

Januar 2013



Rapport #02

FINANSIERINGEN AF VÆKST I DANSKE VIRKSOMHEDER

Rapport udarbejdet af Copenhagen Economics for Axcelfuture

Indholdsfortegnelse

1	Finansieringen af vækst i danske virksomheder	3
1.1	Rentevilkår og kreditadgang under krisen	4
1.2	Bankernes rolle: svag indtjening og øgede kapitalkrav	6
1.3	Virksomhedernes låntagning og finansielle position	7
1.4	Kapitaltilvækst: bud på nogle løsninger	9
	Litteraturliste	18

Sammenfatning

Finansieringen af vækst i danske virksomheder

Det lave investeringsniveau er i den økonomiske debat koblet sammen med bankernes mere tilbageholdende kreditpolitik. Analysen i dette studie fremhæver behovet for en bredere debat om, hvordan man kan fremme adgangen til risikovillig kapital til dansk erhvervsliv.

Hovedkonklusioner om adgang til kredit og lånevilkår under krisen:

- Renten på banklån er historisk lav, og det gælder særligt for lån over 7,5 mio. kr, som udgør over 80% af de samlede udlån. For de mindre virksomheder er renten ikke faldet nær så meget.
- Det er primært mindre virksomheder, ikke mindst inden for landbrug og serviceerhverv, som oplever problemer med kreditadgang.
- Bankernes kapitaldækning er normaliseret, og de fem største banker, der dækker 85% af samtlige udlån, har solid overdækning. Samtidig er bankernes indtjening på vej op og udviser pæne resultater ved stresstests.
- Der er et problem i en række mindre banker, som fortsat har store tab og negativ indtjening.
- Virksomhederne under ét har under krisen øget deres indskud i bankerne og har i stigende grad kunnet hente finansiering uden for banksystemet, herunder ved egen udstedelse af obligationer samt gennem realkreditsystemet. Det tyder på, at mangel på adgang til kredit ikke generelt er et problem. Det er derimod manglen på gode investeringsprojekter, der er problemet.

Fremadrettede overvejelser om finansiering af virksomhedernes vækst

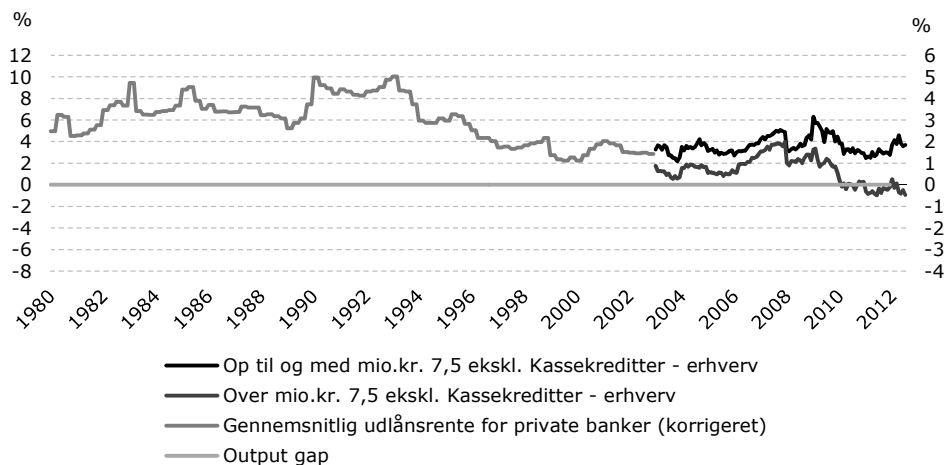
- Skabelse af job og investeringer i de kommende år kræver først og fremmest, at det er profitabelt at investere. Det kræver, at Danmark fortsætter linjen med lavere lønstigninger end i konkurrerende lande, og at vækstvilkår på anden vis fremmes.
- Men der er også behov for mere strukturelt at se på adgangen til risikovillig kapital med fokus på tre områder:
 - Styrkelse af kapitalgrundlag i banksystemet med fortsat sanering i de svageste banker.
 - Kritisk fokus på de barrierer, der reducerer pensionssekskabers muligheder for at indskyde risikovillig kapital i mindre/mellemstore virksomheder (typisk unoterede aktieselskaber).
 - Skattemæssige tiltag, der kan øge mindre virksomheders egenkapital og iværksætteres vækstvilkår: Det nuværende skattesystem favoriserer entydigt opsparing og investeringer via pensionsordninger, medens investeringer i virksomheder direkte af husholdninger er exceptionelt højt beskattet set i internationalt lys.

Dette notat gennemgår argumenterne for og imod sådanne tiltag med det underliggende sigte at understøtte virksomhedernes mulighed for at investere i gode projekter i de kommende år.

1.1 Rentevilkår og kreditadgang under krisen

I modsætning til de sidste tilbageslag i konjunkturerne over de sidste par årtier har virksomhedernes lånerente efter inflation været kraftigt faldende siden krisens start i 2008. For lån over 7,5 mio. kr. er lånerenten faldet fra 3% til et reelt minus i 2012. Det er et udtryk for det meget kraftige fald, der har været i de pengepolitiske bestemte renter i ECB og Nationalbanken, som har reduceret renten til et rundt nul på korte, risikofrie lån. For mindre virksomheder har faldet været lavere, men dog omkring 1 procentpoint, jf. Figur 1. Det står i modsætning til situationen i slutningen af 1980'erne og starten af 1990'erne, hvor høje tyske renter og usikkerhed om den danske kronkurs i sammenhæng med faldende dansk inflation forøgede virksomhedernes låneomkostninger i en situation med voksende ledig kapacitet i økonomien, altså et voksende negativt output-gap.

