



**Copenhagen
Business School**
HANDELSHØJSKOLEN

Erhvervsobligationer

- Finansiering af små og mellemstore virksomheder

Kandidatafhandling af:

Casper Hummelgaard, Cand.merc.(jur.)

Lasse Pedersen, Cand.merc.(jur.)

Økonomisk vejleder: Finn Østrup, CKK

Juridisk vejleder: Henrik Juul, CKK

Antal tegn inkl. figurer: 262.123

CBS, København
Oktober 2012

Executive Summary

Since the beginning of the financial crisis in 2007, most small and medium-sized enterprises have experienced an excessive reduction in their access to external financing, which consists mainly of bank loans. This thesis seeks to analyze the SME sector's need for this type of financing as well as investigate whether an alternative to bank financing exists.

The second chapter of the thesis deals with capital structure theory and why the traditional ways of looking at capital structure appear flawed when it comes to SMEs. It is concluded that while traditional capital structure theory's focus on the optimal mix between debt and equity is applicable to larger listed corporations, this might not be the case for SMEs, which rely heavily on bank financing and have limited options when it comes to equity financing.

The third chapter consists of a market analysis of SMEs in Denmark, Sweden, France and the USA with regards to e.g. SME-loans, interest spread and long-term and short-term loans from 2007-2010. It is concluded that SME's in Denmark seem to rely more heavily on short term loan financing as well as tend to be more sensitive to market volatility, which ultimately indicates that any measures to separate the SME sector from its reliance on the banking sector would be welcome.

Subsequently this thesis seeks to investigate the possibility of expanding the market for corporate bonds in Denmark, especially for the SME sector. Chapter four deals with the pros and cons of corporate bonds as a financing method for SME's. It is found that in spite of high costs and dependency on ratings, a more developed market for corporate bonds would mean easier access to financing for many Danish SMEs.

Chapter five deals with the economic, structural and legal barriers to a more developed market for corporate bonds in Denmark as well as possible solutions to these. This chapter includes foreign experiences and how these could serve as an inspiration in developing the Danish corporate bond market.

Chapter six contains the conclusion on the findings of this thesis and summarizes pros, cons and possible solutions to the underdeveloped corporate bond market in Denmark.

INDHOLDSFORTEGNELSE

Kapitel 1: Teori og Metode	1
1.1 Indledning.....	1
1.2 Problemstilling og formål.....	2
1.3 Problemformulering	2
1.4 Synsvinkel	2
1.5 Struktur.....	3
1.6 Afgrænsninger	4
1.7 Teori og metode	4
1.8 Kildekritik	5
Kapitel 2: Kapitalstruktur og traditionel virksomhedsfinansiering	7
2.1 Indledning	7
2.2 Miller og Modigliani.....	7
2.2.1 M&M Teorem 1	7
2.2.2 M&M Teorem 2	8
2.2.3 M&M og Skatter.....	10
2.3 Trade-off teorien	11
2.3.1 Statisk Trade-off teori.....	11
2.3.2 Dynamisk Trade-off teori	12
2.4 Pecking Order-teorien	13
2.4.1 Asymmetrisk information.....	13
2.5 Finansieringsformer og likviditet	17
2.5.1 Former for finansiering.....	17
2.5.2 Likviditet	18
2.6 Kapitalstruktur for små og mellemstore virksomheder	19
2.7 Traditionelle finansieringskilder	20
2.7.1 Egenfinansiering - aktiekapital.....	20
2.7.2 Lånefinansiering.....	21
2.7.3 Kassekredit	22
2.7.4 Banklån.....	22
2.7.5 Covenants	23
2.7.6 Erhvervsobligationer	23
2.7.7 Factoring.....	24
2.7.8 Leasing	25
2.7.9 Realkreditmarkedet.....	26

Kapitel 3: Markedsanalyse	28
3.1 Indledning	28
3.1.1 Forbehold	29
3.2 Markedsanalyse	31
3.2.1 Udviklingen i andelen af udlånet til SMV-sektoren	31
3.2.2 Risikovillig kapital	32
3.2.3 Rentespread	33
3.2.4 Korte og lange lån	35
3.2.5 Danske interessenters opfattelse af SMV-sektorens finansieringsmuligheder	38
3.3 Opsummering	40
3.4 Offentlige tiltag	42
3.4.1 Vækstfonden	42
3.4.2 Eksport Kredit Fonden	46
3.4.3 FIH Erhvervsbank	48
Kapitel 4: Erhvervsobligationer	50
4.1 Indledning	50
4.2 Karakteristika	51
4.2.1 Løbetid og afdragsprofil	51
4.2.2 Kurs og rente	52
4.2.3 Obligationsserier	52
4.2.4 Risikofaktorer	53
4.3 Kreditvurdering og rating	54
4.4 Fordele ved erhvervsobligationer	55
4.4.1 Kontrol med virksomheden	55
4.4.2 Uafhængighed af bankerne	60
4.5 Ulemper ved erhvervsobligationer	66
4.5.1 Omkostning ved rating	66
4.5.2 Afhængighed af rating og investorer	67
4.5.3 Afhængighed af renter og afdrag	68
4.5.4 Høje faste omkostninger	68
4.5.5 Bankforbindelse	68
4.5.6 Usikkerhed om det egentlige provenu	69
4.5.7 Risiko for lavere likviditet på obligationer	69
4.6 Erhvervsobligationer i Danmark	69
4.6.1 Erhvervsobligationers udbredelse i Danmark og udvalgte lande	69
4.6.2 SMV-sektoren og realkreditmarkedet	71
4.7 Delkonklusion	75
4.7.1 Er det samfundsmæssigt ønskeligt at udvide adgangen til finansiering vha. erhvervsobligationer?	75

Kapitel 5: Udvikling af det danske marked for Erhvervsobligationer	77
5.1 Udenlandske erfaringer	77
5.1.1 Norsk Tillitmann ASA – Norwegian Trustee.....	77
5.1.2 Svenske MTN-programmer.....	81
5.2 Alternativ børs.....	86
5.3 Barrierer for erhvervsobligationer på aftagersiden	87
5.3.1 Pensionskasser og Forsikringsselskaber.....	87
5.4 Dansk ratinginstitut	91
5.5 FIH – Back to basics.....	92
5.6 Securitisation	93
5.6.1 Struktur ved securitisation.....	94
5.6.2 Allokering af risiko.....	95
5.6.3 Juridiske udfordringer ift. dansk ret	95
5.6.4 Fordele og ulemper ved securitisation.....	99
5.7 Tilladelse som pengeinstitutvirksomhed eller sparevirksomhed	100
5.7.1 Lovgrundlaget.....	101
5.7.2 Finanstilsynets fortolkning af reglerne, 2007-2012.....	102
5.7.3 Finanstilsynets afgørelser 4. september 2006 og 23. februar 2007	104
5.7.4 Finanstilsynets fortolkning af reglerne, 2012 og frem	106
5.7.5 Konsekvenser af Finanstilsynets nye fortolkning af FIL §§ 7 og 334	108
Kapitel 6: Konklusion	110
6.1 Perspektivering.....	115
Litteraturliste	116
Bilag.....	122

Figurfortegnelse

- Figur 1.1 Retspolitisk tankegang (s. 5)
- Figur 2.1 Fra risikofri til risikofyldt gæld (s. 10)
- Figur 2.2 Omsættelig/ikke-omsættelig egen/fremmedkapital (s. 17)
- Figur 3.1 Andel af SMV-lån ud fra samtlige erhvervslån, 2007-2010 (s. 31)
- Figur 3.2 Venture- og Vækstkapital i euro pr. virksomhed, 2007-2010 (s. 33)
- Figur 3.3 Rentespread for store og små lån i procentpoint, 2007-2010 (s. 34)
- Figur 3.4 Short-term SMV-lån i procent af samlede SMV-lån, 2007-2010 (s. 35)
- Figur 3.5 Procentvis ændring i langfristede og kortfristede lån, 2007-2010 (s. 36)
- Figur 3.6 Danmark – Absolutte tal, langfristede og kortfristede lån, 2007-2010 (s. 37)
- Figur 3.7 Antal konkurser pr. 10.000 virksomheder, 2007-2010 (s. 41)
- Figur 4.1 Illustration af minimumskapitalkravet (s. 61)
- Figur 4.2 Erhvervsobligationer i procent af ekstern finansiering, ultimo 2011 (s. 70)
- Figur 4.3 Udviklingen i andelen af erhvervsobligationer over tid, 2000-2011 (s. 71)
- Figur 4.4 Renteniveau for hhv. store og små pengeinstitut- og realkreditlån, 2003-2011 (s. 72)
- Figur 4.5 Udviklingen i det samlede reale udlån til erhverv, 2003-2011 (s. 74)
- Figur 5.1 Konstruktion af Norsk Tillitsmann (s. 79)
- Figur 5.2 Traditionel securitisationskonstruktion (s. 94)

Tabelfortegnelse

- Tabel 4.1 Ratingbureauernes karakterskala (s. 54)

Bilagsfortegnelse

- Bilag 1 Anvendte OECD-tal
- Bilag 2 Egne udregninger
- Bilag 3 OECD iLibrary, Ikke-finansielle virksomheders samlede passiver, erhvervsobligationer og aktier for Danmark, Norge og Sverige.
- Bilag 4 Federal Reserve, Ikke-finansielle virksomheders samlede passiver (uden aktier) og erhvervsobligationer for USA.

Kapitel 1: Teori og Metode

1.1 Indledning

For virksomhederne er adgangen til kapital i mange tilfælde afhængig af samfundets konjunkturudvikling. Generelt antages det, at adgangen til kapital er sværere under lavkonjunktur, bl.a. fordi værdien af de aktiver, virksomhederne har mulighed for at stille sikkerhed i, falder samt at efterspørgslen ofte vil være aftagende. Det omvendte gør sig gældende under højkonjunktur¹. Virksomhederne kan derfor ofte opleve, at det bliver sværere at skaffe tilstrækkelig finansiering i krisetider, da bankerne vil stramme vilkårene for deres udlån. Det er derfor nødvendigt at kigge nærmere på, hvordan man fremover vil være i stand til at imødekomme denne udfordring.

De små og mellemstore virksomheder (SMV'er²) spiller en meget stor rolle i Danmark, hvorfor det vil være særligt relevant at kigge på netop denne sektor.

SMV'erne er de næstmindste virksomheder, man opererer med inden for EU, kun overgået af mikrovirksomhederne med under 10 ansatte og en omsætning på under € 2 mio. SMV'erne er inden for EU defineret som virksomheder, der beskæftiger mellem 10 og 250 personer³, og som har en årlig omsætning på under € 50 mio. eller samlet balance på under € 43 mio. Skellet mellem "små" og "mellemstore" ligger på 50 ansatte og omsætning eller balance på over € 10 mio.⁴.

SMV'erne udgør over 99 % af alle virksomheder inden for EU, eller godt 23 millioner. Disse 23 millioner virksomheder tegner sig tillige for godt 60 % af EU's samlede BNP.

Det er en generel opfattelse, at SMV'erne har mere vanskeligt ved at skaffe finansiering end mange af de større virksomheder. Dette udsagn kan bl.a. begrundes med, at informationen omkring virksomhederne ofte er mindre tilgængelig, hvilket kan føre til en større grad af asymmetrisk information, samt at de mindre virksomheder ofte har sværere ved at stille finansielle og materielle aktiver til sikkerhed for kreditorerne.

¹ Petersen og Risbjerg, 2009, s. 12

² Teknisk set burde udtrykket blot være "SMV", ikke "SMV'er". Anvendelsen af flertalsformen øger dog læsbarheden og er generelt accepteret.

³ Denne afhandling fokuserer på alle virksomheder med mellem 1 og 249 ansatte.

⁴ Europa-kommissionen, 2003.

1.2 Problemstilling og formål

Som følge af den finansielle krise har det vist sig, at adgangen til finansiering har været en udfordring for flere virksomheder. Særligt har SMV-sektoren haft vanskeligheder, idet de er blevet mødt med strengere kreditvilkår bl.a. i form af højere renter samt kortere løbetider. For at løse nogle af de problemer, denne sektor står over for, vil denne afhandling behandle en ekstern finansieringsform, som ikke i Danmark har været særligt anvendt indtil nu. Nærmere bestemt vil denne afhandling sætte fokus på ikke-finansielle SMV'ers potentielle udstedelse af erhvervsobligationer i fremtiden.

Denne afhandling vil sætte fokus på, hvad der er gjort i Danmark for at afhjælpe finansieringsproblemet samt analysere de økonomiske og juridiske udfordringer, der på nuværende tidspunkt er for en øget brug af erhvervsobligationer. Desuden vil afhandlingen komme med mulige løsningsmodeller, som kan fremme SMV-sektorens adgang til at skaffe finansiering vha. udstedelse af erhvervsobligationer.

Denne afhandling skal betragtes som et bidrag til diskussionen omkring SMV-sektorens finansieringsudfordringer samt mulige løsningsmodeller, der skal gøre anvendelsen af erhvervsobligationer mere udbredt som finansieringskilde i Danmark.

1.3 Problemformulering

- 1. Hvordan har lavkonjunktureren under finanskrisen påvirket den danske SMV-sektors finansieringsmuligheder?*
- 2. Hvordan ville et mere veludviklet marked for udstedelse af erhvervsobligationer kunne afhjælpe SMV-sektorens potentielle finansieringsudfordringer?*
- 3. Hvilke barrierer og løsninger er der for udviklingen af et sådant marked i Danmark?*

1.4 Synsvinkel

Denne afhandling vil tage udgangspunkt i en analyserende synsvinkel, hvor fokus vil være på den danske SMV-sektor. Da afhandlingen søger både at undersøge sektorens finansieringsbehov samt investors hensyn, synes denne vinkel at være i god overensstemmelse med afhandlingens formål.

1.5 Struktur

Udgangspunktet for afhandlingen findes i Kapitel 1, hvor den tværfaglige problemstilling identificeres. Kapitlet indeholder en indledning til afhandlingen, hvor emnet præsenteres i sin grundform. Dernæst fremgår afhandlingens formål og problemformulering, hvorefter synsvinkel, afgrænsning, teori og metode samt kildekritik for tilgangen til afhandlingen fastlægges.

I afhandlingens Kapitel 2 vil kapitalstruktur blive behandlet, da virksomhedens kapitalstruktur kan fortælle noget om virksomhedens værdi samt risiko og sandsynlighed for *financial distress*. Desuden vil det blive gennemgået, hvilken påvirkning asymmetrisk information har for SMV'er og disses finansieringsmuligheder. Derudover kigger afhandlingen nærmere på, hvilke former for intern og ekstern finansiering virksomheder traditionelt anvender som finansieringskilder.

Kapitel 3 i afhandlingen indeholder en analyse af, hvordan lavkonjunktoren under den finansielle krise har påvirket SMV-sektorens finansiering samt adgangen til denne. Markedsanalysen tager udgangspunkt i udvalgte fokuslande. Dernæst vil der blive kigget nærmere på, hvad der er gjort fra offentlig side i Danmark som følge af lavkonjunktorens indvirkning på den danske SMV-sektors adgang til finansiering.

I Kapitel 4 vil det blive analyseret, hvilke fordele og ulemper der vil være for en fremtidig brug af erhvervsobligationer for SMV-sektoren. Derudover vil kapitlet indeholde en kvantitativ analyse af den procentvise mængde af ikke-finansielle virksomheders udestående erhvervsobligationer i flere udvalgte lande. Afslutningsvis vil kapitlet udmønte sig i en vurdering af, hvorvidt der reelt er et behov for et forbedret marked for erhvervsobligationer i Danmark.

Kapitel 5 vil indledningsvist analysere udenlandske erfaringer omkring brugen af erhvervsobligationer. Derudover vil kapitlet søge at identificere barrierer og løsningsforslag med henblik på at opnå et mere veludviklet marked for erhvervsobligationer i Danmark.

Afhandlingens sidste kapitel vil indeholde den afsluttende konklusion. Dette afsnit har til formål at opsummere afhandlingens resultater og besvare problemformuleringen.

1.6 Afgrænsninger

Da afhandlingen fokuserer på forbedring af den danske SMV-sektor, vil EU-retlige tiltag for at forbedre finansieringen for denne kun blive inddraget i det omfang, disse tiltag har udmøntet sig i decideret danske tiltag.

Desuden vil reglerne omkring statsstøtte mht. offentlige midler tilført fonde ejet af staten ikke blive behandlet; dette skyldes at fokus ikke ligger på det tekniske i denne konstruktion, men på de forbedringer de tilførte midler fører til for sektoren.

De skattemæssige aspekter omkring udstedelse, køb og salg af erhvervsobligationer vil ikke blive behandlet i afhandlingen. Dette skyldes, at sådanne aspekter ikke synes relevante for hverken sektorens påvirkning af en lavkonjunktur eller et mere veludviklet marked for erhvervsobligationers potentielle løsning af dette.

Metoder anvendt af ratinginstitutterne ved kreditvurdering vil ikke blive behandlet, da processerne, der ligger forud for en rating, ikke har relevans for afhandlingens problemstilling.

Derudover vil obligationer med kortere løbetider ikke blive behandlet, da disse som udgangspunkt ikke løser finansieringsudfordringer på lang sigt. Desuden vil de faste omkostninger forbundet med de kortere obligationer formentlig være uproportionalt høje, hvilket ikke gøre dem relevante for denne afhandlings problemstilling.

1.7 Teori og metode

De juridiske dele af denne afhandling vil blive analyseret med udgangspunkt i den retsdogmatiske metode, som har til formål at udlede gældende ret inden for afhandlingens problemstillinger. Den retsdogmatiske metode beskriver, hvordan retskilderne inddeles i en konkret rækkefølge, for at komme frem til gældende ret⁵. Der er således tale om en systematisering af de anvendte retskilder. For at den retsdogmatiske analyse anses som valid, er det nødvendigt at den juridiske metode er anvendt korrekt⁶.

I denne afhandling er der i de juridiske afsnit hovedsagligt anvendt lovtekster for at beskrive gældende ret. Retspraksis er anvendt i det omfang, der har været behov for at eksemplificere og understøtte gældende ret på konkrete områder. Desuden er der

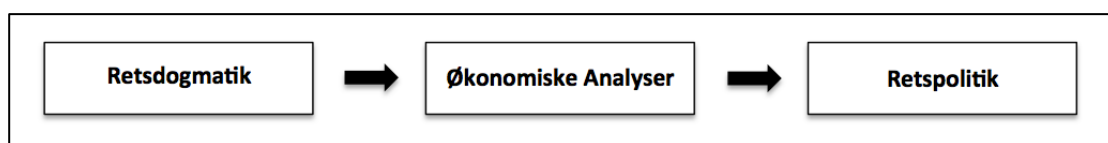
⁵ Regulering, Retspraksis, Retssædvaner og Forholdets natur – analyseres i nævnt rækkefølge. Det bør bemærkes, at der inden for retskildelæren ikke umiddelbart gælder en sådan rangorden.

⁶ Nielsen og Tvarnø, 2008, s. 31-32.

inddraget bemærkninger og betragtninger i det omfang, der har været brug for at beskrive lovgivers intentioner på området.

Afhandlingens økonomiske analyse tager udgangspunkt i den induktive metode, hvor inddraget data og empiri analyseres for at udlede generelle konklusioner på baggrund af disse⁷. Opgavens empiriske analyse tager særligt udgangspunkt i tal fra OECD, hvor kvantitativ data analyseres for at vise generelle tendenser omkring SMV-sektorens påvirkning af lavkonjunktoren.

Afhandlingen vil ud fra problemstillingen og resultaterne i den økonomiske analyse forsøge at angive nogle af de implikationer, den eksisterende lovgivning har på nuværende tidspunkt, samt hvilke konsekvenser en ændring af reglerne vil have for markedet fremover⁸. Til brug for denne del af afhandlingen tages der udgangspunkt i Alf Ross's teori om retspolitik, hvor *de lege ferenda* består i forslag til ny lovgivning⁹. Ved hjælp af den retspolitiske metode vil der være mulighed for at komme med forslag til, hvordan lovgivningen bør se ud. Det centrale i retspolitikken er således, at gældende ret analyseres ud fra den økonomiske teori, for derved at kunne understøtte hvordan reglerne fremover bør udformes på et konkret område.



Figur 1.1: Den retspolitiske tankegang.

Kilde : Nielsen og Tvarnø, 2008, s. 434.

Den retspolitiske fremgangsmåde, der er anvendt i afhandlingen, har således til formål på baggrund af nugældende regler og den økonomiske analyse at komme med forslag til ny lovgivning, som fremover vil kunne gøre det nemmere for SMV-sektoren at finansiere sig gennem udstedelse af erhvervsobligationer.

1.8 Kildekritik

Da denne afhandling dækker over et emne, der ikke i Danmark er blevet dybdegående behandlet før, har adgangen til information været en udfordring. Der er i afhandlingen

⁷ Knudsen, 1994, s. 36.

⁸ Nielsen og Tvarnø, 2008, s. 435.

⁹ Nielsen og Tvarnø, 2008, s. 378.

lagt vægt på, at særligt data og empiri kommer fra valide kilder, eks. OECD, som har dannet grundlaget for afhandlingens markedsanalyse.

I afhandlingen er der inddraget flere surveys, som indeholder subjektive holdninger fra flere af SMV-sektorens aktører. Disse er som udgangspunkt taget med for at danne et billede af disses opfattelse af finansieringsudfordringerne. Det er dog taget i betragtning, at de adspurgte aktører kan have en interesse i at fremme egen sag. Afhandlingen forholder sig kritisk til disse undersøgelser, hvorfor disse ikke selvstændigt vil danne grundlag for resultater og konklusioner; de vil i høj grad blive sammenholdt med troværdig data ved inddragelsen.

Kapitel 2: Kapitalstruktur og traditionel virksomhedsfinansiering

2.1 Indledning

Virksomheders kapitalstruktur har i mange år været et interessant emne at diskutere. Over de seneste 50-60 år er der formuleret mange teorier, der alle har søgt at forklare, hvordan virksomhederne optimalt bør finansiere sine aktiviteter, hovedsagligt med fokus på det optimale miks imellem egen- og fremmedkapital. Fordelingen mellem forskellige typer egen- og fremmedkapital, eksempelvis langsigtet, kortsigtet, omsættelig og ikke-omsættelig, har i litteraturen ikke hidtil fået samme opmærksomhed.

Dette afsnit vil indledningsvis gennemgå Miller & Modiglianis teori om kapitalstruktur, som anses for den første reelle og populære kapitalstrukturteori. Dernæst vil et par af nutidens populære kapitalstrukturteorier blive gennemgået – Trade-off teorien og Pecking Order-teorien.

Efterfølgende vil afsnittet analysere effekterne af omsættelig og ikke-omsættelig egen- og fremmedkapital, især med fokus på finansiering i SMV-sektoren. Da størstedelen af disse traditionelle kapitalstrukturteorier er formuleret ud fra store, noterede virksomheder, vil afsnittet slutte af med en problematisering over anvendelsen af traditionelle kapitalstrukturteorier på SMV-sektoren.

2.2 Miller og Modigliani

Miller og Modigliani (herefter M&M) er ofte anerkendt som dem, der formulerede den første alment kendte og delvist accepterede teori om virksomheders kapitalstruktur. Deres publikation, ”*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*” blev første gang offentliggjort i *The American Economic Review* i juni 1958.

Teorier og debat om kapitalstruktur var ikke ukendt på dette tidspunkt; det specielle ved M&M’s publikation var, at de heri argumenterede for, at virksomhedens kapitalstruktur var helt ligegyldig for virksomhedens værdi.

2.2.1 M&M Teorem 1

M&M’s 1. Teorem blev skabt ud fra en forudsætning om ingen skatter, ingen konkursomkostninger og perfekte kapitalmarkeder. Under forudsætningen om perfekte kapitalmarkeder er også gældende, at investorer kan låne og udlåne på samme vilkår som

virksomheden.

M&M's 1. Teorem lød:

The Market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate p_k appropriate to its class¹⁰

Teorem 1 siger altså, at værdien af en gearet virksomhed er nøjagtig lig værdien af en ugearet virksomhed, alt andet lige. Værdien er i stedet givet ved aktiverne på virksomhedens balance, som genererer alle pengestrømme i virksomheden¹¹. Alle virksomhedens fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres med en passende tilbagediskonteringsrate (expected return on assets), hvilket giver virksomhedens værdi.

Her er den ganske illustrative tærte-metafor ofte anvendt. Hvor størrelsen af en tærte er uafhængig af, hvordan den er skåret, gør det samme sig gældende for virksomhedens værdi. Det er for virksomhedens samlede værdi ligegyldigt, hvor stor en andel af dens cash flow der går til egenkapitalejere i form af dividende og hvor stor en del, der går til fremmedkapitalejere i form af renter. Så længe det samlede cash flow maksimeres, maksimeres virksomhedens værdi.

Forudsætningen om perfekte kapitalmarkeder kommer i spil i den situation, hvor virksomheden mener at kunne forøge sine investorers afkast ved at geare sin investering. Et øget afkast vil gøre, at virksomhedens værdi stiger, og dermed vil kapitalstrukturen faktisk have en betydning for værdien. Under forudsætningen om perfekte kapitalmarkeder er dette dog ikke gældende, da alle investorer selv har mulighed for enten at geare deres investering ved at låne på markedet og købe yderligere aktier, eller at nedbringe deres risiko ved at købe færre aktier og selv låne ud på markedet¹².

2.2.2 M&M Teorem 2

I samme artikel formulerer M&M, hvordan det forventede afkast på en aktie (expected return on equity, r_E) afhænger af det forventede afkast på de samlede aktiver ved ren egenkapitalfinansiering (expected return on assets, r_A) og en risikopræmie på baggrund af andelen af gæld (D/E) og forskellen mellem r_E og r_D (det forventede afkast på gæld):

¹⁰ Modigliani og Miller, 1958, s. 268

¹¹ Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 474

¹² Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 477-478

The expected yield of a share of stock is equal to the appropriate capitalization rate p_k for a pure equity stream in the class, plus a premium related to financial risk equal to the debt-to-equity ratio times the spread between p_k and r .

Det matematiske argument for denne formulering kan findes, hvis man anskuer virksomhedens forventede afkast på følgende måde:

Det forventede afkast på aktiver = (Andel af gæld * forventet afkast på gæld) + (andel af egenkapital * forventet afkast på egenkapital)

⇔

$$r_A = \left(\frac{D}{D+E} * r_D\right) + \left(\frac{E}{D+E} * r_E\right)$$

Omskrives dette for at finde det forventede afkastkrav på egenkapital fås følgende:

$$r_E = r_A + \frac{D}{E}(r_A - r_D)$$

M&M's 2. teorem kan udledes af denne ligning: Det forventede afkast på egenkapitalen stiger med det samlede forventede afkast på aktiver, og stiger når andelen af gæld i forhold til egenkapital stiger. Dette skyldes, at der er en naturlig sammenhæng mellem risiko og afkast; stiger risikoen i virksomheden, stiger den risikopræmie, investorerne kræver.

Som gældsandelen og risikoen i virksomheden stiger, stiger r_D , som grundlæggende dækker over fremmedkapitalejernes rentekrav, også. Dette skyldes som ved ovenstående, at fremmedkapitalejerne kræver en større risikopræmie, jo mere risikofyldt virksomheden er. Da r_D indgår som en negativ værdi i ligningen, må det følge heraf, at stigningen i r_E på et tidspunkt bliver modvirket af stigningen i r_D . Denne stigning i r_D antages at ske, når gældsandelen bliver så stor, at virksomhedens gæld ikke længere kan anses som (essentielt) risiko-fri gæld, og overgår til at være risikofyldt gæld.

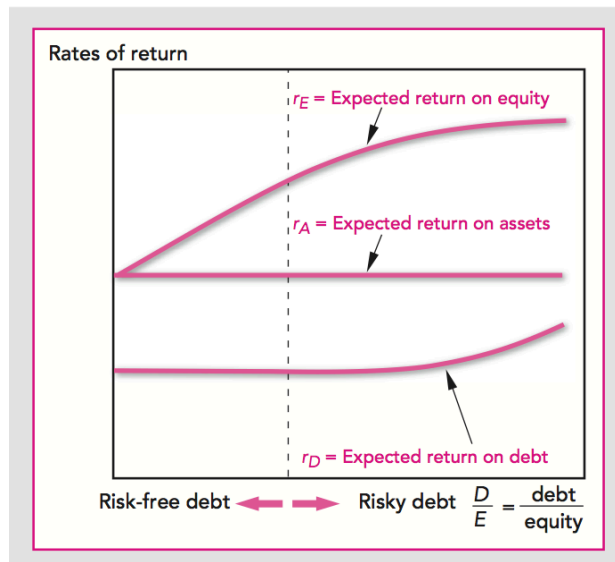


Fig. 2.1¹³. Viser overgangen fra risikofri gæld til risikofyldt gæld i virksomheden, og hvordan denne påvirker det forventede afkastkrav fra egenkapital- og fremmedkapitalejere.

Jo mere gæld virksomheden har, jo mindre sensitiv er r_E altså over for yderligere gældstagning. Dette skyldes, at jo mere virksomheden låner, jo større en del af risikoen overføres fra egenkapitalejere til fremmedkapitalejere¹⁴.

Det ses altså af ovenstående, at virksomhedens værdi stadig ikke påvirkes af ændringer i kapitalstruktur. Selv om fremmedkapital normalt må anses som billigere end egenkapital, da fremmedkapitalejere har bedre sikkerhed end egenkapitalejere, og at man derfor kunne forestille sig en øget værdi ved blot at fremmedkapitalfinansiere sig, vil en øget gældsætning få både egenkapital- og med tiden også fremmedkapitalejernes afkastkrav til at stige. De gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger forbliver altså de samme, og virksomheden er hverken bedre eller værre stillet¹⁵.

2.2.3 M&M og Skatter

M&M's teoremer er meget teoretiske, og såfremt de var korrekte i deres grundform, ville man ikke kunne se nogen klare tendenser i virksomheders kapitalstruktur. Dette har dog ikke empirisk sammenhæng med virkeligheden. For at gøre M&M's teorier mere i tråd med virkeligheden indføres derfor *skat* i modellen.

Det springende punkt er her, at der i langt de fleste lande i verden er en skattefordel ved at finansiere sig med rentebærende gæld. Renteudgifter er nemlig, i modsætning til fx

¹³ Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 484

¹⁴ Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 483

¹⁵ Myers (2001)

dividendebetalinger, fradragsberettiget i anden skattepligtig indkomst. Dette fører til udviklingen af et såkaldt *skatteskjold*¹⁶.

Skatteskjoldet for en periode er den gældende selskabsskat i landet gange de renter, virksomheden har betalt i perioden. Har en virksomhed i et land med en selskabsskat på 20 % en indtægt på 100 mio. og betalt 8 mio. i renter, bliver selskabet kun beskattet af $(100-8)=92$ mio., og betaler derfor 18,4 mio. i skat, i modsætning til et ugearet selskab med samme indtægt, der vil betale 20 mio. i skat.

Med dette argument er det nødvendigt at tilføje endnu et element til illustrationen af virksomhedens værdi; hvor det før blev antaget, at virksomhedens værdi blev udgjort af cash flow til egenkapital- og fremmedkapitalejere, ses det nu, at der i virkeligheden er en tredje spiller: staten. Virksomhedens værdi er stadig uafhængig af cash flow til hhv. egenkapital- og fremmedkapitalejere. Virksomheden kan dog øge den samlede betaling til disse ved at reducere *statens* del af kagen ved at gældsfinansiere sig og derved opnå øgede fradrag¹⁷.

Den værdi, der tilføres virksomheden, er nutidsværdien af skatteskjoldet.

Virksomhedens værdi kan altså opstilles som:

$$\text{Værdi af virksomheden} = \text{værdi ved ren egenkapitalfinansiering} + PV(\text{Skatteskjold})$$

Konklusionen herefter må være: jo mere gæld jo bedre, eftersom det øger værdien af virksomheden. Det optimale er altså at have en virksomhed, der er 100 % gældsfinansieret. Dette ses dog ikke i virkeligheden. For at forklare dette inddrages *omkostninger ved financial distress* og *Trade-off teorien*.

2.3 Trade-off teorien¹⁸

2.3.1 Statisk Trade-off teori

Det første man tænker, når man tænker øget risiko ved gældsætning, er risikoen for konkurs. *Financial distress* dækker bl.a. over dette, men i høj grad også over de omkostninger der er ved, at markedet vurderer, at en virksomhed er gearet mere, end den bør være. Dette kan komme til udtryk på flere måder, eksempelvis ved krav om højere

¹⁶ Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 497

¹⁷ Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 498

¹⁸ Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 508-510

renter, kortere kredittider, manglende evne for virksomheden til at indgå aftaler på gunstige vilkår mv.

Der kan også opstå uenighed blandt virksomhedens investorer om, hvordan virksomheden bør drives. Hvor fremmedkapitalejerne oftest vil stemme for den fortsat profitmaksimerende drift og sikre investeringer, vil virksomhedens egenkapitalejere efterhånden få større og større incitament til at foretage risikable investeringer med muligvis negativ nutidsværdi. Da egenkapitalejerne har begrænset hæftelse, vil disse have et større incitament til en ”*all or nothing*”-tilgang til investeringerne; hvis det går galt, har egenkapitalejerne begrænset hæftelse gennem deres indskud. Går det godt, har de alt at vinde. Denne form for agency cost er en stor del af omkostningerne ved financial distress.

Den egentlige værdi af en virksomhed kan altså, jf. ovenstående, siges at være:

$$\text{Værdi af virksomheden} = \text{værdi ved ren egenkapitalfinansiering} + PV(\text{Skatteskjold}) - PV(\text{Financial distress})$$

Da både $PV(\text{Skatteskjold})$ og $PV(\text{Financial distress})$ stiger ved øget gældsætning siger Trade-off teorien, at virksomhedens optimale kapitalstruktur er på netop det sted, hvor den marginale stigning i omkostninger ved financial distress er præcis de marginale positive effekter ved skatteskjoldet.

2.3.2 Dynamisk Trade-off teori

En ulempe ved den statiske Trade-off teori er, at den kun gælder for en enkelt periode hvor skatteskjold, omkostninger ved financial distress mv. er fast. Sker der ændringer i skattesats, generelle omkostninger i markedet mv., vil det være nødvendigt for virksomheden at ændre kapitalstruktur, hvis den ønsker at holde en optimal fordeling mellem gæld og egenkapital. Dette er dog urealistisk, da det ikke kan forventes at større virksomheder kan planlægge noget så grundlæggende for kun én periode.

Inddrages der derudover transaktionsomkostninger i modellen forklarer dette, at virksomheder ikke altid er på deres optimale niveau af gæld og egenkapital; det er simpelthen ikke efficient konstant at restrukturere sin kapitalstruktur. Det forventes derfor, at virksomheders kapitalstruktur ikke altid (og måske aldrig) er optimal, men altid svinger omkring den optimale fordeling af egen- og fremmedkapital.

2.4 Pecking Order-teorien

I 1984¹⁹ introducerede Myers et alternativ til den traditionelle kapitalstrukturteori, kaldet Pecking Order-teorien (herefter POT). Udgangspunktet for teorien er, at der mellem ejer og potentielle investorer er asymmetrisk information, hvor ejeren besidder mere information om virksomhedens værdi og risiko end potentielle investorer, som derfor vil kræve en højere risikopræmie ved investering. For POT og omkostningen ift. tilstedeværelsen af asymmetrisk information betyder det derfor, at ejere vil foretrække intern finansiering frem for ekstern, men ekstern finansiering foretrækkes frem for udstedelse af nye aktier²⁰.

- Intern egenkapital foretrækkes hvis det er muligt; da asymmetrisk information ikke er gældende for denne finansieringsform, vil den være billigere end ekstern finansiering.
- Såfremt der er behov for yderligere finansiering anvendes ekstern finansiering, da denne finansieringsform er billigere end aktieudstedelse.
- Udstedelse af aktier, dvs. ekstern egenkapital, sker på det tidspunkt, hvor virksomheden ikke har mulighed for at optage mere gæld.

Det vil således sige, at POT, i modsætning til de ovenstående kapitalstrukturteorier, ikke tager udgangspunkt i et optimalt forhold mellem egen- og fremmedkapital, bl.a. fordi der opereres med to former for egenkapital: intern og ekstern egenkapital. Yderligere kan POT forklare, hvorfor nogle profitable virksomheder har mindre gæld end ikke-profitable²¹, idet de profitable virksomheder ikke i samme grad har behov for at anvende ekstern finansiering.

2.4.1 Asymmetrisk information

Som nævnt er tilstedeværelsen af asymmetrisk information en betydende faktor i POT. Det anføres heri, at asymmetrisk information medfører højere omkostninger ved ekstern finansiering – men hvorfor?

George Akerlof fremførte i sin 1970-publikation ”*The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*” en teori herfor. Akerlofs teori tog udgangspunkt i et eksempel: markedet for brugte biler med to kvaliteter, peaches (høj kvalitet) og lemons (lav kvalitet). Akerlofs teori gik på, at såfremt sælger har fuld information og

¹⁹ Myers, 1984, s. 187–221

²⁰ Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 517.

²¹ Brealey, Myers og Allen, 2008, s. 520.

køber har begrænset information – og ikke kan kende forskel på peaches og lemons – er der en risiko for, at det ikke vil være muligt at afsætte biler af høj kvalitet. Dette skyldes, at køber ikke kan kende forskel på høj og lav kvalitet, og derfor ikke vil betale, hvad en bil af høj kvalitet er værd. Dette driver alle biler af høj kvalitet ud af markedet; køber må derfor nedjustere den værdi, han kan forvente at få ved et køb. Dette vil som før drive de bedste produkter ud af markedet, indtil kun de mest inferiøre produkter er tilbage²².

Markedet for brugte biler var naturligvis blot et eksempel; Akerlofs teori kan også forklare, hvorfor asymmetrisk information kan betyde, at ekstern finansiering som banklån eller udstedelse af værdipapirer er mere omkostningsfuldt end at finansiere sig med intern aktiekapital. På samme måde som i eksemplet ovenfor har virksomhederne bedre information om fremtidige betalingsstrømme og virksomhedens egentlige potentiale end eventuelle investorer. Her må det antages, at banker har bedre mulighed for at gennemgå en virksomheds økonomi i forbindelse med långivning end investorer af ekstern aktiekapital og obligationer, hvorfor den asymmetriske information må have den største betydning på disse områder.

