevilget og udstedt. Denne model ligger ud over, hvad man normalt vil kalde sekuritisering for det enkelte pengeinstitut, da der etableres en ny enhed, der står for løbende obligationsudstedelser. Et flertal i udvalget har valgt ikke at forholde sig yderligere til modellen, da der ikke vurderes at være nogle barrierer for, at modellen kan etableres i Danmark. Det står markedsdeltagerne frit for at etablere et sådant finansieringsinstitut, hvis denne model vurderes hensigtsmæssig.

## **Kapitel 7. Modeller og virkemidler for udvikling af et marked for virksomhedsobligationer mv.**

Mange, især små og mellemstore virksomheder, efterspørger bedre adgang til finansiering. Samtidig betyder øget regulering og større krav til pengeinstitutterne, at det kan være vanskeligt for mange institutter at øge deres udlån. Der er således et stærkt behov for at finde alternative finansieringskilder for virksomhederne. Her er øget brug af erhvervsobligationer en oplagt mulighed for SMV'er af en vis størrelse.

For de mindre SMV'er vil det imidlertid ikke være muligt at finansiere sig ved direkte udstedelse af erhvervsobligationer, da deres lånebehov er for småt til i sig selv at kunne bære omkostningerne. Skal man give også mindre SMV'er bedre adgang til finansiering via obligationsudstedelse, bliver man derfor nødt til at lade puljer af lån til SMV'er danne baggrund for fælles obligationsudstedelser ved såkaldt sekuritisering.

Sekuritisering af SMV-lån består i, at pengeinstitutterne udsteder værdipapirer på baggrund af SMV-lån. På den måde kan både SMV'er og investorer drage fordel af, at bankerne allerede har foretaget en kreditvurdering af den enkelte virksomhed og derfor med færre omkostninger kan pulje relevante lån i en obligationsudstedelse med en given risikoprofil.

Køberne af obligationen har sikkerhed i lånene, også i tilfælde af bankens konkurs. På den måde bliver det mere attraktivt for investorerne at låne penge til bankerne end via usikrede lån, og det bliver muligt at kanalisere midler fra fx pensionsinstitutterne ud til SMV'erne.

Der er en række væsentlige institutionelle og juridiske barrierer for både direkte obligationsudstedelse og – i særlig grad – sekuritisering i Danmark, jf. kapitel 5 og kapitel 6.

Samtidig vurderes der at være et potentiale i at udvikle det danske marked for erhvervsobligationer udstedt af enkeltvirksomheder og for sekuritiserede produkter.

Potentialet skal bl.a. ses i lyset af, at pensionsformuerne i Danmark stadig er under opbygning. Danske pensionsinstitutter skal derfor have placeret deres voksende porteføljer i investeringer, der på fornuftig vis balancerer risiko og afkast. Et styrket marked for erhvervsobligationer kan give sådanne investeringsmuligheder for pensionsinstitutterne og samtidig være til gavn for dansk erhvervsliv.

Der har blandt udvalgets medlemmer været givet udtryk for, at efterspørgslen og behovet for en alternativ finansieringskanal til traditionel bankfinansiering er stor. Der er allerede en udvikling på vej i markedet. Det illustreres bedst af, at Københavns Fondsbørs, Nasdaq OMX, vil oprette en ny dansk handelsplads for virksomhedsobligationer. Handelspladsen forventes at åbne i december 2012 og kommer til at hedde First North Bond Market. Danish Crown forventes at blive den første udsteder af en obligationsserie på mellem 500-700 mio. kr. og investorinteressen har efter det oplyste været tilfredsstillende.

Det nye danske erhvervsobligationsmarked vil, hvis det kommer til at fungere, først og fremmest være til gavn for de større danske virksomheder.

På den baggrund er udvalget nået frem til en række anbefalinger, der både skal fjerne barrierer for udstedelse af erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder og give mulighed for sekuritisering af SMV-lån, jf. boks 7.1. Anbefalingerne vedrørende rammerne for at anvende trustees samt sekuritisering forudsætter en række nærmere juridiske overvejelser, idet anbefalingerne umiddelbart formodes at ville kræve væsentlige ændringer af eksisterende lovgivning, fx i forhold til obligationsretlige regler, konkursloven og retsplejeloven. Der vil derfor være behov for at iværksætte et egentligt lovforberedende arbejde, forinden anbefalingerne kan omsættes i ny lovgivning.

Boks 7.1.

### Udvalgets anbefalinger

Danske virksomheder vil i de kommende år have et behov for at diversificere deres låntagning på flere låneformer og markeder. Udvalget finder, at det derfor er ønskværdigt, at der opbygges et marked for erhvervsobligationer i Danmark, som kan supplere virksomhedernes traditionelle finansieringskilder. Udvalget er på den baggrund kommet frem til følgende anbefalinger:

1. Det anbefales, at der søges etableret juridiske rammer, der muliggør, at trustees i Danmark kan repræsentere samtlige obligationsejere, uden at der foreligger fuld magt, holde pant på vegne af ejerne, og kan opstille "no action clauses", der forhindrer obligationsejerne i at tage juridiske skridt mod udsteder uden om trusteeen.
2. Det anbefales, at der søges etableret juridiske rammer for både små og store pengeinstitutter, der muliggør sekuritisering af virksomhedslån i Danmark på baggrund af en registermodel – på linje med mulighederne for udstedelse af særligt dækkede obligationer. Ligeledes bør mulighederne for at etablere bedre juridiske rammer for true-sale sekuritisering via en kapitalenhed undersøges nærmere. De valgte modeller for sekuritisering skal kunne danne basis for både øget likviditet og kapitalletelse i pengeinstitutterne.
3. Det anbefales, at Finanstilsynet i forbindelse med etableringen af et større marked for erhvervsobligationer indgår i en dialog med markedsdeltagerne om, hvordan man sikrer en effektiv proces i forbindelse med udstedelse.
4. Det anbefales, at Erhvervs- og Vækstministeriet indkalder pensionsinstitutterne til drøftelser om, hvordan de på markedsbaserede vilkår kan bidrage til at styrke markedet for erhvervsobligationer mv. i Danmark.
5. Det anbefales, at Erhvervs- og Vækstministeriet følger finansieringssituationen for de små og mellemstore virksomheder nøje. Initiativer bør målrettes markedsfejl, ikke være konkurrenceforvridende og være sammensat således, at de kan udfases, når finansieringssituationen normaliseres.

Det er udvalgets vurdering, at det vil tage en rum tid at udvikle markedet for erhvervsobligationer i Danmark, selv ved fuld implementering af udvalgets fire første anbefalinger. Bedre rammer for udstedelse af erhvervsobligationer og sekuritisering vil således ikke på kort sigt give virksomhederne adgang til yderligere finansiering. Ændringerne af rammerne for disse finan-



sieringsformer vil imidlertid kunne bidrage til, at danske virksomheder på sigt får bedre finansieringsmuligheder.