Figur 1 Rente efter inflation på større og mindre erhvervslån 1980-2012

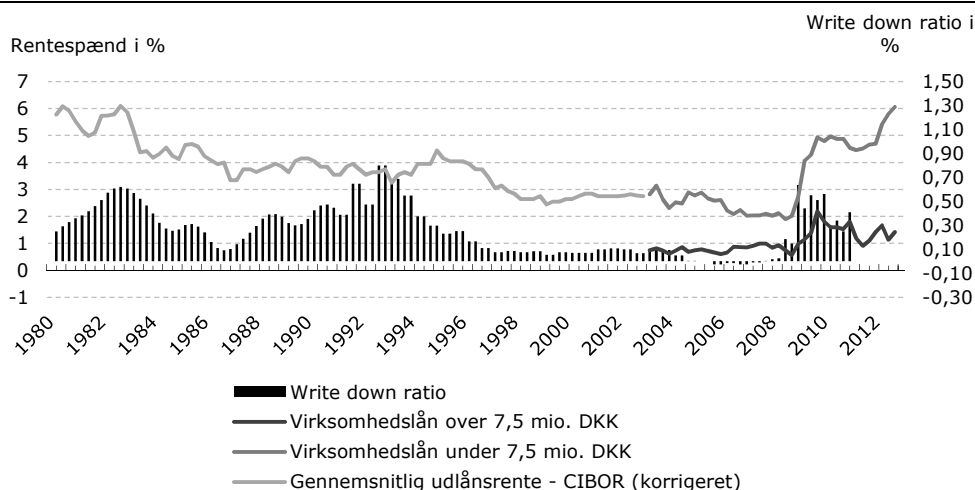


Note: Output-gap er målt på den højre akse, hvorimod alle andre serier aflæses på venstreaksen.

Kilde: Nationalbanken og Danmarks Statistik.

Der er imidlertid også den klare lighed med tidligere økonomiske og finansielle kriser, at banksektoren har øget rentemarginalen siden krisen, dvs. forskellen mellem deres indlåns- og udlånsrenter. I hver eneste krise med store tab i banksektoren – som i starten af 1980'erne, i starten af 1990'erne og i denne krise – har betydelige nedskrivninger af egenkapital fra tab sammen med mere forsigtige risikovurderinger ført til, at bankerne har øget deres rentemarginal ved udlån til virksomheder, jf. Figur 2.

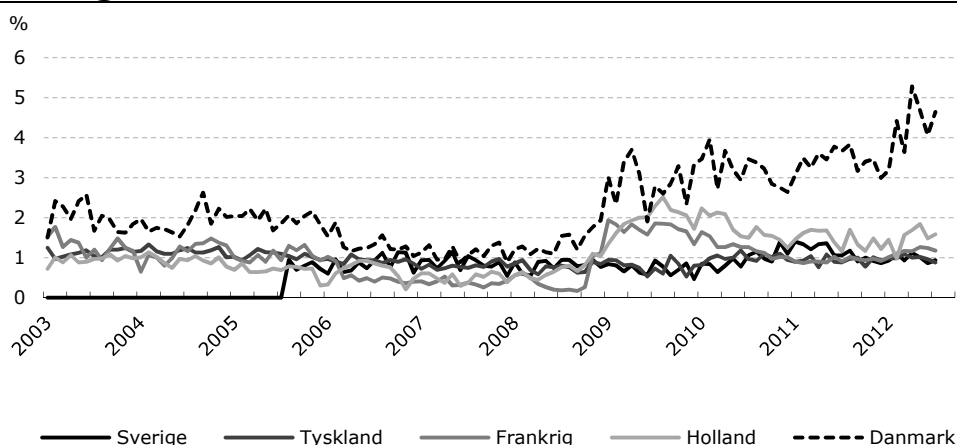
Figur 2 Rentespænd mellem virksomhedslån og CIBOR samt write down ratios



Kilde: DNRNPI og DNRENTM fra Nationalbanken.

Det er særligt udtalt for mindre udlån på under 7,5 mio. kr. om året, mens rentemarginalen for større virksomhedsudlån har været ret konstant og derved har sikret, at reduktionen i de korte pengepolitiske renter er slået stort set fuldt igennem for større udlån.

Det kraftige forøgede rentespænd mellem lån til store og små virksomheder har været særligt udtalt i Danmark jf. figur 3. Forskellen afspejler formentligt også at realkreditfinansiering fylder meget i den samlede danske kreditformidling. Det betyder at danske banker i højere grad end banker i andre lande låner til virksomheder uden sikker pant i fast ejendom. Når de mindre virksomheders soliditet er under pres på grund af den økonomiske krise jævner også afsnit 1.3 nedenfor, så bliver danske banker i højere grad nød til at hæve risikodækningen på deres udlån. Det svarer til en øget rentemarginal.

Figur 3 Rentespændet mellem store og små virksomhedslån i forskellige lande

Note: Rentespændet er opgjort som differencen mellem lån, der samlet overstiger 1 mio. euro, og lån under 1 mio. euro.

Kilde: ECB

Set i et samlet perspektiv for investeringer skal det understreges, at volumen for udlån over 7,5 mio. kr. er 5 gange større end for mindre lån.

1.2 Bankernes rolle: svag indtjening og øgede kapitalkrav

Stigningen i rentemarginal for mindre virksomheder må nok ses i sammenhæng med, at risikovurderinger før krisen var for lemfældige for denne gruppe, og det er den gruppe, som pengeinstitutterne har haft de største tab på. Tabene har særligt været koncentreret om landbrug og fast ejendom. Det gælder særligt for de mindste og de mellemstore banker, som står for ca. 15% af alle udlån¹. Modsat har tab på lån til industri været stort set på et uændret niveau på +/- 1% af udestående lån og garantier siden 1992². Mens de fem største banker med 85% af alle udlån (gruppe 1) i 2011 realiserede lidt færre tab end i 2010, voksede tabene igen for de mellemstore banker (gruppe 2) og var også langt større som andel af udlån (gruppe 1's tab på erhverv var 1,1% af garantier og udlån, mens den var 2,7% for gruppe 2).³

Samtidig skal banksektoren leve op til højere kapitalkrav, hvilket kræver kapitaludvidelser, høj indtjening og/eller reduktion af balancer. For de største banker har svaret overvejende været kapitaludvidelser og lav, men dog svagt forbedret, indtjening. De har således fået en pæn overdækning i forhold til kapitalkrav og vil kunne klare ganske hårde stress-tests uden at skulle udvide kapitalgrundlaget gennem aktieemissioner mv. For mindre og mellemstore banker bragte kapitaludvidelser netto ingen bidrag, mens tab på udlån førte

¹ Kilder til dette afsnit er Nationalbankens beretning *Finansiel stabilitet 2012*, refereret til som Nationalbanken (2012).