2.4.1.1 Hvilke problemer skaber asymmetrisk information?

Et af de første problemer, asymmetrisk information skaber, er et incitament til at give *misvisende information*²³. I Akerlofs marked for brugte biler har køber begrænset information, og sælger har derfor incitament til at give misvisende informationer om kvaliteten af aktivet for derved at få en højere pris. Det samme gør sig gældende ved finansiering af en virksomhed eller et projekt. Virksomheden har et incitament til at fremstille sig som så profitabel, risikofri og solid som muligt for derved at opnå en lav kapitalomkostning på sin finansiering. Dette gør, at det for investorer og långivere bliver sværere at skelne mellem gode og dårlige projekter. Man vil derfor opleve, at hele markedet bliver gennemsyret af misvisende information, da de sunde virksomheder nødvendigvis må misrepræsentere sig selv for at distancere sig fra de usunde virksomheder. Asymmetrisk information er derfor en katalysator for et marked med generel misinformation.

²² Akerlof (1970)

²³ Østrup, 1992

For at modvirke den asymmetriske information, må investor opbygge information om virksomheden. De omkostninger, der er ved denne form for informationsindsamling og – bearbejdning vil påvirke den pris, der er ved virksomhedens finansiering.

Ud over misvisende information kan der også opstå et moral hazard-problem, når virksomheden *har* fået den finansiering, den skal bruge. For ejeren af en virksomhed er der en naturlig tilskyndelse til mere risikable projekter, hvis virksomheden er helt eller delvist fremmedkapitalfinansieret. Dette skyldes, at tabet for ejer er begrænset til den allerede indskudte egenkapital, mens der i teorien ikke er nogen begrænsning på gevinsten. Eftersom højere risiko medfører højere forventet gevinst, vil der derfor være et incitament til at begive sig ud i mere risikable investeringer. For fremmedkapitalejere i selskabet er gevinsten normalt begrænset til en på forhånd aftalt rente på investeringen, uanset om det går godt eller skidt for virksomheden. Da investor ved, at virksomheden efterfølgende har incitament til at foretage risikable investeringer, vil de nødvendigvis kræve en højere risikopræmie, end hvis de kunne sikre sig imod denne form for moral hazard. Dette kunne eksempelvis ske ved at sikre sig, at virksomheden selv har en vis mængde egenkapital eller ved løbende overvågning af virksomhedens ageren.

En tredje ulempe er, at der – som følge af ovenstående misinformation og moral hazard – kan blive formindsket konkurrence mellem de finansielle virksomheder, hvilket i sidste ende betyder højere priser på markedet. Både misvisende information og moral hazard kan til en vis grænse modvirkes ved at have et langvarigt forhold til eksempelvis ét pengeinstitut. Man kan herigennem opbygge en tillid, som gør, at omkostningerne ved ovenstående mindskes. Dog betyder det også, at virksomheden – hvis den ønsker at skifte pengeinstitut – må acceptere højere renter og dårligere vilkår, indtil den samme form for tillid er skabt det nye sted. Det er derfor ikke problemfrit at skifte pengeinstitut, hvilket medfører, at pengeinstitutterne kan tillade sig at tage højere priser for deres services.

En række af de offentlige tiltag, der er lavet efter finanskrisen fra 2007, har forsøgt at reducere markedspåvirkningen af den asymmetriske information, eksempelvis ved at flytte risiko fra investor over på staten. Disse tiltag gennemgås i afsnit 3.4

2.4.1.2 Hvorfor er SMV'er mere udsatte?

SMV'erne tegner sig for langt størstedelen af virksomhederne i Danmark, hvilket gør dem til en vigtig kilde for vækst i samfundet. Grundet deres størrelse er der dog det problem, at de har tilbøjelighed til at være mere sårbare i krisetider end større

virksomheder. Ud fra en teoretisk argumentation kan dette bl.a. skyldes, at adgangen til information omkring SMV-sektoren er begrænset, og at opbygningen af denne vanskeliggøres, da virksomhederne beskæftiger sig inden for vidt forskellige brancher.

Når man direkte sammenligner de små og de store virksomheder, vil det i mange tilfælde gælde, at omkostningen ved indsamling af information vil være mindre eller den samme, når det kommer til store virksomheder; dette har, set fra SMV'ernes synspunkt, den uheldige konsekvens, at omkostningen bliver relativt højere. Den høje grad af asymmetrisk information blandt de mindre virksomheder gør derfor, at man ikke i samme grad vil kunne opnå stordriftsfordele inden for informationsindsamling om potentielle låntagere.

Grundet informationsasymmetrien vil der være en risiko for, at långiver ikke tør påtage sig den samlede finansiering af låntagers projekt; der opstår derfor en såkaldt kreditrationering. Denne situation kan både vise sig at være et problem ift. ønsket om primært intern finansiering ift. POT, men også ift. en situation, hvor den pågældende virksomhed er nyetableret, og dermed ikke har skabt en indtjening. Det kan derfor siges, at hvis SMV'ernes primære finansieringskilde lukker kassen, vil virksomheder uden umiddelbar adgang til kapitalmarkedet ikke have mulighed for at skaffe kapital andetsteds.

Yderligere kan det argumenteres, at SMV-sektoren i mange tilfælde er kendetegnet ved mindre produktionsanlæg, hvilket udgør en begrænsning i låntagers mulighed for at stille sikkerhed i virksomhedens aktiver. Set fra en potentiel långivers side vil sikkerheden for udlån derfor ofte være lavere end i større virksomheder. Ud fra et realisationsperspektiv må det derfor antages, at investors sikkerhed i SMV-udlån, alt andet lige, vil være mere risikobetonet.

Generelt må det derfor siges, at den økonomiske teori argumenterer for, at SMV'erne er mere udsatte end de større og mere etablerede virksomheder; dette gør sig jf. ovenstående ofte gældende ift. adgangen til information, kapitalmarkedet samt muligheden for stille sikkerhed i virksomhedens aktiver.

2.5 Finansieringsformer og likviditet

Nedenstående afsnit vil kigge nærmere på, hvilke finansieringsformer virksomhederne har mulighed for at anvende. Det vil dernæst blive vurderet, hvorvidt disse muligheder gør sig gældende for samtlige virksomheder, eller om der kan argumenteres for, at nogle virksomheder i højere grad end andre anvender nogle former for finansiering.

2.5.1 Former for finansiering

Når en virksomhed skal tage udgangspunkt i mulige finansieringsformer, er der fire måder, hvorpå den har adgang til kapital. Det bør som udgangspunkt overvejes, om kapitalen skal tilvejebringes som egen- eller fremmedkapital; dernæst bør det vurderes, hvorvidt finansieringen skal være omsættelig eller ej.

Omsættelig	Intern aktiekapital	Banklån
	Ekstern aktiekapital	Erhvervsobligationer
	Egenkapital	Fremmedkapital

Fig. 2.2. Matrix med omsættelig/ikke-omsættelig og egen-/fremmedkapital.

Kilde: Egen frembringelse

Af ovenstående matrix ses eksempler på finansieringsformer inden for deres givne område. Det kan overordnet siges, at såfremt der er tale om ikke-omsættelige instrumenter, vil de finansielle instrumenter ikke kunne afsættes til anden side; den umiddelbare fordel vil dog ligge i, at omkostningen ved kapitalfremskaffelsen holdes nede. Det omvendte gør sig gældende, såfremt der er tale om omsættelige instrumenter. Udstedelse af omsættelige instrumenter vil ofte være karakteriseret ved høje transaktionsomkostninger; til gengæld vil omsættelige instrumenter kunne mindske graden af asymmetrisk information, da omsættelige instrumenter antageligvis vil bidrage til en øget information omkring den enkelte virksomhed. Yderligere bør det nævnes, at omsættelige instrumenter ofte har til formål at henvende sig til en større aftagergruppe,

hvilket øger chancen for, at den pågældende virksomhed kan skaffe finansiering til markedspris.

Når man ser på erhvervsobligationer, gives virksomhederne mulighed for at afdække deres kapitalbehov gennem udstedelse af omsættelig fremmedkapital; her hentes kapitalen direkte på markedet, hvilket er et alternativ til optagelse af traditionelle lån gennem bankerne. Udover at virksomhederne hermed har mulighed for at skaffe yderligere kapital, vil der også være mulighed for at diversificere sine finansieringskilder og dermed skabe en bredere gældsprofil på passivsiden af balancen. Ved gradvis at bevæge sig væk fra den primære finansieringskilde, bankerne, får virksomhederne også en bedre forhandlingsposition, da afhængigheden af bankforbindelsen mindskes.

2.5.2 Likviditet

Likviditet defineres ofte som muligheden for på hurtig vis at afsætte aktiver uden tab. Det teoretiske udgangspunkt må derfor være, at når alle har adgang til den samme information, dvs. fuld information, vil aktiver alt andet lige være likvide. Omvendt må det således gøre sig gældende med likviditeten på aktiver, hvis der eksisterer asymmetrisk information mellem parterne. Denne asymmetri gør, at en potentiel långiver skal kompenseres for den usikkerhed, der påtages i form af en risikopræmie.

Når man snakker om SMV-sektoren, bliver denne meget teoretiske tilgang aktuel, da informationsasymmetrien alt andet lige vil stige, når størrelsen og kendskabet til virksomhederne falder. Derfor gælder det, at når den asymmetriske information stiger, vil likviditeten på virksomhedens aktier og obligationer falde. Der er således en forklaring på, hvorfor de mindre virksomheder i begrænset omfang anvender kapitalfremskaffelse direkte på markedet; den asymmetriske information er høj, hvorfor långivers risikopræmie stiger og låntagers provenu på de omsættelige instrumenter falder.

Ud fra ovenstående er der ikke noget at sige til, at de mindre virksomheder i høj grad anvender enten intern aktiekapital eller banklån som finansiering. For den interne aktiekapital gælder det, at der ikke vil være tale om asymmetrisk information, da långiver og låntager kan siges at have adgang til samme information. For bankfinansiering gælder det, at der hersker en vis grad af asymmetrisk information mellem parterne; dette er tilfældet uanset om der er tale om en nyetableret virksomhed eller et ældre engagement. Det må dog påpeges, at graden af asymmetrisk information kan mindskes, såfremt det lykkes for parterne at opbygge et samarbejde, idet der løbende opbygges information og

tillid mellem långiver og låntager. Dette kan ligeledes være en forklaring på, hvorfor flere virksomheder beholder samme bank i længere tid, da et bankskifte alt andet lige vil øge informationsasymmetrien og dermed omkostningen forbundet med långivningen.

2.6 Kapitalstruktur for små og mellemstore virksomheder

De ovenstående afsnit beskriver og argumenterer for, hvordan virksomhedens kapitalstruktur, ud fra den økonomiske teori, bør se ud. Når man sammenholder denne meget teoretiske tilgang med SMV-sektoren, er der nogle hindringer, som gør, at teorien ikke i alle tilfælde tager højde for de mindre virksomheders karakteristika.

Dette afsnit har til formål at udlede, hvilke teoretiske argumenter der på baggrund af den traditionelle kapitalstrukturteori kunne være for, at SMV-sektoren i højere grad burde anvende erhvervsobligationer som finansieringskilde.

Hovedproblemet i den klassiske kapitalstrukturteori er, at den i høj grad tager udgangspunkt i store virksomheder, som har lettere adgang til finansiering, hvad enten der er tale om udstedelse af aktier eller optagelse af gæld direkte på kapitalmarkedet. Når det kommer til SMV'erne, har de ikke i nær samme grad mulighed for at benytte disse former for finansiering, hvilket gør det vanskeligt at finde frem til en optimal kapitalstruktur ud fra teorien.

Jf. ovenstående teori vil værdien af virksomhedens egenkapital være bestemt af kapitalmarkedet; men hvis den pågældende virksomhed ikke er noteret, vil markedsværdien praktisk talt være umulig at fastsætte. Spørgsmålet er derfor, om den traditionelle kapitalstruktur er anvendelig på de små og mellemstore virksomheder. Det er tvivlsomt, hvorvidt værdien af egenkapitalen i størstedelen af SMV'erne kan beregnes, idet den bogførte værdi kan være svær at fastsætte samt at det kan være svært at vurdere, om eksisterende ejere har givet personlige garantier, dvs. skjult egenkapital. Det kan argumenteres for, at egenkapital for SMV'er ikke bør indgå som en variabel for virksomheden, men i stedet en konstant²⁴; dette skyldes både, at det er tvivlsomt, om eksisterende ejere vil være villige til at afgive kontrol ved aktieudstedelse, samt at ejerne ofte allerede har skudt al den interne kapital, der er til rådighed, ind i virksomheden, dvs. den interne finansiering er brugt op, jf. POT.

²⁴ Moro, 2010, sektion 6

Da egenkapitalen for SMV'erne bør indgå som en konstant, spiller forholdt mellem egen- og fremmedkapital en mindre rolle for de små virksomheder end for de store. I stedet bør de små virksomheder fokusere på en optimal sammensætning af kort- og langfristet gæld, for derigennem at minimere de samlede kapitalomkostninger. Den langfristede gæld kan dog blive et problem at opnå under lavkonjunkturer, hvor bankerne har deres egne udfordringer i forhold til kapitalkrav og solvens. Virksomhederne bliver derfor afhængige af en langvarig bankforbindelse for derigennem at nedbringe mængden af asymmetrisk information imellem parterne, og derved også nedbringe bankernes krævede risikotillæg. Dette er dog ikke udelukkende positivt, da virksomhederne gør sig afhængige af en velfungerende banksektor og bidrager til en begrænset konkurrence de finansielle virksomheder imellem, som beskrevet i afsnit 2.4.1.1. Dette skaber en dårligere forhandlingsposition for SMV'erne, hvilket medfører øgede finansieringsomkostninger.

Samlet er SMV'erne altså, som tingene ser ud nu, dømt til at være afhængige af usikker bankfinansiering, hvis de vil undgå at afgive kontrol med virksomheden. Denne afhandling vil fokusere på, hvordan en udvidet adgang til kapitalmarkederne vil kunne være en stor fordel for mange af SMV'erne, især i dårlige tider.

2.7 Traditionelle finansieringskilder

I forlængelse af de ovenfor beskrevne teorier, vil det blive gennemgået hvilke finansieringskilder, virksomhederne anvender. Nedenfor vil de forskellige finansieringsformer blive beskrevet, hvilket giver et billede af de fordele og ulemper, der er ved anvendelse af disse.

2.7.1 Egenfinansiering - aktiekapital

For at et aktiemarked kan fungere på tilfredsstillende vis kræver det, at markedet for værdipapirer er likvidt og at adgangen til information er høj, hvilket kan have stor betydning for investorernes beslutning. Mange investorer vil ikke have interesse i en konkret investering, hvis de risikerer store indlåsnings effekter, da dette vil gå ud over likviditeten på de pågældende værdipapirer. Derudover vil det kræve, at transaktionsomkostninger er lave, hvilket også vil komme både udsteder og investor til gode.

Blandt fordelene som bør nævnes ved at anvende aktiekapital er, at virksomheden ikke er bundet til en konkret afdragsordning, hvis man sammenligner med banklån. En yderligere fordel ved aktiekapital er, at virksomheden ved hjælp af egenkapital er bedre polstret til at

modstå økonomiske nedgange, da egenkapital er mere tabsabsorberende end andre former for kapital²⁵.

En ulempe ved at udstede aktiekapital er, at eksisterende ejere risikerer at miste indflydelse over egen virksomhed, hvilket antages at være en aktuell problemstilling for SMV'er, da mange af disse er personligt ejet eller ejes i mindre fællesskaber. Således vil afgivelse af indflydelse kunne skabe interessekonflikter i selskabet – dette kan dog i mindre omfang begrænses ved at inddele aktiekapitalen i forskellige aktieklasser. Yderligere bør det nævnes, at eksisterende aktionærer ved aktieemission, som hovedregel, skal tilbydes en forholdsmæssig andel af den nye tegning, hvilket har til formål at undgå udvanding af eksisterende ejeres kapitalandele²⁶. Som nævnt ovenfor spiller dette dog ofte ingen rolle for de eksisterende ejere i en SMV, da de antages at have skudt al den egenkapital, de har mulighed for, ind i virksomheden allerede, jf. POT.

For mindre virksomheder kan en børsnotering, herunder udarbejdelse af prospekter²⁷, være en omkostningstung post, hvilket taler imod, at specielt de helt små virksomheder i større omfang finansierer sig direkte på kapitalmarkedet. Det må yderligere bemærkes, at der ved en børsnotering følger skærpede krav med for den enkelte virksomhed, fx højere informationskrav, hvilket kan indebære høje løbende omkostninger til opfyldelse af dette. For en potentiel køber, som ønsker at investere i SMV-sektoren, vil man kunne frygte, at søgeomkostningerne vil være relativt høje, særligt såfremt der er tale om en unoteret virksomhed.

2.7.2 Lånefinansiering

Lånefinansiering – der her dækker over såvel traditionelle banklån som brug af kassekredit – er den nok vigtigste kilde til finansiering for virksomhederne. Denne form for traditionel lånefinansiering vil ofte for nogle SMV'er være den eneste reelle form for finansiering, der er tilgængelig²⁸.

Der kan være flere grunde til, at denne traditionelle lånefinansiering er den mest udbredte form for ekstern finansiering. Lånefinansiering må antages at være den løsning, der er

²⁵ Egenkapital er den mest efterstillede form for kapital.

²⁶ Selskabsloven, § 162

²⁷ Eyben, 2008, s. 310: De oplysninger, som skal gives i forbindelse med ansøgning om værdipapirers optagelse til notering på et reguleret marked af hensyn til investors mulighed for at vurdere udstederens finansielle stilling og de rettigheder, som er knyttet til værdipapirerne.

²⁸ Europa-kommissionen, 2001, s. 6

mest *lige til* for mange virksomheder. Man har med stor sandsynlighed bedre kendskab til procedurerne og processerne ved optagelse af et banklån eller oprettelse af en kassekredit, i forhold til eksempelvis at skulle udstede aktier eller obligationer. Denne meget udbredte anvendelse af lånefinansiering kan muligvis skyldes strukturen i banksektoren i det meste af Europa, hvor man – i modsætning til eksempelvis USA og England – har et såkaldt universal-banksystem. En universalbank kan karakteriseres som en finansiell virksomhed med en bred vifte af aktiviteter, eksempelvis forsikring, realkredit, bank og investering.

Derudover har alle virksomheder allerede en eller flere bankforbindelser. Hos SMV'erne er det ofte gældende, at man har koncentreret alle sine finansielle forretninger i én eller få banker²⁹. Herved kan en mindre virksomhed søge at opnå et tættere forhold til den ene eller de få banker, hvilket kan være en stor fordel i hårde tider for virksomheden. Er det generelt hårde tider, kan virksomheden stå dårligt, hvis bankerne selv er presset, og virksomheden ikke har øvrige finansieringskilder.

2.7.3 Kassekredit

En kassekredit er en måde, hvorpå virksomheder kan skaffe kortsigtet likviditet med kort eller intet varsel. Denne form for fleksibilitet gør en kassekredit til en oplagt finansieringsmulighed at have i baghånden - især for virksomheder, hvor der er asymmetri mellem indtægter og udgifter.

Fleksibilitet er dog ikke gratis; omkostningerne (i form af renter) på en kassekredit er så godt som altid højere end omkostningerne ved at optage et egentligt banklån. I modsætning til et lån, som virksomheden betaler rente på indtil lånet er betalt af – et tidspunkt der kan ligge langt ude i fremtiden - betaler virksomheden dog kun renter på sin kassekredit i det omfang, den rent faktisk anvendes. Heri ligger også en del af kassekreditens fleksibilitet.

2.7.4 Banklån

Et traditionelt banklån har en længere løbetid end en kassekredit, hvor der i perioden betales både renter og afdrag. Det pågældende cash flow for både långiver og låntager er altså lagt mere eller mindre fast fra starten, afhængig af om der er mulighed for indfrielse inden lånet forfalder.

²⁹ Europa-kommissionen, 2001, s. 8

Hvor kassekreditter ofte vil være i form af mindre beløb, vil det traditionelle banklån være at foretrække til store finansieringsbehov. Dette kan dog skabe problemer for både långiver og låntager; inden for moral hazard-teorien gøres det klart, at investeringer for lånte penge har en tendens til at være mere risikofyldte end investeringer for egne penge, da man ikke selv løber hele risikoen. Dette ved bankerne, hvilket kan betyde forhøjede renter. Såfremt bankerne ikke har fuld information, kan der opstå en situation, hvor sunde virksomheder med fornuftige investeringer ikke kan opnå lånefinansiering, eller kun kan opnå lånefinansiering til en rente, der gør en ellers profitabel investering uprofitabel.

Dette moral hazard-problem søges imødekommet ved anvendelsen af såkaldte ”covenants”.

2.7.5 Covenants

Adgang til lån vil ofte være afhængig af, at der enten stilles sikkerhed i form af fast ejendom eller let-omsættelige aktiver eller af de såkaldte *covenants* – eller en kombination .

Covenants dækker over et eller oftest flere krav og forpligtelser, som virksomheden skal opfylde kontinuerligt i lånets løbetid for ikke at misligholde låneaftalen. Covenants anvendes til at forbedre långivers mulighed for at styre og overvåge låntager, således at lånets kvalitet sikres. Covenants er altså en form for beskyttelse for banken imod den ovenfor nævnte moral hazard-problematik, der kan opstå, når man skal investere for andres penge.

Der er derfor tale om en form for afgivelse af fleksibilitet for virksomheden – et aspekt, der er vigtigt at tage med, hvis lånefinansiering vælges frem for anden form for finansiering.

2.7.6 Erhvervsobligationer

Erhvervsobligationer som finansieringsform har generelt ikke lange traditioner i EU eller Danmark. Teorien bag erhvervsobligationer vil her blive forklaret kort, for efterfølgende at blive behandlet mere dybdegående i kapitel 4. Erhvervsobligationer defineres i litteraturen som ”en skriftlig erklæring, der hjemler en i hovedsagen ubetinget, ensidig fordring på et pengebeløb”³⁰. Der er altså tale om en form for lån til virksomheden, der

³⁰ Kielland og Schaumburg-Müller, 2012, s. 19

som udgangspunkt udstedes uden tinglig sikkerhed. I stedet modtager indehaveren af erhvervsobligationen en fast rente i obligationens løbetid, såvel som et beløb til en på forhånd fastsat kurs når obligationen udløber.

Udgangspunktet for renten på obligationen vil være den risikofri rente, hvortil der tillægges en margin, der er et udtryk for obligationsudsteders kreditværdighed og obligationens løbetid. Lavere kreditværdighed og længere løbetid giver en højere rente grundet den højere risiko.

Kreditværdigheden vil eksempelvis kunne gives på baggrund af rating fra de internationale kreditvurderingsbureauer. En sådan løbende kreditvurdering er dog en lang og bekostelig affære, hvilket kan være et argument for, at markedet for erhvervsobligationer er så relativt begrænset, som det virker til at være tilfældet på nuværende tidspunkt. Også i EU har anvendelsen af erhvervsobligationer været begrænset; dette har dog ændret sig noget i takt med indførslen af Euroen³¹.

Udbredelsen af erhvervsobligationer på det danske marked behandles mere dybdegående i afsnit 4.6.

2.7.7 Factoring

Factoring som finansieringsmetode dækker over metoden, hvor en virksomhed systematisk belåner sine udestående fordringer til et factoringsselskab. Der er således tale om, at virksomheden sælger en fremtidig indkomst mod at få tilført likviditet før sin egen debtors endelige betalingstidspunkt.

Fordelen ved at anvende likviditetsfremskaffelse gennem factoring kan blandt andet være at mindske de administrationsomkostninger, der kan være ved debitorstyring. Da mindre SMV'er ofte ikke har en decideret debitorstyringsenhed, vil factoring for mindre virksomheder kunne være et godt alternativ.

Blandt ulemperne ved factoring må det nævnes, at den eksterne debitorstyring indebærer omkostninger for virksomheden, da factoringsselskaberne naturligvis tager sig betalt for denne tjeneste. Desuden anbefales det, at virksomheder, der påtænker at sælge sine udstående fordringer har en vis omsætning før dette kan betale sig. I litteraturen er det

³¹ Kielland og Schaumburg-Müller, 2012, s. 21

nævnt, at man mindst bør have en omsætning på 3-4 mio. kr. årligt, før det kan betale sig at anvende factoring³².

2.7.8 Leasing

Leasing som begreb dækker over en situation, hvor en virksomhed i stedet for at investere i et specifikt aktiv vælger at leje det, ofte over en længere periode. Selv om leasing teknisk set ikke er en måde at *skaffe* finansiering på, medtages det alligevel her. Grunden til at det alligevel medtages er, at leasing kan anses som en parallel til banklån; i stedet for at et pengeinstitut giver et lån til et driftsaktiv, som det får sikkerhed i, kan man vælge leasing i stedet.

For leasing gælder det, at man ikke betaler den kontante anskaffelsessum up front, hvilket er med til at forbedre virksomhedens arbejdskapital, da kapitalbindingen i virksomheden mindskes. Med leasing er de reelle udgifter til aktivet lagt mere fast, end hvis der er tale om køb til eje. Leasingaftaler er ofte konstrueret på den måde, at vedligeholdelse af aktivet er underlagt ejerens risiko, hvorfor omkostninger til reparation er på ejers regning. Leasing forbedrer således virksomhedens likviditet samtidig med at driftsrisikoen reduceres. Yderligere bør det bemærkes, at der ved leasing ikke skal stilles sikkerhed fra virksomhedens side, da det pågældende aktiv blot er udlånt med ejendomsforbehold. Dette direkte ejendomsforbehold er en fordel for både virksomheden og leasingselskabet, da leasingselskabet får en høj grad af sikkerhed og dermed kan tilbyde virksomheden en bedre pris.

Blandt ulemperne ved at lease aktiver frem for at eje bør det nævnes, at en del af aktivets værdi ofte skal betales ved overtagelsen, hvilket således kan binde arbejdskapital i det pågældende aktiv. Ved at virksomheden leaser aktiver, og dermed ikke har ejerskab, mister virksomheden afskrivningsretten til aktivet. Da nogle leasingkontrakter er lange, kan de være med til at mindske virksomhedens fleksibilitet, da omlægning af produktion eventuelt ændres, og hvor det leasede aktiv hverken kan anvendes efterfølgende eller sælges til anden side. Desuden bør det nævnes, at der ikke vil være mulighed for at optage lån med sikkerhed i det leasede aktiv, da virksomheden ikke ejer det.

³³ LBK 1261 af 15/11 2010

2.7.9 Realkreditmarkedet

En anden meget udbredt form for lånefinansiering er at låne på realkreditmarkedet. Lånet gives af et realkreditinstitut, der til sikkerhed får pant i fast ejendom. Realkreditinstitutionen udsteder herefter obligationer til at finansiere lånet. Realkreditobligationer, især danske, anses for at være en meget sikker investering; dette skyldes, bl.a. regler om ovennævnte pant i fast ejendom, øvre grænse for belåning af ejendom, fordelagtig retsstilling i konkursordnen, en effektivt tvangsauktions-proces samt det såkaldte 1 til 1-princip.

2.7.9.1 Lov om Realkreditlån og Realkreditobligationer

Markedet for realkreditlån og udstedelse af realkreditobligationer er dækket af Bekendtgørelse af Lov om Realkreditlån og Realkreditobligationer mv³³.

Realkreditlån skal, jf. § 2, gives med pant i fast ejendom. Dette kan dog fraviges, hvis man er en offentlig myndighed. Dette gælder i sagens natur ikke for de små- og mellemstore virksomheder i Danmark. Realkreditmarkedet er derfor kun en oplagt mulighed for SMV'erne, såfremt de enten ønsker at købe fast ejendom (hvorefter dette køb delvist kan finansieres ved at optage realkreditlån) eller man allerede ejer fast ejendom med tilstrækkeligt med friværdi til, at man kan optage et lån i denne.

Det fremgår desuden af § 5 stk. 3, at der gælder en belåningsgrænse på 60 % for kontor- og forretningsejendomme. Der er altså ikke mulighed for at få realkreditlån, der overstiger 60 % af ejendommens værdi. Det er her finansilsynet, der kan udstikke regler for vurdering og låneudmåling mv.³⁴.

Ejendomsmarkedet ændrer sig hele tiden, og man kan derfor risikere, at købt ejendom falder i værdi, efter et lån er optaget. Dette kan betyde, at realkreditlånet pludselig overstiger 60 % af ejendommens værdi. Der er ved optagelse af realkreditlån hverken krav om, at låntager skal stille supplerende sikkerhed over for realkreditinstitutionen eller at realkreditinstitutionen skal stille supplerende sikkerhed over for obligationsejerne. Det er udelukkende ejendomsvurderingen på lånetidspunktet, der er gældende³⁵.

³³ LBK 1261 af 15/11 2010

³⁴ Lov om Realkreditlån og Realkreditobligationer, §§ 12-16

³⁵ Dette princip er fraveget ved reglerne om Særligt Dækkede Realkredit Obligationer samt bankernes pendant, Særligt Dækkede Obligationer, som kan udstedes af både banker og realkreditinstitutioner, hvorefter der skal stilles supplerende sikkerhed, hvis lånebeløbet overstiger grænsen. Dette gøres eksempelvis ved at realkreditinstitutionen udsteder såkaldte Junior Covered Bonds, som er efterstillet det originale realkreditlån, men stadig har en god sikkerhed.

Realkreditinstitutterne finansierer sine udlån ved, at obligationerne, der dækker lånebeløbet, først bliver udstedt, når låntager får lånet. Det er derfor markedet, der bestemmer vilkårene (renten) på realkreditlånet³⁶.

2.7.9.2 1 til 1-princippet

Der hersker på det danske marked et såkaldt 1 til 1-princip. Før 2007 var dette lovbestemt, men der er i SDO-lovgivningen fra 2007³⁷ åbnet op for, at det kan fraviges. Det anvendes dog stadig til de klassiske realkreditobligationer.

1 til 1-princippet er unikt for det danske realkreditsystem, og går i al sin enkelthed ud på, at ethvert realkreditlån korresponderer præcis med en realkreditobligationsudstedelse. Ydes et realkreditlån med en løbetid på 30 år og en rente på 5 %, udstedes der samtidig realkreditobligationer med en løbetid på 30 år og en rente på 5 %. Låntager betaler derfor i realiteten pengene videre til obligationsejerne. Eftersom realkreditinstituttet fungerer som mellemmand, er det også realkreditinstituttet, der står med kreditrisikoen i tilfælde af låntagers manglende betaling. Denne risiko samt realkreditinstituttets administration mv. betales også af låntager.

1 til 1-princippet sikrer låntager fordelagtige vilkår, både i form af gennemsigtige låneomkostninger (låntager kan til enhver tid tjekke priserne på de obligationer, der ligger til grund for sit eget eller lignende lån) og markedsbestemte priser. Lånets rente forhandles ikke mellem låntager og realkreditinstitut, men i stedet af markedet for realkreditobligationer.

Hvor man ved et traditionelt lån gerne betaler et vist beløb for at indfri lånet tidligt, har man ved et realkreditlån en anden mulighed: låntager kan købe de obligationer, der ligger til grund for lånet, på markedet og "levere dem tilbage" til realkreditinstituttet. På denne måde kan låntager også drage fordel af en evt. fordelagtig kurs.

Dette 1 til 1-princip er en stor fordel og sikkerhed ved det danske realkreditmarked, hvilket også er en af grundene til, at den danske realkredit har klaret sig godt igennem krisen. Dette behandles nærmere i afsnit 4.6.2.2

³⁶ Realkreditrådet, 2009, s. 7-8

³⁷ Lov nr. 577 af 06/06/2007

Kapitel 3: Markedsanalyse

3.1 Indledning

I de fleste lande udgør andelen af SMV'er langt størstedelen af de virksomheder, som eksisterer. Disse små og mellemstore virksomheder er grundstammen når det gælder jobs, vækst og handel, hvorfor udviklings- og finansieringsmulighederne for denne sektor er vigtige for et lands økonomiske udvikling.

Formålet med nedenstående markedsanalyse er at vise, hvordan udvalgte landes SMV-sektor har udviklet sig, samt at vise hvordan den finansielle krise har påvirket risikobilledet af de små og mellemstore virksomheder, herunder kreditvilkår og lånesammensætning.

Analysen bygger på tal fra OECD³⁸. Lande omfattet af analysen er udvalgt med det formål at udlede *tendenser* på forskellige markeder under ændringer i økonomiens generelle tilstand. I analysen er landene Danmark, Sverige, Frankrig og USA taget med. Da danske virksomheders finansieringsmuligheder er omdrejningspunktet for denne hovedopgave, er det naturligt medtage Danmark. Yderligere er Sverige taget med, idet det kunne være interessant at sammenligne med et andet nordisk land. Frankrig er udvalgt for at have en stor europæisk nation med i sammenligningsgrundlaget for ikke blot at holde to skandinaviske lande op mod USA. Da USA udgør en af verdens største økonomier, vil det virke naturligt at medtage USA i analysen.

For på bedst mulig måde at analysere SMV-sektoren i de respektive lande, vil analysen indeholde udvalgte parametre, som forsøger at vise, hvordan SMV-sektoren påvirkes af økonomiske udsving. Analysen behandler indledningsvist den procentvise andel af MFI³⁹-sektorens udlån til SMV-sektoren ud af de samlede erhvervsudlån. Dernæst undersøges det, i hvor høj grad der anvendes venture- og vækstkapital, idet adgangen til risikovillig kapital kan sige noget om SMV'ernes mulighed for at finde finansiering samt markedets tiltro til SMV-sektoren. Derefter behandles rentespreadet mellem udlån til hhv. store

³⁸ OECD 2012

³⁹ Monetære finansielle institutioner (Centralbanken, Pengeinstitutter, Realkreditinstitutter, Andre kreditinstitutter og Pengemarkedsforeninger) jf. [http://www.nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/Statordbog%20/\\$File/Statordbog.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C1256B730054214F/sysOakFil/Statordbog%20/$File/Statordbog.pdf)

virksomheder og SMV'er. Da spreadet giver en indikation om MFI-sektorens syn på SMV'ernes risiko, vil det vise sig, om kreditvilkårene ift. SMV'erne er strengere end for de store og etablerede virksomheder. Til sidst analyseres SMV'ernes brug af lange kontra korte lån, da dette kan give et billede af, om SMV'erne søger finansiering til investering eller om lånene anvendes til midlertidig brug som likviditet.

3.1.1 Forbehold

I en markedsanalyse som denne, hvor forskellige faktorer sammenlignes i forskellige lande, er det nødvendigt at tage visse forbehold, som følge af at eksempelvis definitionen af SMV'er og SMV-lån kan variere fra land til land. OECD's tal stammer fra de respektive regeringer og nationalbanker, og er derfor ikke ensrettet på alle områder. En sammenligningstabel fremgår af OECD-rapportens Tabel A.2.

Angående definitionen af en SMV er der i EU enighed om, at en SMV er en virksomhed med 1-249 ansatte. I USA er definitionen en virksomhed med 1-499 ansatte. Dette skaber dog ikke store problemer i forhold til denne analyse, da mængden af amerikanske SMV'er med 100-499 ansatte blot er 1,7 % af det samlede antal SMV'er⁴⁰. Skævvridningen er derfor minimal.

Med hensyn til opgørelsen af andelen af SMV-lån ud af det samlede udlån er der en udfordring i, at visse lande (Danmark) opgør tallene som nye lån på under € 1 mio., og visse lande (Sverige) opgør det som alle udeståender, inkl. aktier, for virksomheder med under 250 medarbejdere. I Frankrig opgøres tallene som både benyttede og ubenyttede lån og kassekreditter for alle virksomheder med under 250 medarbejdere, og for USA opgøres tallene som alle udestående lån under \$ 1 mio. Det må forventes at en opgørelse som Danmarks, der udelukkende inkluderer nye lån under € 1 mio., vil ligge relativt lavt i forhold til de andre lande. Modsat vil en opgørelse som Sveriges, hvor opgørelsen inkluderer samlede udestående lån samt aktiekapital, antageligvis ligge relativt højt. Denne uoverensstemmelse i opgørelsen gør, at det svært at lave en analyse af den absolutte andel af SMV-lån. I stedet vil analysen fokusere på *udviklingen* i andelen for de respektive lande.

⁴⁰ OECD 2012, s. 157, tabel 4.73

I forhold til analysen af rentespreadet mellem store og små lån er der også en forskel. Alle tal for EU er opgjort i lån op til € 1 mio., mens tallene for USA er opgjort i lån op til \$ 1 mio.

Pr. 25/9 var valutakursforskellen €/ \$ 1,29 iflg. Danmarks Nationalbank. Reelt set burde tallene for USA derfor være for lån på op til \$ 1,29 mio.

En anden direkte udfordring for sammenligneligheden over grænserne er, at de forskellige former for kapital benævnes forskelligt fra land til land. Der er altså ikke tale om én standard for, hvornår noget er vækst-kapital og hvornår det ikke er. At tallene derudover er indsamlet af private eller semi-private virksomheder, der kan have deres egen agenda, gør også at tallene kan være skæve i den ene eller den anden retning.

Mht. opgørelsen af korte og lange lån fremgår det ikke hvad de respektive lande regner som kort og lang løbetid. Derfor kan der være forskel på, hvorvidt et lån bliver anset som værende kort eller langt i de forskellige lande.

3.2 Markedsanalyse

3.2.1 Udviklingen i andelen af udlånet til SMV-sektoren

Som det ses af grafen nedenfor, har udviklingen i andel af SMV-lån for landene isoleret set været forholdsvis stabil. Det bemærkes dog umiddelbart, at den procentvise fordeling for landene har været væsentlig forskellig fra hinanden. Dette kan antageligvis forklares ved forbeholdene i 3.1.1.

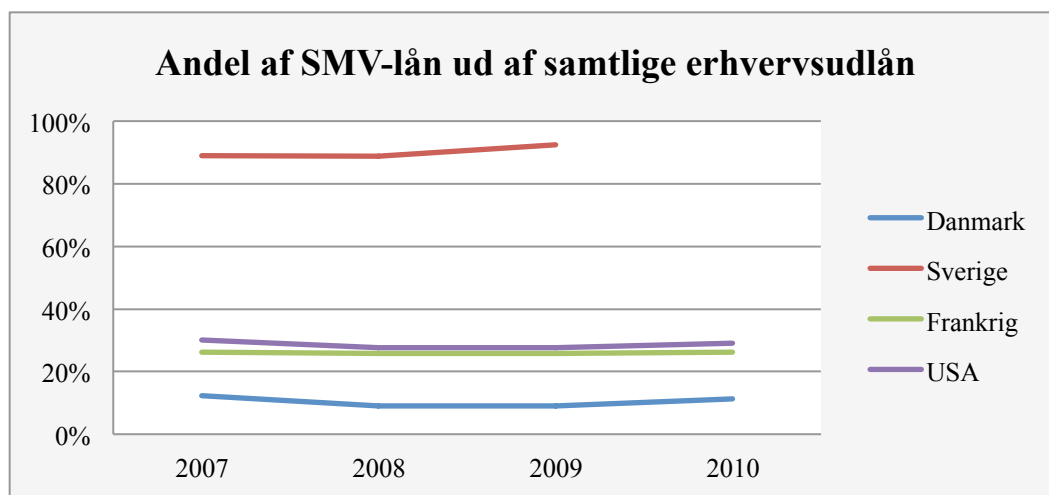


Fig. 3.1. Figuren viser udviklingen i andelen af det samlede udlån til erhvervssektoren, der udgøres af SMV-lån. Der er her tale om andelen i millioner kr., og ikke andelen af *antallet* af udlån.