På den baggrund kan det være nødvendigt at supplere udvalgets anbefalinger med initiativer, der støtter op om små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering på kort sigt. Disse løsninger kan fx lade sig inspirere af nogle af de modeller og initiativer, som er beskrevet i denne rapport, der indeholder elementer af statsgaranti eller -støtte.

Det er Nationalbankens holdning, at rammebetingelserne for erhvervenes finansiering skal bygge på markedsmæssige løsninger, og at statsgaranti eller støtte ikke indgår heri. Et produkt med statsgaranti er fundamentalt anderledes end et produkt uden statsgaranti, og dermed vil produktet ikke være en igangsætter. Når statsgarantien udløber, skal der startes forfra, og så er man lige vidt. Statsgaranti vil ikke fjerne de reelle barrierer, men kan fjerne incitamentet for markedsbaserede løsninger. Samtidig vil et marked opbygget ved hjælp af statsgaranti være konkurrenceforvridende, og det vil give staten potentielt store forpligtelser ("contingent liabilities"). Erfaringen viser endvidere, at det kan være svært for staten at trække sig ud igen.

De fem anbefalinger, deres motivation og nogle af udvalgets overvejelser gennemgås i det følgende.

### **7.1. Etableringen af et trustee-system i Danmark**

*Det anbefales, at der søges etableret juridiske rammer, der muliggør, at trustees i Danmark kan repræsentere samtlige obligationsejere, uden at der foreligger fuldmagt, holde pant på vegne af ejerne, og kan opstille "no action clauses", der forhindrer obligationsejerne i at tage juridiske skridt mod udsteder uden om trusteeen.*

I forhold til udstedelse af erhvervsobligationer fra enkeltvirksomheder har udvalget især set på Norge, der har et velfungerende marked for erhvervsobligationer, herunder også et relativt stort high-yield marked, der bl.a. dækker over udstedelser fra større SMV'er.

I Norge er private aktører gået sammen om etableringen af et trustee-system, Norsk Tillitsmann, som på vegne af investorer kan følge op på og overvåge låntagernes forpligtelser i norske obligationslån. Norsk Tillitsmann holder derudover ofte pant på vegne af obligationsejerne og har bidraget til etableringen af ensartede standarder for dokumentation i forbindelse med udstedelser i Norge, jf. afsnit 4.1.1.

Selve etableringen af en trustee er ikke en statslig opgave, men noget markedet kan håndtere. Der er imidlertid behov for at sikre juridiske rammer, der muliggør oprettelse af et trustee-system i Danmark.

Lovgivningen skal give mulighed for, at en trustee-funktion kan repræsentere samtlige obligationsejere, uden at der foreligger fuldmagt. Samtidig skal det sikres, at investorer ved køb af obligationen afskriver sig muligheden for at modsætte sig en sådan repræsentation, da adgangen til at repræsentere alle obligationsejerne er en del af fundamentet for investorernes tillid til trustee-ordningen.

Derudover bør lovgivningen sikre, at det er muligt for en tredjepart, fx en trustee, at agere som security agent i Danmark, dvs. holde sikkerheder på vegne af obligationsejerne. Som retsstillingen er i dag, er det tvivlsomt, om en tredjepart kan fungere som security agent, medmindre der er etableret et fuldmagtsforhold.

En security agent kan i dag godt holde pant, men ikke *på vegne af* obligationsejerne. Det stiller en række krav til det økonomiske grundlag for agenten, hvis dette skal være en troværdig løsning for obligationsejerne, da de ellers bærer risikoen for agentens konkurs. Dette kan potentielt løses via tilsyn, eller ved at der i kontrakten stilles en række krav til agentens kapitalgrundlag og klausuler om overførsel af sikkerhederne til en alternativ agent i tilfælde af brud på dette. Security agentens muligheder for at holde pant skal også ses i forhold til de eksisterende regler for overdragelse af pant, herunder hvilke begrænsninger dette lægger på obligationsejernes videreoverdragelses- og pantsætningsmuligheder.

I forbindelse med evt. lovændringer, der kan muliggøre anvendelsen af trustees under dansk lovgivning, skal forholdet til bl.a. aftaleretlige regler, herunder fuldmagtsregler, retsplejelovens regler om bl.a. rettergangsfuldmægtige og gruppesøgsmål samt konkurslovgivningen tages i betragtning. Det bør overvejes, om de juridiske barrierer for anvendelsen af trustees i Danmark mest hensigtsmæssigt håndteres ved en særlig lovgivning for området.

## 7.2. Bedre muligheder for sekuritisering

*Det anbefales, at der søges etableret juridiske rammer, der muliggør sekuritisering af virksomhedslån i Danmark på baggrund af en registermodel – på linje med mulighederne for udstedelse af særligt dækkede obligationer. Ligeledes bør mulighederne for at etablere bedre juridiske rammer for true-sale sekuritisering via en kapitalenhed undersøges nærmere. De valgte modeller for sekuritisering skal kunne danne basis for både øget likviditet og kapitallettelse i pengeinstitutterne.*

Langt de færreste SMV'er vil kunne skaffe sig finansiering direkte i kapitalmarkedet, da deres lånebehov er for småt til i sig selv at kunne bære omkostningerne ved en obligationsudstedelse. Skal man give også mindre SMV'er bedre adgang til finansiering via obligationsudstedelse, skal der skabes mulighed for, at puljer af lån til SMV'er kan danne baggrund for fælles obligationsudstedelser gennem sekuritisering.

Rapporten har beskrevet en model for sekuritisering baseret på true-sale via en kapitalenhed og en model baseret på et register. True-sale til en kapitalenhed finder primært anvendelse i lande med common law tradition, som på en række punkter afviger fra dansk retstradition. Der kan derfor være en række udfordringer ved at skabe juridiske rammer for ren true-sale i Danmark. I Tyskland, hvis retstradition ligner den danske mere, har man udviklet et såkaldt refinansieringsregister som løsning på udfordringerne i forbindelse med sekuritisering, jf. afsnit 6.2.

Det er udvalgets opfattelse, at en registerbaseret model overordnet set vil være mindre vanskelig at implementere i dansk lovgivning end en true-sale model. Det skyldes særligt, at man med en registerbaseret model kan komme uden om spørgsmålet om denuntiation i forhold til kunderne. Der vil dog også ved en registermodel være en række grundlæggende juridiske udfordringer, der skal håndteres. Hertil kommer, at registermodellen er mindre udbredt internationalt end modeller baseret på true-sale via en kapitalenhed. Det kan betyde, at det bliver vanskeligere at tiltrække udenlandske investorer til udstedelser baseret på en registermodel. Det bør derfor ligeledes overvejes, hvilke muligheder der er for at skabe juridiske rammer for en true-sale model, så danske pengeinstitutter kan konkurrere på lige fod med udenlandske institutter.