² Nationalbanken (2012), side 111.

³ Nationalbanken (2012), side 27.

til en svækket samlet overdækning i forhold til kapitalkrav.⁴ Presset på de mellemstore og mindre banker, som har en større relativ portefølje af de mindre lån til erhverv, er givet en medvirkende faktor til de stigende rentemarginaler for denne gruppe af virksomheder.

1.3 Virksomhedernes låntagning og finansielle position

Den samlede kreditudvikling i Danmark er dog ikke gået i stå under krisen. Således har realkreditinstitutionerne fortsat øget deres udlån gennem hele krisen trods den svage vækst med udestående kreditter 25% højere i starten af 2012 end i 2007, før krisen startede. Den samlede kreditgivning i Danmark fra danske institutioner er således vokset godt 15% over samme periode trods stort set flad långivning fra bankerne.⁵ Samtidig har der været en vækst i virksomhedsobligationer fra et udestående på knap 80 mia. kr. i 2007 til 175 mia. kr. ved udgangen af 1. kvartal 2012. Det er særligt de store virksomheder, som har kunnet opnå bedre lånebetingelser ved at gå uden om bankerne via direkte udstedelse.⁶

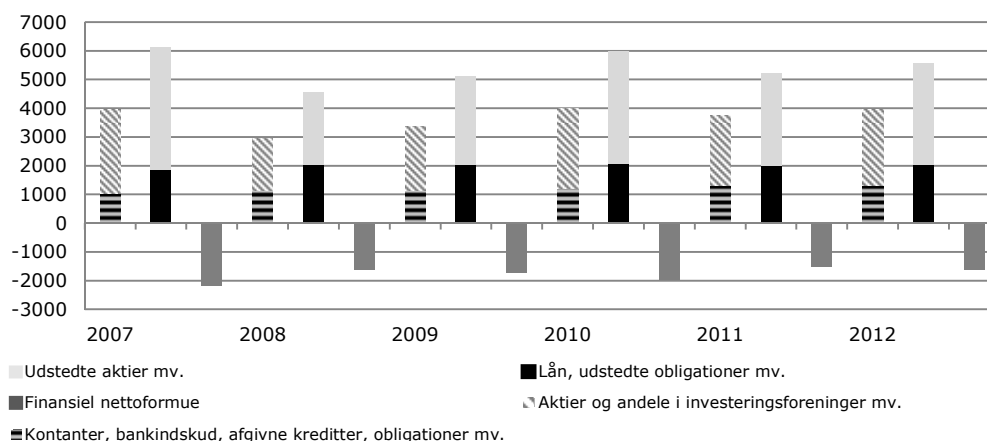
Hen over krisen har ikke-finansielle virksomheder overordnet øget deres samlede låntagning og deres beholdning af likvide finansielle aktiver samt reduceret deres nettogæld. Mens summen af indeståender i banker og beholdninger af obligationer ved udgangen af 2007 udgjorde omkring 1.000 mia. kr., var den ved udgangen af 1. kvartal 2012 vokset til 1.300 mia. kr., jf. Figur 4. Deres låntagning via banksystemet og obligationsmarkedet voksede i samme periode fra lige under 1.900 mia. kr. til lige over 2.000 mia. kr.

⁴ Nationalbanken (2012).

⁵ Nationalbanken (2012a), side 22.

⁶ Nationalbanken (2012b), annekset, tabel 15 "Virksomhedernes finansielle aktiver og passiver".

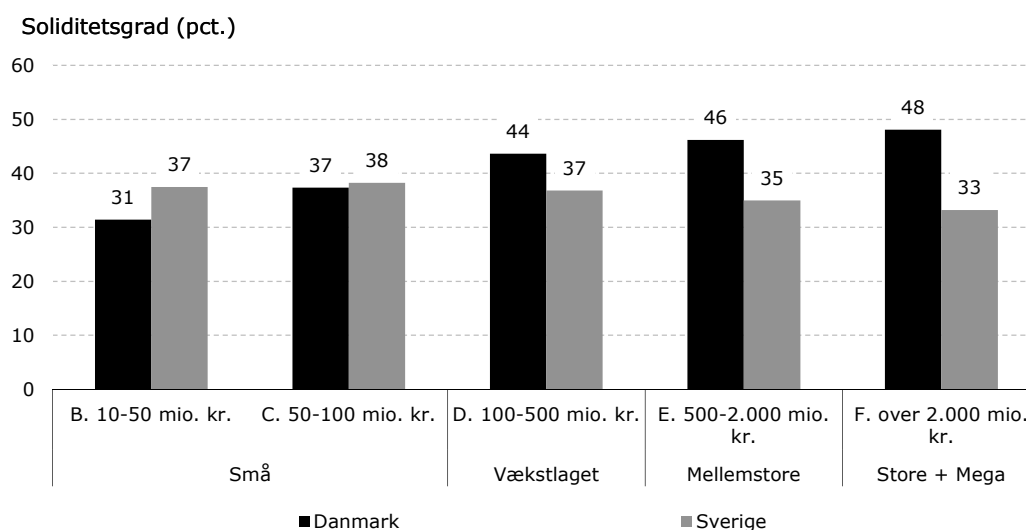
Figur 4 Virksomhedernes finansielle position



Kilde: Nationalbanken, *Kvartalsoversigt 2012, 3. kvartal.*

Fortolkningen af disse tal er forholdsvis simpel. Tilbageslaget i dansk og international økonomi i sammenhæng med en betydelig forringelse i konkurrenceevnen betød, at virksomhederne i denne periode reducerede deres investeringer betydeligt. Det gav mindre pres på likviditeten i virksomhederne samtidig med, at den samlede låntagning blev fastholdt på et højt og svagt stigende niveau. Det gav mulighed for både at øge indskud i banker og nedbringe deres nettogæld trods reducerede indtægter fra aktieemissioner.