Kilde: Egen frembringelse.

Siden finanskrisens start er udlånsandelen til SMV-sektoren i Danmark faldet fra 12 % til 9 % fra 2007 til 2009, hvilket svarer til en tilbagegang på cirka 30 %. Ligesom USA har Danmark heller ikke kunne nå samme udlånsandel som før krisen. Dog er andelen af danske SMV-udlån fra 2009 til 2010 steget fra 9 % til 11 %, hvilket er 1 %-point fra udlånsfordelingen før krisen. Det bør dog nævnes, at det samlede udlån til alle virksomheder i perioden fra 2008 til 2010 er faldet med cirka 23 %⁴¹

En af grundene til, at SMV-sektorens andel af det samlede udlån er faldet, kan være, at de generelle kreditvilkår er strammere for de små og mellemstore virksomheder end for de store og etablerede. Det kan fx i nogle tilfælde være svært at stille sikkerhed for en mindre virksomhed, hvis aktiverne er begrænsede. Det kunne således tyde på, at SMV'erne grundet deres størrelse er dårligere stillet end mange af de store og etablerede selskaber. Set fra en kreditors side vil det således være naturligt at begrænse sit udlån til

⁴¹ OECD 2012, s. 63.

SMV-sektoren, hvis man i nogle tilfælde ikke er i stand til at blive dækket tilstrækkelig ind for sit udlån eller informationsasymmetrien er høj.

En anden årsag til den faldende udlånsandel til SMV-sektoren kunne være, at de små og mellemstore virksomheder er mere følsomme over for konjunkturændringer, eks. ved en ændret efterspørgsel ved en finanskrisen. Når efterspørgslen falder, falder virksomhedens indtjening, hvilket på sigt vil øge risikoen for konkurs. Såfremt de små og mindre virksomheder er mere følsomme over for sådanne ændringer i samfundet, vil nogle kreditorer have mindre incitament til at låne ud til denne sektor, da virksomhederne potentielt vil være mindre kreditværdige.

3.2.2 Risikovillig kapital

Analysen af risikovillig kapital i de valgte fokuslande inkluderer tal for investeret venture- og vækst-kapital – herunder seed, start-up, early development samt late-stage expansion. Der er altså ikke tale om en analyse af virksomhedernes egenkapital*beholdning*, aktieudstedelse mv., men udelukkende en analyse af de tidligere stadier af egenkapitalinvestering.

En analyse af SMV'ers adgang til ekstern egenkapital i forbindelse med start-up, development og expansion er en god indikator for hvilken tiltro, markedet generelt har til SMV'erne – herunder hvilken risiko, markedet vurderer SMV'erne til at have.

Tallene dækker perioden 2007-2010, hvilket kan inddeles i præ-recession, recession og langsom normalisering. En analyse af egenkapitalinvesteringen i denne periode giver derfor et godt indtryk af, hvordan SMV'ernes overlevelsessevne og risiko ændrer sig igennem et sådant forløb. Det må i denne forbindelse medtages, at en vis nedgang må være forventelig – uanset om SMV'ernes risiko og profitabilitet var upåvirket, ville mængden af investorer med penge at investere med al sandsynlighed være nedadgående igennem en sådan periode. Dog vil tallene selv med dette in mente være sigende for, hvor hårdt ramt de små og mellemstore virksomheder er.

Tallene i analysen er opgjort som venture- og vækstkapital i € pr. SMV i landet. Denne model er anvendt, da det ellers ville umuliggøre at sammenligne lande som Danmark og USA, simpelthen pga. størrelsesforskellen.

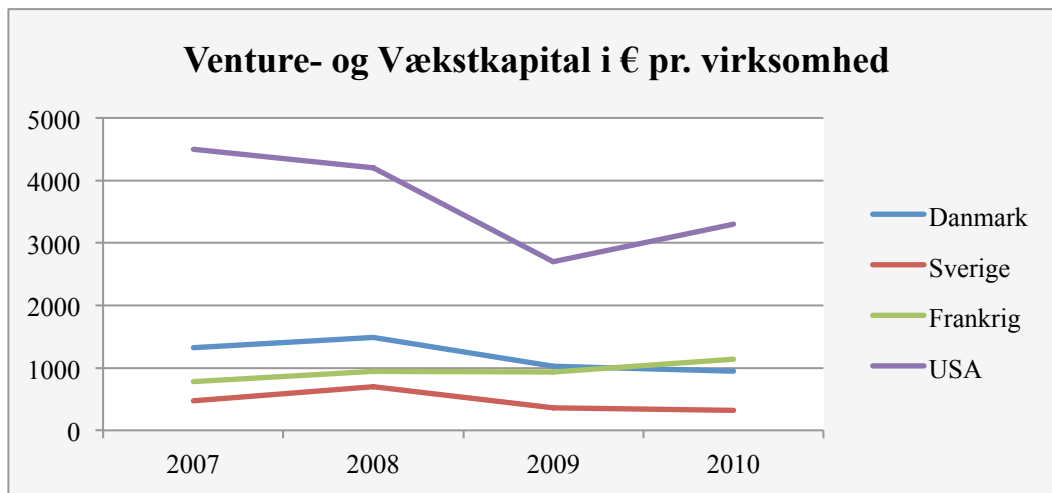


Fig. 3.2. Figuren viser den absolutte mængde venture- og vækstkapital investeret i de respektive lande, målt i € pr. virksomhed i landet.

Kilde: Egen frembringelse.

For 3 ud af 4 af fokuslandene var der tydelige fald i mængden af investeret venture- og vækstkapital fra 2008-2009. Kun Frankrig er anderledes, med en kontinuerlig vækst på dette område. Frankrig oplevede dog også en nedgang i væksten – stadig positiv vækst, men mindre end tidligere år.

Danmark følger generelt tendensen i USA og Sverige – for Sveriges vedkommende nærmest slavisk, med Danmark på 2,5-3 gange Sverige.

Selv om USA oplevede det procentvis største fald i 2008-2009, har kun USA set en markant stigning fra 2009-2010. Dette kunne tyde på, at investering af venture- og vækstkapital er mere konjunkturfølsomt i USA end i Danmark og Sverige.

Det bør bemærkes, at mængden af venture- og vækstkapital er *markant* højere i USA end i de øvrige fokuslande. Dette kan skyldes en mere veludviklet investeringskultur, hvor man fra virksomhedernes side i højere grad kigger på egenkapitalinvesteringer end banklån, samt en højere grad af velvillighed hos investorerne.

3.2.3 Rentespread

Generelt set står SMV'er over for strengere kreditvilkår end mange af de større virksomheder; det gælder fx ift. sikkerhedsstillelse, løbetider og højere rente.

I den periode analysen dækker, har det vist sig, at der generelt har været en tendens til, at renten på SMV-lån har været svingende for tidsrummet 2007-2010. Det har dog vist sig, at spreadet på renten mellem store og små lån generelt er vokset i perioden, hvilket

indikerer, at de store virksomheder ikke i samme grad bliver pålagt nær så hårde kreditvilkår som de mindre og mellemstore virksomheder.

Nedenstående graf viser, hvordan udviklingen i rentespread mellem store og små lån er forløbet i perioden 2007-2010. Ud fra data er det antaget, at lån større end € 1 mio. er optaget af de store virksomheder, mens lån under € 1 mio. er optaget af SMV-sektoren⁴².

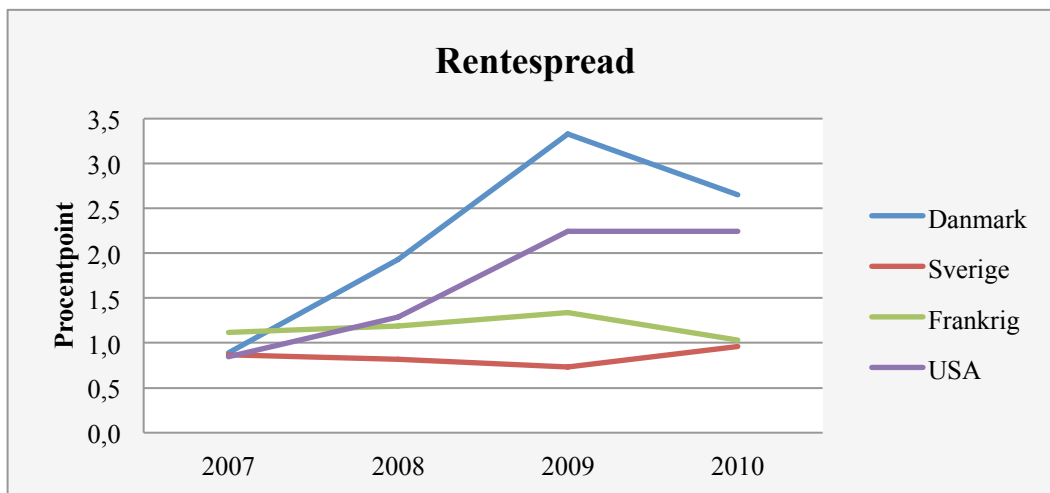


Fig. 3.3. Figuren viser forskellen på renten på udlån under €1 mio. og udlån over €1 mio. Det ses, at dette rentespread i 2007 var nogenlunde ens, omkring 1 %-point, i de fire fokuslande. For især USA og Danmark er forskellen blevet markant større på renten på de to lån-størrelser fra 2007-2010. Jf. forbeholdene omkring lånestørrelse i afsnit 3.1.1 burde rentespreadet i USA være en smule lavere.

Kilde: Egen frembringelse.

Som det ses af grafen ovenfor, har spreadet mellem lån til store virksomheder kontra SMV-sektoren været forholdsvis lille frem til starten på den finansielle krise. Det ses dog yderligere af grafen, at spreadet efter krisens udbrud har været markant forskellig fra land til land.

For Danmark ses det, at spreadet har været påvirket af den finansielle krise, idet forskellen i låneomkostningen er steget fra 0,89 %-point til 3,33 %-point, hvilket er stigning på knap 375 %. Ud fra grafen kan det aflæses, at SMV-sektoren i Danmark er blevet hårdt ramt af krisen, idet MFI-sektoren antages at vurdere SMV'erne som mere risikofyldte samt stille strengere krav til sikkerhedsstillelse ved långivning. Der er desuden tegn på, at SMV-sektoren i Danmark har været hårdere ramt end i andre lande, hvilket forværrer SMV'ernes konkurrencesituation.

⁴² For USA er lånerenten opgivet for lån på over og under 1 mio. dollars.

Samlet set er det stigende rentespread således et udtryk for, at udlån til SMV-sektoren generelt bliver vurderet til at være mere risikofyldt end udlån til større virksomheder, hvilket er en af grundene til, at SMV-sektoren efter krisens udbrud har haft sværere ved at finansiere sig.

3.2.4 Korte og lange lån

Analysen af korte lån kontra lange lån indikerer, om virksomhederne primært anvender lånefinansiering til at udvide, investere og vokse (primært lange lån), eller om de anvender lånefinansiering som working capital og tilskud i tilfælde af midlertidige likviditetsbehov (primært korte lån).

Ser man andelen af de korte lån stige, kan dette indikere et for SMV'erne dårligere økonomisk klima karakteriseret ved lavere omsætning og flere betalingsforsinkelser fra debitorer. Disse faktorer karakteriserer i høj grad en recession; man vil i højere grad se virksomhederne være presset på økonomien, og derfor ikke have overskud til store investeringer og udvidelser – det handler om at overleve. Det er derfor forventeligt, at andelen af korte lån stiger i perioden, og mængden af lange lån falder. Spørgsmålet er dog *hvor meget*. Udviklingen i de forskellige lande giver et fingerpeg om, i hvor høj grad de små og mellemstore virksomheder er i stand til at klare sig igennem hårde tider.

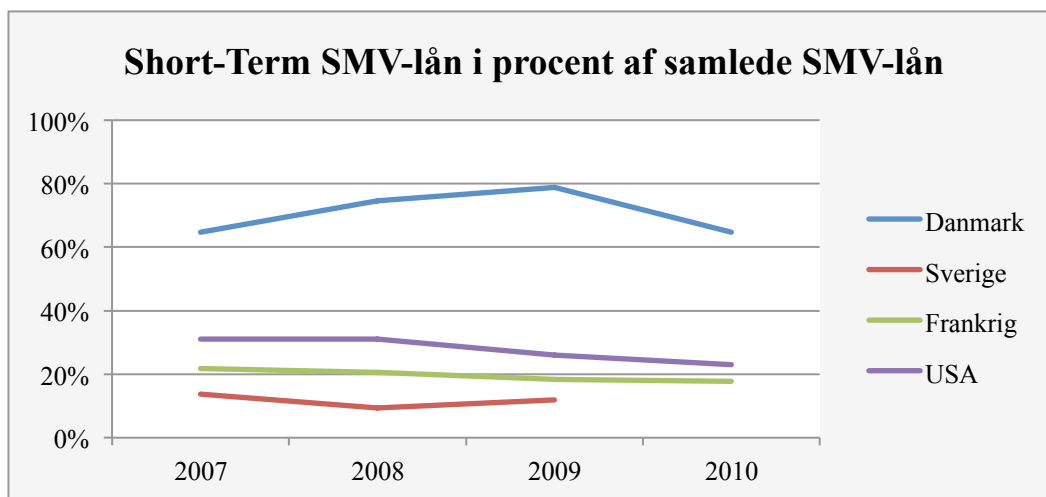


Fig. 3.4. Figuren viser, hvor stor en del af alle SMV-lån, der havde en kort løbetid. Lån med kort løbetid anvendes primært til kortvarige likviditetsproblemer, hvor lån med lang løbetid anvendes til større investeringer.

Kilde: Egen frembringelse

Det ses, at andelen for Danmark er steget betydeligt igennem recessionen, fra omkring 65 % i 2007 til godt 80 % i 2009. Fra 2009 er andelen dog faldet igen, og har nået 2007-niveau. Dette tyder som nævnt ovenfor enten på, at de små og mellemstore virksomheder i Danmark har oplevet stigende finansieringsproblemer igennem krisen og søgt at løse disse ved at optage kortfristede lån, eller at mængden af langfristede lån blot er gået relativt *mere* ned end de kortfristede – eller en kombination af disse.

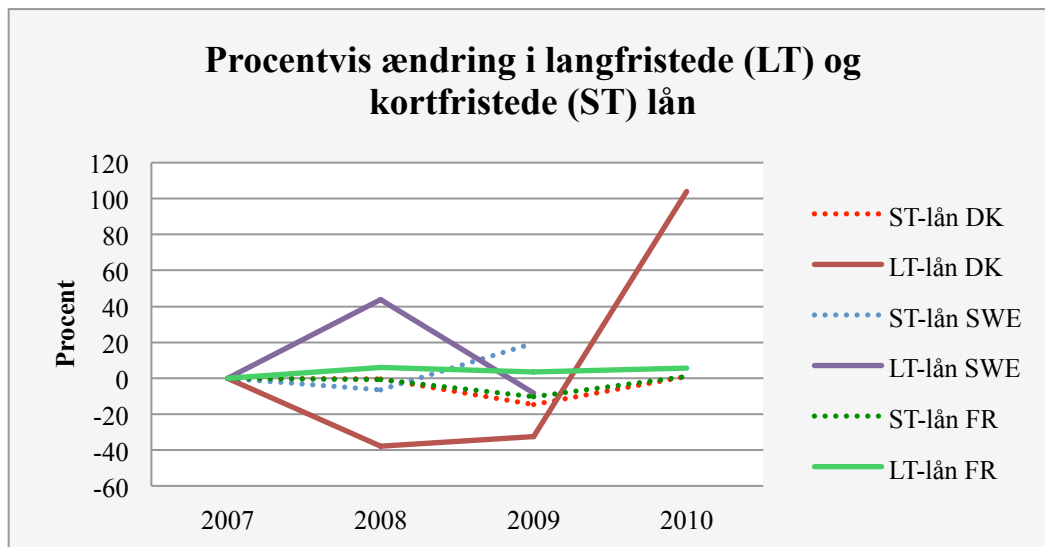


Fig. 3.5. Grafen viser udviklingen i både kortfristede lån (stiplet) og langfristede lån (hele) for SMV'er i perioden 2007-2010, for de respektive lande. Hvor de kortfristede lån for Danmark har ligget nogenlunde konstant, ses den største udvikling i de langfristede lån, der har taget voldsomme dyk i både 2008 og 2009. Kilde: Egen frembringelse.

Ovenstående graf viser ændringen i procent på kort- og langfristede lån – alt under 0 repræsenterer således en nedgang, og alt over 0 repræsenterer opgang. Det ses at Danmark som det eneste land i fokusgruppen har oplevet et markant dyk i mængden af langsigtete lån fra 2007 til 2008; en nedgang på ca. 38 %, imod en stigning på ca. 44 % i Sverige og 6 % i Frankrig.

For 2008-2009 er tallene stadig negative i Danmark, der oplevede endnu en nedgang i mængden af langfristede lån på ca. 32 %. Også her står Danmark relativt alene imod Sveriges nedgang på kun 10 % og Frankrigs stigning på 3 %.

Det er altså her, grunden til Danmarks store stigning i andelen af kortfristede lån skal findes: mængden af langfristede lån faldt drastisk i perioden.

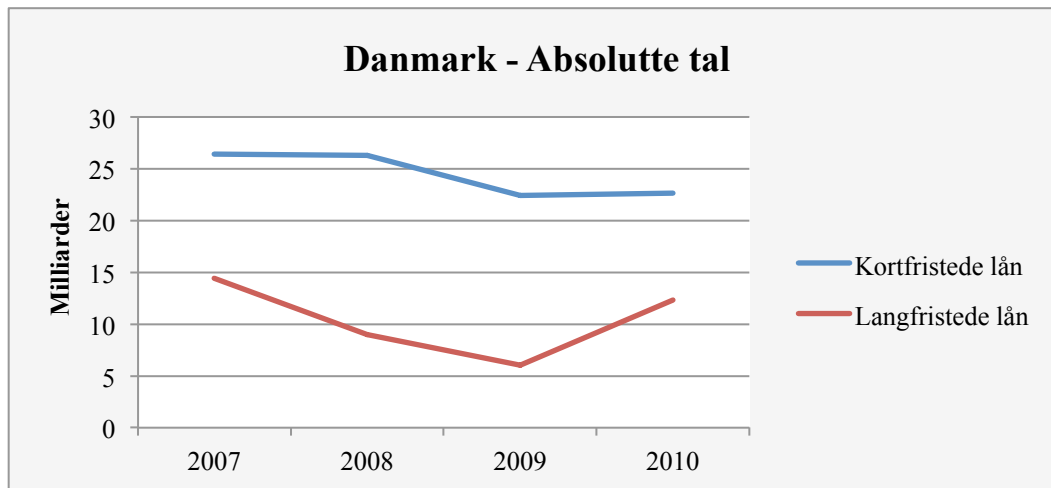


Fig. 3.6. Figuren viser mængden af givne lån i Danmark i mia. kr. opdelt i kortfristede lån og langfristede lån til SMV'er. Det ses, at mængden af langfristede lån er faldet langt kraftigere end de kortfristede lån i perioden.

Kilde: Egen frembringelse

Kigger man på de absolutte tal for Danmark, ses faldet i mængden af såvel korte som lange lån tydeligere.

De lange udlån i mia. kr. er faldet med næsten 60 %, fra næsten 15 mia. i 2007 til ca. 6 mia. i 2009, hvor de korte udlån kun er faldet med ca. 15 %, fra ca. 26,5 mia. til 22,5 mia. over samme periode. Det virker intuitivt modsat, at efterspørgslen efter penge skulle gå ned i en krise. En forklaring kunne derfor være, at de danske SMV'er simpelthen har oplevet en sådan stramning af kreditvilkårene, at det ikke har været *muligt* at optage de lån, de gerne ville.

Dette understøttes af en undersøgelse lavet af Danmarks Statistik⁴³ for perioden 2007 til 2010. Det fremgår heraf, at antallet af virksomheder, der søgte om finansiering, var kraftigt stigende fra 2007 til 2010 - ca. 35 % søgte om finansiering i 2007, imod hele 44 % i 2009 og 2010.

Dette underbygger ovenstående udsagn om, at der i krisetider er behov for *flere* penge, og ikke færre. Det fremgår desuden, at der i høj grad var forskel på, om SMV'erne fik de lån, de havde søgt.

⁴³ Danmarks Statistik, 2010, afsnit 2.2

I 2007 søgte 76 % om lån i pengeinstitutter; heraf fik 70 % fuldt ud givet lån, 4 % fik delvist, og kun 2 % blev afvist.

I 2009/2010 søgte 70 % om lån i pengeinstitutter - heraf fik kun 38 % fuldt ud de lån, de havde søgt om. Derudover var antallet af delvise lån steget til 17 %, og antallet af afviste ansøgning steget til hele 14 %.

Det er altså tydeligt, at der har været et øget behov for kredit i perioden, men først imellem 2009 og 2010 er man begyndt at se en fremgang. Især de langfristede lån er steget i perioden, hvilket sandsynligvis kan tilskrives statens SMV-initiativer – se afsnit 3.4.

3.2.5 Danske interessenters opfattelse af SMV-sektorens finansieringsmuligheder

På det danske marked er der gennemført medlemsundersøgelser af flere interesseorganisationer, hvor de danske aktører er blevet spurgt ind til deres subjektive holdning til SMV-sektorens adgang til finansiering. En undersøgelse foretaget af Dansk Industri⁴⁴ (DI) peger på, at det specielt for de mindre og mellemstore virksomheder fortsat er svært at skaffe kapital. For de større virksomheder (virksomheder med >100 ansatte) gælder det dog, at flere af disse har oplevet en gradvis forbedring i første kvartal i 2012. Det bør dog bemærkes, at mere end en tredjedel af SMV'erne fortsat opfatter finansieringsmulighederne som ”dårlige” eller ”meget dårlige”. For de virksomheder, som i stigende grad har oplevet en positiv fremgang i finansieringsmulighederne, kan årsager til dette være, at der er gennemført politiske tiltag, så som Udviklingspakken vedtaget i foråret 2012, jf. afsnit 3.4.

Det viser sig således, at de helt små virksomheder i højere grad end de større oplever finansieringsmulighederne som svære, hvilket i forlængelse af markedsanalysen stemmer fint overens, når man kigger på rentespreadet mellem udlån til små kontra store virksomheder. Afslutningsvis i DI's undersøgelse gøres der opmærksom på, at der fortsat er behov for at være opmærksom på virksomhedernes finansieringssituation samt undersøge behovet for at anvende alternative finansieringskilder.

⁴⁴ Pilgaard, 2012

Udover DI har også FSR - Danske Revisorer⁴⁵ i december 2011 foretaget en undersøgelse af, hvordan revisorerne oplever virksomhedernes adgang til kapital. FSR's undersøgelse viser, at 62 % af de adspurgte revisorer *"mener, at det i dag er blevet sværere for virksomheder at få finansiering i forhold til samme tidspunkt sidste år."* Der tegner sig således at billede af, at danske virksomheder i stigende grad oplever et tilfrosset marked, når det gælder adgang til kapital.

Også i oktober 2011 år foretog FSR en undersøgelse af virksomhedernes adgang til kapital⁴⁶, hvor revisorerne blev spurgt ind til, hvad de mente var den væsentligste barriere for vækst i virksomhederne. Af undersøgelsens resultater kom det frem, at 78,3 % af de adspurgte gav udtryk for, at begrænset adgang til likviditet og finansiering var den væsentligste barriere for vækst i virksomhederne. Dette underbygger således ovenstående resultater, hvilket kunne være med til at styrke efterspørgslen efter alternative finansieringsmuligheder hos virksomhederne.

Endnu en dansk undersøgelse bekræfter et tørlagt marked for kapital, når det gælder de små og mellemstore virksomheders finansiering. En undersøgelse foretaget af Håndværksrådet⁴⁷ fra maj 2012 viser, at det specielt for de små og mellemstore virksomheder har været svært at låne penge under finanskrisen. Af Håndværksrådets undersøgelse fremgår det, at 28 % af de adspurgte virksomheder føler sig "begrænset" eller "meget begrænset", som følge af manglende mulighed for at skaffe kapital. Håndværksrådets undersøgelse peger i høj grad på, at det bl.a. er virksomhedens økonomi og manglende mulighed for at stille sikkerhed, der er årsager til den begrænsede adgang til finansiering. De adspurgte virksomheder i undersøgelsen peger desuden på, at de i høj grad er afhængige af deres respektive banker, samt at virksomhederne efterspørger mere fleksibilitet fra pengeinstitutternes side, herunder også at kreditpolitikken i bankernes ikke umiddelbart strammes yderligere.

Afslutningsvis bør det nævnes, at Erhvervs- og Vækstministeriet i juli 2012 udkom med den seneste halvårige rapport, som beskriver udviklingen i kreditmulighederne i Danmark⁴⁸. Konklusioner fra denne offentlige rapport er i fin overensstemmelse med de

⁴⁵ FSR, 2012. Der tages i denne undersøgelse ikke højde for virksomhedernes størrelse.

⁴⁶ FSR, 2011.

⁴⁷ Håndværksrådet, 2012.

⁴⁸ EVM, 2012.

holdninger, de øvrige aktører udtrykker, nemlig at adgangen til kapital i Danmark fortsat er meget stram. Også Erhvervs- og Vækstministeriet lægger stor vægt på, at man for de små og mellemstore virksomheder undersøger andre former for finansiering end den mere traditionelle bankfinansiering, så som yderligere politiske tiltag ift. risikovillig kapital samt muligheden for en øget anvendelse af erhvervsobligationer. For denne afhandlings aktuelle problemstilling kan det bl.a. nævnes, at der i regi af Erhvervs- og Vækstministeriet er nedsat et udvalg, som netop skal undersøge alternative finansieringskilder for SMV-sektoren, herunder særligt muligheden for udstedelse af erhvervsobligationer⁴⁹. Det forventes at udvalget afleverer rapport ultimo oktober 2012.

3.3 Opsummering

Markedsundersøgelsen har analyseret markedet for SMV'er på fire parametre: Andelen af udlån til SMV'er, Venture- og vækstkapital til SMV'er, Rentespread på lån til SMV'er ift. lån til store virksomheder samt andelen af lån til SMV'er, der bliver givet som hhv. kortsigtede og langsigtede lån.

Markedet for udlån til SMV'er har været hårdere ramt i Danmark end de øvrige fokuslande igennem den finansielle krise fra 2007-2010, og Danmark har også i højere grad oplevet en stramning af kreditvilkårene i denne periode. Dette tyder på, at det danske marked for finansiering til SMV'er er mere konjunkturfølsomt end i de andre fokuslande.

Kigger man på den investerede venture- og vækstkapital, ligger Danmark ret jævnt ift. de øvrige europæiske fokuslande – alle disse ligger dog langt under USA, set ift. kapital investeret kontra antallet af SMV'er. Dette tyder på, at der i USA er en mere veludviklet investeringskultur, en højere velvillighed hos investorerne til at investere risikovillig kapital samt muligvis en højere grad af tillid til SMV'erne på markedet.

Renten på små lån ift. renten på store lån var, i begyndelsen af krisen i 2007, nærmest identisk hos alle fokuslandene – ca. 1 %-point højere på små lån. For alle fokuslandene med undtagelse af Sverige stiger denne i løbet af krisen - dog klart kraftigst for Danmark. Denne stigning indikerer, at markedet vurderer SMV'ernes risiko som højere end de større virksomheders. Forskellen landene imellem tyder som ovenfor på, at markedet for udlån til danske virksomheder er mere volatilt end i de andre valgte fokuslande; dette kan være et problem for de danske SMV'er.

⁴⁹ <http://www.evm.dk/om-ministeriet/organisation/departementets-organisation/omraade-3>.

Analysen af de korte og lange lån viste, at andelen af korte lån steg markant mere i Danmark end i de øvrige fokuslande. Dette skyldtes dog ikke en stigning i korte lån, men derimod et drastisk fald i mængden af lange lån. De danske SMV'er har simpelthen ikke kunnet få den ønskede lange finansiering, der hovedsagligt skal bruges til udvikling og investeringer. Dette understøttes af tal fra Danmarks Statistik: Antallet af virksomheder, der søgte finansiering, steg i løbet af krisen, men antallet af bevilligede lån faldt.

Alle disse parametre peger på, at der er nogle problemer for de danske SMV'er når det gælder finansiering – især i en krisetid. Spørgsmålet er herefter, hvor alvorlige disse problemer er. Dette spørgsmål kan til dels besvares ved at kigge på antallet af konkurser i perioden – i dette tilfælde pr. 10.000 virksomheder, for at øge sammenligneligheden mellem fokuslandene.

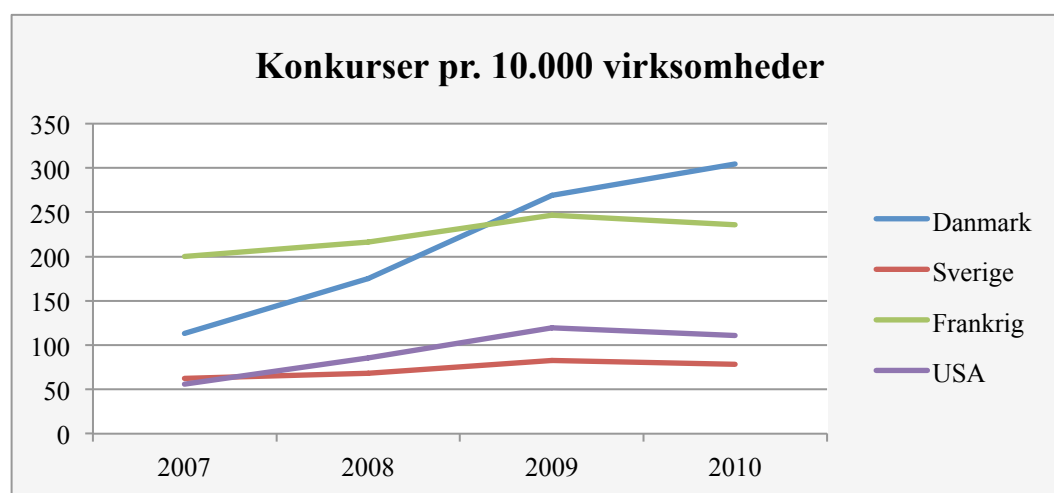


Fig. 3.7. Antal konkurser pr. 10.000 virksomheder i de respektive lande, for perioden 2007-2010.
Kilde: Egen frembringelse

For det første ses det, at antallet af konkurser er steget betydeligt kraftigere i Danmark end i de øvrige fokuslande. Dette i sig selv indikerer et problem og understøtter den fornævnte konjunkturfølsomhed på det danske marked for finansiering af SMV'er. For det andet ses det, at hvor de øvrige landes konkurser er faldende efter 2009, stiger antallet stadig i denne periode i Danmark, omend svagere end før. Dette tyder på, at på trods af at der er iværksat adskillige tiltag for at forbedre adgangen til finansiering hos SMV'erne i Danmark, er dette ikke nødvendigvis tilstrækkeligt. SMV'er i Danmark er fortsat afhængige af banklån, og i denne forbindelse konjunkturfølsomme og risikable.

Dette understøttes af Håndværksrådets undersøgelse, hvoraf det fremgår at ”...banken sjældent henviser til det konkrete investeringsprojekt, hvis de vender tommelfingeren

nedad. Det vil sige, at mange sunde investeringsprojekter ganske enkelt ikke bliver gennemført hos små og mellemstore virksomheder eller i bedste fald forsinket.”

Det vil derfor blive undersøgt, hvilke alternativer der allerede er bragt og kan bringes i spil for at lette finansieringen for små og mellemstore virksomheder.

3.4 Offentlige tiltag

Som det blev konstateret i markedsanalysen, er der for SMV-sektoren nogle udfordringer i adgangen til kapital. Fra det offentliges side har man dog været opmærksom på denne problemstilling, hvorfor man i september 2009 vedtog Erhvervspakken, som bestod af en udvidelse af bl.a. Eksportkreditfonden (herefter EKF) og Vækstfonden. Yderligere blev der i marts 2012 vedtaget en række initiativer gennem Udviklingspakken for at forbedre SMV’ernes adgang til finansiering. Udviklingspakken bestod af tre dele, som gennemgås nedenfor. Da kun 2 dele af den samlede pakke er relevant for SMV-sektoren, vil der udelukkende blive fokuseret på disse, nemlig midler tilført offentlige fonde samt opsplitning af FIH. Det sidste offentlige initiativ ifm. Udviklingspakken var en etablering af et specialiseret landbrugsfinansieringsinstitut. Da denne del ikke har relevans for finansieringen af SMV-sektoren, vil dette punkt i Udviklingspakken ikke blive gennemgået nærmere.

3.4.1 Vækstfonden

3.4.1.1 Hjemmel, baggrund og formål

Den statslige investeringsfond *Vækstfonden* blev med hjemmel i Lov om Dansk Erhvervsudviklingsfond etableret i 1992 med formålet at *styrke erhvervslivets udviklingspotentiale* jf. lovens § 1⁵⁰.

Fonden blev etableret som en selvejende fond med et kapitalindskud på 2 mia. kroner⁵¹ – et beløb, der blev tilvejebragt i forbindelse med privatiseringen af det tidligere Statsanstalten for Livsforsikring⁵². Formålet søgtes opfyldt ved at skabe bedre rammer for succesfulde eller lovende vækstvirksomheder; dette gøres i dag i korte træk ved i samarbejde med private parter (banker, fonde mv.) at stille såvel kapital som andre

⁵⁰ Bekendtgørelse om Vækstfondens Virke

⁵¹ Lov om Dansk Erhvervsfond

⁵² Vækstfonden, 2010, s. 10. Ultimo 2010 var Vækstfondens egenkapital steget til 2,7 mia.

kompetencer til rådighed for SMV'er, der ellers ikke ville kunne fremskaffe de nødvendige ressourcer til opstart, ekspansion eller andre finansieringsbehov.

Vækstfonden som offentlig instans har som nævnt oprindeligt hjemmel i Lov om Dansk Erhvervsudviklingsfond; denne lov er dog ikke længere gældende. Den nugældende lovgivning består af Bekendtgørelse af Lov om Vækstfonden⁵³ og Bekendtgørelse om Vækstfondens Virke⁵⁴. Der er igennem årene lavet adskillige revisioner til loven, heriblandt en ændring i 2001, der medførte at Vækstfonden blev bemyndiget til at foretage *egenkapitalinvesteringer*. Op til 2001 var Vækstfonden kun bemyndiget til at investere det årlige afkast af obligationsformuen. Denne ændring i lovgrundlaget gjorde, at den relativt store formue med ét kunne aktiveres, hvilket gav mulighed for at støtte en bredere vifte af virksomheder⁵⁵.

3.4.1.2 Vækstfondens aktiviteter

Vækstfondens aktiviteter kan opdeles i 3 områder: Indirekte investeringer, direkte investeringer og kautionsskillelse.

Indirekte investeringer

Vækstfondens indirekte investeringer sker i form af investeringer i andre privatejede fonde. Disse fonde har typisk en levetid på 8-12 år, og bidrager med kapital til virksomheder med stort kapitalbehov.

Der er altså ikke en direkte forbindelse mellem Vækstfonden og de virksomheder, som Vækstfonden egentlig ønsker at hjælpe. I stedet sørger Vækstfonden for, at disse andre fondes kapitalgrundlag og levedygtighed styrkes. Disse indirekte investeringer har vist sig at fungere som en form for løftestang for markedet; Vækstfondens egne tal viser, at hver krone, Vækstfonden investerer på denne måde, bliver direkte matchet med ca. 2,5 kr. fra private fondsinvestorer⁵⁶. Investeringer i andre privatejede fonde bidrager altså med mere, end hvad Vækstfonden selv investerer.

Direkte investeringer

Vækstfondens direkte investeringer sker igennem investeringsenheden *Vækstkapital*. Kandidaterne til investering har ofte et sundt projekt, men har af den ene eller den anden

⁵³ LBK nr 549 af 01/07/2002

⁵⁴ BEK nr 1013 af 17/08/2007

⁵⁵ EY, 2010, s. 15

⁵⁶ Vækstfonden, 2010, s. 11

grund svært ved at skaffe tilstrækkelig risikovillig kapital, enten via banker eller andre venture capital-selskaber.

Kautionsstillelse

Vækstfonden bistår ud over sine direkte og indirekte investeringer også med kautionsstillelse i forbindelse med virksomheders bank- og realkreditlån. Vækstfondens Vækstkaution består i en kaution for op til 75 % af virksomhedens lån (på op til 10 mio. kr.) der benyttes til forretningsudvikling. Virksomheden kan herved få adgang til en lånefinansiering, som man ellers ikke havde haft adgang til – eller som man kun havde haft adgang til på ufordelagtige vilkår. En sådan kaution har også betydning for bankernes kapitalkravsopgørelse, da en garanti fra staten nedbringer risikoen på udlånet.

Vækstfondens Kom-i-gang-lån er, navnet til trods, også en kaution. Der er dog tale om en mere samlet pakke, der indeholder en kombineret lånegaranti og rådgivningsordning. Lånegarantien består, ligesom Vækstkautionen, af en kaution på op til 75 % af et lån på op til 10 mio. Derudover ligger, at pengeinstitutterne – efter aftale med Vækstfonden – skal bistå virksomheden med rådgivning ud over, hvad der normalt ville ligge i en låneaftale. Dette kan fx være advokatbistand, revisionsrådgivning eller generel sparring omkring udvikling af virksomheden.

3.4.1.3 Forbedringer af Vækstfonden efter krisen

Som man kunne udlede af markedsanalysen i afsnit 3.2, betød den finansielle krise, at de små og mellemstore virksomheder meget hurtigt mistede adgang til især de langsigtede lån, som er en nødvendighed hvis man ønsker at udvide sin virksomhed. Ikke mindst tallene fra Danmarks Statistik bekræfter, at der i høj grad var behov for kapital, men at det usikre økonomiske miljø havde betydet, at udlånspolitikken var strammet gevaldigt fra bankernes side. Man ønskede fra statens side at rette op på dette – i første omgang med Bankpakke 1 og 2, og efterfølgende med Erhvervspakken som blev vedtaget i september 2009⁵⁷.