Registermodellen kræver vedtagelse af ny lovgivning, der kan sikre muligheden for etableringen af registeret. Lovgivningen vil i mange henseender minde om den eksisterende lovgivning for SDO'er. I forbindelse med de evt. lovændringer skal bl.a. forholdet til konkurslovgivningen, og øvrige regler om kreditorers muligheder for at søge fyldestgørelse i skyldnerens aktiver, tages i betragtning.

Etablering af muligheden for registerbaseret sekuritiserings skal ske under hensyntagen til virksomhedernes retsstilling. Den forslåede model vil ikke ændre på virksomhedernes muligheder for modregning. Muligheden for modregning kan imidlertid afviges aftaleretligt, dvs. i pengeinstitutternes lånedokumenter.

Der er en række faktorer, som har stor betydning for, at der kan etableres et effektivt system for sekuritiserings i Danmark, og som bør tages med i overvejelserne i forbindelse med en mulig fjernelse af barriererne for sekuritiserings.

Nye muligheder for at få finansiering skal komme kunder i både større og mindre pengeinstitutter til gavn. Ved implementering af en registerbaseret model eller en true-sale model bør det således sikres, at reglerne giver mu-

lighed for, at flere (mindre) institutter kan samarbejde om obligationsudstedelse på baggrund af et fælles register, kapitalenhed eller lignende, jf. beskrivelsen i kapitel 6.

Hvis registerbaseret sekuritisering skal forløbe effektivt, vil det forudsætte, at reglerne om videregivelse af kundeoplysninger i lov om finansiel virksomhed justeres, så det uden særligt samtykke bliver muligt for pengeinstitutterne at overdrage relevante kundeoplysninger til enheder, der alene er etableret med henblik på udstedelse af børsnoterede obligationer. En evt. ændring af denne lovgivning skal ske under hensyntagen til de generelle problemstillinger, der opstår ved videregivelse af persondata.

Det skal ved evt. implementering sikres, at det er muligt for pengeinstitutter at strukturere deres udstedelser således, at de kan få en kapitalafløftning i forbindelse med sekuritisering. Denne mulighed vil altid afhænge af struktureringen af udstedelsen. Det er således vurderingen, at investorerne vil være villige til at købe en større del af en udstedelse – og dermed give pengeinstitutterne en større kapitalafløftning – såfremt de virksomhedslån, som danner baggrund for obligationsudstedelsen, er af en høj kvalitet.

Der bør ske en yderligere afklaring af, om det er muligt at etablere kapitalenheder i Danmark på en måde, som skattemæssigt er hensigtsmæssig.

Ved etablering af et større marked for erhvervsobligationer er en central udfordring, at investorerne i en opstartsfasen ikke har nogen historik på obligationerne og derfor kan have vanskeligt ved at vurdere aktivet. Her er det muligt, at fx statsgarantier på udvalgte trancher kan bidrage til at understøtte markedet i en opstartsfasen, til der skabes en historik, der giver investorerne bedre mulighed for at vurdere produkterne. Pengeinstitutter vil formodentligt kunne købe en sådan garanti fra den Europæiske Investeringsfond (EIF) i forbindelse med en udstedelse baseret på sekuritisering.

I udvalgets diskussioner har det været fremhævet, at belånbarhed i Nationalbanken vil have væsentlig betydning for skabelsen af et marked, da det

for investorer betyder, at de selv i illikvide markeder kan anvende papirerne til at skabe likviditet. Nationalbanken bemærker, at beslutning om belånbarhed sker efter en konkret vurdering bl.a. på baggrund af, om der er tale om et likvidt og velfungerende marked. En sådan beslutning kan derfor i sagens natur først træffes, når markedet eksisterer.

### **7.3. Optimale processer for godkendelse af prospekter hos Finanstilsynet**

*Det anbefales, at Finanstilsynet i forbindelse med etableringen af et større marked for erhvervsobligationer indgår i en dialog med markedsdeltagerne om, hvordan man sikrer en effektiv proces i forbindelse med udstedelse.*

Hvis det danske marked for erhvervsobligationer skal være effektivt, skal prospektgodkendelse ske effektivt.

Når det gælder godkendelse af prospekter for erhvervsobligationer, har Finanstilsynet begrænset erfaring grundet relativt få udstedelser. Det anbefales derfor, at Finanstilsynet i forbindelse med, at der skabes bedre rammer for udstedelse af erhvervsobligationer mv., tager en dialog om sagsgangen med relevante aktører og virksomheder. Der kan i den forbindelse også ses på, hvordan sagsgangen fungerer i lande, hvor der udstedes mange erhvervsobligationer.

### **7.4. Investorinteresse**

*Det anbefales, at Erhvervs- og vækstministeriet indkalder pensionsinstitutterne til drøftelser om, hvordan de på markedsbaserede vilkår kan bidrage til at styrke markedet for erhvervsobligationer mv. i Danmark.*

Et springende punkt i udviklingen af et marked for erhvervsobligationer og sekuritisering er investorinteressen, der i meget lav grad er blevet testet grundet meget få danske udstedelser. Der findes mandater fra danske pensionsinstitutter, som giver mulighed for, at der kan investeres i danske erhvervsobligationer. Der er også pensionsinstitutter, der allerede har større

beholdninger af aktivklassen. Typisk vil pensionsinstitutterne imidlertid ikke have mandater, der dækker sekuritiserede produkter.

Der er imidlertid fortsat usikkerhed om investorinteressen for obligationer udstedt i Danmark af virksomheder, som ikke er blandt landets største. Det indebærer formentlig, at virksomheder og pengeinstitutter holder sig tilbage fra at udstede erhvervsobligationer. Derved bliver det vanskeligere at opbygge et marked med en tilstrækkelig kritisk masse.

På den baggrund anbefales det, at Erhvervs- og Vækstministeriet indkalder pensionsinstitutterne til drøftelser om, hvordan de på markedsbaserede vilkår kan bidrage til at styrke markedet for erhvervsobligationer mv. i Danmark.

Det kunne fx ske ved, at flere pensionsinstitutter i højere grad inkluderede muligheden for investering i fx mindre, uratede, danske erhvervsobligationer i deres mandater til kapitalforvalterne eller via samarbejder mellem pensionsinstitutterne, fx om etableringen af en eller flere fonde, der investerer i dette marked. Eventuelle tiltag skal dog ske under hensyn til, at pensionsinstitutterne er forpligtede til at sikre det bedst mulige afkast for deres medlemmer.