Figur 5 Finansiell soliditet i danske og svenske industrivirksomheder



Source: Danmark og Sveriges statistik

Denne fortolkning hænger også sammen med fordeling af soliditet i danske industrivirksomheder på tværs af størrelser. De større danske virksomheder har en soliditetsgrad – egenkapital i forhold til størrelsen af samlede aktiver – på knap 50 procent og på et højere niveau end tilsvarende virksomheder i Sverige jf. figur 5. Modsat har de mindre danske virksomheder betydeligt mindre soliditet end tilsvarende mindre virksomheder i Sverige. Så de store og større virksomheder er solide og har endda overskudslikviditet og kan vælge, hvor de vil låne og placere deres midler. De mindre virksomheder er pressede og må acceptere ringere lånevilkår fordi de er mere usikre at låne ud til. Det bidrager således også til det øgede rentespænd for udlån til store og mellemstore virksomheder i forhold til de helt små lån på under 7,5 mio.kr. som beskrevet ovenfor.

Et (eventuelt) finansieringsproblem, som følge af en presset banksektor, må derfor koncentrere sig om de mindre virksomheder. Kredit til mindre virksomheder er blevet præget af en mere forsigtig udlånspolitik fra banksektoren, som har manifesteret i en større rentemarginal. Det er modsat også rimeligt klart, at udlån til mindre virksomheder er mere risikabelt og koster bankerne mere pr. udlånt krone i form af upfront-risikovurdering, løbende monitorering af det efterfølgende engagement samt risikovægtet krav til kapitalreserver. De store tab fra 2008 til 2011 har været en klar ex post-erkendelse af, at tidligere långivning har været baseret på for optimistiske antagelser om fremtidig prisudvikling for de belånte aktiver og indtjening fra de konkrete projekter.

Konklusionen er således at:

- På makroniveau handler krisen om mangel på gode projekter ikke mangel på kreditmuligheder
- Strammere kreditvilkår for mindre virksomheder:
 - Er en reaktion på for lempelig kreditgivning før krisen
 - Hænger sammen med svag soliditet i mindre banker og små virksomheder
 - Må strukturelt set løses ved tilførsel af egenkapital til begge så de respektivt kan låne ud og blive mere kreditværdige

1.4 Kapitaltilvækst: bud på nogle løsninger

Det er således klart, at et (eventuelt) finansieringsproblem, som følge af en presset banksektor, må koncentrere sig om de mindre og mellemstore virksomheder. Kredit til mindre virksomheder er blevet præget af en mere forsigtig udlånspolitik fra banksektoren, som har manifesteret sig i en større rentemarginal. Det er modsat også rimeligt klart, at udlån til mindre virksomheder er mere risikabelt og koster bankerne mere pr. udlånt krone i form af upfront-risikovurdering, løbende monitorering af det efterfølgende engagement samt risikovægtet krav til kapitalreserver. De store tab fra 2008 til 2011 har været en klar ex post-erkendelse af, at tidligere långivning har været baseret på for optimistiske antagelser om fremtidig prisudvikling for de belånte aktiver og indtjening fra de konkrete projekter.

Spørgsmålet er så, om og i givet fald hvilke instrumenter man skal bringe i spil for at forbedre adgangen til finansiering for de mindre og mellemstore virksomheder. Vi vil groft opdele dem i tre typer:

- Offentlige tilskud mv., der gennem afdækning af risiko kan reducere risikopræmier og bidrage til øget kapitaltilførsel.
- Øget fokus på bedre regulering og håndtering af bankkrisen med det sigte at reducere unødige barrierer for markedsbaseret kapitalformidling.
- Skattemæssige tiltag, der kan øge mindre virksomheders egenkapital og iværksætteres vækstvilkår.

Vi vil kort gennemgå nogle mulige modeller samt fordele og ulemper herved.

Offentlige tilskud og virksomhedsobligationer

Regeringen har vedtaget en kreditpakke⁷, som skal styrke adgangen til kapital ved at tilføre en række offentligt ejede kapitalformidlere midler og nye opgaver, se Boks 1. Alle de tre forslag nævnt i boksen har som fællestræk enten at yde lån eller yde garantier for lån, som virksomheder optager i pengeinstitutter. Lånestørrelserne er meget små: op til 2 mio. kr. for Vækstfondens vedkommende, mens der er tale om lidt større beløb på op til 15-20 mio. kr. for Eksport Kredit Fonden (EKF). Pakken skulle have et kreditpotentiale på op til 12 mia. kr.

Snarere end at gennemgå de enkelte konkrete forslags meritter vil vi mere generelt fokusere på, hvad sådanne forslag kan og ikke kan løse, og de udfordringer, som disse tiltag står over for. For at have effekt skal de altså bidrage til, at pengeinstitutterne lempes på kreditvurderingen i forhold til de projekter, som de ellers ville have afvist som værende for risikable i forhold til den rente, de kunne få ved udlån. Både Vækstfonden og EKF har en mangeårig erfaring i individuelle kreditvurderinger, sidstnævnte særligt for eksportkreditfinansiering, men vil næppe kunne siges at have en større indsigt i de enkelte virksomheders forretningsmuligheder end deres egen bank.

Der er ingen tvivl om, at disse forslag kan øge kreditten til små og mellemstore virksomheder i et begrænset omfang. Spørgsmålet er, om det er en god ide, og om det egentlig løser de underliggende problemer.