Erhvervspakken indeholdt bl.a. en aftale om at hæve rammen for Vækstkaution med 1,5 mia. til udgangen af 2010, 50 mio. ekstra afsat til kom-i-gang-lån samt 500 mio. kr. stillet til rådighed som risikovillig kapital til investeringer i virksomhedernes opstartsfase.

⁵⁷ <http://ny.oem.dk/sw26564.asp>

Kigger man på grafen i figur 3.5 i markedsanalysen, der viser ændringen i lange lån i perioden 2007-2010 ser man også en drastisk fremgang fra 2009-2010 – en fremgang på over 100 %.

Man har dog ikke det høje, stabile niveau fra før krisen endnu. Bl.a. af denne grund har den danske regering i marts 2012 vedtaget *Udviklingspakken*. Udviklingspakken bragte endnu flere forbedringer til Vækstfonden med sig.

For det første gav Udviklingspakken Vækstfonden mulighed for at yde flere ansvarlige lån til de små- og mellemstore virksomheder. Et ansvarligt lån er i denne forstand et lån, der kan gives uden sikkerhed, men hvor der til gengæld stilles krav om indsigt i virksomhedens drift, konkrete vækstplaner mv. Lånene gives desuden til en højere rente end et regulært lån optaget på markedet som følge af den manglende sikkerhedsstillelse og dermed højere risiko⁵⁸.

Et yderligere krav til udstedelse af disse ansvarlige lån er, at virksomheden på egen hånd kan fremskaffe et banklån eller lån andetsteds fra af tilsvarende størrelse. Dette tyder på, at intentionen med disse ansvarlige lån ikke er at overtage bankernes rolle, men at fjerne nogle af de forhindringer der kan være for optagelse af et traditionelt banklån. Med denne model sikres banken for det første, at dens eksponeringsrisici mindskes, og at der som minimum er den samme mængde penge andetsteds fra. Desuden sikrer denne model, at der i realiteten sker et dobbelttjek af virksomhedens rentabilitet – både fra Vækstfonden og kredittjek fra banken.

For det andet sørgede Udviklingspakken for, at den ovennævnte Vækstkaution blev styrket med samlet 550 mio. kr. Dette tiltag står, lige som udvidelsen af mængden af ansvarlige lån, sammen med bankerne. Begge tiltag har altså til formål at fjerne nogle af de forhindringer for udlån, der kan opstå under og efter en recession i form af strammede kreditvilkår, øget krav om sikkerhed og generelt mindre risikovillig kapital på markedet.

Så sent som d. 20. september 2012 har Erhvervs- og Vækstminister Ole Sohn fremlagt forslag omkring en yderligere udvidelse af midler til både Vækstfonden og EKF. Forslaget vil øge lånerammen til ansvarlige lån fra Vækstfonden fra ca. 500 mio. kr. til 6 mia. kr.; desuden vil forslaget også tilføre midler til EKF.

⁵⁸ Sandsynligvis omkring 10 %, jf. Direktør for Vækstfonden, Christian Motzfeldt <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2012/03/02/084924.htm>

3.4.2 Eksport Kredit Fonden

3.4.2.1 Hjemmel, baggrund og formål

EKF er Danmarks Eksportkredit Fond, som gør det muligt for danske virksomheder at positionere sig i udlandet og sælge danske varer med henblik på at øge eksporten. Med hjemmel i Lov om Dansk Eksportkreditfond er det direkte formål at *sikre dansk eksport international konkurrencedygtige vilkår med hensyn til dækning af ekstraordinære risici for tab i forbindelse med eksport*, jf. § 1⁵⁹.

EKF er ejet af den danske stat og blev oprettet i 1922, men drives i dag som en finansiell virksomhed, der handler på markedsmæssige vilkår.

EKF's opgaver er at afdække alle former for risici, som er ekstraordinære i forhold til danske virksomheders eksport af varer, ved at stille kaution eller garanti til rådighed over for långiver, eks. en bank. Når danske virksomheder har mulighed for at nedbringe egne forretningsmæssige risici med hjælp fra EKF, vil det skabe vækst i Danmark og det danske samfund. Det kan således siges, at EKF forsøger at sikre danske virksomheder likviditet og ordretilgang i en potentiel kreditklemme, hvor pengeinstitutterne i højere grad vil være mere tilbageholdende med udlån og kreditter.

Når virksomhederne samarbejder med EKF, har de i større omfang mulighed for at tilbyde en potentiel køber en længerevarende kredit, hvilket øger muligheden for at skaffe den pågældende ordre hos en udenlandsk køber.

I 2011 var EKF med til at udstede kautioner og garantier for samlet 17,1 mia. kroner, hvilket gjorde det muligt at sikre eksportkontrakter til en værdi af 24 mia. kroner⁶⁰. Dette skabte ifølge EKF en omsætning i Danmark på 23,7 mia. kroner og sikrede yderligere 19.860 danske arbejdspladser.

3.4.2.2 SMV-garanti⁶¹

Med en SMV-garanti fra EKF gives banken sikkerhed, såfremt den udenlandske køber ikke er i stand til at betale den aftalte købesum. For banken vil der være tale om en 100 % garanti for det lidte tab, mens den danske eksportør typisk vil hæfte for en selvrisko på 10 % over for EKF. Problemet for bankerne kan mange gange være, at de er

⁵⁹ BEK nr. 913 af 09/12/1999.

⁶⁰ <http://www.ekf.dk/da/om-ekf/EKF-i-tal/Sider/default.aspx>.

⁶¹ <http://www.ekf.dk/da/DetHjaelperViMed/Produkter/Sider/SMV-garanti.aspx>.

tilbageholdende med at finansiere projekter, hvor de har begrænset kendskab til køber og dermed risikoen ved finansieringen. Det er netop i denne situation, at EKF kan træde til med en SMV-garanti, da eksportørens likviditet styrkes og bankens kreditrisiko fjernes.

En SMV-garanti fra EKF kan maksimalt være på 25 mio. kroner. Når EKF stiller en garanti til rådighed for den danske virksomhed, vil der blive udregnet en risikopræmie, som den pågældende virksomhed betaler EKF. Denne vurderes ud fra flere forhold, bl.a. køberens kreditværdighed og politiske forhold i dennes hjemland.

Ud over at øge muligheden for at den enkelte virksomhed får en given ordre, vil en garanti fra EKF øge den enkelte virksomheds likviditet. Da EKF garanterer for købers betaling, vil den danske eksportør få betaling for sine varer, når disse leveres.

3.4.2.3 Praktiske erfaringer med EKF

I den finansielle sektor har SMV-sektoren fået stigende interesse for EKF's forretning, hvor bl.a. Jyske Bank beretter om en øget efterspørgsel efter garantier fra EKF. Claus Birn Jensen fra Jyske Bank leder afdelingen Udland og Risikostyring, og kan allerede nu bekræfte, at SMV-garantien har sikret flere danske SMV'er udenlandske ordrer⁶². Claus Jensen udtaler, at der er højest sandsynlig tale om ordrer, som ikke ville være blevet til noget, hvis ikke det havde været for EKF's SMV-garanti.

Yderligere kan Claus Jensen berette, at hvor det andre steder i verden kan være svært for virksomheder at låne penge på grund af bankernes tilbageholdenhed, kan SMV-garantien give såvel eksportøren som den udenlandske køber en konkurrencemæssig fordel. De primære fordele for en eksportør vil være den styrkede likviditet samt den øgede mulighed for at byde ind på større ordrer. For køberen vil de åbenlyse fordele være den længere kredit som kan gives, kombineret med gode lånebetingelser, da banken er sikret sin betaling ved købers misligholdelse.

EKF er således med til at øge danske virksomheders mulighed for at sælge varer til udlandet, kombineret med en større sandsynlighed for at sikre vækst og arbejdspladser i Danmark.

⁶² http://www.ekf.dk/da/vores-viden/tematiske_nyhedsbreve/Sider/Jyske-Bank-SMV-garanti-er-et-af-de-vaesentligste-bidrag-til-dansk-eksport.aspx

3.4.3 FIH Erhvervsbank

FIH Erhvervsbank (Finansieringsinstituttet for Industri og Håndværk, kaldet FIH) blev stiftet tilbage i 1958 med det hovedformål, at danske små og mellemstore virksomheder kunne skaffe finansiering til investering og vækst. FIH's traditionelle finansieringsmetode adskiller sig fra bankernes⁶³, idet FIH's kapitalfremskaffelse hovedsagligt sker gennem obligationsudstedelse på kapitalmarkedet. Idet det, som det tidligere er blevet gennemgået, i nogle tilfælde for SMV'erne kan være svært at stille tilstrækkelig sikkerhed for lån, stiller det store krav til FIH's evne til at kreditvurdere låntagerne. Det må således antages, at der i FIH ligger en stor kompetence og viden omkring kreditvurdering af de små og mellemstore virksomheder.

Som følge af deregulering af den finansielle sektor samt øvrig udvikling gik FIH dog løbende væk fra deres kerneforretning. Man gik særligt ind i ejendomssektoren, hvilket senere skulle vise sig at være af afgørende betydning for den senere udvikling i koncernen. Som led i statens Bankpakke 2 optog FIH-koncernen individuelle statsgarantier på samlet 42 mia. kr. i 2009 og 2010⁶⁴ med udløb i hhv. 2012 og 2013. Idet tidspunktet og størrelsen for indfrielse af de individuelle garantier umiddelbart udgør et refinansieringsproblem for FIH, kunne det frygtes, at en potentiel slankning af FIH's balance ville have en negativ afsmittende effekt på FIH's debitorer, idet de vil kunne blive mødt med krav om indfrielse mv.

Som et led i den ovenfor nævnte Udviklingspakke blev det besluttet at lave en opsplitning af FIH, hvor ejendomsporteføljen blev udskilt. Denne ejendomsportefølje på godt 16 mia. kr. blev som et indirekte⁶⁵ initiativ overdraget til Finansiell Stabilitet A/S, hvorved tanken var, at FIH igen ville få mulighed for at låne ud og dermed komme tilbage til deres kerneforretning – finansiering af små og mellemstore virksomheder. Der vil ikke blive gået nærmere i dybden omkring den egentlige konstruktion af modellen. FIH's tilfælde er udelukkende taget med for at vise, at der fra statens side er tænkt kreativt for at hjælpe SMV-sektoren med igen at kunne skaffe finansiering.

⁶³ Bankernes mulighed for at låne ud på lang sigt sker typisk gennem konvertering af korte indlån. (Østrup, 2010, s. 32)

⁶⁴ Udviklingspakken, bilag 1. (<http://www.evm.dk/aktuelt/pressemeddelelser/2012/02-03-12-udviklingspakken>)

⁶⁵ Indirekte forstået på den måde, at initiativet ikke direkte stiller midler til rådighed, men som har til formål på sigt at gøre det muligt for FIH fortsat at låne ud.

Der er som følge af ovennævnte ingen tvivl om, at den danske stat er opmærksom på de problematikker, der kan opstå under og efter en finansiell krise, når en så stor del af de danske virksomheder er direkte afhængige af et velfungerende bankmarked. Det tilsnigende spørgsmål er derfor, om man i stedet for udelukkende at forsøge at fjerne eller formindske barrierer for bankudlån til SMV'er, også burde forsøge at se på, hvilke andre alternativer der er til SMV-finansiering.

Kapitel 4: Erhvervsobligationer

4.1 Indledning

Som det blev gennemgået oven for, er der iværksat flere initiativer fra det offentlige, som forsøger at afhjælpe nogle af de finansieringsudfordringer, de små og mellemstore virksomheder har oplevet ifm. den finansielle krise. Det er dog usikkert, hvorvidt disse initiativer vil være tilstrækkelige til at løse problemerne, hvorfor der fortsat vil være behov for at kigge nærmere på alternative finansieringskilder og afdække disses muligheder. Et alternativ kunne være at lade virksomhederne finansiere sig på andre måder end ved traditionelle lån - eksempelvis direkte på kapitalmarkederne ved udstedelse af obligationer. Dette afsnit indeholder en analyse af erhvervsobligationers karakteristika for at undersøge, om denne finansieringsform på sigt vil være et hensigtsmæssigt alternativ for SMV-sektoren.

En obligation er grundlæggende en fordring med løfte om tilbagebetaling samt løbende renter. Obligationsudsteder "låner" penge af obligationsejer mod at betale renter løbende indtil hovedstolen skal tilbagebetales ved slutningen af obligationens løbetid. Tilbagebetaling kan ske enten som et serie- eller annuitetslån, altså løbende, eller (som oftest) som et stående lån, hvor hovedstolen tilbagebetales ved obligationens udløb. Obligationen kan købes enten under, over eller til kurs pari (100). Købes obligationen til under kurs pari, er der ud over den løbende rentebetaling også tale om en kursgevinst for obligationsejer såfremt obligationen tilbagebetales til pari.

Man taler om et primært og et sekundært marked for erhvervsobligationer. Det primære marked er det indledende marked, hvorpå en virksomheds obligationer bliver solgt, oftest til institutionelle investorer. Handlens vilkår er oftest aftalt med disse investorer inden udstedelse. Dette er en fordel for udsteder, da de til dels kender salgsprisen og den aftagne mængde, og derfor bedre kan vurdere udstedelsens værdi. Det sekundære marked er det marked, hvorpå disse investorer evt. videresælger deres obligationer, såfremt de ikke ønsker at holde dem til udløbstid.

Som gennemgået af afsnit 2.7.6 defineres et gældsbrief som ”en skriftlig erklæring, der hjemler en i hovedsagen ubetinget, ensidig fordring på et pengebeløb.”⁶⁶ I Gældsbriefsloven (GBL) er det defineret, hvad forskellen på et gældsbrief og en obligation er, jf. GBL § 4, stk. 2. Af denne bestemmelse kan det udledes, at en obligation også er et gældsbrief, men hvor der ved et ”almindeligt” gældsbrief typisk tænkes på et enkeltstående dokument, så er obligationer typisk udstedt i større mængder og ofte med samme påtrykte indhold⁶⁷. Obligationer kan således siges at være *massegældsbriefe*. Erhvervsobligationer er derfor massegældsbriefe udstedt af en virksomhed.⁶⁸

Såfremt den udstedende virksomhed skulle gå konkurs, vil det være relevant for investor at vurdere, hvordan denne er stillet ift. de øvrige kreditorer, idet prioritetsrækkefølgen skal respekteres ved likvidation af den pågældende virksomhed. Prioritetsrækkefølgen har således den funktion, at kreditorer med den højest rangerende gæld, dvs. sikret gæld, skal indfries før kreditorer med ikke-sikret gæld, og så fremdeles, jf. Konkurslovens kapitel 10. Erhvervsobligationer er almindeligvis ikke-sikret gæld, hvilket betyder, at kreditorer ikke får stillet sikkerhed i nogen af virksomhedens aktiver. Således vil kreditorer med ikke-sikret gæld bære en større risiko ved udlånet end de sikrede kreditorer. Da denne afhandling i høj grad sigter mod de små og mellemstore virksomheder, som jf. afsnit 2.4.1.2 har sværere ved at stille aktiver til sikkerhed for udstedelser, vil de omtalte obligationer i afhandlingen sigte på ikke-sikrede erhvervsobligationer.

4.2 Karakteristika

Det følgende afsnit vil opridsse nogle af de karakteristika, der er ved erhvervsobligationer.

4.2.1 Løbetid og afdragsprofil

Erhvervsobligationer gives ofte som stående lån, hvor hele hovedstolen tilbagebetales ved obligationens udløbstid. Løbetiden kan være alt fra under 1 år til ”uendeligt”, men det mest almindelige er en løbetid på mellem 1 og 30 år⁶⁹. Både obligationens løbetid og afdragsprofil har betydning for, hvor attraktiv den er for markedet, og dermed også for prisen og i sidste ende hvor stort et provenu, en virksomhed kan få ved at udstede den. Dette kan til dels forklares ved tidspræference- og likviditetspræferenceteorierne. Ifølge

⁶⁶ Eyben, Mortensen og Sørensen, s. 64.

⁶⁷ Andersen og Werlauff, s. 66-67.

⁶⁸ Kielland og Schaumburg-Müller, 2012, s. 19.

⁶⁹ <http://www.nasdaqomxnordic.com/obligationer/danmark/>

tidspræferenceteorien er penge mere værd i dag end i morgen, og ifølge likviditetspræferenceteorien skal långiver have en likviditetspræmie for at have sine penge bundet op i længere tid af gangen. Begge dele kan eksemplificeres således:

En obligation med lang løbetid vil ofte være mere attraktiv for udsteder og mindre attraktiv for køber. For udsteder betyder den lange løbetid, at der går lang tid før man skal have penge op af lommen for at tilbagebetale lånet, hvilket alt andet lige er mere attraktivt end et lån, der skal tilbagebetales inden for kort tid. For køber betyder den lange løbetid dog større usikkerhed mht., om lånet bliver tilbagebetalt. Lånet er givet ud fra en betragtning af, hvordan virksomhedens økonomi ser ud ved udstedelse – en vurdering, der kan ændre sig meget på 30 år. Disse betragtninger kommer direkte til udtryk i renten og kursen på obligationen; eftersom investor løber en større risiko, vil investor kræve en højere rente på en obligation med 30 års løbetid end en obligation med 1 års løbetid, alt andet lige.

4.2.2 Kurs og rente

To af en obligations vigtigste karakteristika er kursen og renten. Lægges de samlede effekter af disse sammen under ét, snakker man om den *effektive rente* på obligationen, der består af kuponrenten + evt. kurstab eller kursgevinst. Køber man for eksempel en obligation med pålydende værdi 100 kr. med 1 år til udløb til kurs 90 med en rente på 10 %, vil man – når året er gået – få udbetalt $100 \text{ kr.} + 10 \% = 110 \text{ kr.}$ Eftersom der kun er investeret 90 kroner, har obligationen haft en *effektiv rente* på $(110-90) / 90 = 22,22 \%$.

Kuponrenten på en erhvervsobligation er oftest fast i hele obligationens løbetid; den effektive rente, man opnår på sin investering, kan altså kun justeres vha. kursen på obligationen. Kursen er en direkte afleder af obligationens attraktivitet på markedet; øges konkursrisikoen for det udstedende selskab, vil kursen falde, da der vil blive solgt ud af obligationen. Stiger risikoen for konkurs, øges sandsynligheden for at investor ikke får sit lån tilbage, og investor vil derfor kræve en højere risikopræmie. Det får investor i form af en højere effektiv rente, når kursen falder. Der er altså et ensrettet forhold mellem risikoen og den effektive rente.

4.2.3 Obligationsserier

Obligationer – hvad enten det er realkredit-, stats-, eller erhvervsobligationer – udstedes i *serier* af forskellig størrelse, hvor alle obligationer i en serie har samme karakteristika. Størrelsen af serien påvirker likviditeten på obligationen og hermed også kursen.

Likviditeten er størst på obligationer, der sælges i store serier. Store serier handles oftere, og man vil derfor sjældnere stå i en situation, hvor der ingen (eller få) købere er; risikoen for indlåsnings effekter er derfor markant mindre på store serier. Man påvirker desuden ikke i samme grad prisen på en obligation i store serier, hvis man sælger ud af sin beholdning. Disse faktorer gør, at prissætningen må antages at være mere korrekt på en obligation udstedt i store serier, hvilket igen gør den mere attraktiv, transparent og dermed likvid.

4.2.4 Risikofaktorer

Ved investering i obligationer skal man bl.a. være opmærksom på likviditetsrisiko, renterisiko, valutakursrisiko og kreditrisiko.

Likviditetsrisikoen er behandlet ovenfor. Det er vigtigt at være opmærksom på størrelsen af en obligationsserie, inden der investeres, da korrekt prisfastsættelse samt mulighed for at komme af med sine obligationer igen har stor indflydelse på den forventede værdi og risiko ved investeringen.

Renterisikoen er grundlæggende risikoen for, at ens obligationer bliver mindre attraktive på markedet som følge af ændringer i det generelle renteniveau. Hvis markedsrenten stiger, falder den merrente man (sandsynligvis) havde på sin obligation. Dette kan betyde et fald i kursen på obligationen, da den bliver mindre attraktiv. Rente- og likviditetsrisikoen kan dog kun umiddelbart siges at have betydning, såfremt man ikke ønsker at beholde obligationen til udløb. Holder man obligationen til udløb, betyder et fald i kursen ikke noget for investeringens afkast. Der kan dog argumenteres for, at offeromkostningerne ved obligationskøbet stiger, eftersom hvad man potentielt kunne have tjent ved investering andetsteds stiger.

Den vigtigste form for risiko ved investering i erhvervsobligationer er kreditrisikoen. Kreditrisikoen dækker over risikoen for, at man ikke får hele eller en del af sin investering igen, fx som følge af konkurs hos det udstedende selskab. Denne form for risiko er mere udpræget ved investering i erhvervsobligationer, da de normalt anses for mere usikre end stats- og realkreditobligationer, hvor især statsobligationer næsten altid anses som en risikofri investering.

Som det ses af afsnit 4.1, er et obligationslån som oftest at betragte som ikke-sikret gæld. I tilfælde af en konkurs er det derfor ikke usandsynligt, at investor ikke vil få noget af sit

investerede beløb tilbage. Det er både i investors og virksomhedens interesse, at obligationerne prissættes korrekt og troværdigt. De risici, der er ved investering i en tilfældig virksomheds obligationsudstedelser, kan dog være svære at bedømme for en investor, der derfor – grundet asymmetrisk information – vil tage en høj risikopræmie for at investere i virksomhedens obligationer. Man ser derfor oftest, at virksomheder lader sig *rate* af et af de store ratingbureauer i forbindelse med obligationsudstedelse.

4.3 Kreditvurdering og rating

Når kvaliteten af en given obligation skal vurderes, dvs. udsteders evne til at tilbagebetale det pågældende lån, sker det ofte ved, at virksomheden lader sig kreditvurdere for at signalere sin kreditværdighed. Der er således tale om en analyse af virksomhedens evne til at kunne opfylde sine fremtidige forpligtelser over for sine kreditorer. En rating kan derfor samlet siges at være et udtryk for den risiko, der er forbundet med at investere i en bestemt obligation, og da der er en sammenhæng mellem forventet risiko og forventet afkast, vil en lav rating føre til en lav kurs for den pågældende udsteder, jf. afsnit 4.2.2. Det betyder derfor, at desto lavere rating, desto større er sandsynligheden for misligholdelse, hvilket investor vil tage sig betalt for gennem kursen.

Nedenfor i tabel 4.1 er det skitseret, hvorledes de største kreditvurderingsbureauer angiver karaktererne for en given kreditværdighed. For Standard and Poor's (S&P) gælder det fx at AAA er den højest mulige rating, mens ratingen D er den laveste.

<i>Grade</i>	<i>S&P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>	<i>Explanation</i>
Investment	AAA	Aaa	AAA	Highest quality
	AA	Aa	AA	High quality
	A	A	A	Upper medium grade
	BBB	Baa	BBB	Medium grade
Speculative / High Yield	BB	Ba	BB	Predominantly speculative
	B	B	B	Speculative, low grade
	CCC	Caa	CCC	Poor quality
	CC	Ca	CC	Highest speculation
	C		C	Lowest quality, no interest paid
Default	D	C	D	Default or questionable value

Tabel 4.1 – Ratingbureauernes karakterskala. Figuren viser de karakterer der af ratinginstitutterne gives, hvilket har til formål at signalere virksomhedens finansielle styrke og dermed risiko for default.

Kilde: Egen frembringelse med information fra Standardandpoors.com, Moodys.com og Fitchratings.com

I tabellen ses det yderligere, at skalaen vandret inddeles i to, hvor obligationerne hos eks. S&P med ratingen AAA-BBB kaldes for *Investment grade* og obligationer mellem BB-C kaldes *Speculative grade* eller *High yield*.

For mange investorer er rating vigtig, da de i mange tilfælde er underlagt regler omkring, hvad og hvor meget der må investeres i obligationer med en bestemt kreditkarakter. Sådanne investeringspolitikker kan i mange tilfælde presse virksomhederne til at blive kreditvurderet, da de ellers ikke ville kunne afsætte sine obligationer til disse investorer.

Generelt må det antages, at kreditvurdering er en umiddelbar forudsætning for at kunne afsætte sine obligationer ved udstedelser. Det bør dog nævnes, at det at få en rating ofte er en lang og omkostningstung affære, som udsteder selv skal bekoste. Det betyder således, at en udstedelse skal have en vis størrelse og et vist kapitalbehov, før en rating kan betale sig, da transaktionsomkostningerne ved en udstedelse kan være betydelige.

4.4 Fordele ved erhvervsobligationer

4.4.1 Kontrol med virksomheden

4.4.1.1 Traditionelle banklån

I nogle former for lånefinansiering anvendes visse styringsinstrumenter, som i højere eller mindre grad begrænser virksomhedernes mulighed for at anvende lån til bestemte formål, idet låntager har interesse i at beskytte sin investering. Det typiske indhold for sådanne konstruktioner går ud på, at den ene part (hovedsagligt låntager) i låneaftalen forpligter sig til at opfylde den anden parts betingelser for at stille lån til rådighed. Nedenfor vil det blive gennemgået, hvad sådanne forpligtelser ved traditionelle banklån potentielt vil kunne indeholde, for at fremhæve hvordan man i højere grad ved brug af erhvervsobligationer kan tilpasse obligationsudstedelser til den enkelte virksomhed eller branche, frem for at være underlagt betingelser stillet af banken.

Når långivere stiller midler til rådighed for en låntager, vil det grundet asymmetrisk information være i långivers interesse at kontrollere, hvordan låntager efter godkendelse af en givent lån opfører sig ift. de præferencer, en långiver måtte have. Ved at indskrive covenants i parternes låneaftale, vil det for långiver være delvist muligt at styre låntagers adfærd og derved kontrollere risikoen for det pågældende udlån. Da udlån til virksomheder fra bankerne typisk er karakteriseret ved, at der er tale om ikke-sikrede lån – i modsætning til udlån fra realkreditinstitutter⁷⁰ – vil det høj grad være i långivers interesse at indskrive disse covenants.

⁷⁰ Tamasauskas, 2006, s. 388.

Covenants kan betegnes som bestemmelser indskrevet i parternes låneaftale, hvor låntager forpligter sig til at overholde kontraktens indhold samt udvise en adfærd, der er i overensstemmelse med långivers interesse. I forhold til den økonomiske teori kan det derfor siges, at covenants i høj grad kan være med til at begrænse risikoen for moral hazard fra låntagers side. Det vil fx være med til at skræmme en låntager, såfremt en covenant i låneaftalen siger, at det pågældende lån skal ophæves, hvis låntager misligholder låneaftalens indhold.

For covenants gælder det, at disse kan fremgå både som positive og negative bestemmelser. De positive bestemmelser omhandler de ting, som en låntager i lånets løbetid aktivt er forpligtet til at overholde. Et eksempel på en positiv covenant kunne være, at låntager forpligter sig til løbende at afgive informationer til långiver, således at långiver løbende kan sikre, at låntager er i stand til løbende at kunne opfylde sine finansielle forpligtelser. En anden afledt form for positiv covenant, er en *finansiell covenant*.⁷¹ Ved en finansiell covenant vil der kunne være tale om, at låntager eks. forpligter sig til at holde en passende likviditetsbuffer eller sikre sig et bestemt forhold mellem egen- og fremmedkapital.

Udover de positive covenants findes også de negative, som omvendt af de positive dikterer, at låntager skal undlade at foretage visse dispositioner⁷². Som eksempler kunne nævnes, at låntager ikke foretager større finansielle ændringer i virksomheden, som påvirker låntagers mulighed for tilbagebetaling til långiver, eller at låntager ikke uden samtykke fra långiver kan stille nye kreditorer bedre i prioritetsrækkefølgen ift. eksisterende kreditorer eller foretage ændringer i ejerstrukturen.

Som det er gennemgået ovenfor, kan covenants være af forskellig karakter, hvilket kan være gavnligt, idet det ofte gør det muligt for parterne at tilpasse den enkelte låneaftale til parternes præferencer. Når det ofte er banken, der har ”monopol” på udlånet, kan det – specielt for SMV’er – være svært at presse banken, da det hovedsagligt vil være banken, der har den største forhandlingsstyrke.

Hvad enten der er tale om positive eller negative covenants i låneaftalen, vil man kunne frygte, at indholdet i flere tilfælde kan begrænse låntagers adfærd unødigt, ift. hvad der

⁷¹ Tamasauskas, 2006, s. 393.

⁷² Gorton, 2008, s. 130.

ville være efficient. Set fra virksomhedens synspunkt kan det frygtes, at långivers krav til indholdet af covenants i låneaftalen i flere tilfælde vil være så restriktive, at der for låntager vil være tale om flere begrænsninger end muligheder ved finansiering.

Hvor det som hovedregel ved traditionelle låneaftaler er långiver, der indskrifter covenants, vil det ved udstedelse af obligationer typisk være låntager, der opstiller rammerne for, hvad et givent låneprovenu tænkes anvendt til. Se nærmere herom i afsnit 4.4.1.3.

4.4.1.2 Aktie- og anpartsudstedelse.

Et selskab, der vælger at skaffe kapital ved at udstede aktier eller anparter, vil ligeledes stå i en situation, hvor man ofrer noget af kontrollen med selskabet. Der er visse forskelle mellem aktie- og anpartsselskabers udstedelse af hhv. aktier og anparter; disse forskelle er dog ikke relevante i en analyse af de kontrolmæssige konsekvenser ved udstedelsen. I det følgende vil afgivelse af kontrol blive beskrevet i en aktieudstedelses-situation, men de samme effekter vil ses såfremt selskabet er et anpartsselskab.

En aktie er kort sagt en ret til en del af det udstedende selskab. Investor betaler et beløb, for derimod at få andel i virksomheden. Beløbet, virksomheden modtager for sine aktier, indgår i selskabets *egenkapital*. Dette står i modsætning til ovennævnte bankfinansiering, hvor kapitalen indgår som fremmedkapital. Med aktien følger flere rettigheder: aktionærens *forvaltningsbeføjelser* og *økonomiske rettigheder*⁷³.

De økonomiske rettigheder er de rettigheder, der giver aktionæren ret til at modtage løbende udbytte fra selskabet, ret til udbetaling ved kapitalnedsættelse og likvidation samt retten til nye aktier ved kapitalforhøjelse. I dette ligger der ikke nogen afgivelse af kontrol, men i stedet en økonomisk forpligtelse for selskabet, som også ses ved eksempelvis rentebetalinger på et banklån. Hvor et banklån ofte indeholder førnævnte *covenants*, består kontrolafgivelsen ved en aktieudstedelse i stedet i de forvaltningsbeføjelser, der følger med en aktie. Forvaltningsbeføjelserne er de beføjelser, der giver aktionæren indflydelse på selskabets ledelse. Denne indflydelse vil en aktionær primært gøre gældende ved at udøve den medfølgende stemmeret på selskabets generalforsamling.

⁷³ Munck og Kristensen, 2007, s. 243. Ref. AL § 27 / SEL § 49

Indtil 1. marts 2010⁷⁴ har det eneste middel, selskaberne har haft til at bevare så meget af kontrollen med selskabet som muligt, været at lave forskellige stemmeretter for fx A- og B-aktier. Det var ikke muligt at udstede aktier uden stemmeret⁷⁵. Man kunne på denne måde fx lade A-aktier med 10 stemmer blive hos de hidtidige ejere, og kun udstede B-aktier med 1 stemme. Herved sikrede ejerne, at man ikke udvandede kontrollen med selskabet unødigt meget i forbindelse med kapitalfremskaffelse.

Efter ikrafttrædelsen af Selskabslovens første del i marts 2010 har det dog også været muligt for aktieselskaber at udstede aktier uden stemmeret. Hvor der før maksimalt måtte differentieres 1:10 mellem A- og B-aktiers stemmeret, er denne nu gjort helt fri⁷⁶. Det er derfor muligt for virksomhederne at udstede aktier, som ikke medfører afgivelse af kontrol. Aktiernes værdi bliver således udelukkende bestemt af et forventet økonomisk udbytte, og har en større risiko da man ingen medindflydelse har på virksomhedens drift.

Man kunne derfor sige, at det at købe en stemmeløs aktie på sin vis kan sammenlignes med at købe en obligation. Man får ingen rettigheder, men der følger en forventning om et vist økonomisk udbytte med. Der er dog den store forskel, at man ved køb af en aktie bidrager til *egenkapitalen*, hvor man ved køb af en erhvervsobligation bidrager til *fremmedkapitalen*.

4.4.1.3 Erhvervsobligationsudstedelse

Covenants

Covenants som styringsredskab ses også i forbindelse med erhvervsobligationer. Det virker indlysende, da der nødvendigvis må være visse positive covenants, herunder rentebetaling, tid til indløsning og indløsningskurs. Der kan også findes eksempelvis change-of-control-klausuler⁷⁷, step-up-kuponer⁷⁸ eller negative pledge-covenants⁷⁹. Fælles for de covenants, der eksisterer ved en obligationsudstedelse, er, at de er udfærdiget af det udstedende selskab. Hvor de covenants, der er i en aftale om et banklån, ofte er udfærdiget *af* banken og *for* banken, er det obligationsudsteder selv, der laver sine

⁷⁴ Ikrafttrædelse af første del af den nye selskabslov, der afløser bl.a. Aktieselskabsloven og Anpartsselskabsloven

⁷⁵ Her ses en af forskellene på aktie- og anpartsselskaber; anparter kunne godt udstedes uden stemmeret.

⁷⁶ Selskabsloven, § 46

⁷⁷ Beskytter imod kreditnedgradering ved ejerskifte. Virksomheden forpligtes til at købe obligationer tilbage til en given kurs.

⁷⁸ Obligationens kuponrente justeres i tilfælde af en kreditnedgradering

⁷⁹ Virksomheden forpligter sig til ikke at optage ny gæld, der er bedre stillet end den allerede optagne gæld

covenants ved en obligationsudstedelse. Dette indhold vil ofte være nærmere defineret i prospektet til den pågældende udstedelse. Covenants eksisterer stadig for at beskytte investor, og er derfor stadig en begrænsning for obligationsudsteder, men de må antages at være noget mindre restriktive. Virksomheden har bedre mulighed for at tilpasse covenants en ligevægt mellem investorbeskyttelse og frihed for udsteder, end virksomheden kan gøre i en forhandlingssituation med en bank, der har en bedre forhandlingsposition.

Det må desuden forventes, at man ved obligationsudstedelse – i højere grad end ved traditionel bankfinansiering – retter henvendelse til en bredere kreds af långivere, hvilket med større sandsynlighed vil kunne sikre låntager bedre betingelser for lånet, idet man ikke længere i lige så høj grad er afhængig af en enkelt bankforbindelse. Det må således formodes, at udsteder som udgangspunkt vil have større forhandlingsstyrke, når der er flere aftagere, idet flere aftagere sikrer en højere konkurrence og dermed en bedre prissætning på obligationerne.

Samlet set tyder det således på, at der kan være visse fordele ved udstedelse af obligationer sammenholdt med traditionelle banklån. Det tyder på, at når virksomheden i højere grad har udspillet ift. udformning af aftalens indhold samt at udstedelse henvender sig til en større mængde aktører, vil virksomhedens forhandlingsstyrke være større, hvilket vil kunne sikre virksomheden større uafhængighed samt lavere finansieringsomkostninger grundet mængden af aftagere af obligationer.

Indflydelse

Der er ikke tale om afkald på direkte indflydelse ved udstedelse af erhvervsobligationer, som der er ved udstedelse af aktier med stemmeret. Som nævnt kan aktier og anparter dog også udstedes uden stemmeret, så de får en profil der på visse måder minder om en erhvervsobligation: Der er ingen indflydelse, og dens værdi er egentlig kun bundet op på økonomiske udbetalinger (udbytte for aktien, rente for obligationen). Aktien har desuden en vis værdi ved salg, på samme måde som obligationen kan have en værdi ved indløsning.

En vigtig forskel er dog risikoen. Som nævnt er en aktie en andel af selskabets egenkapital og en obligation er en del af selskabets fremmedkapital. Ejeren af en aktie er derfor efterstillet ift. obligationsejere i tilfælde af likvidation eller konkurs, da ejeren af en obligation står bedre i konkursordnen med sin ikke-sikrede gæld. Denne lavere risiko gør,

at obligationsejer vil tage en lavere risikopræmie og derfor forvente at få mindre i rente, end en aktieejers – alt andet lige – vil forvente at få i udbytte.

Dette har især vist sig vigtigt i økonomisk svingende tider, hvor de fleste aktiers volatilitet – og dermed risiko – er stigende. Muligheden for at rejse kapital på denne måde er derfor i højere grad afhængig af det finansielle klima end finansiering ved udstedelse af erhvervsobligationer, jf. figur 4.3.

4.4.2 Uafhængighed af bankerne

Mange danske virksomheder har et tæt forhold til deres bankforbindelse. Banken anvendes til både kort og lang finansiering, og er for mange virksomheder den klart mest betydende kilde til fremmedkapital. Som det kunne udledes af markedsanalysen i afsnit 3.2, er dette ikke ubetinget positivt. Konklusionen i markedsanalysen var, at især de små- og mellemstore virksomheder havde store problemer med at opnå bankfinansiering i økonomisk hårde tider. Dette afsnit vil forsøge at belyse, hvad der ligger til grund for bankernes manglende vilje eller evne til at låne ud til disse låntagere, samt søge at sandsynliggøre, hvorfor et veletableret marked for erhvervsobligationer vil kunne afhjælpe dette problem. Dette gøres ud fra en gennemgang af kapitalkravsreglerne og en analyse af deres påvirkning på pengeinstitutters udlåns- og risikovillighed.

4.4.2.1 Kapitalkravsregler i dansk ret

Kapitalkravsreglerne for penge- og realkreditinstitutter findes i dansk lovgivning i Lov om Finansiell Virksomheds (FIL) § 124. Bestemmelserne stammer dog oprindeligt fra EU-lovgivning i form af det såkaldte Kapitalkravsdirektiv (herefter CRD).

Den første udgave af CRD blev vedtaget i juni 2006, som følge af Basel-komiteens retningslinjer i Basel II-anbefalingerne fra 2004⁸⁰. Det bør noteres, at Basel-komiteens retningslinjer blot er vejledende; de har ingen lovgivningsmæssig effekt, men komiteens anbefalinger tages i høj grad til efterretning ved udarbejdelse af ny regulering⁸¹. Det nugældende Kapitalkravsdirektiv, CRD III⁸², er vedtaget i november 2010, og følger Basel II-retningslinjerne. Da der er tale om et direktiv, skal bestemmelserne heri implementeres i national ret, før de er gældende. Dette er som nævnt ovenfor gjort i FIL.