### **7.5. Øvrige finansieringsinitiativer for SMV'er**

*Det anbefales, at Erhvervs- og Vækstministeriet følger finansieringssituationen for de små og mellemstore virksomheder nøje. Eventuelle nye initiativer bør målrettes markedsfejl, ikke være konkurrenceforvridende og være sammensat således at de kan udfases, når finansieringssituationen normaliseres.*

Det er udvalgets holdning, at det overordnede mål bør være at sikre velfungerende finansielle markeder uden statslig involvering. Opgaven for myndighederne bør være at skabe rammerne, der tillader etablering af velfungerende private markeder.

Der kan imidlertid være situationer, hvor lånemarkedet ikke fungerer effektivt, og virksomheder kan have vanskeligt ved at skaffe finansiering til levedygtige projekter. I sådanne situationer kan yderligere tiltag være relevant.

Samtidig er det udvalgets vurdering, at det vil tage en rum tid at udvikle markedet for erhvervsobligationer i Danmark, også ved fuld implementering af udvalgets anbefalinger. Bedre rammer for udstedelse af erhvervsobligationer og sekuritisering vil således ikke på det korte sigt give særligt de mindre virksomheder adgang til yderligere finansiering.

På den baggrund kan det være nødvendigt at supplere udvalgets anbefalinger med initiativer, der støtter op om små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering på kort sigt. Disse løsninger kan lade sig inspirere af nogle af de modeller og initiativer, som andre lande har gennemført.

Udvalget har taget til efterretning, at regeringen har foreslået at øge Vækstfondens og EKF's muligheder for at yde finansiering til danske virksomheder. Givet at det ved afslutningen af udvalgets arbejde er tale om et forslag, er det ikke muligt at vurdere effekten på små og mellemstore virksomheders finansieringsudfordringer.

På den baggrund anbefales det, at regeringen nøje følger finansieringssituationen for SMV'er, således at den kan vurdere nødvendigheden af eventuelle yderligere initiativer.

Eventuelle nye initiativer bør målrettes markedsfejl, ikke være konkurrenceforvridende og være sammensat således, at de kan udfases, når finansieringssituationen normaliseres.



## Bilag 1. Kommissorium

### Kommissorium for Udvalg om erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder

#### Baggrund

Iværksættere og små og mellemstore virksomheder er centrale for at få skabt vækst og nye arbejdspladser i den private sektor. En væsentlig del af værditilvæksten i den private sektor i Danmark skabes således i de små og mellemstore virksomheder. Vækst og nye job skal derfor i vidt omfang komme fra den store underskov af små og mellemstore virksomheder.

Små og mellemstore virksomheder har ofte en forholdsvis mindre egenkapital end store virksomheder, blandt andet fordi de ikke har samme adgang til aktiemarkedet. Adgang til fremmedkapital er derfor af stor betydning for små og mellemstore virksomheder.

Små og mellemstore virksomheder henter i højere grad fremmedkapital gennem bankerne end store virksomheder, der ofte har flere finansieringsmuligheder som fx udstedelse af obligationer, realkreditlån mv.

Der er tegn på, at finanskrisen har gjort det sværere for mange små og mellemstore virksomheder at skaffe både egen- og fremmedkapital. De risikerer derfor at blive begrænset i deres vækst- og udviklingsaktiviteter. Det kan skade beskæftigelsen.

Erhvervsobligationer har i dag en begrænset rolle i fremskaffelsen af finansiering til danske virksomheder. Danske virksomheders samlede beholdning af udstedte erhvervsobligationer udgjorde i andet kvartal 2011 godt 150 mia. kr. i den nuværende markedsværdi. Data tyder umiddelbart på, at 80-90 pct. af alle udstedelserne af danske erhvervsobligationer sker i udlandet. De begrænsede udstedelser skal bl.a. ses i sammenhæng med, at der i Danmark er et forholdsvis stort og veludviklet realkreditmarked, som man-

ge, især store, virksomheder benytter som finansieringskilde. Det samlede udestående af realkreditobligationer på baggrund af erhvervslån er således på godt 500 mia. kr.

En mulighed, som ikke hidtil er set anvendt i Danmark, er, at lån fra små og mellemstore virksomheder samles i en pulje, som finansieres ved salg af obligationer. Det kan skyldes lovgivningsmæssige, økonomiske eller strukturelle barrierer.

På denne baggrund nedsættes et bredt sammensat udvalg, der skal undersøge mulighederne for, at især små og mellemstore virksomheder fremover i større omfang kan benytte andre finansieringskilder end traditionelle banklån, herunder erhvervsobligationer.

### **Udvalgets opgaver**

1. Udvalget skal undersøge udenlandske erfaringer med at bruge erhvervsobligationer som finansiering af små og mellemstore virksomheder og skabe andre finansieringsmuligheder for dette virksomhedssegment.
2. Udvalget skal undersøge, om der findes lovgivningsmæssige, økonomiske eller strukturelle barrierer for at finansiere små og mellemstore virksomheder på kommercielt grundlag gennem udstedelse af erhvervsobligationer eller gennem andre finansieringskilder. Konkret skal udvalget:
  - Undersøge, om den nuværende lovgivning medfører barrierer for brugen af erhvervsobligationer, fx kravene til såkaldte "Special Purpose Vehicles" (SPV), der kan anvendes til udstedelse af erhvervsobligationer.
  - undersøge kreditinstitutternes interesse i at medvirke til at udvikle et marked for erhvervsobligationer til finansiering af små og mellemstore virksomheder.

- undersøge, hvad der skal til for at skabe tilstrækkelig interesse blandt institutionelle investorer for erhvervsobligationer til finansiering af små og mellemstore virksomheder, herunder vurdere, om der kan sikres den fornødne likviditet og dybde i obligationsserierne.
- Vurdere, om der kan være andre alternative ikke bankbaserede finansieringskilder for små og mellemstore virksomheder og i givet fald undersøge muligheden for udvikling af disse.
- komme med forslag til ændringer af regler, rammebetingelser mv., der kan understøtte etableringen og udviklingen af et kommercielt bæredygtigt SMV erhvervsobligationsmarked, og eventuelt hvordan andre mulige finansieringskilder kan understøttes på et kommercielt bæredygtigt grundlag.

Udvalgets forslag skal være i overensstemmelse med det markedsøkonomiske investorprincip i EU's statsstøtteregler og sikre neutralitet i forhold til de statslige finanser.

### **Udvalgets sammensætning**

Erhvervs- og vækstministeren udpeger medlemmerne af udvalget på baggrund af indstillinger fra Dansk Byggeri, DI, Dansk Erhverv, Håndværksrådet, Finansrådet, Den Danske Børsmæglerforening, Forsikring & Pension (2), ATP, LD, Landbrug og Fødevarer, Realkreditrådet, Realkreditforeningen, NASDAQ OMX Copenhagen A/S, Finansministeriet, Skatteministeriet samt Danmarks Nationalbank. Der tilknyttedes to sagkyndige til udvalget. Erhvervs- og Vækstministeriet varetager formandsposten.