Forudsætningen for, at det er en god ide, hviler først og fremmest på den antagelse, at der er en række gode og sunde projekter i solide virksomheder, som ikke kan finde finansiering, fordi bankerne afviser projekter, som ellers vil give bankerne en god indtjening justeret for rimelig risikovurdering. Det er der, som argumenteret ovenfor, ikke stærkt belæg for: Rentemarginaler for mindre lån er gået op, men det kan nok ligeså meget skyldes mere korrekte som opskruede risikovurderinger.

Det andet spørgsmål er, om disse forslag i betydelig grad løser egentlige underliggende problemer i finanssektoren. Spørgsmålet har to dimensioner:

- Hvis nogle banker fortsat i 2012, 2013 og 2014 afholder sig fra at finansiere projekter, som ellers giver banken en fornuftig indtjening i forhold til risiko, er det

⁷ Erhvervs- og Vækstministeriet (2012), Aftale om kreditpakke,.

fordi, de pågældende banker fortsat har et for svagt kapitalgrundlag. I sin sidste rapport om finansiel stabilitet har Nationalbanken peget på, at en række, særligt mindre, banker kan få problemer med at opfylde de højere kapitalkrav i de kommende år i fravær af udvidelse af aktiekapital⁸. Det er vigtigt, at den generelle opfølgning fra regulatorer sikrer, at der kommer dette pres på kapitaludvidelser, som bidrager til, at banker ikke afviser gode projekter, fordi man herved kommer for tæt på stresstestgrænser mv.

- Den grundlæggende udfordring for de mindre virksomheder er at få den nødvendige egenkapital, dvs. den soliditet, som kan give adgang til fremmedkapitalfinansiering. Det løser tilskud til låneoptagelse ikke. Det gør tilførsel af egenkapital i sammenhæng med bedre indtjening. Det sidste er fællesproblemet for såvel store som mindre virksomheder.

Vurderingen er således, at de offentlige tiltag, som forventes, reelt må siges at skulle løse et soliditetsproblem i dele af banksektoren, primært i de mindre pengeinstitutter, som nok mere effektivt kan adresseres via kapitaludvidelser.

Boks 1 Kreditpakkens tre elementer

Vækstfondens statsgaranterede låneramme øges fra 0,5 mia. kr. til 6 mia. kr. Det betyder, at Vækstfonden nu har mulighed for at yde lån på over 2 mio. kr. til solide små og mellemstore virksomheder. Maksimal udnyttelse af ramme forudsætter en til en medfinansiering fra banker mv. svarende til en samlet maksimal effekt på 11 mia. kr. Rammen skal bruges til såkaldte efterstillede lån, dvs. at banker mv. har fortrinsret, såfremt lånet misligholdes.

Vækstfonden skal fremover også kunne yde såkaldte vækstkautioner for lån op til 2 mio. kr., hvor Vækstfonden yder en garanti på 75% af lånebeløbet til et pengeinstitut. Rammen kan udgøre op til 420 mio. kr. og skal finansieres inden for den øgede ramme på 6 mia. kr. ovenfor.

Eksport Kredit Fonden kan i en treårig periode yde garanti på op til 80% af lånebeløb i pengeinstitutter til investeringer i eksportproduktionsanlæg i Danmark. Det forventes, at de enkelte garantier vil være på 15-20 mio. kr., og at det samlede garantibeløb kan udgøre op mod 1 mia. kr. og det bagvedliggende lån derfor 1,2 mia. kr.

Kilde: Erhvervs- og Vækstministeriet (2012), Aftale om kreditpakke.

Adgangen til mere risikovillig kapital har også været motivationen bag promoveringen af brugen af erhvervsobligationer for mindre og mellemstore virksomheder. Erhvervsobligationer for større virksomheder har været brugt i årevis, særligt i lande som USA, hvor banksektoren har en mindre rolle i den mere langsigtede kapitalformidling, end det er tilfældet i en række europæiske lande. Der har imidlertid været en betydelig vækst også i danske emissioner, særligt fra de store danske virksomheder med solidt kapitalgrundlag.

⁸ Nationalbanken (2012), kapitel 5, *Stresstestning af pengeinstitutters kapitalforhold*.

Introduktion af erhvervsobligationer til mindre virksomheder vil være en betydelig udfordring. Den typiske udsteder af en erhvervsobligation er en større virksomhed, som løbende kredittvurderes af anerkendte ratingbureauer, hvilket kan danne baggrund for prisdannelsen for sådanne lån. En sådan obligation vil ofte indeholde forskellige former for kreditbeskyttelse ("covenants"), såsom at renten på obligationen stiger, såfremt ratingen ryger ned til en lavere klasse. Låntager kan også være forhindret i at optage nye lån, herunder i særdeleshed at udvande værdien af sikkerhed. Sådanne ratings samt arbejdet med at designe kreditorbeskyttelse kan blive prohibitivt dyrt for mindre virksomheder. Selve omkostningerne til rating er langt større for et mindre selskab pr. lånt krone end for en stor virksomhed, og der vil ofte ikke være nogen lang eller stabil kredithistorie at basere ratingen på.⁹

Erfaringer fra andre lande tyder på, at tærskelværdien kunne ligge på emissioner på omtrent 100 mio. kr. I Norge har introduktionen af såkaldte TMF-obligationer – dvs. obligationer med forrang i kreditpositionen – været bedømt som en succes. Tillidsmandsgruppen – et samarbejde mellem en række aktører i finanssektoren – har stået bag et system, hvor man har introduceret et blødt ratingsystem, som kan danne udgangspunkt for obligationsprospekter. Udstedere er helt overvejende aktører i finanssektoren samt offshore-industrien. Minimumsgrænsen for udstedelser er på omtrent 100 mio. kr.¹⁰