⁸⁰ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/legislation_in_force_en.htm

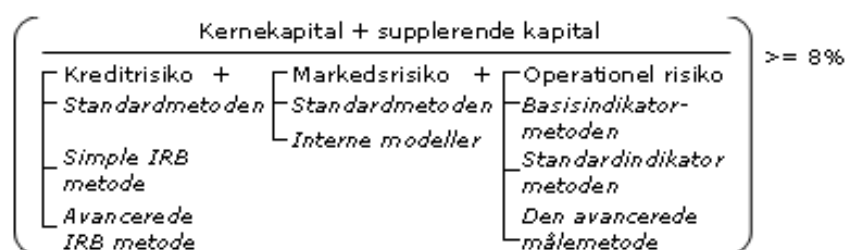
⁸¹ <http://www.bis.org/bcbs/about.htm>

⁸² Direktiv 2010/76/EU

Kapitalkravsreglerne har bl.a. til formål at sikre, at der altid er en vis mængde likviditet og kapital i banken. Der ligger et grundlæggende skævt forhold mellem bankers indlån og udlån, da de fleste indlån kan hæves med kort eller intet varsel, hvorimod de fleste udlån har løbetider på op til flere år⁸³. Banken kan derfor komme i en situation, hvor der bliver trukket en masse penge ud af banken, uden at der er mulighed for at hente penge hjem på sine egne udlån. Kapitalkravsreglerne har til formål at forhindre, at økonomiske problemer i ét pengeinstitut spredt sig til andre (eller andre markeder – såkaldt *spill-over*). Kapitalkravsreglerne søger altså at sikre kunderne og deres tiltro til banken, for derigennem at sikre bankens overlevelse og den finansielle sektors stabilitet. Har man som bankkunde ikke tiltro til, at man altid kan få sine penge igen, er der en markant større sandsynlighed for, at man vil hæve alle sine indlån så snart en bank viser svaghedstegn. Dette giver en selvforstærkende effekt, og et mindre problem kan ende med, at pengeinstituttet ikke længere kan leve op til kravene i FIL. Kapitalkravsreglerne er dog også indgribende i bankens forretning, og som det vil blive belyst nedenfor, kan for strenge kapitalkrav være hæmmende for væksten som følge af manglende udlånsvillighed. Kapitalkravene bør derfor tilrettelægges, så begge hensyn tilgodeses.

Nugældende regler – Basel II og CRD III

Kapitalkravene i CRD III bygger på 3 søjler: Beregning af mindstekapitalkrav, Tilsynsproces og Markedsdisciplin⁸⁴. Her vil kun søjle 1 blive behandlet, da det primært er denne, der har betydning for bankernes kapitalkravsopgørelse og dermed udlånsmulighed og risikotagning. Kapitalkravet til bankerne er mindst 8 % af de risikovægtede aktiver⁸⁵, og kan illustreres på følgende måde:



Figur 4.1: Illustration af kapitalkrav og risikovægtede aktiver.

Kilde: danskebank.com

⁸³ Østrup 2010, s. 32

⁸⁴ <https://www.danskebank.com/da-dk/ir/Regulering/Risikostyring/CRD-kapitalkravsdirektiv/Pages/CRD-kapitalkravsdirektiv.aspx>

⁸⁵ Lov om Finansiell Virksomhed, § 124

Banken skal altså til enhver tid have kernekapital og supplerende kapital (fx hybrid kernekapital⁸⁶) svarende til over eller lig 8 % af de samlede risikovægtede aktiver.

Kreditrisiko⁸⁷

Kreditrisikoen er risikoen for tab på bankens udeståender.

CRD anerkender tre metoder til at opgøre kreditrisiko: Standardmetoden, den Simple Interne Ratingbaserede Metode og den Avancerede Interne Ratingbaserede Metode. Nationalbanken forventede inden ikrafttrædelsen af CRD III, at 5-10 store danske banker ville være berettiget til at anvende interne rating-metoder⁸⁸. Standardmetoden indebærer en inddeling af risikovægte i overensstemmelse med Basel II, og afhænger bl.a. af rating fra ratingbureauer mv.; der er ikke mulighed for at anvende bankernes egne interne data ved opgørelse efter Standardmetoden.

Både den simple IRB og avancerede IRB giver banken større mulighed for at bruge egne estimater og risikovægte. Ved at anvende sIRB og aIRB kan bankerne i højere grad tilpasse sin risikoprofil, da man får et mere nuanceret mål for risiko på de enkelte aktiver.

Markedsrisiko⁸⁹

Markedsrisikoen indebærer risiko for tab grundet ændringer i aktiekurser, rentebevægelser, valutakurs-udsving og ændringer i råvarepriser. Ved at diversificere sine investeringer og aktiviteter, kan man nedsætte den samlede markedsrisiko på porteføljen.

Operationel risiko⁹⁰

Den operationelle risiko dækker over risikoen for tab som følge af uhensigtsmæssige interne procedurer i virksomheden, menneskelige og systemtekniske fejl og lignende. Den operationelle risiko kan sandsynligvis være svær at kvantificere, og beregnes nok bedst ud fra statistik enten internt fra banken selv eller fra lignende banker.

⁸⁶ Hybrid kernekapital er teknisk set fremmedkapital, der er efterstillet al anden gæld i virksomheden. Den fungerer derfor reelt set som egenkapital, og tæller derfor med i kapitalbeholdningen.

⁸⁷ <http://www.mysmp.com/fundamental-analysis/types-of-risk.html>

⁸⁸ [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Finansiel_stabilitet_2006/\\$file/kap06.htm](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Finansiel_stabilitet_2006/$file/kap06.htm)

⁸⁹ <http://www.mysmp.com/fundamental-analysis/types-of-risk.html>

⁹⁰ <http://www.mysmp.com/fundamental-analysis/types-of-risk.html>

4.4.2.2 Kapitalkravsreglernes betydning for udlånsvillighed

Kapitalkravsreglerne bygger som illustreret ovenfor på risikovurderinger. Der er derfor et uheldigt element af procyklikalitet indbygget. I økonomisk sunde tider, hvor virksomhederne tjener penge og den generelle værdi af sikkerheder er høj, er udlånsvilligheden tilsvarende stor. Dette giver kapitalkravsreglerne også mulighed for, da bankerne kan anvende egne rating-metoder til at risikovurdere sine aktiviteter. Problemet opstår i lavkonjunkturer, hvor sikkerheder er mindre sikre og der alt andet lige er større risici forbundet med udlånsvirksomhed. Banker og andre kreditinstitutter bliver mindre villige til at låne ud, hvilket kan have en procyklisk effekt på lavkonjunkturen, da den økonomiske vækst hæmmes⁹¹.

Igen er de små og mellemstore virksomheder mere udsatte end de store. Som det kunne ses af markedsanalysen, var SMV'erne hårdt ramt under den finansielle krise, og en stor del af årsagen var vurderingen af risikoen på disse udlån. Som nævnt i afsnit 3.3 var grunden til langt størstedelen af afslagene på finansiering ikke, at der var tale om et dårligt projekt, men i stedet at virksomheden og/eller dens økonomi ikke blev anset for tilstrækkeligt sikker. Denne tendens er i høj grad procyklisk, da SMV'erne står for en stor del af væksten i Danmark. Afskærer man dem fra deres vigtigste kilde til finansiering, må sandsynligheden for en forlængelse af lavkonjunkturen forventes at stige.

Det står altså klart, at på trods af at de nugældende regler søger at fremme den finansielle stabilitet og sundheden i sektoren, kan de også være en hæmsko for mulighederne for at komme hurtigere ud af en recession. Efter krisen i 2007 og frem, som kan siges at have været en god test af effektiviteten af reglerne i kapitalkravsdirektivet, har det vist sig at kreditinstitutterne stadig ikke har haft tilstrækkeligt med kapital til at fortsætte et tilstrækkeligt højt niveau af udlån⁹². Der bør derfor tænkes i nye baner for at finde en løsning på, hvordan man i gode tider kan opbygge tilstrækkeligt med kapitalreserver.

Kommende kapitalkravsregler – Basel III/CRD IV

Den finansielle krise afslørede kort sagt, at aktørerne i den finansielle sektor ikke i tilstrækkelig høj grad var polstret til at imødegå konsekvenserne af en krises indtræden samt den efterfølgende lavkonjunktur. Det viste sig således, at der var behov for at udvikle regler med det formål at styrke aktørernes modstandsdygtighed gennem skærpede

⁹¹ Babic, 2009, s. 63-66

⁹² Babic, 2009, s. 72

krav til disses kapital- og likviditetsberedskab, for derved i højere grad at kunne opretholde finansiell stabilitet og et hensigtsmæssigt udlånsniveau.

I juli 2011 blev der af Kommissionen fremsat forslag om revision af de nuværende kapitalkravsdirektiver⁹³. Kommissionens forslag ligger i forlængelse af Basel III-aftalen fra december 2010, som jf. ovenstående har til formål at sikre større økonomisk stabilitet i den finansielle sektor. De nye regler forventes gennemført via hhv. et direktiv (Capital Requirement Directive, CRD), som skal implementeres i dansk ret samt en forordning (Credit Requirement Regulation, CRR), som er umiddelbart gældende i de respektive medlemslande i EU⁹⁴.

En af de centrale dele af de nye regler drejer sig om en såkaldt *kontracyklisk buffer*, hvor en buffer spares op under højkonjunktur og omvendt kan frigives til anvendelse under lavkonjunktur. Bufferen skal svare til 2,5 % af de risikovægtede aktiver og det er op til de nationale myndigheder at opstille de nærmere betingelser herfor⁹⁵. Ved denne konstruktion vil udbuddet af udlån ikke rammes så hårdt i nedgangstider, som det er tilfældet med de nugældende regler. Det må således formodes, at en ordning af denne karakter vil kunne afbøde nogle af de procykliske effekter, som vil kunne opleves på et uroligt finansielt marked, specielt for lande, hvor udlån i høj grad sker gennem traditionelle udlån.

Da det er et centralt element for SMV-sektoren, at afhængigheden af en velfungerende bankforbindelse er høj, vil det være i SMV'ernes økonomiske interesse at udjævne nogle af de procykliske elementer, der kan være i kapitalkravene fra Basel II. De små og mellemstore virksomheder har ofte ingen alternativer til traditionel bankfinansiering, hvorfor det må forventes, at en banksektor, som er bedre polstret vil være bedre i stand til at fordele udlånsudbuddet bedre i dårlige tider, i modsætning til situationen uden en lovpligtig buffer.

De nye regler har således til formål at øge den finansielle sektors modstandsdygtighed i fremtiden, idet større krav til bankernes reserver for såvel kapital som likviditet har til formål at mindske volatiliteten på det finansielle marked under svingende konjunkturer.

⁹³ Direktiverne 2006/48/EF og 2006/49/EF

⁹⁴ Europa-kommissionen, 2012, s. 9.

⁹⁵ Andersen og Juul, 2011, s. 100-101.

Problemidentifikation ved Basel III ift. SMV-finansiering.

Da bankerne er en af de små og mellemstore virksomheders største finansieringskilder, vil stigende regulatoriske krav til bankerne med stor sandsynlighed påvirke deres forretningsmodel, hvilket vil kunne få u hensigtsmæssige konsekvenser for virksomhederne, som er afhængige af en velfungerende bankforbindelse. Det må forventes, at de skærpede krav til bankernes kapitalkrav vil kunne påvirke deres incitament til at låne ud samt øge de omkostninger, der er forbundet med udlån. Nordeas koncernchef, Christian Clausen, vurderer at de nye kapital- og likviditetskrav tilsammen vil betyde en stigning i europæiske bankers ekstraomkostninger i omegnen af € 100 mia. – et beløb der svarer nogenlunde til, hvad alle bankerne tilsammen tjente i 2011⁹⁶.

Set fra bankernes side vil den fremtidige regulering tydeligt give incitament til, at bankerne allerede på nuværende tidspunkt begynder at polstre sig. Det kan frygtes at kapital på sigt, specielt når de endelige implementeringsfaser nærmer sig, vil blive en mangelvare, hvilket gør at bankerne polstrer sig allerede nu og dermed skaber en efterspørgsel, som overstiger det nuværende udbud af kapital.

Som konsekvens af de fremtidige regler må det forventes, at bankerne har incitament til at nedbringe deres mere risikobetonede udlån, idet de skærpede kapitalkravsregler gør det mindre attraktivt for den enkelte bank at låne ud til engagementer, som vægter højt ift. de risikovægtede aktiver. Set fra SMV-sektorens synspunkt kan det således frygtes, at bankerne vil holde sig yderligere tilbage ift. udlån til dette segment.

Det kan således siges, at den tidsmæssig introduktion af de skærpede kapitalkrav kombineret med krisen og lavkonjunkturen vil kunne påvirke SMV-sektorens finansieringsmuligheder i en negativ retning⁹⁷. På kort sigt udgør de fremtidige regler en afvejning mellem på den ene side finansiell stabilitet og på den anden side økonomisk vækst⁹⁸. Jan Kondrup, direktør for Lokale Pengeinstitutter, har udtalt, at et krav om stigning i solvensprocenten på 1 %-point svarer til en nedbringelse af bankernes udlån på mindst 150 mia. kr⁹⁹.

⁹⁶ <http://www.finansforbundet.dk/da/Aktuelt/nyhedsbrevetfinans/Sider/Sektorenskalsadlcom.aspx>

⁹⁷ Angelkort og Stuwe, 2011, s. 15

⁹⁸ Smvweb.com – ”What the CRD IV proposals mean for SMV’s”, april 2012 og Idisc.net – ”Capital requirements directive IV will make lending for small businesses more difficult, april 2012.

⁹⁹ ”Hvordan påvirker øget finansiell regulering – under en lavkonjunktur – helt konkret vækstmulighederne i samfundet”. Konference, Finanssektorens uddannelsescenter, 1. oktober 2012.

De negative konsekvenser, der er blevet argumenteret for ovenfor, bør dog diskuteres ift. deres effekt på lang sigt. Som nævnt introduceres de strammere regler på et tidspunkt, hvor den økonomiske situation i det meste af verden ikke ser opløftende ud. På kort sigt må det derfor forventes, at bankerne er tilbageholdende med at låne ud for at leve op til de kommende krav. Hvis man derimod kigger på reglernes konsekvens på længere sigt, kan der måske være tegn på, at indholdet i højere grad vil kunne sikre et mere stabilt finansielt system¹⁰⁰. Det må formodes, at bankerne vil være i stand til at opretholde et mindre volatilt udlånsniveau, når alle elementer i de nye regler er fuldt ud implementeret, idet specielt opbygning af den kontracykliske buffer må formodes at kunne afhjælpe nogle af de udlånsproblemer, der vil kunne opstå ift. en fremtidig finansiell krise.

Selvom flere elementer i de nye regler peger på en øget stabilitet i bankernes udlån på lang sigt, så peger markedsanalysen af SMV-sektorens finansieringsbehov dog på, at der på kort sigt vil være behov for at kigge på alternative løsninger for den kapitalefterspørgsel der er, specielt for de små og mellemstore virksomheder.

På grund af den finansielle krise og den kommende skærpelse af reglerne for pengeinstitutter antages det, at finansiering gennem obligationsudstedelse direkte på kapitalmarkedet, og dermed udenom institutterne vil gøre virksomhederne mindre afhængige af en velfungerende banksektor.

4.5 Ulemper ved erhvervsobligationer

4.5.1 Omkostning ved rating

Når en obligationsudstedelse skal finde sted, vil det typisk være sådan, at den pågældende udsteder vil kontakte et eller flere kreditvurderingsbureauer, som har til opgave at give en rating, som jf. afsnit 4.3 er et udtryk for udsteders kreditværdighed.

Rating er ofte en meget omkostningstung affære, både når det gælder den endelige udstedelse, men også løbende; der er tale om et såkaldt on-going fee. For at det kan betale sig at få en sådan rating, kræver det at den pågældende virksomhed har et forholdsvist stort kapitalbehov, således at provenuet ved den givne udstedelse ikke mindskes væsentligt af omkostningen ved rating.

¹⁰⁰ EVM 2012

Set fra SMV'ernes synspunkt må det forventes, at omkostningen ved at blive ratet vil være uproportionalt høj ift. det finansieringsbehov, en enkelt SMV har, i hvert fald når det kommer til enkeltudstedelser. Det må derfor formodes, at de høje omkostninger ved rating på nuværende tidspunkt udgør en hindring for SMV-sektorens potentielle fremtidige brug af erhvervsobligationer.

Når en virksomhed lader sig rate, vil det pågældende kreditvurderingsbureau foretage en fuld gennemgang af virksomhedens profil – såvel de positive som de negative sider af virksomheden. Set fra virksomhedens synsvinkel kan det måske frygtes, at det pågældende ratingbureau ikke har samme positive opfattelse af virksomheden og dens obligationer, som den måske selv havde. Desuden risikeres det, at en kulegravning afslører ”*skeletoner i skabet*”, som det ikke var i udsteders interesse at få frem. Såfremt en virksomhed ender med at få en rating, som ikke lever op til de forventninger, man havde fra start, kan det frygtes, at virksomheden ikke kan skaffe tilstrækkelig billig finansiering på markedet.

Udover den direkte omkostning ved at blive ratet, bør virksomheden også være opmærksom på nogle af de afledte omkostninger, en rating kan bære med sig. En udsteder bør være opmærksom på, at en rating kan være en tidskrævende og omkostningstung affære, idet det kan tage 2-3 måneder¹⁰¹ at gennemføre en fuld kreditvurdering af en virksomhed.

Udover dette vil der også være omkostninger forbundet med at binde arbejdskraft i virksomheden, som skal stå for at få ratingen på plads i samarbejde med de respektive kreditvurderingsbureauer.

4.5.2 Afhængighed af rating og investorer

For udsteder gælder det i mange tilfælde, at man bliver ratet for overhovedet at kunne afsætte sine obligationer, hvilket jf. ovenstående kan være en meget omkostningstung affære. For mange investorer gælder det, at de er underlagt stramme investeringspolitikker, hvor det kun er muligt for långiver at investere et vist antal procent i en given rating. Når investorerne er underlagt disse investeringskrav, bliver det ofte for udsteder en nødvendighed at skaffe sig en rating, netop for at øge muligheden for at afsætte sine obligationer.

¹⁰¹ <http://www.moody.com/Pages/amr002001.aspx>

Når en given udstedelse skal finde sted, vil man ofte se, at en potentiel udsteder retter henvendelse til en nærmere defineret kreds af investorer med henblik på at undersøge, hvorvidt der er interesse for at investere i udsteders obligationer. På den ene side vil udsteder kunne sikre, at en bestemt mængde obligationer afsættes, men på den anden side gør man sig afhængig af disse investorers villighed til gå med i udstedelsen.

4.5.3 Afhængighed af renter og afdrag

I modsætning til egenfinansiering, eks. gennem aktieudstedelse, vil finansiering gennem obligationsudstedelse i højere grad være afhængig af virksomhedens evne til at generere et positivt cash flow ved egen drift. For de udstedte obligationer gælder det, at der løbende skal betales renter (evt. afdrag) til långiver. Det kan således siges, at optagelse af gæld gennem obligationsudstedelse udgør en risiko for udsteder, idet udsteder gør sig afhængig af en stabil indtjening, således at man løbende er i stand til at kunne opfylde sine løbende finansielle forpligtelser.

4.5.4 Høje faste omkostninger

I tråd med ovennævnte omkostninger i forbindelse med rating er der også andre omkostninger, der er højere ved udstedelse af obligationer end ved traditionelle banklån. Ud over udgifter til rating er der bl.a. udgifter til informationsindsamling og udgifter til selve udstedelsen, herunder udgifter til eksempelvis advokattimer, markedsføring og afsættelse af obligationerne.

Ud over disse omkostninger må det også antages, at der er højere transaktionsomkostninger ved at handle med flere investorer på det primære marked end ved at forhandle med en bank, som man har et godt og solidt forhold til. Dette gør sig også gældende ved senere opståede handler, eksempelvis i form af tilbagekøb af obligationer, oplysninger jf. covenants eller lignende.

4.5.5 Bankforbindelse

For de små- og mellemstore virksomheder kan et solidt forhold til én bank være grunden til, at man klarer sig igennem hårde tider, enten i form af forlænget kredittid, finansiell rådgivning eller andet. Dette tætte forhold mister virksomheden til en vis grad, og det er, som nævnt ovenfor, antageligvis sværere at forhandle en aftale om udskydelse af rentebetalinger på plads med en kreds af investorer end med en god bankforbindelse.

4.5.6 Usikkerhed om det egentlige provenu

Det kan også være sværere på forhånd at bedømme, hvor stort provenuet vil være ved en obligationsudstedelse. Som nævnt vil man ofte, inden udstedelsen sker, have forhandlet en aftale på plads med en kreds af investorer, således at man er sikker på at have afsat en stor del af obligationerne på forhånd. Det er dog ikke den fulde mængde, man på forhånd har afsat; man kan derfor risikere, at man ikke kan få afsat den resterende mængde på markedet, til den kurs man har ønsket. Dette kan skyldes enten en ændring i markedet, at der bliver solgt ud af de allerede udstedte obligationer eller en kombination. Dette gør, at det endelige låneprovenu er sværere at bedømme på forhånd end med et simpelt banklån.

4.5.7 Risiko for lavere likviditet på obligationer

Særligt for SMV'er er det også en ulempe, at der er et implicit krav om relativt store serier, hvis man vil have en nogenlunde likvid obligationsudstedelse. Eftersom de fleste SMV'er har et begrænset finansieringsbehov betyder dette, sammen med de generelt højere faste omkostninger, at det hurtigt bliver en dårlig forretning at udstede obligationer.

Spørgsmålet er herefter, om alle disse ulemper bliver opvejet af alle fordelene – og om der er et reelt behov for et forbedret marked for udstedelse af erhvervsobligationer i Danmark, samt hvilke barrierer og løsninger, der kan findes for dette.

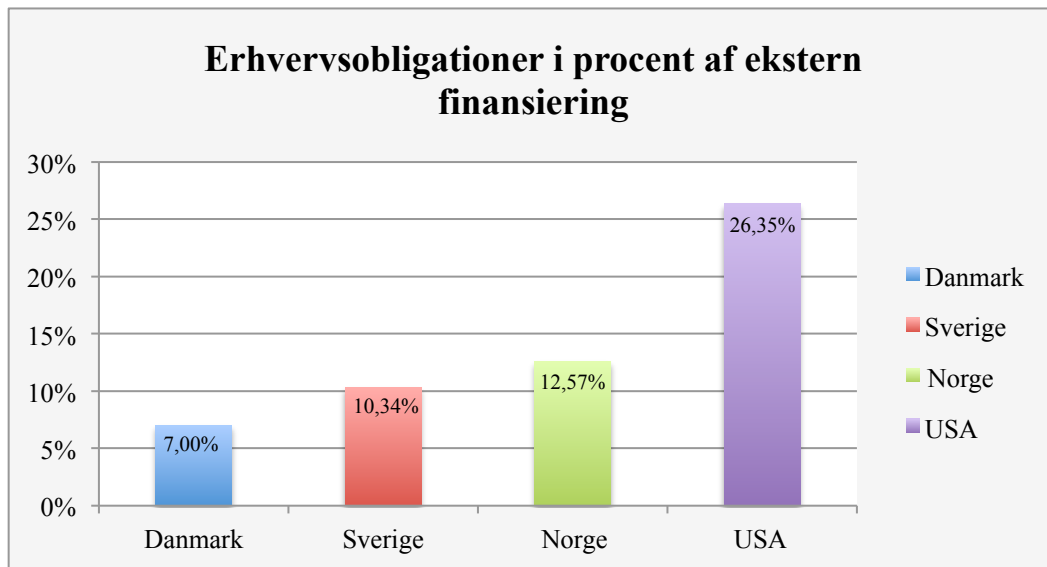
4.6 Erhvervsobligationer i Danmark

Det vil i dette afsnit blive undersøgt, hvor stor udbredelsen af erhvervsobligationer er i Danmark sammenlignet med andre udvalgte lande. I denne undersøgelse har Norge erstattet Frankrig, da Norge har et forholdsvist veludviklet erhvervsobligationsmarked, som er relevant at kigge nærmere på. En eventuel forskel vil herefter blive søgt forklaret med grundlag i relevante danske alternativer til erhvervsobligationer.

4.6.1 Erhvervsobligationers udbredelse i Danmark og udvalgte lande¹⁰²

For at vurdere udbredelsen af erhvervsobligationer som finansieringskilde, tager denne analyse udgangspunkt i mængden af udstedte erhvervsobligationer i forhold til samtlige ikke-finansielle virksomheders samlede passiver uden aktiekapital for de udvalgte lande.

¹⁰² Tal for Danmark, Sverige og Norge fundet via OECD iLibrary statistikbank. For USA er tal fra Federal Reserve anvendt. Se Bilag 3 og 4.



Figur 4.2. Andelen af erhvervsobligationer ud af ikke-finansielle virksomheders samlede gæld (uden aktier) ultimo 2011, i procent.

Kilde: Egen frembringelse.

Danske ikke-finansielle virksomheder har udstedt erhvervsobligationer for samlet omkring 134 mia. DKK. Dette lyder umiddelbart af meget, men sammenlignet med den samlede finansiering for danske virksomheder er beløbet beskedent. Danske virksomheder har samlede udeståender i form af obligationer, andre lån, samt ikke-betalte mellemværender for ca. 1.900 mia. DKK. Det samlede udestående i erhvervsobligationer udgør altså 7 % af den samlede finansiering.

Til sammenligning har svenske virksomheder udstedt erhvervsobligationer for omkring 571 mia. SEK, og har en samlet finansiering på omkring 5.525 mia. SEK. Ud af en finansiering for samlet 5.525 mia. SEK udgør erhvervsobligationer lige over 10 %.

I Norge har de ikke-finansielle virksomheder udstedt obligationer og certifikater for godt 320 mia. NOK. Ud af en samlet ekstern finansiering på ca. 2.540 mia. NOK udgør norske erhvervsobligationer over 12,5 % af den samlede finansiering – eller ca. 80 % mere end i Danmark.

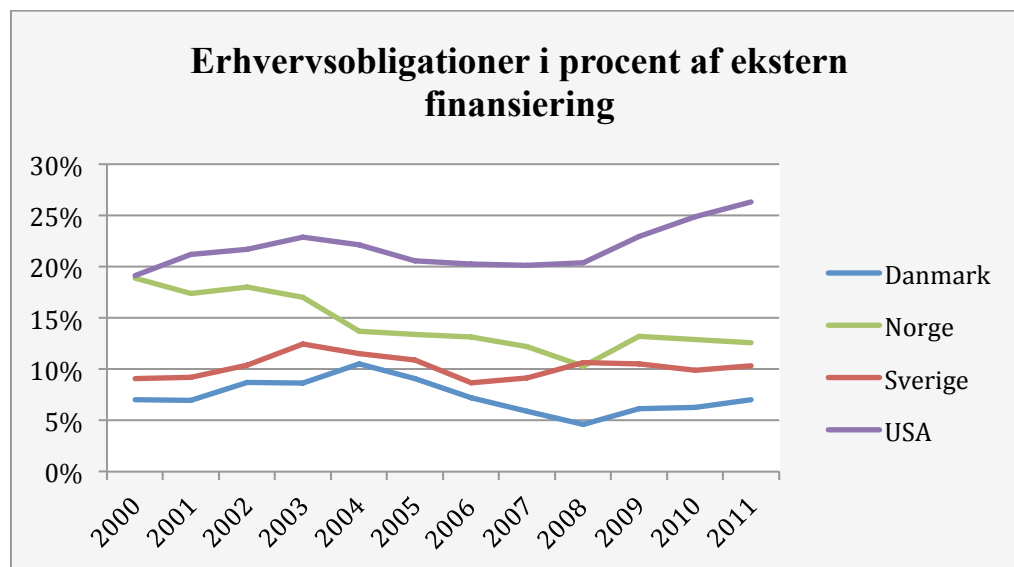
Amerikanske ikke-finansielle virksomheder har en samlet finansiering på 19.266 mia. dollar. Ud af dette beløb er omkring 5.000 mia. commercial papers og corporate bonds, hvilket udgør en andel på ca. 26 % af den samlede finansiering.

Der er altså hhv. ca. 1,4 og 1,8 gange så stor en andel af erhvervsobligationer i Sverige og Norge, som vi ser i Danmark. I USA er andelen over 3,5 gange så høj. Spørgsmålet er så, om denne forskel betyder, at der simpelthen ikke er behov for en større andel af

erhvervsobligationer i Danmark, fordi de danske virksomheder har andre alternativer – og i forlængelse af dette, om disse alternativer er lige brugbare for både store og mindre virksomheder.

Historisk set har anvendelsen af erhvervsobligationer fulgt markedskonjunkturerne. I perioder med højkonjunktur er aktieudstedelse en attraktiv finansieringsmulighed, da der er høje forventninger til markedet. I perioder med lavkonjunktur er aktieinvestering mere risikabelt, og man vil derfor i højere grad se investorer kræve sikrere alternativer, der stadig kan give et fornuftigt afkast. Her er erhvervsobligationer attraktive, da de er stillet bedre i konkursordenen samt sikret et fast afkast.

Dette understøttes af nedenstående graf. I tiden efter dot.com-boblen omkring år 2000 steg udstedelsen af erhvervsobligationer markant, indtil markedet havde stabiliseret sig, hvorefter aktieudstedelse blev attraktivt igen, og andelen af udstedte erhvervsobligationer faldt fra omkring 2004. Den finansielle krise i 2007 betød endnu et chok for aktiemarkedet, og andelen af udstedte erhvervsobligationer steg igen.



Figur 4.3: Udviklingen i erhvervsobligationer i procent af ekstern finansiering (uden aktier) over tid.
Kilde: Egen frembringelse

4.6.2 SMV-sektoren og realkreditmarkedet

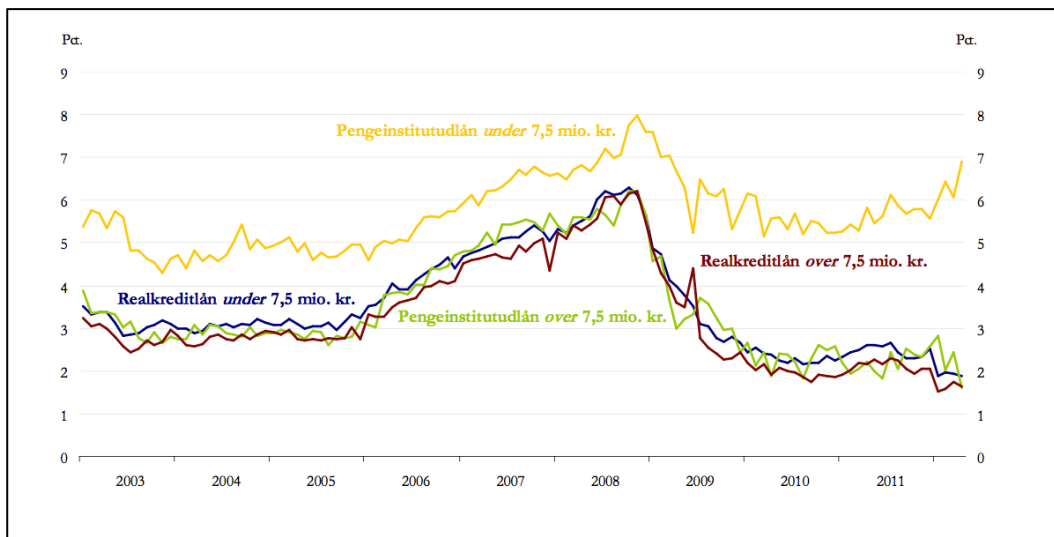
Som det blev gennemgået tidligere i afsnit 2.7.9, er lånefinansiering gennem realkreditinstitutterne en udbredt model på det danske marked – i høj grad på grund af ”den danske models” konstruktion. Gennemsigtigheden og kreditorernes retssikkerhed må antages at bære en stor del af æren for det velfungerende danske realkreditmarked.

Men selvom det danske realkreditsystem i mange sammenhænge bliver rost til skyerne, bør der sættes spørgsmålstegn ved, om realkreditmarkedet til fulde kan tænkes at opfylde virksomhedernes kapitalbehov, særligt ift. kravet om sikkerhed med pant i fast ejendom.

4.6.2.1 Krav om fast ejendom

For det første kræver anvendelsen af realkreditfinansiering, at den pågældende låntager har mulighed for at stille fast ejendom til rådighed for realkreditinstituttet. Det er tidligere blevet gennemgået, at lånegrænsen¹⁰³ for realkreditfinansieringen i erhvervsejendomme er 60 %, hvilket betyder, at hvis en virksomhed ønsker at købe fast ejendom, skal den resterende del af købssummen findes andetsteds, typisk via et traditionelt banklån eller ved øvrige aktiver virksomheden har til rådighed.

Der er dog ikke noget at sige til, at de danske virksomheder i høj grad anvender den danske realkredit, idet realkreditrenten i øjeblikket er historisk lav og bankerne samtidig strammer kreditvilkårene samt hæver renterne på bankudlån¹⁰⁴. Nedenstående graf afspejler hvorfor virksomhederne, der har mulighed for at anvende låneoptagelse i fast ejendom, bruger dette. Grafen viser tydeligt, når man ser på hhv. realkreditlån og bankudlån for beløb under € 1 mio., at omkostningen ved at anvende realkredit som finansiering på nuværende tidspunkt blot udgør under en tredjedel ift. bankudlån – ca. 7 % mod 2 %.



Figur 4.4: Renteniveauet på pengeinstitutlån og Realkreditlån over og under 7,5 mio kr.

Kilde : EVM, 2012.

¹⁰³ Også kaldet Loan To Value, eller blot LTV.

¹⁰⁴ <http://www.business.dk/ledelse/saadan-tager-du-billige-laan-i-dine-mursten>

Grafen er desuden i fuld overensstemmelse med det markante rentespænd, der er for bankudlån for hhv. lån under og over € 1 mio. Desuden bør det bemærkes, at omkostningen ved realkreditudlån for lån under € 1 mio. ikke afviger signifikant fra den omkostning, der er ved realkreditudlån over € 1 mio.. Det kan derfor ses, at SMV-sektoren på realkreditområdet ikke i samme grad som ved traditionel bankfinansiering ligger under for en markedsmæssig ulempe ift. de store virksomheder.

Men selv om der kan være fordele ved at anvende realkredit som finansiering, vil det langt fra være alle virksomheder, der har mulighed for, enten at købe fast ejendom med den finansiering som ønskes eller anvende en eventuel friværdi i den pågældende ejendom. Det kan være svært at sige, hvor mange SMV'er, som i større eller mindre omfang anvender det danske realkreditmarked som finansiering til den daglige drift. Det må dog formodes, at det i højere grad er de store virksomheder, der anvender realkreditfinansiering, idet de større virksomheder ofte er afhængige af større produktionsanlæg og ejendomme for at kunne opretholde en drift af fornuftig størrelse.

Samlet set kan det være svært at sige noget konkret om, hvorvidt det danske realkreditmarked udgør et konkret alternativ til SMV-sektorens øvrige finansieringskilder, idet udgangspunktet for anvendelsen er den faste ejendom som pant. Det er dog afhandlingens vurdering, at realkrediten ikke kan dække SMV-sektorens samlede kapitalbehov, hvorfor det stadig vil være relevant at kigge på nye tiltag for at lette SMV'ernes adgang til kapital og likviditet, således at sektoren fortsat har mulighed for investering og vækst.

4.6.2.2 Realkredit i lyset af den finansielle krise

Det bør dernæst vurderes, hvorvidt der er belæg for at antage, at realkrediten på sigt kan erstatte nogle af de "finansieringshuller", der er skabt som følge af finanskrisen og den efterfølgende regulering af den finansielle sektor.

Fra dansk side er der noget, som kan tyde på, at virksomheder med mulighed for at anvende realkreditmarkedet har benyttet sig af dette efter finanskrisen. Siden 2009 er det reale udlån til erhverv faldet med 10,6 %, hvor udlånet fra bankerne er faldet med 28,5 % mens udlånet fra realkrediten er steget med 5,5 %.¹⁰⁵

¹⁰⁵ EVM, 2012, s. 13. (Det reale udlån er beregnet ved deflatering med nettoprisindekset fra 2003.)

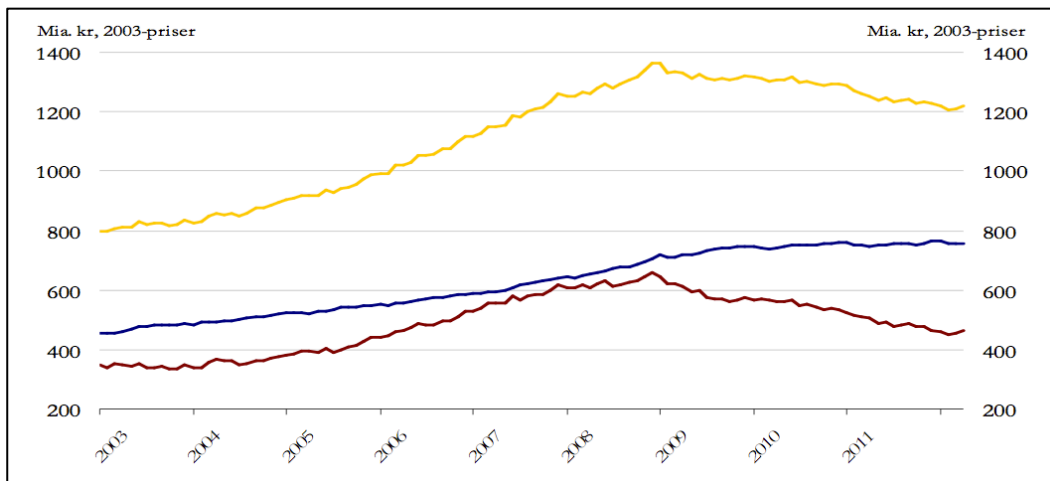


Fig. 4.5. Udviklingen i det samlede reale udlån til erhverv, justeret til 2003-priser.

Kilde : EVM, 2012.

Således kan det udledes, at udlånet fra realkreditinstitutterne samlet har mindsket faldet i udlån til erhverv markant. Det bør dog bemærkes, at det ikke har været muligt at skelne mellem, om det øgede udlån er et tegn på, at virksomhederne køber fast ejendom på nuværende tidspunkt eller om der er tale om, at virksomhederne optager lån i institutterne med pant i deres faste ejendom.