### **Tidsplan for arbejdet**

Udvalget skal afgive rapport til regeringen senest den 1. oktober 2012

## Bilag 2. Regionale tyske børser

Afsnit 4.3.1 gennemgår på et overordnet niveau, hvordan de regionale tyske børser er begyndt at understøtte udstedelsen af erhvervsobligationer fra de såkaldte tyske mittelstandvirksomheder. I dette bilag gennemgås erfaringerne fra Börse Stuttgart, Börse Frankfurt og Börse Düsseldorf.<sup>24</sup>

### *Börse Stuttgart*

Börse Stuttgart er 9. største børs i Europa og markedsfører sig aktivt som de private investorers børs. Børsen er den største i Tyskland med hensyn til obligationshandel, og inden for handel med virksomhedsobligationer har børsen en markedsandel på ca. 70 pct.

Börse Stuttgart etablerede i maj 2010 et særligt handelssegment for obligationer udstedt af mindre og mellemstore virksomheder kaldet Bondm. Bondm var den første handelsplads i Europa reserveret for obligationer udstedt af mindre og mellemstore virksomheder.

Formålet var at tilbyde tyske virksomheder med en omsætning på mellem EUR 50 – 250 mio. adgang til finansiering via kapitalmarkedet som supplement til den traditionelle bankfinansiering (målgruppen består af ca. 8.000 tyske selskaber).

Der fokuseredes fra start primært på virksomheder inden for eller relateret til industrien, men siden er branchetilhørsforholdet udvidet til fx at omfatte handelsvirksomheder.

De første obligationer opført til handel på Bondm var to ældre obligationsudstedelser, som blev flyttet fra sine hidtidige handelssegmenter. Første nye obligationsudstedelser fandt sted i september 2010.

---

<sup>24</sup> Oplysningerne i afsnittet er indsamlet af Gelting Finans

På nuværende tidspunkt består Bondm af 21 obligationer udstedt af 18 virksomheder med hovedstole på samlet EUR 1,6 mia. Udstedelserne ligger på mellem EUR 25- 225 mio. og har typisk løbetider på mellem 4 – 6 år. De nominelle renter ligger typisk på 6,5 - 8,5 pct. En enkelt udstedelse foretaget oktober 2011 har dog en nominel rente på 11,5 pct.

Minimumsudstedelsen var oprindeligt på EUR 50 mio., men er siden reduceret til EUR 25 mio.

Börse Stuttgart har udvalgt et antal finansielle rådgivere, som virksomhederne skal benytte i forbindelse med udstedelsen og de efterfølgende oplysningsforpligtelser. Brugen af en finansiell rådgiver kan undtagelsesvist udelades, hvis virksomheden allerede har en betydelig kapitalmarkedserfaring fx gennem tidligere børsnoteringer.

De finansielle rådgivere har ansvaret for:

- At sikre, at virksomheden har forudsætningerne for at benytte kapitalmarkedet
- Etablering af en troværdig kredithistorie og bistand ved en eventuel rating.
- Fastlæggelse af vilkår for obligationsudstedelsen herunder nominel rente, udstedelseskurs og løbetid.
- Udarbejdelse af prospekt og godkendelse heraf hos BaFin.
- Udarbejdelse af markedsføringsmateriale og bistand ved afvikling af road shows.
- Formidling af salg til institutionelle investorer.

Der er intet formelt krav om hverken rating eller et minimum herfor, men et stort flertal af selskaberne har valgt at få tildelt en rating primært af tyske Creditreform.

Det er Börse Stuttgarts opfattelse, at Creditreform ikke har samme standard som S&P, Moody's eller Fitchs, men omvendt vil omkostningerne ved brug af disse være alt for høje, ligesom investorerne stiller sig tilfredse med anvendelsen af Creditreform. De udstedende virksomheder har ratings på mellem B- og BBB+ for de nuværende obligationsserier.

I forbindelse med emissionen kan virksomheden markedsføre sig selv og den specifikke udstedelse på børsens hjemmeside både i form af præsentationer, dokumenter, bannere og videointerviews. Kommende udstedelser annonceres ligeledes i god tid via børsens bredt distribuerede nyhedsbreve samt anden mediedækning (TV, youtube, partnere).

Private investorer spiller en væsentlig rolle både ved emissioner og efterfølgende handel, hvilket af Börse Stuttgart tilskrives en stor andel i Bondms succes.

Andelen af private investorer i den primære handel er ca. 40 pct., men i visse tilfældet har den været helt oppe på 80 pct. Til sammenligning er andelen af private investorer i Frankfurt kun ca. 10 pct. og i Düsseldorf kun ca. 20 pct.

De institutionelle investorer, der investerer i Bondm, er primært at finde blandt mindre fonde og foreninger.

Handel med obligationerne sker elektronisk ved afgivelse af købs- eller salgsordrer via investorernes bankforbindelser, mens direkte handel på børsen er forbeholdt medlemmerne.

Allerede efter et halvt år har ca. 80 pct. af obligationerne skiftet ejere, hvilket indikerer pæn likviditet. Senest handlede kurser og detaljeret kurshistorik er tilgængelige på en åben hjemmeside.

EUWAX er den største handelsplads for handel med noterede derivater (securitised derivatives), hvor alle ordrer behandles elektronisk. Samme elektroniske handelssystem benyttes ved handel i Bondm, hvor EUWAX stiller

løbende tovejs handelspriser i sin egenskab af QLP (Quality Liquidity Provider). EUWAX AG kontrollerer samtidig, at de indikerede købs- og salgspriser fra andre børsmæglere ligger på rimelige niveauer. De øvrige tyske børser har ingen officiel market-maker ordning tilknyttet dette specielle segment.

Minimumsudstedelse på EUR 25 mio. anses som afgørende for at sikre likviditeten i obligationerne, og der er derfor ikke planer om at acceptere lavere udstedelser.

Der er ingen standard lånedokumentation, men fælles for alle gældsforpligtelser er, at de ikke er efterstillede, og at de er uden specifik sikkerhedsstillelse (senior unsecured). Lånebetingelser (Covenants) i form af pari-passu, cross default og negative pledge er sædvanlige, mens finansielle lånebetingelser ikke indgår i dokumentationen.

Udstedelserne er underlagt tysk ret, hvilket blandt andet betyder, at der ikke kan rejses fælles krav mod udsteder eller foretages ændringer i lånebetingelserne uden 100 pct. enighed. På den måde er systemet fundamentalt anderledes end det norske tillitsmannssystem, hvor et flertal af obligationsejere i samspil med udsteder kan ændre lånebetingelserne, jf. afsnit 4.1.1.