Tyskland er på europæisk plan blevet fremhævet for innovation inden for dedikerede børser med speciale i SMV-obligationer. Også her er minimumsgrænsen for emissioner typisk på omtrent 100 mio. kr. Tyngden i udstedelser er dog på emissioner over, hvad der svarer til 175 mio. kr. (både i antal og særligt i kapitalisering). Løbetiden på obligationerne er typisk 5-6 år og renten 5-7%. Der foreligger ikke et egentligt børsprospekt, men emissionen skal være sponseret af specialister, der forpligter sig til at følge virksomheden løbende. Endelig kan det noteres, at Storbritannien har et meget betydeligt marked for "private placements", dvs. lånepapirer med fast rente udstedt direkte til køb af institutionelle investorer. Minimum for udstedelser er lige under 200 mio. kr.¹¹ Sverige har også et betydeligt erhvervsobligationsmarked med et udestående på omtrent 500 mia. kr. og med en minimumsudstedelse på omtrent 200-450 mio. kr., altså noget højere end Tyskland og Norge.¹²

⁹ Se f.eks. Ashcroft (2012).

¹⁰ Oplysninger er baseret på interview med Tillidsmandsgruppen.

¹¹ BIS (2012), side 22.

¹² Barr (2011), side 5.

Tabel 1 SMV-obligationer udstedt i Tyskland 2010-2012 på designerede børser

Størrelse af obligation (mio. kr.)	Antal udstedelser	Markedsandel i %
90-175	16	11,7
175-375	21	33,0
375-100	8	23,7
Over 100	5	31,5
I alt	50	100

Kilde: *Are SME's destroying value by not tapping the corporate bond market?*, Market Insight, 18 April 2012, Bishopsfield Capital Partners.

Den fremadrettede danske indsats i forhold til erhvervsobligationer kunne derfor defineres inden for to rammer. For det første muligheden for at arbejde med den norske model for virksomhedsobligationer for udstedelser på over 100 mio. kr., men betydeligt under det niveau, som store virksomheder anvender. Rapporten om erhvervsobligationer påpeger en række juridiske barrierer for etableringen heraf, som nærmere må afklares. Regeringen har med aftalen om kreditpakken tilkendegivet, at et sådant lovforberedende arbejde skal igangsættes.

For det andet virksomhedsobligationer rettet mod virksomheder med et lånebehov på betydeligt under 100 mio. kr. Reelt må virksomhedsobligationer for udstedelser væsentligt under 100 mio. kr. derfor konstrueres anderledes end for vanlige virksomhedsobligationer på grund af de høje faste omkostninger ved udstedelse. I Storbritannien – og nu også i Danmark – overvejes modeller, hvor pengeinstitutter indgår i et samarbejde med langsigtede investorer i en kombimodel, hvor man udsteder ”kollektive” erhvervsobligationer, som det kendes fra realkreditinstitutioner¹³. Det vil sige, at forskellige låntagere grupperes sammen i en fælles udstedelse, således at risiko for tab spredes over en række engagementer. Pengeinstitutterne har kendskabet til den konkrete virksomhed samt erfaring med kreditvurdering. De samler så en række udlån sammen med (rimeligt) veldefinerede risici, som kan forklares og videresælges som produkt til f.eks. en pensionskasse.

Pointen i denne model i forhold til traditionel bankfinansiering til mindre virksomheder vil være, at banken så ikke har lånet på sine egne balancer. Hvis køber er mindre risikoavers end sælger, kan flere lån formidles til en lavere rente. I praksis skal pengeinstituttet bevare tilstrækkelig eksponering (”skin in the game”) til at sikre en solid kreditvurdering. Ellers kan pengeinstituttet forledes til at fokusere for meget på indtægter fra kreditvurdering og sammenkobling af lån i forhold til udvælgelse af reelt kreditværdige låntagere. I nogle af de modeller, som fremhæves i den danske rapport om erhvervsobligationer, vil banken skulle tage tab først, mens de øvrige investorer først får tab, når banken har tabt sin andel af lånet¹⁴. I en sådan model kan den reelle aflastning af kapitalkrav via videre salg af lånet blive stærk begrænset¹⁵.

¹³ UK department for Business, Innovation and Skills in short BIS (2012), *Boosting Finance Options for Business*.

¹⁴ Se beskrivelsen af True Sale-*sekuritisering* på side 19. Her forudsættes, at et lån indeles i tre risikoklasser, hvor bankerne overtager risikoen på ”1st loss tranche”. Det er en model, som har været velkendt ikke mindst fra det såkaldte CDO-marked i USA for finansieringen af huslån.

¹⁵ Simpelt eksempel. En bank har 20 lån af hver 100 kr. og forventer, at et af disse lån går galt, således at kun 25 kr. kan hentes hjem. Herved tabes 25 kr. af en låneportefølje på 2.000 kr. eller godt 1%. Man kunne også forestille sig, at banken frasolgte 75% af denne portefølje, således at kun 500 kr. stod tilbage på balancen. Så går det ene lån fortsat galt, og der kommer fortsat kun 75

Det må nærmere overvejes, hvad den gode idé fra en sådan kombimodel reelt består af. Som forklaret ovenfor skal den grundlæggende kreditvurdering fortsat foretages af låntagers traditionelle lånekilde, nemlig pengeinstituttet. Dette pengeinstitut har i forvejen som forretningsmodel at kunne udjævne risici ved mange engagementer og dermed muliggøre långivning, der nogle gange giver tab. Alt, hvad denne kombimodel gør, er at flytte risikoen (delvist) væk fra bankernes balance, stærkt afhængig af den risikodelingsmodel, der vælges, jf. ovenfor. Det giver primært mening, såfremt bankens kapitaldækning er for lav i forhold til de projekter, som banken naturligt kan vurdere og formidle lån til. I oplægget om erhvervsobligationer understreges netop som baggrund for diskussionen om erhvervsobligationer, at pengeinstitutter har et funding problem¹⁶.