4.6.2.3 Overbelåning og konkursrisiko

Når en virksomhed giver pant, stilles dens aktiver til sikkerhed for en given kreditor. Når virksomhederne låner gennem realkredit, vil den øgede gældsætning øge risikoen for kreditorerne, idet det jf. afsnit 2.3 blev gennemgået, at desto mere gældsat en virksomhed er, desto større vil risikoen for konkurs være, ligeledes.

Ved at ”spænde buen hårdt” rent låneteknisk via realkreditten, vil det teoretisk kunne frygtes, at virksomheder, som bruger realkreditfinansieringen fuldt ud, vil blive set som mere risikofyldte, hvilket på sigt vil kunne påvirke lånemuligheder andetsteds. Da realkreditten som pointeret anvender sikkerhed i ejendommen som pant, vil en øget gældsoptagelse påvirke ikke-sikrede kreditorer, såfremt konkurs bliver en realitet.

4.7 Delkonklusion

4.7.1 Er det samfundsmæssigt ønskeligt at udvide adgangen til finansiering vha. erhvervsobligationer?

Delkonklusionen vil forsøge at opsummere afsnittets fordele, ulemper samt øvrige indhold, for at vurdere, om et veludviklet obligationsmarked for ikke-finansielle virksomheder vil være samfundsmæssigt ønskeligt.

Blandt fordelene ved erhvervsobligationer fremgik det, at det ved obligationsudstedelse er udsteder, som har udspillet ift. indholdet af den konkrete udstedelse. Således vil det i højere grad være udsteder, som opsætter betingelserne for lånet, frem for fx en bank, som med stor sandsynlighed i stedet vil ønske at indføre flere og mere restriktive covenants, som potentielt vil mindske den attraktivitet, som ellers ville være tilstede ved låntagningen.

En anden fordel er, at en udsteder ikke direkte vil miste kontrol med selskabet, som det som hovedregel vil ske ved en aktieemission. Ved erhvervsobligationer skal det dog nævnes, at der kan være indskrevet visse begrænsninger i prospektet.

Desuden vil en øget anvendelse af finansiering direkte på kapitalmarkedet gøre virksomhedernes finansiering mindre afhængig af en velfungerende banksektor og bankforbindelse. I lyset af den fremtidige regulering, hvor bankerne på kort sigt presses på kapital- og likviditetskrav, vil udvidelsen af brugen af erhvervsobligationer være hensigtsmæssig set fra virksomhedernes side.

Blandt de diskutererede ulemper ved brugen af erhvervsobligationer blev det fastslået, at der kan være et problem ved de høje omkostninger, der er ved rating, specielt sammenholdt med størrelsen på de potentielle udstedelser, som SMV'erne har brug for.

Yderligere kan det blive et problem for nogle virksomheder at anvende erhvervsobligationer, idet man gennem udstedelse af obligationer gør sig afhængig af et løbende positivt cash flow til at betale renter og afdrag til sine kreditorer.

Ved en udstedelse kan det ligeledes være svært at regne sig frem til det egentlige udstedelsesprovenu, idet det er markedet på udstedelsestidspunktet, der bestemmer prisen på de pågældende obligationer. For udsteder gælder det således, at der vil være en usikkerhed omkring det endelige låneprovenu ved udstedelse.

Ved investering i obligationer vil investor holde øje med, hvorvidt en given serie har den fornødne og foretrukne størrelse og volumen, idet der ved små obligationsserier er større risiko for indlåsnings effekter end ved de større. Investor vil i sådan en situation tage en risikopræmie for denne illikviditet, hvilket vil kunne mindske prisen på udsteders obligationer og derved også det endelige låneprovenu.

Afsnittet indeholdt desuden en objektiv analyse af mængden af udestående erhvervsobligationer for udvalgte lande. Her fremgik det, at udbredelsen af obligationer udstedt af danske virksomheder lå mængde- og procentmæssigt under de øvrige lande medtaget i analysen.

Det blev dernæst analyseret, hvorvidt det velfungerende danske realkreditobligationsmarked har haft indvirkning på både det samlede udlån til erhverv, men også hvorvidt *det danske alternativ* har gjort udstedelse af erhvervsobligationer mindre attraktiv i Danmark. Umiddelbart kunne det tyde på, at behovet for erhvervsobligationer har været mindre, idet realkreditmarkedet har vist sig at mindske nogle af de negative effekter, som faldet i bankernes udlån har medført. Dansk realkredit kan således på nuværende tidspunkt betegnes som *dansk økonomis støttehjul*. Det må dog antages, at nok ikke alle SMV'er har mulighed for at finansiere sig gennem realkreditmarkedet, hvorfor der fortsat er behov for at undersøge muligheden for anvendelse af alternative finansieringskilder.

Samlet set vil en udvidet anvendelse af erhvervsobligationer i Danmark potentielt åbne op for et marked, hvor virksomheder, der ellers ville få afslag på finansiering, ville få endnu en mulighed for at skaffe kapital. Udvidelsen synes dog umiddelbart at stille krav til, at man på hensigtsmæssig vis finder en løsning ift. kreditvurdering og omkostninger ved rating af de pågældende virksomheder. Øget brug af obligationer vil yderligere kræve, at det bliver muligt at skabe et velfungerende marked, hvor der er adgang til tilstrækkelig information og hvor graden af standardisering ved udstedelser skærpes, således at de respektive parter generelle sikkerhed omkring långivning øges.

Kapitel 5: Udvikling af det danske marked for Erhvervsobligationer

Af den foregående analyse af det danske marked for SMV-finansiering samt udvalgte udenlandske markeder fulgte det, at det måtte være en fordel for SMV'erne, at adgangen til finansiering for denne virksomhedsgruppe blev lettet. Med udgangspunkt i en analyse af fordele og ulemper ved finansiering igennem udstedelse af erhvervsobligationer kunne det konkluderes, at denne form for finansiering ville være en oplagt måde at øge SMV'ernes finansieringsmuligheder. Der er dog en række barrierer for et mere veludviklet marked i Danmark, især for SMV'erne. De høje faste omkostninger, som også blev behandlet under *ulemper* i afsnit 4.5 er én – både i forbindelse med selve udstedelsen men også senere forhandlinger og transaktionsomkostninger med de mange investorer. En anden type barriere kan findes i de danske regler for Special Purpose Vehicles (såkaldte SPV'er, hvis primære formål at erhverve og besidde de underliggende aktiver) såfremt man ønsker at benytte securitisation som finansieringsform. Dette gør sig også gældende såfremt en bank ønsker at give SMV-lån og derefter securitisere porteføljen ved at oprette et SPV, der finansierer sig ved at udstede obligationer. Et tredje problem kan være risikoen for, at den udstedende virksomhed – hvad enten det er erhvervsvirksomheden selv eller et oprettet SPV – falder ind under Lov om Finansiell Virksomhed. Dette afsnit vil behandle disse barrierer med flere, og tager udgangspunkt i en gennemgang og analyse af, hvordan visse af disse barrierer er blevet håndteret i Sverige og Norge.

5.1 Udenlandske erfaringer

5.1.1 Norsk Tillitmann ASA – Norwegian Trustee¹⁰⁶

Af analysen i afsnit 4.6.1 fremgik det, at erhvervsobligationer i Norge udgør over 12,5 % af de ikke-finansielle virksomheders samlede gæld, hvorimod det for Danmark gjaldt 7 % - altså er det norske erhvervsobligationsmarked næsten dobbelt så stort som det danske. Umiddelbart er der altså tale om et relativt stort marked, hvilket må antages at have positiv afsmittende effekt for de virksomheder, der hovedsagligt handler på det norske obligationsmarked.

¹⁰⁶ <http://www.trustee.no>

I dette afsnit analyseres det nærmere, hvordan man gennem det Norske Tillitsmann-system (NT) har været i stand til at åbne op for en udvidelse i brugen af erhvervsobligationer på det norske marked, samt hvordan konstruktionen af NT har bidraget til dette¹⁰⁷.

NT blev oprettet i 1993 i kølvandet på den norske bankkrise i 1980'erne, da der viste sig at være et øget behov for en uafhængig instans på det norske obligationsmarked, som kunne varetage långivernes interesse over for låntagerne. Tidligere var denne overvågningsopgave af låntagerne placeret hos bankerne, men flere investorer fandt det hensigtsmæssigt at danne en uafhængig part, i starten udelukkende med det formål at følge op på debitorernes betalingsforpligtelser over for kreditorerne.

NT's primære rolle er som udgangspunkt at være juridisk bindeled mellem udsteder og investor, hvilket betyder, at NT ikke direkte er involveret i betalingsstrømmene mellem parterne. Derfor er NT's opgave hovedsagligt at varetage de juridiske rettigheder i parternes indbyrdes kontraktforhold, dvs. sikre at parterne lever op til deres individuelle forpligtelser. Af mere praktisk karakter har NT tre hovedopgaver:

- Udarbejdelse af standardiserede kontrakter mellem investor og udsteder i samarbejde med relevante parter. Der vil umiddelbart være tale om verificering af indhold, fuldmagter og godkendelser.
- Sikre at debitorerne lever op til indholdet i parternes kontrakt. Den løbende overvågning antages at have en positiv afsmittende effekt for sikkerheden omkring den konkrete udstedelse.
- Tage retslige skridt på vegne af samtlige kreditorer ifm. potentiel krisehåndtering og rekonstruktion af nødlidende og konkurstruede udstedere.

Tilsammen kan det siges, at NT udgør et kreditorfællesskab, hvor samtlige investorer rent kreditretligt udgør én samlet långiver ift. låntager, hvilket kan illustreres via figuren nedenfor. Figuren illustrer ligeledes det juridiske bindeled mellem debitor og kreditorer.

¹⁰⁷ Oslo Børs, 2006, s. 10. På Oslo Børs og Oslo ABM er det obligatorisk at anvende Tillitsmann-konstruktion ved udstedelse af obligationer.

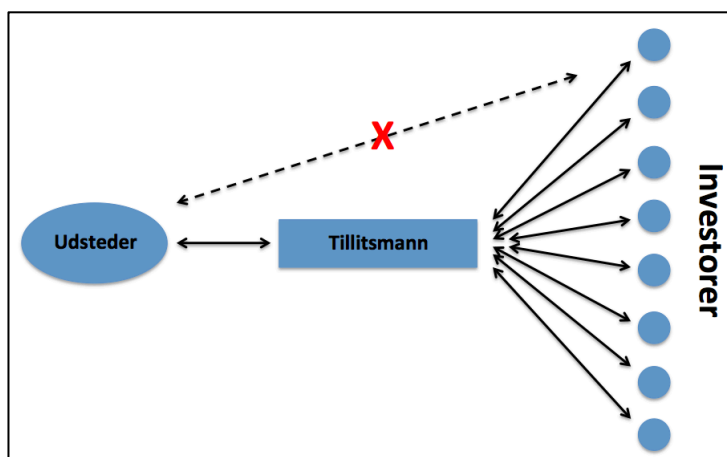


Fig. 5.1. Figuren viser hvordan den norske konstruktion er sat sammen samt hvordan der gælder en ”no action clause” ift. investorers og udsteders indbyrdes forhold.

Kilde: Egen frembringelse.

5.1.1.1 Retssikkerheden for investor

NT’s søgsmålskompetence.

I 2009 blev der under en sag med Thule Drilling ASA sat spørgsmålstegn ved, om en administrator som NT kunne gøre indsigelse mod en udsteder på vegne af den samlede investormasse. Sagen drejede sig om, at Thule Drilling som udsteder ikke mente, at NT havde tilstrækkelig søgsmålskompetence til at være relevant part i sagen. Sagen var omkring flere domstole, men i 2009 blev det af højesteretten i Norge slået fast, at en mellemmand som NT godt kan have søgsmålskompetence på vegne af de obligationsejere, NT repræsenterer. Domstolen lagde bl.a. til grund for afgørelsen, at mellemmands-konstruktionen på det norske obligationsmarked har en vigtig funktion og er en central rolle på markedet, som bidrager med flere fordele. Da den pågældende sag har fastslået, at en administrationsordning godt kan give administrator tilstrækkelig søgsmålskompetence, sikres det, at hver enkel kreditorer ikke kontraherer individuelt med den pågældende udsteder, hvilket mindsker transaktionsomkostningerne mellem parterne, jf. figuren oven for. Den principielle dom må således formodes at have en positiv effekt på interessen for NT-modellen, idet den er med til at sikre en øget retssikkerhed for både udsteder og investor.

5.1.1.2 Fordele ved Tillitsmann-systemet

Som det fremgår af ovenstående figur, har parterne kun mulighed for at agere gennem NT, hvilket gør, at en potentiel udsteder ikke skal tage kontakt og forholde sig til samtlige af sine kreditorer. Ved at anvende denne model vil det således være muligt at skære en del af de transaktionsomkostninger fra, som man må formode vil være tilstede, såfremt forhandling ellers ville ske på individuelt niveau. Dette vil ikke kun være relevant,

såfremt der skal foretages en rekonstruktion af den pågældende debitor, men vil ligeledes kunne anvendes, hvis der skal foretages mindre justeringer af den allerede eksisterende låneaftale. Konstruktion i Norge bidrager således til en øget grad af fleksibilitet i den enkelte låneaftale, hvilket må antages at være en fordel for den enkelte udsteder, men også ift. den samlede mængde af kreditorer.

En af de mest centrale elementer i den norske konstruktion går på, at NT løbende overvåger udsteder gennem obligationernes løbetid, hvilket er med til at bidrage til den sikkerhed, der for kreditor vil være gennem låneperioden. Det må desuden antages, at den løbende overvågning er med til at mindske risikoen for moral hazard, idet overvågningen kombineret med NT's retslige søgsmålskompetence vil give låntager et øget incitament til at overholde låneaftalens indhold.

Desuden må det pointeres, at de løbende omkostninger, der er til overvågning, sker efter en ligelig fordeling mellem obligationsejerne. Ofte vil det være sådan, at det typisk er de store investorer, der bærer størstedelen af omkostningen ved overvågning og analyse af den pågældende virksomhed, idet det er dem, der ofte har den største investering på spil. Med NT-konstruktionen fordeles omkostningen forholdsmæssigt, hvilket vil bidrage til at mindske risikoen for, at de mindre investorer *free rider* på bekostning af de store.

En anden fordel ved konstruktionen er, at NT har mulighed for være med inde over, såfremt en debitor bliver nødlidende og misligholder sine forpligtelser. Det er muligt med den norske konstruktion, at NT indtræder i rekonstruktionsprocessen, hvilket vil kunne bidrage til, at en virksomhed på sigt får mulighed for at overleve. Der vil være tale om, at NT har mulighed for at bidrage til gældsforhandlingerne, hvilket potentielt vil bidrage til værdiskabelse, ved at en virksomhed fortsætter sine aktiviteter, dvs. going concern, frem for gone concern. NT's håndtering af en virksomheds krisesituation vil således bidrage til en bevarelse af aktiver og arbejdspladser, hvilket ud fra en samfundsmæssig synsvinkel er positivt.

Yderligere findes en underafdeling af NT, Stamdata, der har til formål at agere investorbase for de pågældende investorer. Denne funktion hos NT gør det muligt for investor nemt at finde tilgængelig data på den enkelte udsteder, hvilket vil kunne spare investor for diverse søge- og analyseomkostninger. Der er på NT's hjemmeside tale om en let og overskuelig adgang til informationer, som bl.a. indeholder relevante oplysninger fra udsteder samt beskriver likviditeten og volumen i den enkelte obligationsserie. Det må

således formodes, at Stamdata bidrager til en øget gennemsigtighed på markedet for erhvervsobligationer udstedt i samarbejde med NT.

Såfremt det i Danmark ville være muligt at anvende den norske tillitsmann-model, må det formodes, at erfaringer fra Norge, herunder struktur, rammer og standarder for den enkelte udstedelse, ville kunne bidrage til en øget transparens og effektivitet på markedet for enkeltudstedelser af erhvervsobligationer.

Afslutningsvis bør det bemærkes, at NT i slutningen af januar 2012 har etableret en svensk pendant i Sverige. Årsagen til, at man i Sverige har besluttet at afprøve den norske administrator-model, er, at der generelt er en forventning om, at højere kapitalkrav til bankerne vil kunne øge aktiviteten og efterspørgslen efter erhvervsobligationer.

5.1.2 Svenske MTN-programmer

Som behandlet tidligere i afhandlingen er de høje faste omkostninger ved udstedelse af erhvervsobligationer en stor udfordring for især SMV'er, der ønsker at benytte sig af denne finansieringsmodel. Der ligger flere forskellige elementer i disse faste omkostninger, men en stor del af dem kommer fra kravet om bl.a. prospektudarbejdelse ved udstedelse af værdipapirer. Det grundlæggende formål med disse prospektregler er at sikre gennemsigtighed for investorerne ved værdipapirudstedelser ved, at potentielle investorer får tilstrækkeligt med information og dermed kan træffe beslutninger på et velinformeret grundlag.

Overordnet set er prospektreglerne en del af EU-retten, og de er derfor gældende for alle lande inden for EU. Der er et vist råderum med hensyn til implementeringen, da prospektreglerne kommer fra et direktiv¹⁰⁸. Indledningsvis vil de danske prospektregler blive analyseret med henblik på at belyse, hvorfor de kan være en hindring for udbredelsen af erhvervsobligationer; herefter vil en gennemgang af det svenske MTN-program blive gennemgået, med fokus på hvilke elementer, der kan overføres til den danske problemstilling, samt hvilke hindringer der kan være for den svenske models anvendelse i Danmark.

¹⁰⁸ Direktiv 2003/71/EF, som ændret ved direktiv 2010/73/EU

5.1.2.1 De danske prospektregler

De danske prospektregler findes fortrinsvis i Lov om Værdipapirhandel (VPHL) samt Lille og Stor prospekt-bekendtgørelse¹⁰⁹, og har deres udspring i VPHL § 43, hvorefter der skal udarbejdes et prospekt ved ethvert offentligt udbud af værdipapirer mellem € 1 mio. og € 5 mio. Nærmere regulering mht. prospektets art, indhold mv. reguleres i Lille og Stor Prospekt-bekendtgørelse for udstedelser mellem hhv. € 1 mio-5 mio. og € 5 mio. og opefter. Her vil udelukkende VPHL samt Lille Prospektbekendtgørelse blive behandlet, da udstedelser over € 5 mio. ikke antages at have den store relevans ift. de fleste SMV'ers finansiering.

5.1.2.2 Hvornår skal der udarbejdes et prospekt?

Forpligtelsen til at offentliggøre prospekt ved visse udstedelser følger af kapitel 12 i VPHL. Nærmere krav, bestemmelser mv. følger af den Lille (og Store) Prospekt-bekendtgørelse.

Jf. den Lille Prospektbekendtgørelse skal der udarbejdes et prospekt for alle offentlige udstedelser af værdipapirer med en værdi mellem € 1 mio. og € 5 mio. Undtagelserne til dette findes i bekendtgørelsens § 2, nr. 1-4:

1) Hvis udstedelsen udelukkende er rettet imod kvalificerede investorer.

En definition af begrebet ”kvalificerede investorer” kan findes i direktiv 2004/39/EF, Bilag II, og dækker grundlæggende over investorer, der må antages at *vide hvad de køber*. En del af EU-rettens sigte på dette område er at bevare både sikkerhed og gennemsækelighed for alle investorer; man har dog formodentlig skønnet, at når professionalismen af investorerne når en vis højde, er det ikke længere EU-rettens opgave at beskytte dem. Derfor reduceres den administrative byrde for virksomheden ved udstedelser til denne gruppe.

2) Hvis udbuddet er rettet til færre end 150 fysiske eller juridiske personer, som ikke er kvalificerede investorer

Dette må antages at være en præcision af udtrykket ”offentligheden”. Såfremt udstedelsen ikke henvender sig til mere end 150 personer, antages det ikke at være en offentlig udstedelse.

¹⁰⁹ BEK nr 644 af 19/06/2012 og BEK nr 643 af 19/06/2012

- 3) *Udbud rettet til investorer, som erhverver for i alt min. €100.000 pr. investor for hvert særskilt tilbud.*

Argumentet for dette må antages at følge samme argumentation som nr. 1: Såfremt man har midler til at investere for €100.000 i ét særskilt obligationstilbud, må man antages at være tilstrækkelig professionel til at, der kun er et begrænset beskyttelsesbehov.

- 4) *Udbud, hvis pålydende pr. værdipapir er mindst €100.000*

Dette følger samme antagelse som nr. 3.

VPHL § 3 opremser en række værdipapirer, for hvilke der ikke skal udarbejdes prospekt. Erhvervsobligationer er *ikke* en del af undtagelsen i § 3, hvorfor den ikke behandles nærmere.

5.1.2.3 Prospektets indhold

De lovmæssige krav til prospektets indhold findes i den Lille Prospektbekendtgørelses Kapitel 3. Da der er mange krav til indholdet, vil de ikke alle blive nævnt. Af de krav til indholdet, der umiddelbart ses som mest relevant for virksomheden at skulle medtage, findes:

- Formål med udbuddet
- Rettigheder tilknyttet værdipapirerne
- Kurs eller metode for kursfastsættelse
- Eventuelle marked for omsætning
- Oplysninger om udsteder og dennes kapitalforhold, herunder retlig form og gældende lovgivning, vedtægtsmæssige formål, størrelsen af udsteders kapital og eventuelle opdeling i klasser
- For aktieselskaber: eventuelle stemmerets- og ejerskabsbegrænsninger, aktionærer omfattet af SEL § 56
- Beskrivelse af udsteders hovedaktiviteter
- Oplysninger om aktiver og passiver, økonomisk stilling, resultat og betydningsfulde hændelser mv., licenser, aftaler af grundlæggende betydning, igangværende væsentlige investeringer

Der er tale om en omfattende liste, og alene arbejdet med at fremskaffe disse specifikationer vil være omkostningsfuldt for en mindre virksomhed, der ikke nødvendigvis har al relevant data liggende. Der vil altså skulle bruges mange ressourcer på interne undersøgelser mv. før man kan komme i gang med udstedelsen, hvilket nok vil afskrække mange fra overhovedet at komme i gang.

5.1.2.4 Svenske erfaringer – MTN-programmer

I Sverige har man forsøgt at løse dette problem ved at tillade en slags *rammeprospekter* i form af de såkaldte Medium Term Note (MTN-)programmer. Der skal stadig udarbejdes et prospekt i forbindelse med oprettelsen af MTN-programmet, men forskellen er, at prospektet fungerer som et rammeprospekt for senere udstedelser¹¹⁰. Hvor der normalt skal udarbejdes et nyt prospekt for hver ny udstedelse, kan man her lave en ny låneoptagelse under rammeprospektet ved blot at vedlægge et én-sides bilag – et emissions- eller prospektbilag. Dette opridses karakteristika ved og formål med den ønskede udstedelse (løbetid, rentekarakteristika mv.), mens resten af dokumentationen findes i rammeprospektet.

MTN-programmerne er tilknyttet den svenske værdipapirhandel-central VPC og indregistreret ved OM Stockholmsbörsen; de udstedes således direkte i VPC-systemet med mulighed for notering, hvis dette ønskes. I praksis skal MTN-programmet altså godkendes af børsen, men hver enkelt låneoptagelse kræver *ikke* eksplicit godkendelse, hvilket i høj grad reducerer omkostningerne ved senere udstedelser.

5.1.2.5 Anvendelse i Danmark

MTN-programmerne anvendes af både større og mindre virksomheder i Sverige, og virker som en oplagt måde at reducere de faste omkostninger ved en obligationsudstedelse på. Hverken godkendelsesprocedure eller notering af obligationslån udstedt under denne form for rammedokumentation er desværre hjemlet i Prospektbekendtgørelsen eller reglerne for udstedere af børsnoterede værdipapirer på NASDAQ OMX.

Men et øget fokus på udstedelsen af erhvervsobligationer og finansiering af SMV'erne kunne bidrage til, at denne problemstilling kunne tages op fra lovgivers side i fremtiden.

5.1.2.6 Ændring i prospektreglerne, juli 2012

Det bør desuden nævnes, at der i 2012, på baggrund af en ændring af EU's prospekt-direktiv, blev lavet ændringer i både VPHL og Lille Prospektbekendtgørelse.

¹¹⁰ Børsmæglerforeningen, s. 26.

I VPHL før 2012 hed § 43 stk. 1:

§ 43. Dette kapitel finder anvendelse på udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked, når udbuddet er mellem 100.000 euro og 2.500.000 euro.

Dette er med virkning fra 1. Juli 2012¹¹¹ ændret til følgende:

§ 43. Dette kapitel finder anvendelse på udbud til offentligheden af værdipapirer, når udbuddet er mellem 1.000.000 euro og 5.000.000 euro.

Det er to markante ændringer: For det første er beløbsgrænserne hævet fra hhv. 100.000/2.500.000 til 1.000.000/5.000.000, og for det andet udgår sætningsleddet ”som ikke er optaget til handel på et reguleret marked”, hvilket vil sige at prospektpligten gælder uanset om værdipapirerne er optaget til handel på et reguleret eller ikke-reguleret marked.

At man har hævet grænserne udspringer af, at man fra EU's side har anerkendt, at de administrative og omkostningsmæssige byrder for visse virksomheder er for høje, og følgelig bør reduceres. Der blev i 2007 opstillet et mål om at reducere administrative byrder for virksomheder med 25 % senest i 2012¹¹²; dette tiltag er beregnet på netop dette.

Da denne ændring kun netop er trådt i kraft, er det umuligt på nuværende tidspunkt at vurdere effekten på SMV'ernes muligheder for på økonomisk tilfredsstillende vis at finansiere sig vha. erhvervsobligationer. Det er dog sikkert, at det er et skridt i den rigtige retning.

Dog mangler der stadig den fleksibilitet, som SMV'erne vil have brug for. Det er stadig relativt dyrere at lave de små udstedelser end de store. Hver gang der er udløb på obligationerne og der evt. skal laves nye udstedelser, skal der udarbejdes nyt prospekt. Dette er høje omkostninger at have, hver gang der skal refinansieres. De nye EU-regler har dog hjulpet ved at forhøje grænserne for, hvornår der skal udarbejdes prospekt.

¹¹¹ Som følge af Direktiv 2010/73/EU

¹¹² Direktiv 2010/73/EU, betragtning (1)

5.2 Alternativ børs

Som et forslag for at skabe en bedre kontakt mellem investor og udsteder kunne man etablere et alternativt marked for obligationer, eks. en form for alternativ børs, hvor parterne kunne mødes via en standardiseret markedsplads.

I 2005 oprettede man i Norge en alternativ markedsplads for notering af obligationer, kaldet Oslo Alternative Bond Market (ABM)¹¹³. Der er tale om en markedsplads, som drives og administreres af Oslo Børs, men i modsætning til den traditionelle børs er ABM ikke reguleret eller underlagt krav ift. eks. den EU-retlige regulering¹¹⁴. Da markedspladsen er uafhængig af disse lovregler, vil det være muligt for parterne at tilpasse konstruktionen efter ønskede præferencer.

Prospektreglerne på ABM er mindre restriktive end på en reguleret børs. Det bør dog bemærkes, at reglerne vedrørende informationspligt¹¹⁵ og handel følger dem, som anvendes på den almindelige børs; dette gøres for at parterne har adgang til den information, der gør det muligt at prisfastsætte investeringerne korrekt¹¹⁶.

Ved at anvende en sådan alternativ markedsplads, som gennem standardisering og transparens gør det muligt for parterne at træffe informerede beslutninger, vil det kunne tænkes, at en udsteder på relativt nem vis vil være i stand til at skaffe finansiering på kapitalmarkedet på egen hånd. En alternativ børs vil således gøre det muligt for parterne at mødes og på hensigtsmæssig vis allokere risiko og kapital på markedet. Det må desuden formodes, at udsteder gennem notering på en sådan alternativ markedsplads i højere grad får adgang til en større investorbase, hvilket øger afsætningsmulighederne. Det bør pointeres, at ABM er inddelt i to markeder, hvor obligationer med pålydende værdi på under og over 500.000 NOK afsættes til hhv. almenheden og professionelle investorer; der er således ikke tale om, at obligationer på det primære marked gennem ABM udelukkende afsættes til de større institutionelle investorer.

På aktiesiden bør det bemærkes, at der allerede findes en alternativ børs i Norden kaldet First North, som udelukkende fokuserer på unoterede aktier. Børsen drives af NASDAQ

¹¹³ <http://www.osloabm.no/Oslo-ABM/>

¹¹⁴ Som følge af Norges deltagelse i EØS-samarbejdet.

¹¹⁵ Ift. dansk ret vil der her være tale om en analog anvendelse af Værdipapirhandelslovens kapitel 7, Oplysningsforpligtelser. (LBK nr 795 af 20/08/2009)

¹¹⁶ Oslo Børs, 2006, s. 14

OMX, Stockholmbørsen og Islandsbørsen¹¹⁷. På samme måde som med ABM gælder det, at der ikke stilles de samme reguleringskrav til denne alternative børs, som til den traditionelle.

Som et løsningsforslag for investor og udsteder i Danmark kunne det overvejes, om man fra dansk side kunne etablere en sådan national markedsplads for obligationer, evt. ligesom det er set i Norge, med administration og organisering under NASDAQ OMX - som det delvist er tilfældet med First North. Idet der jf. ovenstående ikke er deciderede regler for størrelsen på obligationerne på ABM, tænkes denne finansieringsmulighed at være meget hensigtsmæssig til SMV-sektoren, da størrelsen og mængden af en konkret udstedelse kan tilpasses den enkelte virksomheds investeringsbehov.

Ved at lave denne konstruktion i Danmark bør det yderligere bemærkes, at man på aftagersiden vil løse nogle af de placeringsudfordringer, der gælder på nuværende tidspunkt. Som det vil blive gennemgået nedenfor i afsnit 5.3.1.1, kan unoterede erhvervsobligationer hos Pension- og Forsikringsselskaberne kun indgå med 10 %, hvorimod noterede kan indgå med 70 %, jf. FIL § 162, nr. 10. Ved at konstruere en alternativ markedsplads for notering af erhvervsobligationer i Danmark, vil obligationer organiseret på en sådan børs blive væsentlige mere attraktive på aftagersiden.

5.3 Barrierer for erhvervsobligationer på aftagersiden

Dette afsnit vil gennemgå nogle af de barrierer på aftagersiden, der kan være for at få et mere veludviklet marked for erhvervsobligationer i Danmark. Afsnittet vil behandle de institutionelle investorer, altså pensionskasser og forsikringsselskaber, som potentielt skulle kunne fungere som aftagere af erhvervsobligationer på det primære marked, samt hvilke udfordringer og ulemper der er for disse investorer ved investering i erhvervsobligationer.

5.3.1 Pensionskasser og Forsikringsselskaber

Pensionskasser og livs- og genforsikringsselskaber har traditionelt mange midler at investere. De ligger inde med store mængder kapital, der investeres i aktiver såsom stats- og realkreditobligationer, aktier, fast ejendom og erhvervsobligationer.

¹¹⁷ <http://penge.dk/ordbog/first-north>

Både pensionskasser og forsikringsselskaber har mulighed for at lave investeringer med en lang tidshorisont. Det vigtigste i forhold til investeringernes karakter er, at alle investeringer på lang sigt skal give det bedste afkast og på en måde, som tjener forsikringstagerne bedst, samt at der altid skal være betryggende sikkerhed for, at selskabet til enhver tid kan opfylde sine forpligtelser¹¹⁸.

5.3.1.1 Placeringsregler

Både pensionskasser og forsikringsselskaber har en stor grad af frihed med hensyn til, hvordan deres midler investeres. Man har dog fra lovgivers side ikke valgt at give carte blanche til at sammensætte en portefølje. Eftersom der i realiteten er tale om investering for andres penge, har man vedtaget nogle placeringsregler for at modvirke moral hazard på området. Man har herved søgt at sikre, at pensionskassernes og forsikringsselskabernes porteføljer ikke bliver alt for risikable, hvilket i sidste ende kunne ende med store tab eller konkurs og deraf følgende stor mistillid til både forsikrings- og pensionsbranchen.

Disse placeringsregler findes i FIL. Som reglerne er nu, skal pensionskasser og forsikringsselskaber til enhver tid holde en gruppe af aktiver, hvis samlede værdi skal udgøre værdien af selskabets forsikringsmæssige hensættelser – der skal altså med andre ord være sikkerhed for, at de forsikrede og pensionstagerne kan fyldestgøres¹¹⁹.

Der stilles dog også krav om, at der ikke må ligge en uforholdsmæssig afhængighed af én enkelt type aktiv. Der kan altså ikke blot investeres i aktier for alle pengene; dette ville gøre selskabet alt for sårbart over for udsving på dette marked. De nærmere regler om, hvilke aktiver der kan indgå i beregningerne, samt hvor stor en andel der må være af denne type aktiver, findes i FIL §§ 162-163.

De for denne fremstilling relevante aktiver findes i følgende:

- § 162 nr. 1: Statsobligationer, ingen begrænsning, jf. § 163 modsat.
- § 162 nr. 3: Realkreditobligationer, ingen begrænsning, jf. § 163 modsat.
- § 162 nr. 9: Andre noterede obligationer, fx noterede erhvervsobligationer, højst 70 %, jf. § 163 stk. 1 nr. 1
- § 162 nr. 10: Noterede aktier, højst 70 %, jf. § 163 stk. 1 nr. 1

¹¹⁸ Lov om Finansiell Virksomhed, § 158

¹¹⁹ Nærmere bestemmelser om, hvordan hensættelserne opgøres findes i Lov om Finansiell Virksomhed, § 161.

- § 162 nr. 13: Andre lån og værdipapirer, fx unoterede erhvervsobligationer. Højst 10 %, jf. § 163 stk. 2.

Det kan altså udledes, at hvor stats- og realkreditobligationer kan indgå i porteføljen uden begrænsninger, så anses noterede aktier og noterede erhvervsobligationer for at være lige risikofyldte, og kan derfor begge kun indgå med 70 %. Unoterede erhvervsobligationer kan kun indgå med 10 %, også selv om det udstedende selskab er noteret.

5.3.1.2 Trafiklys-systemet

I lighed med kapitalkravene på kreditinstitutområdet har Finanstilsynet indført den såkaldte *trafiklys*-ordning, der skal sikre en tættere sammenhæng mellem risikoen på den samlede balance og tilsynet med forsikringsselskaber og pensionskasser. Trafiklys-systemet opstiller objektive kriterier for, hvad konsekvensen er, hvis et selskab ikke længere kan overholde solvenskravene ved bl.a. fald i aktiekurserne på 12 % (rødt lys) eller 30 % (gult lys). Konsekvenserne for selskabet består bl.a. i skærpet tilsyn, påbud om ikke at øge risikoen og hyppigere indberetning af oplysninger¹²⁰.

5.3.1.3 Fremadrettet: Solvens II

Man er i europæisk sammenhæng blevet enige om Solvens II-direktivet, der både reviderer og skærper reglerne for bl.a. beregning af kapitalkrav i forsikrings- og pensionsselskaber. Som for de kapitalkrav, der er gældende for kreditinstitutområdet, tager Solvens II udgangspunkt i en risikoorienteret tilgangsvinkel til kapitalkravsregning, og omfatter altså (i modsætning til de nuværende placeringsregler i FIL) både aktiver og passiver; kapitalkravene vil i fremtiden blive beregnet i forhold til risikoen på den samlede balance, i stedet for blot i forhold til hensættelsernes størrelse. Aktiverne kommer altså *også* til at belaste solvenskapitalen. Derudover betyder Solvens II også en øgning af de fleste kapitalkrav.

5.3.1.4 Problem for erhvervsobligationer

Kigger man indledningsvis på de nugældende regler (før Solvens II træder i kraft) kan man stille spørgsmålet, om fordelingsnøglen, ift. hvilke aktiver der kan investeres i, er hensigtsmæssig og giver økonomisk mening. Det er naturligvis hensigtsmæssigt at søge at sikre, at selskaberne ikke ”lægger alle deres æg i en kurv” i økonomisk forstand; at der ingen begrænsning er på investering i de sikre stats- og realkreditobligationer giver også

¹²⁰ OEM 2003, s. 454

mening set fra et forsikrings/pensionstager-beskyttelsessynspunkt. Afkastet er mindre, men investeringen er noget nær risikofri.

Der kan dog stilles spørgsmålstegn ved, om aktier og erhvervsobligationer bør indgå med samme begrænsning. Selv om erhvervsobligationer som hovedregel er langt fra lige så sikre som stats- og realkreditobligationer, så har de alligevel visse karakteristika der gør, at de ikke nødvendigvis burde grupperes sammen med aktier. Erhvervsobligationer anses generelt for at have lavere risiko end aktier, og i en økonomisk trængt situation for det aktie- eller obligationsudstedende selskab er det aktierne, der tager det første tab¹²¹.

Det samme gør sig gældende efter ikrafttrædelsen af Solvens II. Eftersom risikovægten for erhvervsobligationer stadig ligger på niveau med risikovægten af aktier, vil en skærpelse af kravene til disse betyde, at erhvervsobligationer bliver mindre attraktive som investeringsprodukt. Hvor det inden vedtagelsen af Solvens II blot var en mindre ulempe, at selskaberne ikke kunne investere en risikoefficient mængde af deres kapital i erhvervsobligationer, kan Solvens II og de risikovægtede kapitalkrav betyde, at erhvervsobligationer bliver direkte uattraktive som produkt, da de vægter for højt i kapitalkravsopgørelsen i forhold til afkastet.

Efter indførelsen af Solvens II kommer der således til at være stor sammenhæng mellem aktivernes gennemsigtighed og deres risikovægt. Dette vil fremover kunne komme til at have betydning for attraktiviteten af securitiserede produkter, da disse kan være komplekse og dermed medføre højere kapitalbelastning for institutterne underlagt Solvens II. Det samme gør sig gældende for lange investeringer, hvilket også kan påvirke incitamentet til at investere i erhvervsobligationer.

5.3.1.5 Mulige løsninger

En mulig løsning kunne være en revurdering af (visse typer) erhvervsobligationer for at sikre et bedre forhold mellem risikovægt og reel risiko.

I forhold til de nuværende regler ville det være en fordel at give erhvervsobligationer udstedt i de særligt sikre Zone A-lande¹²² af en virksomhed med mindst AA/Aa3-rating

¹²¹ Børsmæglerforeningen, Kap. 5

¹²² <http://www.finanstilsynet.dk/da/Temaer/Internationalt/Internationale-samarbejdsaftaler/EU-aftaler-med-ikke-medlemslande/Lande-omfattet-af-zone-A.aspx>

en status som såkaldte Guldrandede papirer, så de i lighed med statsobligationer og realkreditobligationer kan investeres i ubegrænset af institutionelle investorer¹²³.

Kigger man på SMV'erne og deres udstedelse af erhvervsobligationer, vil disse sandsynligvis ikke drage fordel af dette; det er de færreste SMV'er, især i Danmark, der på nuværende tidspunkt gør brug af ratingbureauerne. For at øge attraktiviteten af disse erhvervsobligationer kan loftet for investering i noterede erhvervsobligationer udstedt af et børsnoteret selskab i et Zone A-land hæves fra max 70 % til max 75-80 %.

I forhold til Solvens II påvirkes attraktiviteten af erhvervsobligationer af den vurderede risiko, og dermed af de krav de stiller til kapital i selskabet. Det bør derfor overvejes om visse erhvervsobligationer skulle tildeles muligheden for at blive henregnet som *kvalificerede emittenter*. De nuværende regler om kapitalkrav for pengeinstitutter giver mulighed for, at de enkelte lande i EU kan henregne erhvervsobligationer til de såkaldte kvalificerede emittenter, der kun vægter med 20 %, såfremt visse krav til obligationerne er opfyldt. Dette inkluderer bl.a. krav om børsnotering, og udsteders kreditværdighed skal være sammenlignelig med kreditværdigheden for en udsteder, der normalt vægter 20 % (fx banker).

Kunne denne model inkorporeres i Solvens II, således at også forsikringsselskaber og pensionskasser får mulighed for at henregne investeringer i visse erhvervsobligationer som kvalificerede emittenter, ville de blive markant mere interessante for denne gruppe investorer. For SMV'erne synes dette dog ikke realistisk, specielt ift. krav om kreditværdighed.

5.4 Dansk ratinginstitut

Som det gennemgående er blevet påpeget i afhandlingen, ligger der på nuværende tidspunkt en administrativ og økonomisk udfordring ifm. rating og kreditvurdering af en udsteder eller en konkret udstedelse.

Som et løsningsforslag for at lette denne problemstilling kunne det foreslås, at man i dansk regi undersøger muligheden for at oprette et uafhængigt nationalt kreditvurderingsbureau med det formål at specialisere sig i den danske SMV-sektor. Et dansk institut kunne eks. tage højde for danske karakteristika, såsom konjunkturernes

¹²³ Børsmæglerforeningen, kap. 5

påvirkning på udvalgte brancher samt udsving i ejendomspriser i tilfælde af den enkelte virksomheds anvendelse af realkredit.

Frem for at det hovedsagligt er de tre store internationale ratingbureauer¹²⁴, som mere eller mindre har monopol på at kreditvurdere virksomheder og udstedelser, kunne det tænkes, at et mindre bureau med et mere indgående kendskab til de nationale markeder og virksomhedsstrukturer delvist kunne overtage denne opgave.

Et nyt dansk ratinginstitut kunne, ud over at bidrage til opmærksomheden omkring den danske SMV-sektor, tænkes at agere database for investorerne og udstederne, hvilket i forlængelse af analysen af den norske tillitsmann-model potentielt vil kunne bidrage til en øget transparens og gennemsækelighed omkring risikoen ved SMV'erne i Danmark.

Det kunne umiddelbart foreslås, at kreditvurderingen ikke skulle give en officiel og international karakter (rating), men blot skulle være et udtryk for den samlede risiko for en given virksomhed eller udstedelse, set fra et uafhængigt og professionelt synspunkt. For at holde omkostningerne nede for SMV'erne kunne det tænkes, at man i stedet for at udføre en så detaljeret gennemgang af virksomheden, som det er tilfældet med de nuværende ratingbureauer, udelukkende ville fokusere på 10-15 kriterier og finansielle nøgletal. Ud fra disse kunne der gives en samlet score for virksomheden. Det kan dog frygtes, at udenlandske investorer - samt i værste fald de danske - ikke vil tillægge denne nationale karakter en tilstrækkelig høj betydning ved investeringsbeslutningen.

Hvordan en sådan konstruktion kunne se ud, har denne afhandling ikke noget konkret bud på, men det kunne evt. overvejes, om konstruktionen kunne ske for delvist offentlige midler kombineret med et mindre symbolsk beløb fra den enkelte udsteder. Det kunne evt. overvejes, om banksektorens (specielt FIH's) kompetencer ift. kreditvurdering af engagementer kunne inddrages på konsulentniveau ved udarbejdelse af den enkelte udsteders kreditvurdering.

5.5 FIH – Back to basics

Som det blev gennemgået i afsnittet omkring offentlige tiltag, var FIH's tidligere kerneforretning finansiering af SMV-sektoren. Som et løsningsforslag for at anvende denne konstruktion, har man valgt at gennemføre en rekonstruktion af FIH, hvorved man

¹²⁴ Standard & Poors, Moody's og Fitch.

håber at kunne genoprette FIH's kernekompetence. Opsplitningen som beskrevet i afsnit 3.4.3 må antages at være et skridt i den rigtige retning, også kombineret med FIH's udmelding i årsrapporten fra 2011 om, at man ønsker igen at fokusere på finansiering af SMV-sektoren¹²⁵.

Det kan dog diskuteres, om modellen på nuværende tidspunkt vil kunne anvendes, idet Moody's har givet FIH en Long Term Rating på B1¹²⁶, hvilket jf. tabel 4.1 vil sige, at FIH på nuværende tidspunkt befinder sig i *Speculative grade*-klassen. Med en rating i Speculative grade-klassen er det tvivlsomt, om det for FIH vil være muligt i praksis at udstede obligationer. Det bør desuden bemærkes, at ratingen af FIH på nuværende tidspunkt har et negativt outlook, hvorfor der kan stilles spørgsmålstejn ved, om FIH inden for en overskuelig fremtid vil være i stand til igen at foretage udstedelser med et hensigtsmæssigt provenu. Årsagen til den dårlige rating kan dog muligvis findes i den aftale, der er blevet indgået mellem FIH Holding A/S og den danske stat, hvor FIH hæfter ubegrænset for fremtidige tab på den overdragne ejendomsportefølje¹²⁷.

5.6 Securitisation

Som det blev gennemgået tidligere, er bankerne presset grundet nye reguleringsinitiativer, hvorfor adgangen til kapital – specielt for de små og mellemstore virksomheder – begrænses. Der er således et behov for at undersøge alternative metoder til at skaffe finansiering, hvilket eks. vil kunne ske gennem afhændelse af risici.

Reglerne om udstedelse af obligationer igennem SPV'er har betydning på to områder. Det første er den situation, hvor en virksomhed selv ønsker at finansiere sig direkte ved at securitisere sine fremtidige fordringer og udstede obligationer i et SPV. Indirekte har reglerne betydning for bankernes udlånsvillighed; hvis bankerne havde bedre mulighed for at flytte de risikable SMV-lån væk fra balancen gennem securitisation, ville udlånsvilligheden til denne gruppe virksomheder sandsynligvis øges.

Nedenstående afsnit vil kigge nærmere på, hvad securitisation er, samt hvordan strukturen fungerer i en securitisationsproces. Derudover vil det blive analyseret, hvilke juridiske udfordringer denne finansieringsform bringer med sig når det kommer til dansk ret.

¹²⁵ FIH, 2011, s. 8

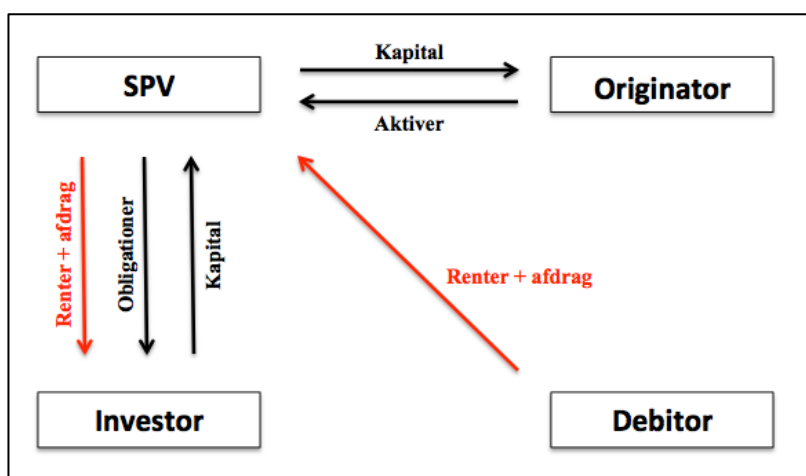
¹²⁶ Moodys.com: "Moody's affirms FIH Erhvervsbank's B1 long-term debt and deposit rating; outlook negative", 10. september 2012.

¹²⁷ Udviklingspakken, bilag 1.

Dernæst vil der blive kigget på nogle af de fordele og ulemper, securitisation indeholder for at vurdere muligheden for en øget anvendelse af securitisation i Danmark.

5.6.1 Struktur ved securitisation

Helt grundlæggende går securitisation ud på, at en række aktiver (eks. en portefølje af SMV-lån) overdrages fra originator¹²⁸ til et SPV. For at det pågældende SPV har mulighed for at erhverve den underliggende portefølje af aktiver, udsteder SPV'et obligationer¹²⁹ på kapitalmarkedet for at skaffe kapital til overdragelsen. Formålet med processen ligger således i, at securitisation fungerer som en alternativ finansieringsmulighed, hvor fremskaffelse af likviditet og kapital foregår direkte på kapitalmarkedet. Der er således tale om en model, hvor illikvide aktiver omdannes til likvide værdipapirer. Nedenfor illustreres det med en simpel opsætning, hvordan en traditionel securitisationskonstruktion kunne se ud.



Figur 5.2. Ovenstående figur viser den ”klassiske” model for Securitisation og hvordan pengestrømme og aktiver fordeler sig gennem processen. For overskuelighedens skyld vil der ikke i denne afhandling blive inddraget øvrige aktører i securitisationsprocessen.

Kilde: Egen frembringelse med inspiration fra Juul, 2008.

Da overdragelsen af aktiverne som udgangspunkt sker til eje gælder det, at kreditrisikoen overgår til obligationsejerne, hvilket – set fra bankernes synspunkt – vil lette kapitalkravene, da aktiverne og risikoen flyttes væk fra balancen. Der vil således som

¹²⁸ Den aktør, som ønsker at finansiere sig gennem securitisation og dermed betegnes som overdrager af fordringerne i processen.

¹²⁹ Der vil typisk være tale om Asset Backed Securities (ABS), hvor udstedelse af de pågældende obligationer bygger på de overdragne aktiver. ABS er den brede betegnelse for obligationer udstedt på baggrund af aktiver. I Danmark er modellen meget udbredt inden for realkredit, hvor obligationer udstedes med sikkerhed i fast ejendom; disse obligationer betegnes som Mortgage Backed Securities (MBS).

udgangspunkt være tale om ”*true sale*”-securitisation, hvilket vil blive beskrevet mere dybdegående nedenfor.

En anden art af securitisation kendes som *syntetisk securitisation*; i denne model er der, i modsætning til traditionel securitisation, ikke tale om salg af aktiver, men derimod overførsel af risiko. Det primære formål med denne model er ikke kapitalfremskaffelse idet aktiverne bevares på originators balance. Da syntetisk securitisation ikke vedrører egentlig fremskaffelse af kapital, vil denne model ikke blive behandlet yderligere i denne afhandling.

5.6.2 Allokering af risiko

Det forekommer ikke usædvanligt, at man ved en obligationsudstedelse opdeler obligationerne i såkaldte trancher. Metoden går ud på, at realiserede tab bæres af de efterstillede trancher, hvor eks. en junior-tranche bærer tab før en senior-tranche og så fremdeles, jf. vandfalds-strukturen¹³⁰. Det bør dog bemærkes, at de efterstillede trancher kompenseres med en højere rente, da risikoen ved investering er højere i de lavest ratede trancher. Ved at opdele obligationer i trancher gøres det muligt at allokere risiko hensigtsmæssigt, idet forskellige investorer har forskellige risikoprofiler.

5.6.3 Juridiske udfordringer ift. dansk ret

Umiddelbart synes securitisation blot at være en simpel model, som gør det muligt at overdrage fordringer til tredjemand. Juraen har dog vist, at der er nogle væsentlige udfordringer for en udvidet anvendelse af securitisation efter de nugældende danske regler.

5.6.3.1 True sale

Begrebet true sale dækker over den del af securitisationen, hvor aktiverne fra originator til SPV’et overdrages til eje, og hvor der efterfølgende ikke sker en omkvalificering, hvor aktiver opfattes som værende stillet sikkerhed¹³¹. Da det for parterne i processen er af afgørende betydning om ejendomsretten til de underliggende aktiver er endelig overdraget til SPV’et, er en korrekt opfyldelse af overdragelsen særdeles vigtig. Dette gælder både ift. originators kapitaldækningsbehov samt for investor, således at de

¹³⁰ Vandfalds-strukturen skal forstås symbolsk, og er en måde at beskrive trancher og deres indfrielse på, dvs. en tranche af obligationer skal indfries fuldstændig før den næste tranche kan blive indfriet.

¹³¹ Andersen og Tamasauskas, 2008. s. 183-212.

overdragne aktiver ikke kvalificeres som værende til sikkerhed og dermed omstødelige ift. en evt. konkurs hos originator.

I securitisationsprocessen kan det dog forekomme, at både originator og investorerne har en interesse i, at originator efter overdragelsen af de underliggende aktiver fortsat er med i den løbende proces ifm. administration og varetagelse af SPV'et. Denne sammenfaldende interesse¹³² mellem investor og originator kan komplicere hele true sale-problematikken, idet der potentielt vil kunne herske tvivl om, hvorvidt de overdragne aktiver skal kvalificeres som værende overdraget til eje eller til sikkerhed.

Generelt må parterne i processen være opmærksomme på, hvilke og hvor mange beføjelser originator bevarer efter overdragelse, idet det må formodes at være en skærpende omstændighed, at originator fortsat bærer en forholdsmæssig del af kreditrisikoen og interesse for aktiverne. Umiddelbart synes den gængse opfattelse på true sale-området at være, at desto flere beføjelser originator bevarer efter overdragelsen af aktiverne, desto større vil sandsynligheden være for, at overdragelsen vil blive kvalificeret som værende til sikkerhed, og dermed ikke til eje.

Idet true sale som udgangspunkt bygger på en helhedsvurdering¹³³ af parternes kontrahering, udgør den nugældende praksis på området i Danmark en usikkerhed for parternes transaktion i securitisationsprocessen, hvilket på nuværende tidspunkt ikke bidrager til en øget anvendelse af securitisation i Danmark.

5.6.3.2 Kreditorskifte og samtykke

*”En fordringshaver (kreditor) kan uden debtors accept overdrage sin fordring til tredjemand (erhververen) til eje eller til sikkerhed”*¹³⁴. Adgangen til kreditorskifte kræver som udgangspunkt intet samtykke fra debitor efter dansk ret, da det umiddelbart er uden forskel for debitor, om opfyldelse af en finansiell forpligtelse skal ske til den ene eller den anden kreditor. Ved kreditorskifte gælder det, at der skal gives meddelelse til debitor – denunciation – ifm. med at den pågældende fordring overdrages, jf. GBL § 31.

¹³² Originators fortsatte administration af fordringerne. Ønske fra investorerne om, at originator skal bære en del af kreditrisikoen. Originators tilbagekøb af fordringer ved manglende betalingsevne hos nogle debitorer.

¹³³ Der er på nuværende tidspunkt ingen decideret lov på området.

¹³⁴ Eyben, Mortensen og Sørensen, 2008. s. 41.

Når det gælder muligheden for at udvide anvendelsen af securitisation i Danmark, bør det overvejes, hvorvidt denne underretningsforpligtelse af samtlige debitorer udgør en praktisk hindring for parterne på markedet. Det må antages, at regler, der tilskriver underretning af samtlige debitorer, udgør en væsentlig administrativ udfordring, idet det stiller store krav til adgangen af informationer om eksisterende debitorer.

Pakning af fordringer må desuden formodes at mindske gennemsigtigheden af den enkelte debitor – specielt hvis det pågældende SPV arrangeres med trancher ift. rækkefølgen for indfrielse af de pågældende kreditorer. Mindre gennemsigtighed kan desuden udgøre en yderligere barriere i forhold til kapitalkravene i Solvens II.

En anden barriere, som udgør en hindring for securitisation, er at der i FIL¹³⁵ gælder regler for, hvordan de finansielle virksomheder må benytte fortrolige oplysninger omkring deres eksisterende debitorer. Det følger af FIL kap. 9, at der ikke må videregives fortrolige oplysninger¹³⁶ om debitor uden dennes samtykke. Af bekendtgørelsen fremgår det yderligere, at samtykke fra debtors side skal være skriftlig, jf. FIL § 123.

Af udenlandske erfaringer på området for kreditorskifte og underretning af debitor bør det bemærkes, at der er i Storbritannien¹³⁷ ikke er et krav, der tilsiger, at debitor skal gives meddelelse ved kreditorskifte. Det er blandt andet blevet pointeret af Lloyds Banking Group, at et lovgivningsmæssigt krav om underretningspligt ved kreditorskifte i høj grad vil vanskeliggøre securitisation af erhvervsobligationer som finansieringskilde¹³⁸.

5.6.3.3 Modregning

En anden juridisk udfordring ved securitisation og overdragelse af fordringer fra originator til SPV'et er, at der i GBL gælder, at debitor har adgang til modregning, såfremt de nærmere betingelser for adgang til modregning er opfyldt¹³⁹.

¹³⁵ LBK nr. 705 af 25/06/2012

¹³⁶ Fortrolige oplysninger antages at være oplysninger, der ikke umiddelbart er offentligt tilgængelige.

¹³⁷ Storbritannien er ikke taget med i hverken afhandlingens markedsanalyse eller den procentmæssige udbredelse af erhvervsobligationer, da Storbritanniens banksystem i væsentlig grad adskiller sig fra de øvrige europæiske. Banksystemet i Storbritannien sammenlignes desuden ofte med det amerikanske, som netop er repræsenteret i analyserne.

¹³⁸ Konference afholdt af Den Danske Finansanalytikerforening i Nykredit 21/8-2012. Udtalelse fra Christoffer Møllenbach, Head of Financial Institutions i Lloyds Banking Group.

¹³⁹ De vigtigste betingelser for modregning antages at være, at parternes fordringer er udjævnelige, afviklingsmodne og gensidige, jf. Andersen og Lookofsky, 2010, kapitel 13, afsnit 4.2 Almindelige betingelser for modregning.

Det følger af GBL § 28, 1. pkt, at debitor som udgangspunkt kan benytte en fordring på overdrageren (originator) til modregning, medmindre fordringen på overdrageren er erhvervet efter det tidspunkt, hvor debitor var blevet gjort opmærksom på, at overdrageren havde overdraget fordringen til tredjemand.

For simple fordringer gælder det, at adgangen til modregning for debitor bevares, også selv om den oprindelige fordring er overdraget til tredjemand¹⁴⁰. Set ift. securitisationsprocessen vil denne opretholdelse af debtors adgang til modregning udgøre en væsentlig barriere for en udvidet anvendelse af securitisation – også taget i betragtning, at erhververen af et simpelt gældsbevis ikke opnår bedre ret end overdrageren, jf. GBL § 27. Det betyder således, at debitor bevarer samtlige indsigelser over for erhververen, såfremt modregningsbetingelserne er opfyldt.

For en SPV-konstruktion betyder de nugældende regler altså, at det pågældende SPV ikke i tilstrækkelig grad er beskyttet mod debtors adgang til modregning. Potentielt vil debtors modregningskrav derfor kunne udgøre en fare for investor, idet fremtidige modregningskrav vil kunne udhule værdien af de pågældende aktiver i SPV'et.

Udover dette forhold bør det yderligere bemærkes, at der vil være store økonomiske og administrative omkostninger ved at skulle tage kontakt til eksisterende debitorer, når aktiver skal overdrages til et SPV som følge af underretningspligten. De administrative omkostninger vil formentlig være koncentreret omkring genforhandling af eksisterende låneaftaler og tilhørende dokumentation af disse. Således udgør debtors adgang til modregning og krav om denuntiatio en barriere ift. en udvidet anvendelse af securitisation efter dansk ret.

5.6.3.4 Banklicens for SPV

En anden udfordring, som parterne bør være opmærksom på ved etablering af et SPV i Danmark, er, at der i henhold til reglerne i FIL gælder et tilsyn ved drift af finansiel virksomhed. Et SPV vil kunne tænkes at falde ind under disse regler, hvilket vil kunne gøre det vanskeligt at etablere og drive dette efter hensigten.

Når kommer til, hvorvidt det pågældende SPV falder ind under FIL, må der sondres mellem tre forskellige scenarier, nemlig hvorvidt SPV'et kvalificeres som pengeinstitut

¹⁴⁰ Andersen og Lookofsky, 2010, s. 157 (jf. UfR 1983.48 H)

jf. FIL § 7, stk. 1 eller om der er tale om sparevirksomhed jf. FIL § 334. Den sidste mulighed går på, at SPV'et helt er undtaget fra at falde ind under det gældende regelsæt¹⁴¹.

De nærmere regler omkring omfattelse af FIL vil ikke blive gennemgået nærmere i dette afsnit, men vil blive analyseret mere dybdegående i afsnit 5.7.

5.6.4 Fordele og ulemper ved securitisation

Tidligere er det blevet nævnt, at risikoen ved investering i en enkelt virksomhed kan være høj, grundet den asymmetriske information omkring SMV'er. Ved at samle en større mængde virksomheders lån vil det være muligt at nedbringe risikoen på investors investering, da man gennem puljer vil gøre det muligt at diversificere risikoen betragteligt. Puljer bankerne en portefølje af eksisterende SMV-lån, kan investor drage nytte af, at der allerede er foretaget en kreditvurdering af de enkelte SMV'er i forbindelse med det oprindelige lån.

Blandt fordelene kan det desuden nævnes, at securitisation kan udgøre et billigt alternativ til traditionel finansiering, idet investor ofte vil være villig til at modtage en mindre risikopræmie på fordringerne grundet en forventning om, at porteføljen er tilstrækkelig diversificeret.

Udover nedbringelsen af den samlede risiko, vil det også gøres muligt at skabe serier, der er langt større, end hvis der blot havde været tale om udstedelse og køb af obligationer fra en enkelt virksomhed. Modellen vil gennem den øgede mængde gøre det nemmere at skabe en højere likviditet på obligationsudstedelsen, hvilket både gør det mere attraktivt for investorer på det primære og sekundære marked. Yderligere må det formodes, at større serier med større likviditet vil øge provenuet på den samlede udstedelse, hvilket gavner virksomhedernes indtægt fra obligationerne.

Derudover vil securitisation gøre det muligt for originator – her tænkes specielt pengeinstitutterne – at lette kapital- og likviditetskrav gennem afhændelse af aktiver, der belaster balancen. Ved at anvende trancher i obligationsudstedelsen gøres det desuden muligt for investorerne at tilpasse risiko og forventet afkast hensigtsmæssigt.

¹⁴¹ Andersen og Tamasauskas, 2008, s. 204-205.

Hvis man kigger på ulemperne ved securitisation ses det, at modellen – i hvert fald på nuværende tidspunkt – indebærer visse udfordringer. Der er ved securitisation ofte tale om et uigennemsigtigt marked¹⁴², hvilket for investor kan gøre det svært at sammenholde risiko og værdi af aktiverne. Denne manglende transparens – specielt når der er tale om pakkede lån - øger afhængigheden af rating, hvilket jf. tidligere i afhandlingen kan være en bekostelig affære. Lavere gennemsigtighed betyder desuden krav om højere risikopræmie fra investorerne.

En anden ulempe, som på nuværende tidspunkt har en væsentlig betydning for en fremtidig anvendelse af securitisation i Danmark, er lovgivningen. Som det er blevet gennemgået ovenfor, er der i dansk ret nogle lovgivningsmæssige udfordringer. Disse tvivlsspørgsmål omkring securitisation, herunder true sale, kreditorskifte og modregning, gør, at securitisation på nuværende tidspunkt udgør en væsentlig barriere for investorernes incitament til at investere i obligationer gennem SPV'er, der er underlagt dansk ret. Det må antages at retssikkerheden i Danmark på nuværende tidspunkt er lav, hvilket gør at investor typisk vil foretrække at investere gennem konstruktioner, der er underlagt andre jurisdiktioner, hvor retssikkerheden er højere¹⁴³.

5.7 Tilladelse som pengeinstitutvirksomhed eller sparevirksomhed

En sidste barriere for en øget anvendelse af obligationsudstedelse i Danmark er de danske regler for, hvornår en virksomhed skal omfattes af reglerne om pengeinstitutvirksomhed eller sparevirksomhed. Omfattes en virksomhed af disse regler, medfører det strenge krav til kapital, solvens mv., foruden et krav om licens til drift fra Finanstilsynet.

Såfremt en virksomhed som følge af en obligationsudstedelse bliver omfattet af disse regler, vil det med stor sandsynlighed ikke kunne svare sig at anvende udstedelse af erhvervsobligationer som kilde til finansiering. På nuværende tidspunkt er der en vis usikkerhed omkring retsstillingen på området, da det i høj grad beror på individuelle skøn fra Finanstilsynet.

Dette afsnit vil indledningsvis gennemgå reglerne objektivt, hvilket vil blive efterfulgt af en gennemgang af Finanstilsynets fortolkning af reglerne fra 2007-2012. Herefter vil to

¹⁴² Hvilket bl.a. er blevet fremført som et af de argumenter, der var årsag til subprime-krisen.

¹⁴³ Irland er et typisk eksempel på jurisdiktion for et SPV, da den selskabsretlige lovgivning er fleksibel, kapitalkrav beskedne og skatten for selskaber er lav, jf. Andersen og Tamasauskas, 2008, s. 204.

afgørelser på området blive gennemgået med afsæt i Finanstilsynets hidtidige fortolkning. Finanstilsynet har dog i 2012 udsendt et nyt fortolkningsbidrag til reglerne; dette vil følgelig blive gennemgået, efterfulgt af en analyse af forbedringer samt tilbageværende problemstillinger på området.

5.7.1 Lovgrundlaget

5.7.1.1 FIL §§ 7 og 334

FIL § 7 gennemfører artikel 4, nr. 1 litra a i direktiv 2006/48/EF, også kaldet Kreditinstitutdirektivet. Jf. FIL § 7 skal en virksomhed have tilladelse til at drive pengeinstitutvirksomhed, såfremt 4 betingelser er opfyldt:

1. Virksomheden modtager indlån eller *andre midler*, der skal tilbagebetales jf. § 7 stk. 1
2. Indlånene eller de andre midler modtages *fra offentligheden* jf. § 7 stk. 1
3. Virksomheden *yder lån for egen regning*, jf. § 7 stk. 1
4. Hvis der er tale om ”andre midler” fra offentligheden, udgør disse en *væsentlig del af virksomhedens drift*, jf. § 7 stk. 3

Er disse betingelser kumulativt opfyldt, skal virksomheden have tilladelse til at drive pengeinstitutvirksomhed.

FIL § 334 omhandler virksomhedens omfattelse af reglerne om sparevirksomhed. For at være omfattet af reglerne, skal 5 betingelser være kumulativt opfyldt:

1. Virksomheden modtager indlån eller *andre midler*, der skal tilbagebetales jf. § 334
2. Indlånene eller de andre midler modtages *fra offentligheden* jf. § 334
3. Midlerne skal modtages ”erhvervsmæssigt eller som et væsentlig led i driften”
4. Midlerne skal anbringes på anden måde end ved indsættelse i et pengeinstitut
5. Virksomheden må ikke allerede være omfattet af FIL § 7 stk. 1 om pengeinstitutvirksomhed, § 8 stk. 1 om realkreditinstitutter eller § 11 stk. 1 om forsikrings- og genforsikringsvirksomhed, eller være oprettet i henhold til særlig lov.

Er disse betingelser kumulativt opfyldt, underlægges virksomheden reglerne om sparevirksomhed. Særligt bør der lægges mærke til nr. 3, ”erhvervsmæssigt *eller* som

væsentligt led i driften”. Der er altså ikke noget krav om, at midlerne modtages som et væsentligt led i driften, hvis bare det sker erhvervsmæssigt. Dette må siges at være en meget indgribende bestemmelse i forhold til 4. betingelse i FIL § 7, der med stor sandsynlighed kan ramme for bredt.

Kreditinstitutdirektivets Artikel 5

Det følger af Kreditinstitutdirektivet, at medlemsstaterne skal forbyde virksomheder, som ikke har tilladelse til at drive kreditinstitutvirksomhed, at modtage indlån eller andre tilbagebetalingspligtige midler fra offentligheden, jf. Kreditinstitutdirektivets Artikel 5 stk. 1. Der åbnes dog i Art. 5 stk. 2 op for, at såfremt en virksomhed er udtrykkeligt omfattet af anden national lovgivning, og at virksomhedens aktiviteter er undergivet regler og tilsyn med det formål at beskytte indlånere eller investorer, kan der ses bort fra Art. 5 stk. 1. Herefter er tilladelse som pengeinstitut ikke påkrævet, på trods af modtagelse af indlån eller andre tilbagebetalingspligtige midler fra offentligheden. Dette har dog hidtil ikke indgået i Finanstilsynets fortolkningsbidrag.

5.7.2 Finanstilsynets fortolkning af reglerne, 2007-2012

Finanstilsynet udsendte d. 30. oktober 2007 et fortolkningsbidrag til FIL § 7. Fortolkningen blev udstedt i forlængelse af en afgørelse fra 2006¹⁴⁴, hvorefter der opstod en vis usikkerhed om udstedelsen af erhvervsobligationer i forhold til FIL § 7. Finanstilsynets fortolkning gav et indblik i, hvordan de 4 ovenstående parametre blev vurderet, især med fokus på erhvervsobligationsudstedende virksomheder.

1) Modtagelse af indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales.

Det fremgår af bemærkningerne til FIL § 7, at typeeksemplet på ”andre midler” er massegældsbreve. Det er altså Finanstilsynets klare opfattelse, at udstedelse af erhvervsobligationer indgår under ”andre midler, der skal tilbagebetales”.

Dog kan der, ud over de danske bemærkninger, også inddrages betragtningerne til det bagvedliggende EU-direktiv. Følgende fremgår af betragtning 6:

*”Samordningen må derfor være så bred som mulig og omfatte samtlige institutter hvis virksomhed består i fra offentligheden at modtage midler, der skal tilbagebetales, enten i form af indlån eller på anden måde, f.eks. **kontinuerlig udstedelse af obligationer**”*

¹⁴⁴ Finanstilsynets afgørelse af 24. februar 2006: Lov om Finansiell Virksomhed § 7 stk. 3

[vores fremhævelse] og andre lignende værdipapirer, samt yde lån for egen regning”

Direktivets eksempel på ”andre midler” er altså en *kontinuerlig* udstedelse af obligationer. Det er herefter spørgsmålet, om der kan slutes modsætningsvis fra dette – at en *ikke-kontinuerlig* udstedelse ikke bør være omfattet. Finanstilsynet adresserede også denne problematik, men var i sin 2007-fortolkning helt afvisende for, at der kan slutes modsat på denne måde. Der er i Finanstilsynets optik udelukkende tale om et eksempel.

Det var altså klart, at man måtte anse udstedelse af erhvervsobligationer for omfattet ”andre midler, der skal tilbagebetales”.

2) Virksomheden yder lån for egen regning

Det fremgår i bemærkningerne til FIL § 7, at udlån skal forstås bredt. Udlånes provenuet fra en obligationsudstedelse internt i en koncern, er der altså stadig tale om udlån for egen regning. Dog vil hverken indskud som egenkapital eller ansvarlige lån blive anset for *lån* i denne forstand efter Finanstilsynets fortolkning. Ansvarlige lån er efterstillet al anden gæld, og kan i en konkurssituation sammenlignes med egenkapital.

3) Modtages fra offentligheden

Finanstilsynets fortolkningsbidrag opstiller klare og objektive regler for, hvornår midlerne modtages fra offentligheden. Hvis der sker notering på et reguleret marked, vil midlerne altid anses som modtaget fra offentligheden. Ligeledes hvis udstedelsen annonceres på internettet eller i aviser.

Såfremt udsteder på forhånd har en fast kreds af investorer, der kan købe obligationerne, men disse investorer har ubegrænset mulighed for at videresælge til offentligheden, beror det dog på en konkret vurdering fra Finanstilsynet om udsteder på trods af den faste kreds af investorer må antages at have modtaget midler fra offentligheden.

4) Væsentlig del af virksomhedens drift

Afgørelsen fra 2006 handlende netop om dette; FIL § 7 stk. 3, hvorvidt udstedelsen ansås for at være en væsentlig del af virksomhedens drift eller ej.

Også på dette område, har Finanstilsynet lavet relativt klare regler for, hvornår en udstedelse må antages at udgøre en væsentlig del af virksomhedens drift. Såfremt

udstedelsen udgør 30 % eller mere af de samlede passiver på balancen, vil der altid være tale om en væsentlig del. Udgør udstedelsen 25-30 %, vil der normalt være tale om en væsentlig del, medmindre noget helt klart taler imod. Dette omtales normalt ”25 %-reglen”.

Selv om udstedelsen ikke udgør en væsentlig del efter disse retningslinjer, kan virksomheden risikere stadig at falde ind under reglen, såfremt virksomheden skønnes efterfølgende at have en hovedvægt på finansielle aktiviteter, såfremt de modtagne midler ikke investeres i virksomhedens hovedaktivitet.

Alle vurderinger laves på virksomhedsniveau og ikke koncernniveau.

Finanstilsynets fortolkningsbidrag opstiller altså nogle relativt direkte betingelser for de enkelte parametre; dog virker fortolkningen begrænsende for de virksomheder, der skulle ønske at finansiere sig ved hjælp af obligationsudstedelse. Det fremføres i en artikel i Erhvervsjuridisk Tidsskrift¹⁴⁵ om netop denne problematik, at bestemmelsen ser ud til at have fået en uheldig affattelse og deraf følgende uheldig fortolkning. Det kan næppe være i nogens interesse, at flere virksomheder, som blot finansierer sig ved hjælp af obligationsudstedelse, skal falde ind under reglerne om pengeinstitutvirksomhed eller sparekassevirksomhed. Det er tværtimod ødelæggende for virksomhedernes muligheder for finansiering, hvis de risikerer at blive mødt med krav om banklicens.

5.7.3 Finanstilsynets afgørelser 4. september 2006 og 23. februar 2007

For at illustrere problematikken for de enkelte virksomheder er to afgørelser blevet valgt ud. Begge afgørelser faldt negativt ud for den udstedende virksomhed; den ene med et krav om tilladelse til at drive sparevirksomhed, den anden med et krav om tilladelse til at drive pengeinstitutvirksomhed.

5.7.3.1 Finanstilsynets afgørelse af 4. september 2006

Finanstilsynets afgørelse omhandlede GB, som anvendte provenuet fra en obligationsudstedelse som indskud i et datterselskab. Finanstilsynets vurdering af de 4 kriterier lød således:

¹⁴⁵ Andersen og Juul, 2007, s. 39

FIL § 7:

1. Obligationsudstedelsen udgjorde ”andre midler, der skulle tilbagebetales”, jf. FIL § 7 stk. 1
2. Midlerne blev modtaget fra offentligheden. Obligationerne blev optaget på OMX og herfra udbudt til fysiske og juridiske personer.
3. Virksomheden ydede *ikke* lån for egen regning, da midlerne blev indskudt som egenkapital i et datterselskab. Virksomheden er altså ikke omfattet af FIL § 7.

FIL § 334: Der blev modtaget indlån, og de blev modtaget fra offentligheden. Det fremgår desuden, at midlerne blev modtaget som et væsentligt led i driften, men dette er reelt uden betydning. Blot det faktum, at de blev modtaget erhvervsmæssigt, ville være nok. Midlerne blev desuden anbragt på anden måde end ved indsættelse i pengeinstitut.

Da alle kriterier i FIL § 334 var opfyldt, og virksomheden ikke var omfattet af FIL §§ 7, 8 og 11, var virksomheden derefter omfattet af reglerne om sparevirksomhed.

5.7.3.2 Finanstilsynets afgørelse af 23. februar 2007

Afgørelsen af 23. februar 2007 omhandlede en virksomhed K, som ville udstede for 740 mio. kr. obligationer. Provenuet blev udlånt til 100 % ejede datterselskaber i udlandet, som købte en større ejendomsportefølje for pengene.

Finanstilsynets vurdering gik således:

1. Obligationsudstedelsen udgjorde ”andre midler, der skulle tilbagebetales”, jf. FIL § 7 stk. 1
2. Midlerne blev modtaget fra offentligheden. Obligationerne blev optaget på OMX og herfra udbudt til fysiske og juridiske personer. Stykstørrelsen pr. obligation var 100.000, og derfor – ifølge K – blot egnet for finansielle institutioner, investeringsforeninger og *formuende personer*. Dette betyder dog intet for vurderingen, da det fremgår af Finanstilsynets fortolkning, at en notering *altid* er henvendt til offentligheden.
3. K ydede lån for egen regning ved udlån til datterselskaberne. Det gjorde her ingen forskel, at der var tale om 100 % ejede datterselskaber og koncerninterne lån.
4. Obligationsudstedelsen udgjorde desuden en væsentlig del af driften i K, da over halvdelen af finansieringen af K kom fra udstedelsen.

Som følge heraf skulle K have tilladelse som *pengeinstitut* for at lave denne udstedelse og udlåne provenuet til sine egne 100 % ejede selskaber. Denne form for usikkerhed om de juridiske konsekvenser for virksomheden ved en obligationsudstedelse må antages at have en negativ indvirkning på interessen for, og dermed udbredelsen af, denne form for finansiering.

5.7.4 Finanstilsynets fortolkning af reglerne, 2012 og frem

Finanstilsynet udsendte d. 4. juli 2012 en nyfortolkning af FIL §§ 7 og 334. Finanstilsynet er i perioden op til blevet bekendt med, at mange lande har en langt lempeligere praksis vedr. vurdering af, hvornår en virksomheds udstedelser af erhvervsobligationer medfører et krav om tilladelse til at drive pengeinstitut eller sparevirksomhed. Man har derfor valgt at opdatere sin fortolkning i 2012 for at sikre, at Danmarks praksis ikke er mere restriktiv end praksis i øvrige lande.

5.7.4.1 Fortolkning af FIL § 7:

Finanstilsynet anvender den samme 4-leddede fortolkning som før. Dog vælger Finanstilsynet mere direkte at anvende Kreditinstitutdirektivets Artikel 5 stk. 2, som nævnt ovenfor. Herefter er udstedelser af erhvervsobligationer, som er underlagt prospektreglerne i VPHL, som udgangspunkt ikke omfattet af reguleringen i FIL §§ 7 og 334. Dette må klart antages at være et skridt i den rigtige retning. Virksomheder, som er underlagt prospektpligt, kan nu med rimelig sikkerhed undgå omfattelse af FIL. Prospektreglerne er dog stadig en stor byrde for især SMV'erne. De mindre udstedelser, som ikke er underlagt prospektreglerne og som oftest vil være SMV-udstedelser er altså ikke sikret.