Omkostningerne for virksomhederne er primært salærer til den finansielle rådgiver, som typisk ligger på 3 – 5 pct. af nominel udstedelse svarende til en forhøjelse af den effektive rente på ½ - 1 pct. p.a. De effektive renter vurderes at ligge ca. 2 pct. højere end renten på banklån.

Der er god sammenhæng mellem rating og nominel rente ( $R2 = 0,7$ ) og rimelig god sammenhæng mellem rating og effektiv rente ( $R2 = 0,5$ ). Det tyder på, at markedet har en vis dybde og likviditet.

### *Börse Frankfurt*

Entry Standard blev etableret i 2010 af Börse Frankfurt som et særligt segment for handel med fastforrentede obligationer udstedt af mindre og mellemstore virksomheder.

Börse Frankfurt stiller, udover de krav der er til et reguleret marked, følgende krav:

- Samarbejde med en Listing Partner, som hjælper med alle praktiske forhold både i forbindelse med emissionen og efterfølgende oplysningspligter. Oftest er der tale om en mindre finansrådgiver.
- Rating fra et af børsen godkendt kreditvurderingsinstitut med mindre, selskabet i forvejen er børsnoteret
- Rating ligger alle på BBB eller BB, men der er ikke formelt krav om en minimums rating

Der er pt. 13 udstedere af 15 obligationer på tilsammen EUR 0,7 mia. Udstedelserne er på mellem EUR 10 – 150 mio. og løbetiderne kan i henhold til reglerne ligge på mellem 3 – 10 år, men ligger typisk de på 4 – 6 år.

Der er tale om ikke efterstillede forpligtelser uden særlig sikkerhedsstillelse (senior unsecured). Undtagelsen er ejendomsselskaber, hvor der er pant i ejendommene

Såvel private som institutionelle investorer kan deltage ved emissioner samt efterfølgende handle på FWB (Frankfurt Wertpapier Börse) eller Deutsche Börse

De nominelle renter ligger typisk i intervallet 6 – 8 pct. De senest handlede kurser og detaljeret kurshistorik er tilgængelige på en åben hjemmeside. Obligationerne handler i dag med to undtagelser i et relativt tæt kursinterval på mellem 96 -107. Og der er en rimelig sammenhæng mellem rating og effektiv rente.



*Börse Düsseldorf*

Mindre og mellemstore virksomheder har siden 2011 kunnet benytte Mittelstandmarkt på Börse Düsseldorf til udstedelse af fastforrentede obligationer.

Der er, som for Börse Stuttgart og Börse Frankfurt, tale om et reguleret marked med den deraf følgende regulering. Derudover er der følgende krav i forbindelse med notering:

- Samarbejde med en kapitalmarktpartner, som hjælper med alle praktiske gøremål i forbindelse med emissionen og efterfølgende oplysningspligter. Oftest er der tale om en mindre finansieringsrådgiver eller bank.
- Minimum EUR 10 mio. i fremmedkapital
- Minimums rating på BB. Alle kreditvurderinger er foretaget af tyske Creditreform

Der er pt. 13 udstedere af samme antal obligationer på tilsammen EUR 0,35 mia. Udstedelser er på mellem EUR 8 – 70 mio. og har typisk løbetider på 4 – 6 år.

Såvel private som institutionelle investorer kan deltage i emissioner og efterfølgende handel. Der er løbende information om kommende emissioner. Handler afvikles gennem sædvanlig bankkontakt, som er tilkøbet børsens handelssystem. De senest handlede kurser og detaljeret kurshistorik er tilgængelige på en åben hjemmeside.

Den nominelle rente på udstedelserne ligger på mellem 6,75 - 8,25 pct. Obligationerne handler i dag i et relativt tæt kursinterval på mellem 95 -110, hvilket blandt andet afspejler, at alle er ratede BBB eller BB. Der er ingen entydig sammenhæng mellem rating og effektiv rente, hvilket kan afspejle et mindre likvidt marked, eller at virksomhedernes rating ligger så tæt, at det kan være svært at se en entydig sammenhæng.

### **Bilag 3. 25 pct. reglen i forbindelse med modtagelse af indlån/andre tilbagebetalingspligtige midler**

I forhold til enkeltudstedelser har den såkaldte 25 pct.-regel været fremhævet som en barriere. 25 pct.-reglen tilsiger, at en virksomhed skal have banklicens og tilladelse som pengeinstitut eller sparevirksomhed til at drive finansiel virksomhed, hvis dens udstedelse af erhvervsobligationer overskrider 25 pct. af virksomhedens samlede balance. Det relevante kriterium i henhold til lovgivningen er, om midlerne, der er modtaget som følge af udstedelsen af erhvervsobligationer, udgør en væsentlig del af virksomhedens drift. Hidtil har man fremhævet 25 pct.-reglen som værende afgørende for, om dette var tilfældet. Problematikken omhandler primært, hvornår en virksomheds udstedelse af erhvervsobligationer medfører krav om tilladelse til at drive pengeinstitutvirksomhed, men kan også være relevant i forhold til, om udstedelsen medfører krav om tilladelse som sparevirksomhed (hvis virksomheden ikke foretager udlån).

Der kom fokus på problemstillingen allerede i 2006 i forlængelse af Finanstilsynets afgørelse af 24. februar 2006 om, hvornår udstedelse af erhvervsobligationer er en væsentlig del af virksomhedens drift. Det gav anledning til en række spørgsmål til Finanstilsynets fortolkning af § 7, stk. 1, og stk. 3, 3. pkt., samt § 334 i lov om finansiel virksomhed. Finanstilsynet valgte på den baggrund at offentliggøre en vejledende udtalelse af 30. oktober 2007 med en samlet beskrivelse af Finanstilsynets fortolkning og praksis i henhold til § 7, stk. 1, og stk. 3, 3. pkt., og § 334 i lov om finansiel virksomhed. Den vejledende udtalelse fokuserede på, hvornår Finanstilsynet vurderede, at en virksomheds udstedelse af erhvervsobligationer ville medføre krav om tilladelse til at drive pengeinstitutvirksomhed.

Efter høring af Det Finansielle Virksomhedsråd den 25. juni 2012 offentliggjorde Finanstilsynet den 4. juli 2012 en revideret vejledende udtalelse med en samlet beskrivelse af Finanstilsynets fortolkning og praksis i henhold til § 7, stk. 1, og stk. 3, 3. pkt., og § 334 i lov om finansiel virksomhed.