Så er vi tilbage ved spørgsmålet om pengeinstitutternes kapitalgrundlag i de kommende år med fokus på at fremme primært de mindre bankers kapitaludvidelser. Hvad er set fra et risikostyringssynspunkt den reelle fordel ved, at en bank "bortsælger" et segment af sine forretningsrisici, nemlig tab på mindre virksomheder, frem for ganske enkelt selv at optage et virksomhedslån baseret på indtjening af hele sin udlånsportefølje eller at foretage en aktieemission?

Vores vurdering er, at en sådan kombimodel alene giver mening under to forudsætninger:

- At bankerne fremadrettet vil være mere presset på kapitalkrav end de investorer, som skal købe obligationer, hvilket som udgangspunkt må være finansielle investorer. Det skyldes bl.a., at bankernes forståelse af risikoen på porteføljen må være større end eller mindst lige så god som købernes. Så et spørgsmål her er, om bankerne fremadrettet er mere presset af Basel III¹⁷ end pensionssekskaberne af Solvens II¹⁸.
- At der er et specifikt politisk ønske om at støtte et udlånssegment betydeligt under de 100 mio. kr., som er den foreløbige bundgrænse for virksomhedsobligationer. Det kan understøttes ved begunstigelser enten på købersiden eller udstedersiden målrettet dette segment.¹⁹

kr. tilbage. Bankens andel på 25% eller 25 kr. på engagementet går tabt, fordi den tager de første tab på hvert enkelt engagement. Der er dermed tabt 25 kr. på en portefølje på 500 kr. svarende til en tabsprocent på 5. I dette stærkt konstruerede eksempel er det reelle behov for kapitaldækning ikke reduceret. Pointen med eksemplet er alene at illustrere, at behovet for at sikre sig, at banken kun videreformidler sunde lån, vil tendere til at give modeller for risikodeling, der reducerer aflastning af pengeinstitutternes behov for kapitaldækning.

¹⁶ Erhvevs- og Vækstministeriet(2012), *Erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder*, side 7: "Adgangen til sekuritisering vil give pengeinstitutterne en ny mulighed for at fremskaffe likviditet og få reduceret kapitalbelastningen", og side 59: "Den nuværende udfordring set fra pengeinstitutsiden er, at adgangen til langsigtet finansiering er begrænset, og at nogle institutioner enten er likvididets- eller kapitalbegrænsede eller risikerer at blive ved indfasningen af nye likvididets- eller kapitalkrav."

¹⁷ Basel III er den populære betegnelse for det sæt af regler, som i regi af Bank of International Settlements, etableret i Basel, fastsætter kapital- og likviditetskrav for banker.

¹⁸ Solvency II er den populære betegnelse for det sæt af regler, som bliver udarbejdet i EU-regi for forsikringssekskabers kapitaldækning af deres forsikringer, ikke mindst pensionsordninger.

¹⁹ Ashcroft (2012) og BIS (2012) foreslår i britisk sammenhæng, at skattebegunstigede opsparingsordninger for husholdninger kan placere midler i sådanne SMV-obligationer. I dansk sammenhæng har Dansk Industri markeret, at de ikke vurderer, at et SMV-program for virksomhedsobligationer kan fungere uden offentlige tilskud.

Risikovillig kapital fra pensionssektoren og andre finansielle investorer

Under denne overskrift foreslås det at der gennemføres initiativer med tre pejlemærker nemlig at de:

- Aktiverer de meget betydelige og voksende formuer i pensionssektoren i forhold til investeringer i mindre virksomheder.
- Fremmer banksektorens muligheder for at understøtte denne proces via sin stilling som mindre virksomheders ofte eneste finansielle rådgiver og med indsigt i virksomhedens kredithistorie og ledelsesmæssige kompetencer.
- Fokuserer på tiltag, der styrker den risikovillige kapital generelt og ikke fokuserer ensidigt på bestemte typer af instrumenter, f.eks. virksomhedsobligationer på bekostning af equity-investeringer mv.

Hovedparten af den danske private finansielle opsparing er placeret i pensionssektoren, som dermed er en potentiel hovedkilde til risikovillig kapital til danske mindre vækstvirksomheder.

Sektorens mulighed for at investere i mindre og mellemstore virksomheder er påvirket af to faktorer, der trækker i hver sin retning: *Solvens II-reglerne*, der endnu ikke er endeligt vedtaget, indebærer, at kapitaldækningskravet for unoterede aktier er højere end for noterede aktier. Solvens II lægger op til, at der skal være kapitaldækning for 39% af værdien af noterede aktier, hvorimod dette krav øges til 49% af værdien af unoterede aktier. Denne asymmetri mindsker alt andet lige pensions- og forsikringssektorens interesse i at investere i unoterede aktier. I modsat retning trækker det, at en række pensionssekskaber i stigende grad tilbyder produkter, hvor indskydere af pensionsmidler ikke er omfattet af nogen afkastgaranti (såkaldte rentegarantier) eller garantier på et meget lavt niveau. Det betyder, at disse sekskaber i de kommende år slet ikke eller kun i begrænset omfang vil have begrænsning i deres investeringspolitik, som er begrænset af de højere kapitaldækningskrav for unoterede aktier. Det tilsiger, at særligt de sidste institutter vil kunne udgøre en naturlig investor i unoterede aktier.

Mere generelt kan der være grund til at se på, om den regulering, som Danmark sammen med andre lande er i gang med at implementere som en udløber af finanskrisen, de facto "straffer" investeringer i SMV i højere grad, end de reelle underliggende risikovurderinger tilsiger. Rammerne for dette eftersyn kunne være at:

- Afdække mulighedsrum for dansk implementering inden for rammerne af det kommende internationale regelværk.
- Vurdere, om Danmark bør overveje at påvirke udviklingen af dette rammesæt.

På den korte bane er den første vej den mest farbare på det operationelle plan, men har modsat måske også begrænset potentiale.