Finanstilsynet har dog også justeret på deres fortolkning af kravene om indlån, udlån mv.:

1) Virksomheden modtager indlån eller andre midler, der skal tilbagebetales jf. § 7 stk. 1

Ingen ændring i Finanstilsynets fortolkning. Erhvervsobligationer er stadig omfattet af begrebet ”andre midler, der skal tilbagebetales”.

2) Virksomheden yder lån for egen regning, jf. § 7 stk. 1

Heller ingen ændring her. Koncerninterne lån er stadig udlån for egen regning.

3) Indlånene eller de andre midler modtages fra offentligheden jf. § 7 stk. 1

Her har Finanstilsynet til gengæld revideret deres opfattelse af, hvornår midler stammer fra *offentligheden*. Udgangspunktet er stadig en vurdering af, om der sker henvendelse til en *forud afgrænset kreds af investorer*. Gør der ikke det, er det altovervejende udgangspunkt, at der sker henvendelse til offentligheden.

Til gengæld er notering i aviser og på internettet ikke længere *altid* en henvendelse til offentligheden. Det samme med notering på reguleret eller ureguleret marked. Det vil blive vurderet på individuel basis. Der er dog stadig en formodning for, at der i disse tilfælde er sket en henvendelse til offentligheden.

Tidligere var det som nævnt sådan, at udsteder risikerede at have henvendt sig til offentligheden, såfremt de primære aftagere havde mulighed for at afhænde obligationerne til offentligheden. Finanstilsynets fortolkning er nu, at såfremt de primære aftagere *selvstændigt foranlediger* at obligationerne videresælges på et noteret eller unoteret marked, vil det ikke medføre, at udsteder bliver anset for at have henvendt sig til offentligheden.

Det gælder derudover, at såfremt et udbud er undtaget fra prospektreglerne pga. at udbuddet falder ind under undtagelserne i den Store / Lille prospektbekendtgørelse (se afsnit 5.1.2.1), anses investorerne for tilstrækkeligt professionelle, og udbuddet derfor ikke som henvendt til offentligheden. Dette er dog kun gældende, hvis udsteder ikke er bekendt med, at erhvervelsen sker med henblik på videresalg.

4) Hvis der er tale om "andre midler" fra offentligheden, udgør disse en væsentlig del af virksomhedens drift, jf. § 7 stk. 3

Der vurderes her konkret i forhold til den pågældende virksomhed. Finanstilsynet fortolkning nævner her eksplicit bemærkningerne til FIL § 7 stk. 3, hvorefter formålet er at bevare retten for private virksomheder til at udstede erhvervsobligationer.

Finanstilsynet opererer altså ikke længere med hverken 25 %- eller 30 %-regler. Der bliver nu lagt vægt på, om udstedelsen udgør en væsentlig del af virksomhedens passiver på baggrund af en vurdering af resultatopgørelse, cash flow, aktiv-sammensætning mv. Man er altså gået væk fra den meget beregnelige, men meget statiske 25 %-regel.

5.7.4.2 Fortolkning af FIL § 334

En enkelt opdatering af fortolkningen af § 334 er det også blevet til. Finanstilsynet vil fra nu af fortolke ”erhvervsmæssigt” som ”som et væsentlig led i virksomhedens drift”. Et krav om blot erhvervsmæssig modtagelse af indlån var meget indgribende; et krav om, at det skal udgøre en væsentlig del af virksomhedens drift følger bedre ræsonnementet bag FIL § 7.

5.7.5 Konsekvenser af Finanstilsynets nye fortolkning af FIL §§ 7 og 334

5.7.5.1 Forbedringer

Det må klart antages at være en fordel, at virksomhederne ikke længere risikerer at blive omfattet af FIL, hvis blot de er omfattet af fx VPHL. Selv hvis man ikke er omfattet grundet undtagelserne i Lille og Stor Prospektbekendtgørelse, kan man undgå krav om tilladelse som følge af, at køber anses for at være tilstrækkeligt professionel, så længe udsteder ikke er bekendt med, at erhvervelsen sker med henblik på videresalg.

Visse af de fast definerede, objektive kriterier er desuden blevet til formodninger, hvorefter det er op til Finanstilsynet at lave et skøn. Dette gælder fx betydningen af notering og betydningen af købers mulighed for at sælge videre til offentligheden.

Vurderingen af, om udstedelsen sker som en væsentlig del af virksomhedens drift er desuden blevet ændret fra en fast 25/30 %-regel til at bero på mere konkrete vurderinger.

5.7.5.2 Tilbageværende udfordringer

Det sidste punkt under *forbedringer*, ang. vurderingen af om en udstedelse sker som en væsentlig del af driften, er dog blevet mindre håndgribelig for virksomhederne. Hvor det før var lettere at vurdere, om man faldt ind under en 25/30 %-grænse, kan man nu kun gætte på, hvordan Finanstilsynets vurdering vil falde ud. Det er altså på dette område blevet en anelse sværere for virksomhederne at forudse, om man vil falde ind under reglerne, hvilket mindsker retssikkerheden på området.

Finanstilsynet har desuden valgt ikke at ændre på fortolkningen af, om en enkeltstående udstedelse af erhvervsobligationer bør tælle som at modtage *andre midler, der skal tilbagebetales*. Hvor man må give Finanstilsynet ret i, at der ikke *umiddelbart* kan sluttes modsat fra betragtning 6 i Kreditinstitutdirektivets, hvor eksemplet er *kontinuerlig* udstedelse af erhvervsobligationer, kan man dog godt stille spørgsmålstejn ved, hvorfor ordet *kontinuerlig* så er medtaget. Det fremhæves desuden i Erhvervsjuridisk Tidsskrift

1/2007's artikel om emnet, at der netop ved enkeltstående udstedelser mangler det løbende forhold mellem indlån og udlån, som ellers traditionelt karakteriserer pengeinstitutvirksomhed. Finanstilsynet har dog ikke umiddelbart åbnet op for, at denne alternative fortolkning kan komme på tale.

Det kan altså konkluderes, at der er sket nogle klare forbedringer på dette område. Usikkerheden omkring retsstillingen må dog stadig siges at være til stede, idet flere af reglerne lægger op til et skøn fra Finanstilsynets side. Dette kan fortsat udgøre en udfordring for den videre udvikling af markedet for udstedelse af erhvervsobligationer, da det som nævnt må formodes at være for byrdefuldt for mange virksomheder, såfremt man underlægges reglerne om pengeinstitut- eller sparevirksomhed.

Kapitel 6: Konklusion

Afhandlingen har søgt at afklare 3 hovedspørgsmål: Hvordan lavkonjunktur påvirker den danske SMV-sektors finansieringsmuligheder, hvordan et mere veludviklet marked for udstedelse af erhvervsobligationer kunne afhjælpe eventuelle problemer på dette område samt hvilke udfordringer, Danmark står over for i forbindelse med udviklingen af et sådant marked.

Hvordan har lavkonjunktoren under finanskrisen påvirket den danske SMV-sektors finansieringsmuligheder?

Indledningsvis blev de traditionelle finansieringsformer for SMV'er gennemgået med henblik på at klarlægge, hvilke fordele og ulemper der er ved de enkelte. Denne teoretiske gennemgang blev herefter fulgt op af en empirisk markedsanalyse, der dækkede Danmark, Sverige, Frankrig og USA. Denne søgte at afdække, hvor stor en del af det samlede erhvervsudlån, der går til SMV-sektoren, hvor stor andelen af korte lån er i forhold til lange lån samt rentespread på store lån og mindre lån.

Ud fra markedsanalysen kunne det konkluderes, at der er betydelige finansieringsudfordringer for SMV-sektoren. SMV-sektoren er i langt højere grad end de store virksomheder afhængige af banklån som finansiering; hvor store virksomheder ofte har mulighed for at udstede obligationer og aktier eller har fast ejendom, der kan bruges som sikkerhed for realkreditlån, er udlån fra banken SMV-sektorens primære mulighed for at finansiere sig. SMV'erne er altså uforholdsmæssigt afhængige af en velfungerende banksektor.

Det stod desuden klart, at det er SMV-sektoren, der rammes hårdest under en lavkonjunktur. Disse virksomheder har sjældent værdifulde aktiver, der kan stilles til sikkerhed, og som nævnt er det begrænset med muligheder for alternativ finansiering. Som følge af dette og de stigende kapitalkrav til bankerne bliver SMV'erne mindre attraktive som låner; når bankerne skal slanke balancerne og begrænse udlånene, er det SMV'erne der bliver fravalgt først. Kapitalkravsreglerne har et indbygget element af procyklikaltitet. I en højkonjunktur er aktiver og sikkerhed mere værd, og der kan derfor skrues op for udlånene. I en lavkonjunktur går det direkte modsat – aktiver og sikkerhed

er mindre værd, og der må nødvendigvis skrues ned for udlånene. Dette har den uheldige konsekvens, at det reelt kan forlænge en recession unødigt.

Dette har helt konkret udmøntet sig i stigende konkurser blandt alle fokuslandene. Danmark har dog umiddelbart været hårdest ramt, og ligger stadig højest i antal konkurser pr. 10.000 virksomheder.

Disse tendenser blev bekræftet af branchen selv igennem en analyse af flere undersøgelser foretaget blandt de relevante parter på området.

Tallene afslørede desuden, at ud over en generel nedgang i udlån til denne sektor var det især de langfristede lån, der ikke længere blev givet. Disse lån er en direkte forudsætning for, at SMV-sektoren kan vækste og udvikle sig. Der er derfor en reel risiko for, at en lidende SMV-sektor, der udgør 99,7 % af alle virksomheder i Danmark, kan få meget negative konsekvenser for det generelle økonomiske klima og mulighederne for at komme hurtigt ud af recessionen. Der er på denne baggrund blevet iværksat flere offentlige tiltag, der skulle forbedre økonomien for især SMV'erne. Disse ser ud til at have haft en positiv effekt, men tiltagene kan anskues som værende mere symptombehandling end en egentlig kur. Med dette argument var afhandlingens næste skridt at undersøge alternative finansieringsmuligheder for SMV-sektoren – i særdeleshed adgangen til at udstede erhvervsobligationer, og om et mere veludviklet marked på dette område kunne vise sig at være en del af den kur, der er brug for.

Hvordan ville et mere veludviklet marked for udstedelse af erhvervsobligationer kunne afhjælpe SMV-sektorens potentielle finansieringsudfordringer?

Argumentet for en løsning som denne er, at en øget adgang til at finansiere sig ved udstedelse af erhvervsobligationer vil give et godt alternativ til de traditionelle finansieringsmuligheder, SMV-sektoren har til rådighed. Man vil ved at finansiere sig direkte på kapitalmarkederne kunne løsrive sig mere fra bankerne, og dermed vil påvirkningen af strammede regler og en recession, som den vi har set fra 2007 og frem, antageligvis være mindre.

Selv de virksomheder, som rent faktisk får banklån i dårlige tider, vil blive mødt med indgribende covenants, der i høj grad sætter begrænsninger på virksomhedens råderum. Ved en obligationsudstedelse vil der stadig være visse krav, virksomheden skal opfylde;

virksomheden står dog ikke længere som den svage part i en låneforhandling, og må antages at kunne opsætte mere rimelige kriterier og covenants.

Virksomheden undgår desuden den førnævnte alvorlige problematik, der opstår når bankerne bliver mødt med skærpede kapitalkrav i økonomiske nedgangstider. Både for virksomhederne og samfundet som helhed er det en fordel, at en hel sektor ikke lider under et fastfrosset lånemarked. De fremtidige kapitalkravsregler, CRD IV, ser ikke ud til at tage højde for denne problematik på kort sigt, og det er derfor tvivlsomt om den optimale finansiering for SMV-sektoren i fremtiden skal bestå af så stor en grad af bankfinansiering, som det er tilfældet på nuværende tidspunkt. Her vil en udvikling af markedet for udstedelse af erhvervsobligationer, hvor også mindre udstedelser kan gøres profitable og likvide, kunne blive en stor faktor i SMV-sektorens fremtidige finansiering.

Det nuværende marked for udstedelse af erhvervsobligationer, både for store og mindre virksomheder, er dog relativt begrænset i Danmark. Danmark ligger under både Sverige og Norge, og alle de nordiske lande ligger *markant* under USA, som har et yderst veludviklet marked for denne form for finansiering. Der kan være flere faktorer der har gjort, at markedet ikke er så veludviklet i Danmark som i de øvrige fokuslande. Danmark har et af de, hvis ikke *det*, mest veludviklede realkreditmarkeder i verden. Dette kunne være en grund til, at der ikke har været behov for denne alternative finansiering. Analysen af virksomhedernes behov viste dog, at årsagen til det mindre udviklede marked for obligationer nok næppe skulle findes i, at der var tilstrækkeligt med finansieringsmuligheder andetsteds fra. For især SMV-sektoren er realkreditmarkedet nok næppe en reel mulighed for finansiering af andet end netop fast ejendom. Al finansiering til vækst og innovation må komme fra andre kilder. Årsagen til det uudviklede erhvervsobligationsmarked skulle derfor ligeledes findes andetsteds.

Hvilke barrierer og løsninger er der for udviklingen af et sådant marked i Danmark?

En analyse af potentielle aftagere på markedet afslørede, at erhvervsobligationer ikke umiddelbart er tilstrækkeligt attraktive. Ikke nødvendigvis på grund af deres karakteristika, men i stedet på grund af detailregulering. Af potentielle aftagere må pensionskasser og forsikringsselskaber anses som de største. For disse gælder meget specifikke placeringsregler med det formål at beskytte pensions- og forsikringstagere. Disse placeringsregler opsætter specifikke krav til, hvor stor en mængde af selskabets

midler, der må investeres i hvilke typer aktiver. Her grupperes erhvervsobligationer sammen med eksempelvis aktier. Både afkastmæssigt og risikomæssigt antages erhvervsobligationer dog for gennemsnitligt at ligge et sted imellem aktier og statsobligationer. Der burde derfor åbnes op for, at der kan investeres en større del af midlerne i erhvervsobligationer end i aktier, da disse alt andet lige er mere sikre.

Fremtiden på området ser ikke lysere ud; med implementeringen af Solvens II, hvorefter der bliver indført deciderede kapitalkrav for pensions- og forsikringsselskaber, kommer erhvervsobligationer til at belaste kapitalen lige så meget som aktier. Aktier vil derfor alt andet lige virke som en mere attraktiv investering, da afkastet (og risikoen) er højere, men de ikke belaster kapitalen i forhold til kapitalkravsreglerne mere end de mindre profitable men mere sikre erhvervsobligationer.

I forhold til aftagersiden er det derfor afhandlingens konklusion, at man bør omkvalificere erhvervsobligationer, så der bliver en bedre sammenhæng imellem afkast, risiko og kapitalkrav. Gøres dette ikke, vil erhvervsobligationer ikke være tilstrækkeligt attraktive.

For virksomhederne selv er en af grundene til den lave mængde udstedte obligationer, at der er høje faste omkostninger forbundet med udstedelsen – især i forbindelse med rating af virksomhed og obligationer samt i forhold til prospektlovgivning. I forhold til problematikken omkring rating kunne et forslag være at oprette et dansk ratinginstitut. Dette kunne som foreslået være helt eller delvist statsejet og kunne igennem et samarbejde med FIH drage fordel af deres kompetencer i forbindelse med kreditvurdering af SMV-sektoren i Danmark.

I forhold til andre omkostninger er der i Sverige og Norge lavet tiltag, der letter visse af disse byrder. I Sverige har man åbnet op for udstedelser under såkaldte *rammeprospekter*. Der skal herefter kun udarbejdes prospekt én gang, og alle efterfølgende udstedelser sker under dette prospekt. Dette nedsætter i høj grad omkostningerne til prospektudarbejdelse.

I Norge har man en veludviklet *alternativ markedsplads*, Oslo ABM, der handler med erhvervsobligationer. Fordelen ved en sådan er, at der er færre krav til udsteder end ved notering på en reguleret børs, hvilket gør det mere økonomisk overkommeligt. Flere udstedere bidrager til en øget gennemsigtighed på markedet, som igen bidrager til øget interesse for at udstede erhvervsobligationer.

For at sikre forholdet mellem og mindske transaktionsomkostningerne for udstedere og investorer, har man i Norge også indført et Tillidsmands-system, som er et krav at tilslutte sig ved udstedelse af obligationer på Oslo Børs og Oslo ABM. Det største tillidsmands-system er Norsk Tillitsmann. Norsk Tillitsmann står for kontakt mellem investorer og udsteder, og agerer altså mellemmand og er ansvarlig for at sikre, at udsteder overholder de forpligtelser, der er i forhold til obligationerne. Investorerne er herefter afskåret fra at gøre noget gældende direkte imod udsteder; alt foregår mellem udsteder/investor og tillidsmanden.

Alle disse tiltag ville være fordelagtige at kigge på for Danmark. I forhold til rammeprospekter er der dog en udfordring i, at NASDAQ OMX ikke på nuværende tidspunkt har eksplicit hjemmel til udstedelser under rammeprospekter; dette vil kræve politisk vilje og kræfter at få ændret. Dog kunne det muligvis i stedet løses ved at få en velfungerende alternativ markedsplads som Oslo ABM. I forhold til tillidsmands-systemet ville dette muligvis også være med til, at flere ville være interesserede i investering i erhvervsobligationer.

Endnu en barriere for markedet for udstedelse af erhvervsobligationer skal findes i den danske securitisationslovgivning, eller mangel på samme. Såfremt banker havde mulighed for at låne ud til SMV'er, og derefter securitisere ved at overdrage en portefølje af SMV-lån til et SPV, der finansierede sig ved obligationsudstedelse, ville man slå to fluer med ét smæk; SMV'erne ville have en forbedret kilde til bankfinansiering, og bankerne ville undgå at blive belastet i forhold til kapitalkravsreglerne. Denne model hæmmes dog af de danske regler omkring især modregning, denuntiation og true sale. I forhold til modregning skaber det en usikkerhed omkring SPV'et, at virksomheden kan have adgang til modregning i øvrige krav mod banken; dette vil kunne udhule værdien af SPV'ets fordringer og dermed værdien af obligationerne. I forhold til denuntiation er det en stor administrativ omkostning, at samtlige debitorer skal underrettes ved videresalg til et SPV. På nuværende tidspunkt kan der desuden i forbindelse med securitisation være tvivl om, hvorvidt aktiverne er overdraget til eje (true sale) eller til sikkerhed. Derudover udgør reglerne om uberettiget videregivelse af fortrolige oplysninger også en hindring.

Det er derfor afhandlingens vurdering, at der er behov for en decideret SPV- og securitisationslovgivning i Danmark, som tager højde for de nævnte problemstillinger.

En sidste barriere for et mere veludviklet marked skal findes i reglerne om licens til at drive pengeinstitut eller sparevirksomhed i FIL §§ 7 og 334. Der er efter disse en reel risiko for, at obligationsudstedende virksomheder kan blive omfattet af disse regler, med alt hvad det indebærer af kapitalkrav, tilsyn mv. Dette blev illustreret ved to af Finanstilsynets afgørelser. Finanstilsynet har dog i juli 2012 ændret sin fortolkning af disse paragraffer, netop som følge af denne problematik. Der er dog stadig en reel risiko for, at disse regler rammer for bredt i forhold til, hvad der er ønskeligt. Det er derfor afhandlingens forslag, at der skal kigges yderligere på dette område og skabe bedre rammer for de obligationsudstedende virksomheder.

6.1 Perspektivering

Konklusionen på ovenstående er, at SMV-sektoren står over for nogle store udfordringer i fremtiden. Under en recession er SMV-sektoren hårdt ramt, og med et øget politisk fokus på polstring af bankerne vil det nok betyde, at den nærmeste fremtid kan blive hård. Der er dog også lyspunkter: En del af de reguleringsinitiativer, der på kort sigt kan betyde en stramning af udlånspolitikken, har til formål at sikre et mere stabilt udlånsniveau i fremtiden, bl.a. ved at introducere kontracykliske buffere, der oparbejdes under højkonjunktur og bruges under lavkonjunktur. I praksis er det dog tvivlsomt, om man kan forvente, at bankerne rent faktisk vil anvende deres buffer på at øge udlånet under lavkonjunktur. Det virker mere realistisk at bankerne vil anvende kapitalen fra bufferen som polstring i dårligere tider.

Med hensyn til alternative finansieringsmuligheder for SMV-sektoren er man fra offentlig side umiddelbart også klar over problematikken og vigtigheden af, at man har en velfungerende SMV-sektor, der ikke holdes unødigt tilbage grundet manglende finansiering. De skærpede krav til bankerne er dog en vigtig faktor i den manglende udlånsvillighed; man kan derfor stille spørgsmålstejn ved, om netto-effekten af de offentlige tiltag – altså skærpede krav til bankerne og støtteordningerne til virksomhederne – overhovedet er positiv.

Der er altså stadig en del udfordringer på området som skitseret ovenfor, som kræver løsninger og politisk opmærksomhed, før udstedelse af erhvervsobligationer bliver en reel mulighed for SMV'er.

Litteraturliste

BØGER

Andersen og Lookofsky, 2010

Andersen, Mads B. og Joseph Lookofsky. 2010. *Lærebog i Obligationsret I*. København: Forlaget Thomson. 3. udgave

Andersen og Werlauff, 2005

Andersen, Lennart L. og Erik Werlauff. 2005. *Kreditretten*. København: Forlaget Thomson. 4. Udgave.

Brealey, Myers og Allen, 2008.

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers og Franklin Allen. 2008. *Principles of Corporate Finance, International Edition*. McGraw-Hill. 9. Udgave.

Eyben, 2008

Eyben, Bo von. 2008. *Juridisk Ordbog*. København: Forlaget Thomson. 13. udgave.

Eyben, Mortensen og Sørensen, 2008.

Eyben, Bo von, Peter Mortensen og Ivan Sørensen. 2008. *Lærebog i Obligationsret II*. København: Forlaget Thomson. 3. Udgave.

Knudsen, 1994

Knudsen, Christian. 1994. *Økonomisk Metodologi, Bind 1: Videnskabsteori og Forklaringstyper*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 2. Udgave.

Munck og Kristensen, 2007

Munck, Noe og Lars Hedegaard Kristensen. 2007. *Selskabsformerne – lærebog i selskabsret*. Danmark: Jurist- og økonomforbundets forlag. 5. Udgave.

Nielsen og Tvarnø, 2008

Nielsen, Ruth og Christina D. Tvarnø. 2008. *Retskilder og Retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag. 2. udgave

Tamasauskas, 2006

Tamasauskas, Andreas. 2006. *Erhvervslivets Låneoptagelse*. Handelshøjskolen i København: GAD's forlag. 1. Udgave.

Østrup, 2010

Østrup, Finn. 2010. *Det Finansielle System*. København, 2010. 1. Udgave

ARTIKLER

Akerlof (1970)

George A. Akerlof. 1970. *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 s. 488-500

Andersen og Juul, 2007

Andersen, Lennart Lynge og Henrik Juul. 2007. *Skal erhvervsobligationer betragtes som indlån og andre midler, der skal tilbagebetales?*. Erhvervsjuridisk Tidsskrift. 1/2007 s. 39-46.

Andersen og Juul, 2011:

Andersen, Lennart Lynge og Henrik Juul. 2011. *Det finansielle tilsyn i lyset af krisen – Vurdering af risici*. Erhvervsjuridisk Tidsskrift 3/2011. s. 79-101.

Andersen og Tamasauskas, 2008

Andersen, Lennart L. og Andreas Tamasauskas. 2008. *Securitisations som finansieringsform*. Videregående Kreditret, 2008.

Angelkort og Stuwe, 2011

Angelkort, Asmus og Alexander Stuwe. 2011. *Basel III and SME Financing*.

Babic, 2009

Babic, Borka. 2009. *Kreditinstitutter og procyklikalitet*. Nationalbanken.

Børsmæglerforeningen

Børsmæglerforeningen. *Nye skridt på det Danske obligationsmarked*.

Danmarks Statistik 2010

Danmarks Statistik. 2010. *Små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering*. Temapubl. #1.

Europa-kommissionen, 2001

Europa-kommissionen. 2001. *Enterprises' access to finance*. Commission Staff Working Paper.

Europa-kommissionen, 2003

Europa-Kommissionen. 2003. *Kommissionens Henstilling af 6. maj 2003 om definitionen af mikrovirksomheder*.

Europa-kommissionen, 2012

Europa-Kommissionen. 2012. *Anden rapport om virkningerne af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF for den økonomiske konjunktur*.

EVM, 2012

Erhvervs- og Vækstministeriet. 2012. *Udviklingen i kreditmulighederne i Danmark, 2. Halvår 2011.*

EY, 2010

Ernst&Young. 2010. *Evaluering af Vækstfonden.*

FIH, 2011

FIH Erhvervsbank. 2011. *FIH Årsrapport 2011.*

FSR, 2011

FSR – Danske revisorer. *Virksomhedernes adgang til finansiering – oktober 2011 survey.*

FSR, 2012

FSR – Danske revisorer. *Virksomheders aktuelle adgang til finansiering – januar 2012 survey.*

Gorton, 2008

Gorton, Lars. 2008. *Företagskreditter.* Videregående Kreditret, 2008.

Håndværksrådet, 2012

Håndværksrådet. 2012. *Barske Finansieringsvilkår for små og mellemstore virksomheder.*

Juul, 2008

Juul, Henrik. 2008. *Subprimekrisen – baggrund, state og perspektiv.* Videregående Kreditret, 2008. s. 213-242.

Kielland og Schaumburg-Müller, 2012

Kielland, Alexander og Peer Schaumbürg-Muller. 2012. *Udstedelse af virksomhedsobligationer.* Erhvervsjuridisk Tidsskrift. 1/2012. s. 19-36.

Modigliani og Miller, 1958

Modigliani, Franco og Merton Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, Vol. 58, #3. s. 261-297.

Moro, 2010

Moro, A m.fl. 2010. *Financing SMEs: a model for optimising the capital structure.*

Myers, 1984

Myers, Stewart C.; Majluf, Nicholas S. 1984. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.* Journal of Financial Economics, vol. 13, #2. s. 187–221

Myers, 2001

Myers, Stewart. 2001. *Capital Structure.* The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15., #2, s. 81-102.

OECD, 2006

OECD. 2006. *Financing SMEs and Entrepreneurs*. OECD Policy Brief.

OECD, 2012

OECD. 2012. *Financing SMEs and Entrepreneurs – an OECD scoreboard*.

OEM, 2003

Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2003. *Større Valgfrihed i Pensionsopsparingen*.

Oslo Børs, 2006

Oslo Børs. 2006. *Obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ*.

Petersen og Risbjerg, 2009

Petersen, Christina og Lars Risbjerg. 2009. *Danske virksomheders finansiering i et makroøkonomisk perspektiv*. Danmarks Nationalbank Working Papers #62

Pilgaard, 2012

Pilgaard, Nikolaj. 2012. *Finansieringssituationen – Er bunden nået?*. Dansk Industri.

Realkreditrådet, 2009

Realkreditrådet. 2009. *Den Klassiske Danske Realkreditmodel*.

Vækstfonden, 2010.

Vækstfonden. 2010. *Vækstfondens Årsrapport*.

Østrup, 1992

Østrup, Finn. 1992. *Finansiering af højteknologiprojekter*. Teknologi og virksomhedsudvikling, 1992.

REGULERING OG DOMME

Danske love:

Bekendtgørelse af lov om gældsbreve

LBK nr 669 af 23/09/1986

Bekendtgørelse af lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv.

LBK nr 1261 af 15/11/2010

Bekendtgørelse af Lov om Vækstfonden

LBK nr 549 af 01/07/2002

Bekendtgørelse af Lov om Værdipapirhandel mv.

LBK nr 795 af 20/08/2009

Bekendtgørelse om Vækstfondens Virke
BEK nr 1013 af 17/08/2007

Lille Prospektbekendtgørelse
BEK nr 644 af 19/06/2012

Lov om Dansk Eksportkreditfond
LBK nr 913 af 09/12/1999

Lov om Dansk Erhvervsfond
LOV nr 937 af 27/12/1991

Lov om Finansiell Virksomhed
LBK nr 705 af 25/06/2012

Lov om Realkreditlån og Realkreditobligationer
LBK nr 1261 af 15/11/2010

Selskabsloven
LBK nr 322 af 11/04/2011

Store Prospektbekendtgørelse
BEK nr 643 af 19/06/2012

EU:

Direktiv 2003/71/EF
on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC

Direktiv 2006/48/EF
om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (omarbejdning)

Direktiv 2006/49/EF
om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag (omarbejdning)

Direktiv 2010/73/EU
om ændring af direktiv 2003/71/EF og af direktiv 2004/109/EF

Direktiv 2010/76/EU
om ændring af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF

Domme

Finanstilsynets afgørelse af 4. september 2006

Finanstilsynets afgørelse af 23. februar 2007

HJEMMESIDER

bis.org – Bank for International Settlements

business.dk – erhvervsnyheder

danskebank.com – Danske Bank

dr.dk – Danske nyheder

ec.europa.eu- Europakommissionen

ekf.dk – Danmarks Eksportkreditfond

evm.dk – Erhvervs- og vækstministeriet

federalreserve.gov – The US Federal Reserve

finanstilsynet.dk – Finanstilsynet

finanswatch.dk - finansnyheder

idisc.net – Information for business development

moodys.com – Moody's ratingbureau

mysmp.com – Financial Markets Analysis

nasdaqomxnordic.com – NASDAQ OMX Nordic

nationalbanken.dk – Nationalbanken

OECD iLibrary – OECD Statbank

oem.dk – Økonomi- og erhvervsministeriet

penge.dk – Penge og Privatøkonomi

scb.se – Statistiske Centralbyrå

smeweb.com – UK online ressource for SME's

statbank.ssb.no – Norsk Statistik

trustee.no – Norsk Tillitsmann

BILAG 1

	DK 2007	DK 2008	DK 2009	DK 2010	SWE 2007	SWE 2008	SWE2009	SWE2010	FRA 2007	FRA 2008	FRA 2009	FRA 2010	US 2007	US 2008	US 2009	US2010
Antal Virksomheder				212129				927917				2566290				5088114
Antal SMV'er				211406				926973				2561180				5067879
Andel af SMV'er ud af samtlige virksomheder (%)				99,66				99,90				99,80				99,60
Andel af SMV-lån ud af samlede udlån (%)																
Short-term SME lån (Mio)	12,30%	9,10%	9,00%	11,20%	88,90%	88,80%	92,40%	N/A	26,30%	25,80%	25,80%	26,30%	30,10%	27,70%	27,60%	29,00%
Long-Term SME-lån (Mio)	26426	26274	22423	22668	83393	77961	93314	N/A	48253	47831	42907	43407	N/A	N/A	N/A	N/A
Andel af lån, der er Short Term (%)	14421	8961	6035	12313	524778	753909	691247	N/A	174158	184616	190961	201449	N/A	N/A	N/A	N/A
Rente på udlån til SMV'er (%)	64,70%	74,57%	78,79%	64,80%	13,71%	9,37%	11,89%	N/A	21,70%	20,58%	18,35%	17,73%	31,00%	31,00%	26,00%	23,00%
Rentespread	6,57	7,59	5,77	5,22	4,86	5,66	2,42	2,58	5,28	5,34	3,45	3,34	7,53	5,10	4,53	4,77
Venture- og vækstkapital (equity, EUR mio.)	0,89	1,93	3,33	2,65	0,87	0,82	0,73	0,96	1,12	1,19	1,34	1,03	0,84	1,29	2,24	2,25
Venture- og Vækstkapital i € pr. Virksomhed	279,60	314,13	217,07	200,13	442,76	646,21	332,63	296,55	1987	2411	2385	2915	22800	21280	13680	16720
Konkurser	1322,57	1485,92	1026,78	946,68	477,64	697,12	358,83	319,91	775,81	941,36	931,21	1138,15	4498,92	4199,00	2699,35	3299,21
Konkurser pr. 10.000 virksomheder	2401	3709	5710	6461	5791	6298	7688	7274	51343	55562	63219	60585	28322	43546	60837	56282
	113,20	174,87	269,21	304,62	62,41	67,87	82,31	78,39	200,07	216,61	246,34	236,08	55,66	85,58	119,57	110,61

BILAG 2

<http://www.federalreserve.gov/releases/e2/2007.htm>

1) Rente på USD lån > \$1 mio																
HER: 1 USD = 1 EUR																
	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
		7,15	7,21	7,2	6,36	4,86	4,28	4,16	3,54	2,57	2,44	2,54	2,79	2,86	2,97	2,97
		6,32	6,73	6,58	5,93	4,16	3,2	3,34	2,97	2,02	1,77	2,19	1,98	2,14	2,39	1,96
		6,735	6,97	6,89	6,145	4,51	3,74	3,75	3,255	2,295	2,105	2,365	2,385	2,5	2,68	2,445

	Under 1 mio	Over 1 mio	Forhold	Forskelt:
2007	7,53	6,69	0,89	0,84
2008	5,10	3,81	0,75	1,29
2009	4,53	2,29	0,51	2,24
2010	4,77	2,52	0,53	2,25

2) Venture- og vækstkapital

DKK-> EUR omregnet med kurs: 7,5
SEK -> EUR omregnet med kurs: 8,98
USD -> EUR omregnet med kurs: 0,76

Tal for Danmark fundet på:
<http://www.vf.dk/~media/Files/1%20Analyse/PDF/Markedsopgoerelse%202011.ashx>

TABEL A6: VENTUREINVESTINGER FORDELT PÅ FASER (MIO. KR.)													
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Seed	209	587	503	354	253	284	363	492	321	281	360	360	360
	8,7%	20,3%	29,7%	23,2%	15,7%	13,5%	16,6%	23,4%	13,6%	17,3%	24,0%	24,0%	24,0%
Start-up	1.045	1.143	545	648	786	1.129	1.283	1.068	1.352	842	774	774	774
	43,5%	39,6%	32,2%	42,4%	48,7%	53,7%	58,6%	50,9%	57,4%	51,7%	51,6%	51,6%	51,6%
Ekspansion	1.150	1.155	646	525	576	691	543	537	683	505	367	367	367
	47,8%	40,0%	38,1%	34,4%	35,7%	32,9%	24,8%	25,6%	29,0%	31,0%	24,4%	24,4%	24,4%
I alt	2.404	2.884	1.694	1.528	1.614	2.105	2.190	2.097	2.356	1.628	1.501	1.501	1.501

Tal for Sverige fundet i OECD (2012)
Tal for Frankrig fundet i OECD (2012)
Tal for USA fundet i OECD (2012)

BILAG 3

		Sector	S11: Non-financial corporations			
		Measure	C: National currency, current prices, millions			
		Frequency	Annual			
		Country	Denmark	Norway	Sweden	USA (USD, Milliarder)
Transaction	Period					
SAFLI: Liabilities	2000		2044551	1943445,457	6136064	N/A
	2001		2147571	2060315,516	5918795	N/A
	2002		1979316	1957763,76	5514321	N/A
	2003		2037359	2100349,041	5882915	N/A
	2004		2308365	2573771,164	6438644	N/A
	2005		2850159	3084723,589	7551689	N/A
	2006		3383646	3744753,313	8739062	N/A
	2007		3700149	4215547,406	9531279	N/A
	2008		3427867	3945903,125	9512240	N/A
	2009		3487160	4075506,617	10345210	N/A
	2010		4038145	4382335,375	11125805	N/A
	2011		3857165	4385421,617	10840116	N/A
SAF3LI: Securities other than shares	2000		77763	213343,736	248207	2375,8
	2001		88715	201846,4661	274242	2721,9
	2002		107806	210431,6902	325256	2858,7
	2003		106468	206017,3868	390190	3014,2
	2004		138381	193031,3647	358029	3101,9
	2005		137028	205995,5679	374545	3156,1
	2006		133340	231963,3984	338986	3364,4
	2007		110342	253990,5781	424737	3675,5
	2008		95440	255494,5469	583687	3881
	2009		119999	304227,5938	565575	4268,6
	2010		126234	317738,9219	532452	4691,4
	2011		134927	319307,5156	571021	5076
SAF5LI: Shares and other equity	2000		932078	815052,9786	3408608	N/A
	2001		875409	900036,6127	2935163	N/A
	2002		740632	788053,2727	2385885	N/A
	2003		801841	891306,1074	2753444	N/A
	2004		988972	1162590,526	3321223	N/A
	2005		1343006	1549227,24	4102667	N/A
	2006		1535152	1975398,727	4828257	N/A
	2007		1827056	2131255,664	4893387	N/A
	2008		1355663	1462700,453	4014802	N/A
	2009		1533834	1772262,922	4959265	N/A
	2010		2029461	1913173,984	5743103	N/A
	2011		1929540	1844821,164	5315974	N/A

Danmark, Norge, Sverige: data extracted on 26 Sep 2012 10:58 UTC (GMT) from OECD iLibrary

USA: Data fra federalreserve.gov., 26. sept. 2012.

BILAG 4

Liabilities uden stocks

	Danmark (DKK)	Norge (NOK)	Sverige (SEK)	USA (USD)
2000	1112473	1128392,478	2727456	12428,4
2001	1272162	1160278,904	2983632	12847,3
2002	1238684	1169710,487	3128436	13162,2
2003	1235518	1209042,934	3129471	13176,7
2004	1319393	1411180,638	3117421	14019
2005	1507153	1535496,349	3449022	15362,3
2006	1848494	1769354,586	3910805	16585,1
2007	1873093	2084291,742	4637892	18264,9
2008	2072204	2483202,672	5497438	19019,6
2009	1953326	2303243,695	5385945	18593,8
2010	2008684	2469161,391	5382702	18877,8
2011	1927625	2540600,453	5524142	19266,6

Obligationer ud af liabilities uden stocks

	Danmark	Norge	Sverige	USA
2000	6,99%	18,91%	9,10%	19,12%
2001	6,97%	17,40%	9,19%	21,19%
2002	8,70%	17,99%	10,40%	21,72%
2003	8,62%	17,04%	12,47%	22,88%
2004	10,49%	13,68%	11,48%	22,13%
2005	9,09%	13,42%	10,86%	20,54%
2006	7,21%	13,11%	8,67%	20,29%
2007	5,89%	12,19%	9,16%	20,12%
2008	4,61%	10,29%	10,62%	20,41%
2009	6,14%	13,21%	10,50%	22,96%
2010	6,28%	12,87%	9,89%	24,85%
2011	7,00%	12,57%	10,34%	26,35%