Det angives i den reviderede vejledende udtalelse, at det altid beror på en konkret vurdering i forhold til den enkelte virksomhed, hvorvidt obligationsudstedelsen eller udlånsvirksomheden udgør en så væsentlig del af virksomhedens drift, at virksomheden er underlagt krav om tilladelse (dvs. at der ikke gælder en uomgængelig fast 25 pct.-regel). Det angives at Finanstilsynet i forbindelse med denne vurdering, udover at se på hvor stor en andel af virksomhedens passiver obligationsudstedelse udgør, også inddrager virksomhedens resultatopgørelse, eventuelle cash-flows samt aktivernes sammensætning, herunder for at vurdere virksomhedens eventuelle udlånsvirksomhed.

Endvidere angives det i den reviderede vejledende udtalelse, at Finanstilsynet som udgangspunkt ikke anser midler modtaget i forbindelse med udstedelse af erhvervsobligationer og lignende, som er omfattet af pligten i prospektreguleringen i værdipapirhandelsloven, for omfattet af reguleringen i §§ 7 og 334 i lov om finansiel virksomhed, hvorfor der i disse tilfælde ikke stilles krav om tilladelse. Det angives også, at udstedelse af erhvervsobligationer o.l., der er undtaget fra prospektpligten på grund af, at udbuddet er omfattet af visse undtagelser (som følge af, at udbuddet kun sker til kvalificerede investorer, at pålydende pr. obligation beløber sig til mindst 100.000 euro etc.), sml. afsnit 5.4.2, som udgangspunkt ikke vil blive anset for at ske til offentligheden, hvorfor der heller ikke i disse tilfælde stilles krav om tilladelse.

På baggrund af den reviderede udtalelse fra Finanstilsynet vurderes det, at virksomheders udstedelse af erhvervsobligationer i praksis ofte ikke vil medføre krav om tilladelse som pengeinstitut eller sparevirksomhed, og at den hidtil omtalte 25 pct. regel derfor ikke længere kan betragtes som en umiddelbar hindring for, at danske virksomheder kan udstede erhvervsobligationer. Hvis udstedelsen ikke er omfattet af prospektreguleringen, og dette ikke er en følge af de i afsnit 5.4.2. nævnte undtagelser, vil udstedelsen – efter en konkret vurdering af om de modtagne midler udgør en væsentlig

del af virksomhedens drift – kunne medføre krav om tilladelse som pengeinstitut eller sparevirksomhed.

## Bilag 4. Prospektkrav

Der er som udgangspunkt krav om udarbejdelse af et prospekt ved udstedelser af værdipapirer, herunder erhvervsobligationer, som skal handles på et reguleret marked eller udbydes offentligt.

Baggrunden for reglerne om prospektpligt er et ønske om at sikre, at potentielle investorer i forbindelse med et udbud af værdipapirer får oplysninger, der gør dem i stand til at træffe beslutning om investeringen på et informeret grundlag. Det grundlæggende investorbeskyttelseshensyn fører til regler om, at udbud og salg af værdipapirer ikke må ske, førend en række oplysninger om de udstedte værdipapirer, udstederen og de prospektansvarlige er blevet offentliggjort i et, af den ansvarlige myndighed, godkendt prospekt. Beskyttelseshensynet gælder både for investorer i unoterede selskaber og for investorer i børsnoterede selskaber.

Der kan dog under særlige omstændigheder gælde lempeligere prospektkrav ved udstedelse af erhvervsobligationer, jf. Boks1.

Boks 1

### Undtagelser fra prospektpligten

Nedenfor belyses de undtagelsesregler, som i praksis har størst betydning for vurderingen af, om man er omfattet af prospektpligt.

*Kvalificerede investorer:* Den første undtagelse omfatter udbud af værdipapirer til fysiske og juridiske personer, der erhverver værdipapirer som led i deres erhvervsområde, jf. bekendtgørelsens § 2. Undtagelsen vedrører således professionelle investorer, der antages selv at være i stand til at kræve de oplysninger, som er nødvendige for at vurdere den pågældende investering. Dette kunne fx være institutionelle investorer samt virksomheder, der har investeringer som et naturligt led i deres virksomhed.

*En mindre kreds af fysiske eller juridiske personer:* Der er undtagelse for prospektpligt, hvis udbuddet henvender sig til færre end 150 fysiske eller juridiske personer. Det er således ikke antallet af udbudte obligationer i udstedelsen, der er relevant – det er udelukkende den kreds, som udbuddet henvender sig til. Dette er den undtagelse, der oftest har givet anledning til tvivl i prospektbekendtgørelsen.

*Udbud af værdipapirer:* Udstedelser af værdipapirer er også undtaget prospektpligt, hvis pålydende pr. værdipapir beløber sig til mindst 100.000 EUR. En anden undtagelse er udbud af værdipapirer, der kun kan erhverves mod en kontant modydelse for i alt mindst 100.000 EUR pr. investor for hvert særskilt udbud. Begrundelsen følger tilfældet med kvalificerede investorer, da det forudsættes, at investorer, der tegner værdipapirer for så store beløb, selv er i stand til at skaffe de relevante informationer til at træffe investeringsbeslutning på et informeret grundlag.

De danske prospektregler er udarbejdet ift. EU-direktiver. Reglerne giver mulighed for mere lempelige prospektkrav ved mindre udstedelser (op til 5 mio. EUR fra 1. juli 2012). De lempeligere prospektkrav vurderes dog ikke relevante i forbindelse med erhvervsobligationer, da disse helst skal være over 200 mio. kr. for at kunne bære omkostningerne ved en obligationsudstedelse.

Der har været udtrykt bekymring for, at de danske prospektregler udgør en barriere i forhold til udstedelse af erhvervsobligationer. Det har bl.a. været anført, at de danske prospektregler er mere restriktive end i andre lande, herunder bl.a. Norge. I praksis er der dog intet, der tyder på dette, tværtimod er det danske og norske regelsæt næsten identisk.

Prospektkravene ved udstedelser af erhvervsobligationer vurderes på baggrund af ovenstående ikke umiddelbart at udgøre en særlig barriere.

## Bilag 5. Solvens II

Rådet og Europa-Parlamentet nåede i foråret 2009 til enighed om Solvens II direktivet, der reviderer og skærper reglerne for beregning af kapitalkrav i forsikrings- og genforsikringsselskaber. Solvens II forventes at træde i kraft den 1. januar 2014.

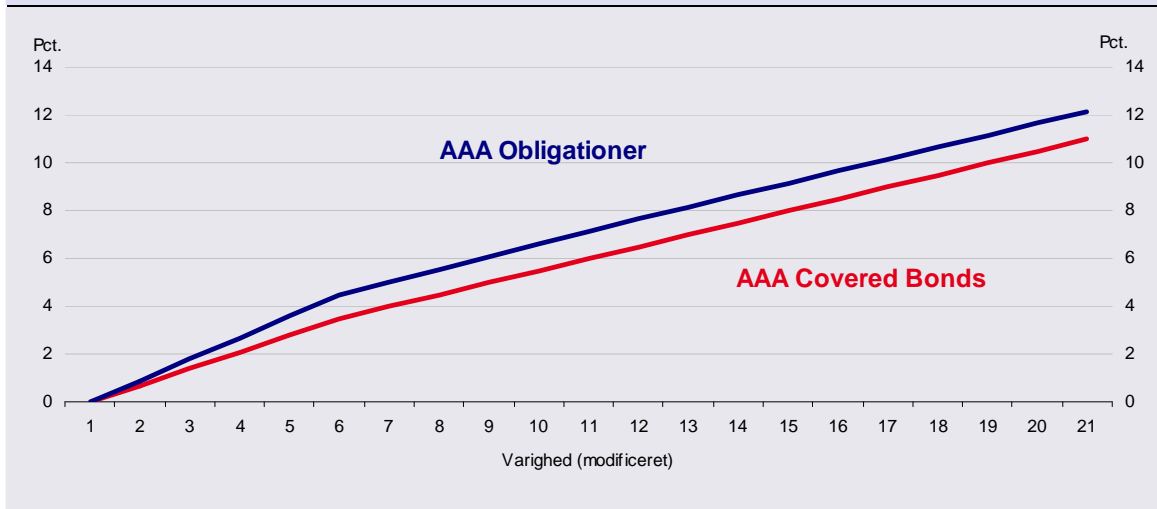
I den danske pensionssektor er der en stigende tendens til at anbefale markedsrenteprodukter frem for de traditionelle gennemsnitsrenteprodukter. Begge typer af produkter bliver underlagt Solvens II, men det typiske billede er, at markedsrenteprodukterne har en lavere kapitalbinding end gennemsnitsrenteprodukterne.

Solvens II har en række implikationer for livsforsikringsselskaberne, herunder bl.a. deres investeringsstrategi. Først og fremmest ændrer Solvens II kravene til livsforsikringsselskabernes solvens, der i fremtiden skal fastsættes i forhold til risikoen på den samlede balance, i stedet for som hidtil under Solvens I i forhold til hensættelsernes størrelse. Dette betyder, at ikke kun passiverne, men også investeringsaktiverne indgår i beregningen af solvenskapitalen.

Det skal dog bemærkes, at danske selskaber allerede regner et individuelt solvensbehov, som skal inddrage alle virksomhedens væsentlige risici. Selskabets solvenskrav er det største af det traditionelle Solvens I krav og det individuelle solvensbehov.

For nogle selskaber betyder Solvens II således, at kapitalkravene til risikofyldte aktiver - såsom aktier og alternative investeringer - øges, mens stramningerne for sikre obligationer er minimale. Overgangen til Solvens II betyder også, at kapitalkravet for sikre obligationer vokser dels med obligationernes varighed og dels med risikoen på obligationen. For AAA-ratede obligationer vil kapitalkravet således være op til 12 pct. af obligationens markedsværdi, se figur 5.2.

Figur 5.2  
Solvens II-kapitalkrav i forhold til løbetid på AAA-obligationer



De nye kapitalkrav for erhvervsobligationer varierer med ratingen af obligationerne. Erhvervsobligationer med en lav rating og lang løbetid kan give anledning til en højere kapitalbelastning end aktier.

Afhængigt af afkast og risikovurdering kan erhvervsobligationer derfor blive uattraktive som investeringsobjekter. Generelt skal selskaberne være meget opmærksomme på deres beholdninger af risikable aktivtyper som aktier og kreditobligationer. Solvens II-reglerne udgør derfor en generel barriere, når det omhandler investeringer i visse erhvervsobligationer.

Det skal dog samtidig nævnes, at Solvens II tillader, at balancen ses i en sammenhæng, således at en spredning af risikoen på forskellige aktivtyper vil reducere solvenskravene. Samtidig 'belønner' Solvens II transparens i investeringerne, og solvenskravene til komplicerede produkter kan reduceres, hvis disse kan opdeles i mindre risikable enkeltdele. Dette stiller dog store krav til pensionselskabernes rapporteringssystemer og kan muligvis udgøre en barriere ift. sekuritiserings, hvor graden af kompleksitet er ret høj.

Solvens II skaber incitament til, at der foretages en afkast/risikovurdering baseret på de risikobaserede kapitalkrav. Dele af erhvervsobligationsmar-



kedet kan blive ramt af dette, men det skal dog understreges, at dette primært er relevant for pensionsinstitutter med garanterede renteprodukter.

## Bilag 6. Beskatning af investorer i forbindelse med sekuritisering

For privatpersoner, der køber en obligation med sekuritisering, kan beskatning være en udfordring grundet uklarhed om produktets natur. Det er afgørende, om obligationen (fordringen) beskattes efter reglerne for fordringer eller om obligationen omfattes af definitionen af strukturerede produkter, således at obligationen i stedet skal beskattes efter de regler, der gælder for beskatning af finansielle kontrakter. De to regelsæt indebærer en forskel i den skattemæssige behandling af tab. Er køber en pensionskasse eller et selskab, er der ingen skattemæssige forskelle uanset produktets kategorisering.

Såfremt der skal ske beskatning efter reglerne for finansielle kontrakter, opgøres gevinster og tab efter lagerprincippet. Det betyder, at investor bliver beskattet uden at have solgt sine obligationer. Lagerprincippet indebærer, at man skal opgøre gevinst og tab som forskellen mellem obligationens værdi ved indkomstårets udløb og værdien ved indkomstårets begyndelse.

Eventuelle tab kan fradrages i årets gevinster på strukturerede produkter og finansielle kontrakter. Yderligere tab kan fradrages, i det omfang tabet ikke overstiger forudgående års samlede skattepligtige nettogevinster. Overstiger tabet tidligere års gevinster, kan tabet fremføres til modregning i fremtidige nettogevinster på strukturerede produkter og finansielle kontrakter.

For fordringer opgøres gevinst og tab ud fra realisationsprincippet. Skattepligten henholdsvis fradragsretten bliver derved først gjort gældende, når obligationen realiseres.

For obligationer under lagerbeskatning kan der således blive tale om en fremrykket beskatning sammenlignet med obligationer (fordringer), der realisationsbeskattes. Det kan have likviditetsmæssige konsekvenser.

Obligationer med sekuritisering vil typisk rette sig mod selskaber, herunder pensionskasser, og ikke privatpersoner. I givet fald vil denne barriere ikke have betydning.

Ved investering i obligationer eller strukturerede produkter via en (minimumsbeskattet) investeringsforening, beskattes privatpersoner af årets realiserede afkast i foreningen – gevinst og tab på strukturerede produkter opgøres dog efter lagerprincippet. Ved salg af investeringsbeviset medregnes gevinst/tab ved indkomstopgørelsen.