Et sådant eftersyn må fokusere på de elementer, som påvirker SMV-engagementer i særligt grad. Det er formentligt primært kravet om mark-to-market i sammenhæng med vanskeligheden lave en sådan bedømmelse for mindre engagementer i virksomheder, der ikke er undergivede nogen form for løbende kreditvurdering.²⁰ Hertil kommer nye ele-

²⁰ BIS (2012), side 23.

menter fra Basel III som øget risikovægt for de typer af finansiering, som er vigtige for SMV, samt Solvency II, som gør det vanskeligere for pensionsinstitutioner at investere i unoterede aktier og SMV-obligationer.²¹ Det kan f.eks. overvejes, om det relevante risikobegreb for en institutionel investor i forhold til de langsigtede pensionsopsparere er usikkerheden på hver enkelt af en lang række af meget små enkeltengagementer. Kunne man forestille sig mere makroagtige mark-to-market-vurderinger for investeringer under et vist niveau, såfremt det i øvrigt ikke overstiger en samlet andel af porteføljen under management? Det skal bl.a. ses i sammenhæng med, at tab på industriengagementer stort set ikke er øget under finanskrisen på banksiden.

I tilgift foreslås et eftersyn af regler der direkte eller indirekte reducerer adgang af fleksibel, risikovillig kapital til mindre virksomheder ikke mindst fra pensionsmidler. En række mulige eksempler er angivet i boks 2 nedenfor.

Boks 2 Mere fleksibel adgang til risikovillig kapital

Pensionsmidler:

- Den mulige ejerandel for ejeren (inkl. nærtstående) af rate- og kapitalpension er 25 pct. Det er en ganske lav andel i forhold til ønske om at bevare en vis sikker fremtidig minimumspension for opspareren.
- Løsninger
 - Forhøj grænse til 65 procent.
 - Tillad at lade op til 100 pct. af de samlede pensionsmidler over 4 mio. kr. indgå i ordningen

Hybride finansieringskilder:

- Selskabslovgivningen kender til instrumenter som konvertible obligationer, udbyttegivende gældsbreve og præferenceaktier. Lovgivningen på dette område har dog stået stille i snart 40 år, hvilket står i modstrid til udviklingen i en række andre lande.
 - Udover selskabslovgivningen er skattereglerne særdeles besværlige. Der er eksempler på, at hybride finansieringsformer er umulige at anvende, fordi investorer enten beskattes hårdere end ved brug af de traditionelle instrumenter eller ved, at det kapitalsøgende selskab ikke kan opnå det fradrag for lån, som man normalt kan.
 - Løsning:
 - Reform af skattelov/praksis samt selskabslovgivning
-

Skattemæssige tiltag til styrkelse af risikovillig kapital

I et internationalt perspektiv har Danmark dårlige skattemæssige vilkår i forhold til iværksætteres muligheder for at generere egenkapital fra egen indtjening i virksomheder efter skat, jf. den særlige analyse herom.²² Fra denne analyse alene fremhæves følgende hovedpunkter:

²¹ BIS (2012), side 36 refererer f.eks. til risikovægtning af trade finance.

²² Copenhagen Economics (2012), *Skat og virksomhedernes finansiering*.

- Selskabsskattesatsen vurderes nu at være i overkanten af niveauet i en række sammenlignelige lande i Nordeuropa, som konkurrerer om kapital og talent (Sverige, Storbritannien, Polen, Ungarn, Tjekkiet, Slovakiet), samtidig med at den danske skattebase er bredere.
- Beskatning af iværksætternes udlodninger i form af udbytte eller salg af virksomheden er i særdeleshed meget højere end i sammenlignelige lande, herunder andre nordiske lande og ikke mindst Sverige. I sammenhæng med et fortsat progressivt skattesystem svækker det tilskyndelsen til at drive egen virksomhed og kan også presse virksomhedens kapitalbase i forbindelse med videresalg.

Det kan derfor overvejes at styrke egenkapitalen i særligt de mindre og personligt ejede selskaber ved at se på skattemodellerne i Norge og Finland og ikke mindst Sverige. Det er lande med samme fokus på betydelig omfordeling og højt skattetryk, men som alligevel har kunnet indrette et skattesystem, der i højere grad understøtter iværksættere og SMV. En højere egenkapital vil samtidig kunne øge virksomhedernes muligheder for at vokse og hermed også få adgang til fremmedkapital fra en bred vifte af kilder.

Litteraturliste

- Ackordcentralen (2012), Nytt bolag ska blåsa liv i marknaden för företagsobligationer
- Allen, Franklin, Elena Carletti, Jun Qian, Patricio Valenzuela (2012), Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors, EUI working paper
- Ashcroft, John (2012), Credit Easing and the creation of SME bonds – a possible solution
- Barr (2012), Den svenske företagsobligationsmarknaden – en forstudie
- BIS (2012), Boosting Finance Options for Business
- Bishopfield Capital Partners (2012), Are SMEs destroying value by not tapping the corporate bond market?
- CBI (2012), Improving access to non-bank debt
- Cerqueiro, Geraldo, Steven Ongena, Kasper Roszbach (2012), Collateralization, Bank Loan Rates and Monitoring: Evidence from a Natural Experiment, Sveriges Riksbank
- Esther Perez Ruiz, Xavier Debrun, Thomas Harjes (2010), Euro Area Policies: Selected Issues, IMF
- Gunnarsdottir, Gudrun, Sofia Lindh (2011), Marknader för svenska icke-finansiella företags lånebaserade finansiering, Penning- och valutapolitik, 2011:2
- Nationalbanken (2012a), Rapport om Finansiell Stabilitet
- Nationalbanken (2012b), Kvartalsoversigt 2012, 3. kvartal
- Regeringen (2012), Aftale mellem regeringen (Socialdemokraterne, Radikale Venstre og Socialistisk Folkeparti), Venstre, Konservative og Dansk Fol-

keparti om styrket finansiering til små og mellemstore virksomheder (Kreditpakken)

Sveriges Riksbank (2012), Den svenska finansmarknaden

Udvalget om erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder (2012), Rapport fra Udvalget om erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder