



GRUNDNOTAT TIL
FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

1. juli 2013

Kommissionens grøn bog om den langsigtede finansiering af den europæiske økonomi (KOM(2013) 150/2)

1. Resumé

Kommissionen offentliggjorde den 25. marts 2013 grøn bog om langsigtet finansiering og igangsatte samtidig en høringsproces om grønbogen. Grønbogen skal ses som et led i Europa 2020 strategien om at skabe vækst i EU samt G20-dagsordenen om finansiering af langsigtede investeringer. I grønbogen foreslås en række initiativer til at fremme finansiering af langsigtede investeringer. Dette skal ifølge Kommissionen ikke mindst ses i lyset af erfaringerne fra den finansielle krise, der har medført regulering, som bl.a. påvirker bankernes mulighed for at udlåne med langsigtet tidshorizont og låntageres og institutionelle investorers risikovillighed. Initiativerne i grønbogen omfatter derfor bl.a. alternative finansieringsmåder samt støtte via skatteregler og særligt fokus på at skabe gode rammer for små og mellemstore virksomheder.

Grønbogen er sendt i offentlig høring med frist den 25. juni 2013.

Grønbogen har ikke i sig selv væsentlige statsfinansielle konsekvenser. Dette vil dog afhænge af, hvordan Kommissionen vælger at formulere eventuelle lovgivningsforslag som opfølgning på grønbogen og høringen heraf.

2. Baggrund

Kommissionen fremsatte den 25. juni 2013 forslag til grøn bog om langsigtet finansiering. Initiativerne i grønbogen har til formål at medvirke til at skabe vækst og beskæftigelse i EU. Grønbogen skal ses som et led i Europa 2020-strategien om at skabe vækst i EU. I den forbindelse har Det Europæiske Råd (DER) i juni 2012 vedtaget den såkaldte vækst- og beskæftigelsespagt (Compact for Growth and Jobs), der understreger behovet for at fokusere på innovation og investeringer. Kommissionen henviser desuden til, at G20 ligeledes har sat fokus på vigtigheden af finansiering af langsigtede investeringer.

For at kunne finansiere de langsigtede investeringer er der ifølge Kommissionen behov for langsigtet og forudsigelig finansiering, dvs. at det finansielle system kanalisere opsparing fra regeringer, virksomheder og

husholdninger effektivt til brugere via frie markedsmekanismer (banker, forsikringsselskaber, pensionsselskaber og adgang til kapitalmarkedet). Grønbogen fokuserer på denne proces, herunder på hvordan regeringerne politisk kan understøtte processen via fx skatteregler og samarbejde med udviklingsbanker.

I Danmark har Finanstilsynet i pensionssektoren observeret en stigende interesse for langsigtede investeringer som fx infrastrukturprojekter. På den baggrund har Finanstilsynet særskilt anmodet selskaberne om at redegøre for behandlingen af alternative investeringer¹. Investering i alternative aktiver vil i mange tilfælde være forbundet med et merafkast, idet der typisk opnås en præmie udover det "normale" afkast, fordi virksomhederne påtager sig illikviditeten i investeringerne, dvs. at virksomheden accepterer den manglede mulighed for at kunne disponere over/skille sig af med investeringen på kort sigt og i stedet opnår en gevinst i form af en præmie. Dermed opnås et merafkast sammenlignet med mere likvide investeringer. Finanstilsynet forventer, at bestyrelserne er aktive i forhold til retvisende værdiansættelse og risikopådragelse ved alternative investeringer.

Kommissionen stiller i alt 30 spørgsmål i grønningen, som de ønsker input til med henblik på fremtidige eventuelle initiativer. I den forbindelse beder Kommissionen endvidere om input til udarbejdelse af en definition af langsigtede investeringer.

3. Formål og indhold

Formålet med grønningen er at sætte fokus på initiativer, der kan fremme langsigtede investeringer. Dette skal ikke mindst ses i lyset af erfaringerne fra den finansielle krise, der ifølge Kommissionen har medført regulering, som bl.a. påvirker bankernes mulighed for at udlåne med langsigtet tidshorisont samt låntageres og institutionelle investorers risikovillighed. Kommissionen argumenterer derfor i grønningen for, at der vil være behov for alternative finansieringskilder til at supplere bankernes udlån. Kommissionen mener, at markederne for virksomhedsobligationer, aktier og sekuritisering² er underudviklede, samt at små og mellemstore virksomheder kan have svært ved at skaffe finansiering fra andre kilder end banker. Kommissionen forestiller sig, at initiativerne kan komme både i form af ny regulering og ved at fremme "best practises" i EU og nationalt.

¹ Jf. Finanstilsynets brev af 21. december 2012 til livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, som skærper fokus på alternative investeringer

² Sekuritisering er at pengeinstitutter kan udstede obligationer eller andre værdipapirer med sikkerhed i en nærmere angiven pulje af lån til små og mellemstore virksomheder. Sekuritisering baserer sig på, at pengeinstitutterne allerede har foretaget en kreditvurdering af den enkelte virksomhed og derfor med færre omkostninger kan pulje relevante lån i en obligationsudstedelse med en given risikoprofil.

De finansielle institutioners evne til at formidle langsigtet finansiering

Kommissionen spørger bl.a. til, om EU's historisk set betydelige afhængighed af at lade langsigtede investeringer blive formidlet via banksektoren er ved at blive - og bør blive - afløst af et mere diversificeret system, hvor der i højere grad er tale om direkte finansiering via kapitalmarkedet, dvs. finansiering gennem udstedelse af fx obligationer og aktier. Der spørges også til, om institutionelle investorer (fx pensionskasser og livsforsikringsselskaber) bør spille en større rolle som udbydere af langsigtet finansiering.

Ifølge Kommissionen er bankerne i lyset af krisen blevet mere opmærksomme på de risici, som den traditionelle bankfinansieringsstruktur er forbundet med, hvor langsigtede udlån finansieres med kortsigtede finansieringskilder. Denne fundingstruktur bevirker, at bankerne er eksponeret over for markedsuro, der i stressede perioder kan gøre det vanskeligt at få adgang til kortsigtet finansiering. Hvis finansieringsstrukturen således ikke kan tilpasses, må bankerne tilpasse løbetiden på de enkelte udlån, hvilket ifølge Kommissionen fremhæver, kan være til skade for samfundsøkonomien generelt. Dertil kommer, at bankerne generelt har et behov for tilpasning af risici på deres balancer. Dette har ifølge Kommissionen bevirket, at banksektoren i EU er blevet mere tilbageholdende med at give langsigtede udlån til særligt små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Desuden forstærkes tilpasningen i bankerne mod en mere stabil finansiering af de nye regulatoriske krav, der følger af de nye kapitalkrav, fx det kommende krav til stabil finansiering ("Net Stable Funding Ratio" - NSFR³) i kapitalkravdirektivet (CRD IV), der skal adressere risici ved den traditionelle finansieringsstruktur. Kommissionen understreger i grønbogen, at det af hensyn til samspillet mellem tilsynsmæssige reguleringskrav (som fx NSFR) og bankernes mulighed for at yde langsigtet finansiering netop er vigtigt at sikre, at sådanne krav er passende kalibreret og indfaset over tid. Kommissionen nævner desuden i grønbogen, at det er vigtigt at se på den samlede virkning af finansiell regulering på langsigtet finansiering.

Det er ifølge Kommissionen på den baggrund nødvendigt at se på alternative kilder til langsigtet finansiering, der kan supplere den traditionelle bankfinansiering. Alternative kilder til langsigtet finansiering er fx livsforsikringsselskaber og pensionskasser, som pga. de langvarige pensionsforpligtelser har en naturlig interesse i langsigtede investeringer. Som følge af den længere løbetid og generelt lavere likviditet, indebærer langsigtede investeringer ofte et højere forventet afkast ift. mere traditionelle, kortsigtede og likvide investeringer.

Grønbogen peger i den forbindelse på de kommende Solvens II-regler, der vil dække livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser i

³ NSFR indebærer et krav om, at bankernes aktiver (udlån mv.) skal være finansieret med tilstrækkeligt stabile kilder, som er robuste over for markedsuro.

Danmark, og Kommissionens planlagte forslag til revideret IORP (Institutions for Occupational Retirement Provision)-direktiv i løbet af 2013. Under de nuværende regler er kapitalkravet ikke risikobaseret, hvorfor der i stedet anvendes kvantitative investeringsgrænser til at håndtere risikopådragelsen i selskaberne. Med Solvens II foreslås risikobaserede kapitalkrav og afskaffelse af de kvantitative investeringsregler, herunder eventuelle begrænsninger relateret til visse typer investeringer. Det betyder fx, at aktivernes evne til at matche de forsikringsmæssige forpligtelser får betydning for selskabernes kapitalkrav. Investeringer med varighed, der matcher forpligtelserne, vil derfor alt andet lige mindske kapitalkravet.

Visse værdipapirer er særligt kendetegnet ved at kunne udstedes med lang varighed fx obligationer, som finansierer infrastrukturprojekter. I de seneste kompromisforslag til Solvens II er der ikke gjort særlige tiltag for særskilt at risikovurdere alternative investeringer i fx infrastruktur. Investeringer i alternative langsigtede aktiver vil således blive vurderet på linje med risikable aktieinvesteringer og virksomhedsobligationer.

Kommissionen har henvendt sig til den europæiske tilsynsmyndighed for forsikring og pension (European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA) med henblik på at gentænke risikovurderingen af disse særlige langsigtede investeringer. Der er på foranledning af henvendelse fra Kommissionen sat et arbejde i gang i EIOPA hvor risici for så vidt angår særlige langsigtede investeringer analyseres nærmere. Kommissionen har i sin henvendelse til EIOPA haft fokus på justeringer i form af lempelser af de ellers foreslåede kapitalkrav. Den umiddelbare holdning fra EIOPA er, at risikovurderingen af langsigtede investeringer fortsat skal overholde de sikkerhedsniveauer, som er fastlagt under Solvens II. Der er således ikke umiddelbart noget, der tyder på, at langsigtede investeringer har en lavere risiko end øvrige og mere kortsigtede investeringer, hvorved langsigtede investeringer vil skulle kapitalbelastes som øvrige investeringer. Kommissionen mener, at dette dermed ikke vil skabe et yderligere incitament til at holde denne type langsigtede investeringer, udover det som allerede nu driver branchen fx muligheden for at modtage langsigtede betalingsstrømme⁴.

De finansielle markeders evne til at udbyde langsigtede finansieringsinstrumenter

Kommissionen nævner også obligationsmarkedet for virksomheder som en langsigtet finansieringskilde, der kan styrkes, og nævner i den forbindelse ”covered bonds”⁵.

⁴ Da pensionsforpligtelser typisk indeholder betalinger over en lang periode vil det i mange tilfælde være attraktivt at investere i aktiver med tilsvarende betalingsstrømme for at afdække sine forpligtelser. Det har altid været et problem for pensionssektoren at finde aktiver med tilstrækkeligt lange betalingsstrømme i forhold til forpligtelserne.

⁵ Covered bonds dækker i dansk sammenhæng over særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer, realkreditobligationer og skibskreditobligationer

Covered bond-markedet i Europa har vist sig relativt robust under finanskrisen. Der er dog ifølge Kommissionen betydelige forskelle på både covered bond-reglerne og markederne i de forskellige medlemsstater. Forskellene betyder, at investorer er nødt til at analysere den enkelte covered bond-struktur, hvilket medfører yderligere transaktionsomkostninger og samlet er med til at reducere investorernes tillid til værdipapirerne.

Grønbogen lægger derfor op til, at det undersøges nærmere om, og i givet fald i hvilket omfang, der kan opnås større harmonisering på området, særligt i forhold til gennemsigtighed og åbenhed, så covered bonds i mere udstrakt grad kan anvendes som et langsigtet finansieringsværktøj til at understøtte af realøkonomien.

SMV'ers mulighed for adgang til langsigtet finansiering gennem banker mv.

Kommissionen er også inde på at lette adgangen til finansiering for SMV'er, da de historisk set har været meget afhængige af bankfinansiering. Der nævnes en række tiltag, som kan være med til at lette adgangen til finansiering, fx via venture kapital, udvikling af særlige markeder og netværk for SMV'er (herunder specifikke regnskabsregler for børsnoterede SMV'er og nye handelsplatforme) udvikling af sekuritiseringsinstrumenter til SMV'er samt udvikling af "ikke-traditionelle" finansieringskilder (fx leasing og internetbaserede finansieringskilder). Tiltagene har generelt til formål at udvide de nuværende finansieringsmuligheder for SMV'er og dermed gøre det nemmere at opnå finansiering til at realisere sunde projekter og vækstplaner.

Tværgående faktorer, der understøtter langsigtet opsparing og finansiering

En række tværgående emner, som fx regnskabsprincipper, corporate governance, beskatning og statsstøtte nævnes også som faktorer, der kan indvirke på udbuddet og efterspørgslen af langsigtet finansiering, og hvor tiltag derfor kan overvejes.

Regnskabsprincipper

Kommissionen behandler fx "fair value accounting principles", dvs. værdiansættelse af aktiver til markedsværdi. Ifølge Kommissionen er fordelene ved disse principper, at de kan øge gennemsigtigheden og ensrette den finansielle information. Ulempen ifølge Kommissionen er, at tilgangen kan modvirke stabilitet og langsigtet finansiering, og Kommissionen ønsker derfor input vedrørende spørgsmålet om, om der er behov for at ændre regnskabsprincipperne.

Corporate governance - aflønning

For så vidt angår corporate governance, er fokus i grønningen bl.a. på reguleringen af aflønning af ledelse og andre væsentlige risikotagere. Kommissionen fremhæver, at praksis har vist, at der kan være en sammenhæng mellem størrelsen af variabel aflønning for bestyrelse/direktion

og væsentlige risikotagere (fx medarbejdere, der kan investere virksomhedens egne midler) og tendensen til at anvende kortsigtede investeringsstrategier for virksomheden. Dette kan medføre, at virksomhederne påføres unødvendigt store risici og kan derfor modvirke en forsvarlig drift af virksomheden.

Corporate governance – aktivt ejerskab

Grønningen sætter derudover fokus på den måde, som aktiver forvaltes på, som kan spille en vigtig rolle for den langsigtede finansiering med hensyn til at ensrette incitamenterne for porteføljeformåltere, investorer og virksomheder omkring langsigtede strategier og modvirke betænkeligheder omkring kortsigtethed, spekulation og agenturforhold.

Blandt andet er der fremsat idéer om at tilskynde til øget langsigtet aktionæringagement, som Kommissionen vil overveje yderligere. Kommissionen fremhæver fx mulighederne for at tildele langsigtede investorer flere stemmerettigheder eller højere udbytte.

Beskatning og statsstøtte

Kommissionen foreslår et øget statsligt samarbejde med nationale og multinationale udviklingsbanker. Staten kan for eksempel bidrage ved at garantere for (dele af) risici eller ved at skabe netværk. Kommissionen nævner, at man allerede har erfaringer med dette via samarbejde med den Europæiske Investeringsbank (EIB) og den Europæiske Investeringsfond (EIF). Det kan nævnes, at der i en dansk kontekst stilles langsigtet finansiering på markedsbaseret basis til rådighed blandt andet gennem Vækstfonden.

Kommissionen foreslår endvidere, at staten medvirker til at skabe incitamentter til at igangsætte langsigtede investeringsprojekter, til at få husholdninger til at spare op, samt til at få markedsdeltagere til at kanalisere langsigtet finansiering til investeringer. Som eksempel nævner Kommissionen, at der i Frankrig, Italien og Tyskland er etableret målrettede opsparingskonti for at støtte langsigtede investeringer, hvor staten bidrager med et garanteret afkast og i nogle tilfælde skattefordele ved brug af denne type af opsparingskonto.

Kommissionen foreslår endelig, at staten via skatteregler medvirker til at skabe incitamentter til langsigtede investeringer. Kommissionen nævner, at der i relation til selskabsskatten er fradrag for renter på gæld, men at der ikke er incitamentter i relation til skattereglerne til at opnå afkast på kapital. Kommissionen opstiller i grønningen spørgsmålet om, hvorvidt der er behov for øget EU-skattekoordinering for at understøtte langsigtede investeringer.

4. Europa-Parlamentets holdning

Parlamentets formelle holdning foreligger endnu ikke. Det må forventes, at Europa-Parlamentet vil forholde sig positivt til grønbogen, særligt mht. vækstinitiativer og SMV-finansiering.

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen finder, at vækst og beskæftigelse skal fremmes på EU plan, og at grønbogen kan medvirke til dette ved at sætte fokus på at skabe bedre rammer for finansiering af langsigtede investeringer. Kommissionen finder således, at det er nødvendigt med regler på fællesskabsplan for at adressere de identificerede problemer. Grønbogen er derfor efter Kommissionens vurdering i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

Det er regeringens vurdering, at grønbogen overordnet er i overensstemmelse med nærhedsprincippet, da det vurderes, at indsatsen for at skabe mere langsigtede finansieringsmuligheder på tværs af landene i EU fordrer fælles regler, idet regeringen dog lægger vægt på, at kommende EU-initiativer tager hensyn til allerede igangsatte nationale initiativer.

Der tages endvidere forbehold for, at der skal foretages vurdering af nærhedsprincippet for hvert konkret lovforslag, Kommissionen evt. måtte fremsætte som opfølgning på grønbogen.

6. Gældende dansk ret

Under de nuværende regler for både livsforsikringselskaber, tværgående pensionskasser og firmapensionskasser er kapitalkravet som udgangspunkt ikke risikobaseret, hvorfor der i stedet anvendes kvantitative investeringsgrænser til at håndtere risikopådragelsen i selskaberne. For livsforsikringselskaber og tværgående pensionskasser er der dog også krav om opgørelse af et individuelt solvensbehov, hvilket er opgjort risikobaseret.

IORP-direktivet er i Danmark implementeret i firmapensionskasseloven, der dækker firmapensionskasser, som i Danmark udgør omkring 2 pct. af pensionsmarkedet.

I forhold til de gældende danske regler om covered bonds, som er udmøntet i lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. (LRR), lov om finansiel virksomhed (FiL) og lov om et skibsfinansieringsinstitut (LSF), udstedes covered bonds i Danmark i altovervejende grad af specialinstitutter (realkreditinstitutter og Danmarks Skibskredit), som udelukkende udsteder obligationer inden for lovgivningens lånegrænser med sikkerhed i fast ejendom henholdsvis skibe. Alle covered bonds-udstedere er underlagt kapitalkrav og er under tilsyn af Finanstilsynet. Endvidere er covered bonds-investorer tillagt et konkursprivilegium i tilfælde af, at en covered bonds-udsteder går konkurs, uanset om udsteder er et specialinstitut eller en universalbank. Endelig er covered bonds-udstedere underlagt et balancetprincip, der begrænser udstedernes muligheder for at tage rente-, valutakurs-, likviditets- og optionsrisici, da lovgivningen fastsætter absolutte

grænser for størrelsen på tilladte markedsrisici. For realkreditinstitutter, der anvender såkaldt ”matchfunding”, er der en udvidet grad af gennemsigthed vedrørende fundingomkostningerne over for låntagere og investorer, da matchfunding betyder, at lån og obligationer skal ”spejle” hinanden. Matchfunding indebærer blandt andet, at der altid er knyttet en specifik obligation til et specifikt lån. Låntager kan indfri ved at opkøbe og indlevere disse bagvedliggende obligationer til instituttet. Hvis låntager har mulighed for at opsige lånet til pari, gælder for obligationen, at denne tilsvarende altid vil kunne indfris til pari ved førstkommende termin.

Aflønningsområdet er for en række typer af finansielle virksomheder reguleret på EU-plan og dermed også i dansk ret. I kraft af den danske politiske aftale om aflønning i den finansielle sektor fra 2010 er de danske regler for aflønning generelt strammere end de gældende EU-krav, herunder både for så vidt angår involvering af aktionærer, loft for variabel løn til ledelsen og transparens i forhold til ledelsens individuelle lønninger. For så vidt angår ikke-finansielle virksomheder er kun incitamentsaflønning reguleret i dansk ret, som suppleres af Anbefalingerne for god Selskabsledelse (soft law).

Komitéen for god Selskabsledelse er en uafhængig komité, der har til opgave at fremme udviklingen af god selskabsledelse i børsnoterede danske selskaber. Komitéen udsteder anbefalinger vedr. god selskabsledelse i børsnoterede selskaber – første gang i 2001. Anbefalingerne retter sig mod selskaberne og dermed mod bestyrelsen og direktionen – ikke aktionærerne. Det understreges dog i anbefalingerne, at selskaberne bør fremme aktivt ejerskab og indgå i en aktiv dialog med aktionærerne for at styrke og udvikle selskaberne. Komitéen er ikke etableret ved lov. Erhvervsstyrelsen yder sekretariatsbistand. Dansk ret giver pt. ikke mulighed for at tildele langsigtede investorer flere stemmerettigheder eller højere udbytte.

Med hensyn til sekuritiserings og finansiering til SMV'er nedsatte regeringen i 2011 et udvalg, som skulle undersøge mulighederne for at skabe bedre rammer for udstedelse af erhvervsobligationer. Udvalget afleverede sin rapport til Erhvervs- og Vækstministeriet i november 2012, hvor det bl.a. fremgår, at udstedelse af obligationer på baggrund af puljer af erhvervslån (sekuritiserings) skaber en del udfordringer i forhold til grundlæggende danske retsprincipper, hvorfor det er nødvendigt med tilpasning af lovgivningen.

Det forventes, at regeringen i efteråret 2013 på den baggrund vil fremsætte lovforslag, der bl.a. skal styrke bankernes mulighed for at udstede obligationer gennem sekuritiserings.

7. **Høring**

Kommissionens grøn bog har været i høring i EU-specialudvalget for den finansielle sektor samt i EU-specialudvalg for konkurrenceevne, vækst og forbrugerspørgsmål med høringsfrist den 15. april 2013. Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af høringsvarene.

Dansk Aktionærforening

Dansk Aktionærforening finder Kommissionens grøn bog interessant og finder, at der er behov for at belønne investorer, der fører en langsigtet investeringspolitik. Det kan fx ske gennem differentieret beskatning til fordel for langtids-investering, eller ved fordele for langtids-aktionærer i form af ekstra stemmewægt eller udbytte. Dansk Aktionærforening finder herudover, at der er behov for, at institutionelle investorer bliver mere forpligtede i forhold til udstederne. De institutionelle investorer bør således deltage aktivt i corporate governance ved at deltage aktivt i generalforsamlinger og fremlægge investors politik i forhold til udsteder. Endelig finder Dansk Aktionærforening, at det kunne være en støtte for langsigtede investeringer, hvis eventuelle omsætningsafgifter fritager køb ved emission.

Dansk Erhverv

Dansk Erhverv støtter Kommissionens initiativ og lægger særlig vægt på, at SMV-segmentet har vanskelig adgang til finansiering. Dansk Erhverv finder, at rammebetingelserne for, at blandt andet projektobligationer, securitiseringer og virksomhedsobligationer skal fremmes. Danske Erhverv nævner muligheden for en fælles selskabsdatabase i EU, men at det er en lang og svær vej at gå. Omvendt mener Dansk Erhverv, at den finansielle transaktionskat vil have negative virkninger for langsigtet finansiering. Dansk Erhverv bakker generelt op om EU-tiltag til at minimere skatteunddragelse og bekæmpe skattely, og mener, at EU ligeledes skal understøtte nationale tiltag på dette område, fx mht. håndhævelse af momsreglerne. Endelig mener Dansk Erhverv, at der nationalt skal arbejdes for skattereformer, der flytter beskatning fra kapital til ikke-mobile faktorer som jord og fast ejendom.

Dansk Industri

Dansk Industri støtter Kommissionens initiativ og mener, at det fremadrettet bliver vanskeligt for bankerne at være alene om at stå for den langsigtede finansiering af erhvervslivet. Dansk Industri mener således, at der er behov for, at bankerne står for den langsigtede finansiering for de små virksomheder og bistår de store virksomheder med processen omkring kapitalfremskaffelse direkte i markedet, typisk gennem erhvervsobligationer. For de mellemstore virksomheder er der behov for nye modeller. Dansk Industri mener, at de nye tiltag skal målrettes de dele af markedet, der ikke er vel fungerende. Som følge af erfaringen fra finanskrisen finder Dansk Industri, at fremtidige puljede investeringsinstrumenter skal være transparente, og at udsteder bør bære en del af risikoen på sådanne instrumenter for at fremme andre investorers tillid til produktet. Dansk Industri finder, at et europæisk kreditvurderingsinstitut kan være med til at sikre lavere omkostninger i forbindelse med udstedelse af erhvervsobligationer. Dansk Industri finder, at

udviklingen i retning af lavere selskabsskattesatser i EU-landene skal tilskyndes for at skabe vækst. Dansk Industri støtter en fælles konsolideret selskabsskattebase i EU. Dansk Industri mener ikke, at der er en sammenhæng mellem langsigtede investeringer og aktivt ejerskab, så fokus skal snarere være på om lovgivning og corporate governance kodeks, herunder CSR-tiltag, giver de rette incitamenter for selskabernes aktionærer og ledelser til at fokusere på værdiskabelse. Endelig mener Dansk Industri, at mezzaninkapital kan være et middel til at forbedre adgangen til kapital for SMV'er.

Finansforbundet

Finansforbundet mener, at den europæiske reformdagsorden er på rette vej, men er bekymret over, hvis Kommissionens grøn bog får den konsekvens, at kreditformidlingen skubbes væk fra bankerne. Finansforbundet mener derfor, at løsningen af de nuværende langsigtede finansieringsudfordringer skal findes inden for den nuværende kreditformidlingsmodel, og ikke ved at fokusere på for eksempel sekuritiseringer. Finansforbundet mener, at banker har de bedste forudsætninger for at kreditvurdere projekter, og at bankerne derfor skal inddrages i samarbejde med udviklingsbankerne ved erhvervsprojekter og nævner som eksempel Vækstkautionsordningen fra Vækstfonden. Finansforbundet nævner, at nationale beskatningsformer som for eksempel den danske lønsumsafgift i finanssektoren virker konkurrenceforvridende og dermed uhensigtsmæssig i vækstsammenhæng.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder det nødvendigt og hensigtsmæssigt, at Kommissionen i grøn bogen overvejer, hvordan fremtidens europæiske kapitalmarkeder bør se ud. Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder dog, at Kommissionens strategiske overvejelser bør afvente de konsekvensanalyser, der udarbejdes i forbindelse med de reguleringsmæssige tiltag for kapitalmarkederne, Kommissionen har igangsat som opfølgning på den finansielle krise. Finansrådet og Børsmæglerforeningen mener, at der er behov for et overblik over, hvordan de enkelte reguleringstiltag griber ind i hinanden.

Landsorganisationen i Danmark (LO)

LO finder det positivt, at der i grøn bogen fokuseres på finansieringsbehovet for såvel materielle som immaterielle aktiver. LO finder, at pensionsfonde vil komme til at spille en betydelig rolle som finansieringskilde til langsigtede investeringer. LO mener, at der bør peges på den rolle, som et velfungerende realkreditsystem har i forhold til at sikre langsigtet finansiering. LO mener, at man formentlig vil se en interesse for investorerne i at overveje aktieemissioner, virksomhedsobligationer eller offentligt-privat partnerskaber, samt at udviklingsbanker bør spille en rolle, specielt i lande med økonomiske problemer. LO finder, at europæiske projektobligationer kan medvirke til at skabe risikospredning mellem de europæiske finansielle institutioner. Derudover mener LO, at reduktion af selskabsskatten har en uheldig virkning på muligheden for at skabe det nød-

vendige finansieringsgrundlag for langsigtede investeringer gennem opkrævning af skatter. Endelig nævner LO, at ikke-finansiell rapportering fra virksomhederne om for eksempel etik og personalepolitik kan være medvirkende til at tiltrække kapital fra nogle institutionelle investorer.

Realkreditrådet

Realkreditrådet nævner indledningsvist, at de finder det yderst relevant at deltage i debatten om udformningen af fremtidens finansielle sektor, og at det er en god mulighed for at kaste lys på den danske realkreditmodel som en stabil langsigtet finansieringskilde. Realkreditrådet finder således, at den danske realkreditmodel på en række parametre har de karakteristika, der søges efter i grønbogen. Derudover nævner Realkreditrådet, at finansieringsprincippet med en én til én sammenhæng mellem lån og obligationer betyder, at systemet ikke er sårbart over for løbetidsmismatch, der i grønbogen nævnes som en u hensigtsmæssig kilde til volatilitet.

8. Andre landes holdninger

De øvrige landes formelle holdninger foreligger ikke endnu. Der vurderes overordnet at være støtte til grønbogen blandt medlemsstaterne, der bakker op om Kommissionens vækst dagsorden.

På områder som styrkelse af virksomhedsobligationsmarkedet og aflønning må det generelt forventes, at medlemsstaterne vil indtage de samme holdninger som under forhandlingerne om kapitalkravsdirektivet (CRD IV og CRR).

Herudover vil der formentlig kunne komme et vist pres fra nogle medlemsstater i forhold til at lempe på Solvens II kapitalkrav, i forhold til Kommissionens nuværende forslag, med henvisning til ønsket om at øge langsigtede investeringer.

9. Regeringens foreløbige generelle holdning

Regeringen kan generelt støtte grønbogen. Kommissionens grønbog er et nyttigt bidrag, som dog primært er af diskuterende karakter. Et skifte i EU mod en mere diversificeret og potentielt mere stabil langsigtet finansiering forventes at skulle løbe over en årrække, da finansieringsstrukturer generelt er traditionsbundne i landene. Under alle omstændigheder vil behovet for tilpasning i EU skulle ses under hensyntagen til en skærpet regulering og tilsyn med banker. Det er desuden vigtigt at se på den samlede virkning på langsigtet finansiering og derigennem økonomisk aktivitet af de forskellige initiativer til en skærpet finansiell regulering, som der arbejdes med i EU.

Regeringen finder, at Kommissionens tanker om at fokusere på alternative finansieringskilder, udvikle markedet for venture kapital og skabe securitisering sinstrumenter til SMV'er er fornuftige og i tråd med flere alle-

rede igangsatte danske initiativer. Regeringen nedsatte i 2011 et udvalg om erhvervsobligationer med det formål at skabe bedre rammer for udvikling af et velfungerende marked for erhvervsobligationer i Danmark. Udvalget kom med sin rapport i november 2012.⁶ Der ventes fremsat lovforslag i efteråret 2013. Mulige EU-initiativer på baggrund af grønbogen bør tage hensyn til allerede igangsatte nationale initiativer.

Regeringen finder, at det er afgørende, at initiativer til en styrkelse af virksomhedsobligationsmarkedet, herunder realkreditmarkedet, som indebærer harmonisering tager højde for den danske realkreditmodel, og at det samtidig sikres, at de danske realkreditstandarder ikke udvandes. Danmark vil således følge Kommissionens eventuelle initiativer på dette område nøje.

I forhold til livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er det et vigtigt formål at sikre forsikringstagernes interesser. Derfor er det regeringens holdning, at et ønske om at øge langsigtede investeringer ikke bør ske på kompromis af disse interesser. Det betyder bl.a., at hensynet til at sikre det bedst mulige afkast og hensynet til at den risikopådragelse, som er forbundet med langsigtede investeringer, står mål med kravet til kapitalbehovet i virksomhederne. Denne holdning er afspejlet i Erhvervs- og Vækstministeriets aftale med Forsikring & Pension om ændring af rentekurven på pensionsområdet fra juni 2012.

Det er ikke erfaringen i Danmark at anvendelse af markedsværdierne i regnskaberne fører til, at investeringerne bliver kortsigtede. Tværtimod er det erfaringen, at anvendelsen af markedsværdierne i regnskaberne for livsforsikringsselskaber og pensionskasser med langsigtede forpligtelser fører til en interesse for at investere i aktiver med en tilsvarende lang horisont, fordi svingningerne på aktivsiden og passivsiden derved kommer til at matche. Baseret på disse erfaringer er det Danmarks synspunkt, at øget anvendelse af markedsværdier såvel i de offentlige regnskaber som i forbindelse med vurderingen af kapitalbehov vil tilskynde til anvendelse af langsigtede investeringer inden for livsforsikrings- og pensionskassesektoren.

I relation til aflønning vil de beskrevne overvejelser i vidt omfang vil være omfattet af den allerede gældende politiske aftale om aflønning i Danmark, og regeringen vil forventeligt være positivt stemt heroverfor.

Regeringen støtter, at der arbejdes for, at rammerne for gennemsigtighed omkring selskabsledelse og for aktionærengeagement forbedres. Regeringen finder, at det kan undersøges, om der skal etableres selvstændige fora, der udstikker retningslinjer for aktionærer, herunder for aktivt ejerskab, idet den

⁶ Rapporten indeholder to hovedanbefalinger. Det anbefales, at man skaber bedre rammer for brug af repræsentanter ved udstedelse af obligationer, så såkaldte trustees fx kan repræsentere samtlige obligationsejere i tilfælde af misligholdelse, uden at der foreligger fuldmagt. Det anbefales desuden at styrke bankers mulighed for at udstede obligationer på baggrund af puljer af erhvervslån, dvs. sekuritisering.

traditionelle Corporate Governance henvender sig til selskaberne og ikke til investorer. Regeringen finder, at der i Danmark ikke er behov for værktøjer som flere stemmerettigheder eller højere udbytte til langsigtede investorer, idet der gennem fondsejerskab er sikret langsigtede investeringer i de store danske selskaber.

Regeringen finder fokusering på Corporate Social Responsibility (CSR) initiativer og rapportering positivt og støtter op om Kommissionens arbejde på dette område.

10. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser

Grønbogen har ikke i sig selv at give anledning til lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser. Eventuelle opfølgende lovgivningsforslag vil kunne have lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser, afhængigt af, hvordan Kommissionen vælger at formulere eventuelle lovforslag

Da Danmark i vidt omfang har en strammere regulering af aflønningsområdet på det finansielle område, vil der forventeligt ikke være behov for lovændringer i den danske regulering som følge af eventuelle lovgivningsforslag på det finansielle område. Eventuelle lovgivningsforslag til aflønningsregler for ikke-finansielle virksomheder, vil dog forventeligt kunne medføre lovgivningsmæssige konsekvenser.

Hvis der indføres et forum i Danmark, der udstikker retningslinjer for aktionærer, herunder for aktivt ejerskab, kan det overvejes, om der skal stilles sekretariatsbistand til rådighed, ligesom det er tilfældet for f.eks. den danske Komité for god Selskabsledelse. Etableres et sådant forum efter forbillede af den danske Komité for god Selskabsledelse, vil dette ikke medføre lovgivningsmæssige eller væsentlige statsfinansielle konsekvenser.

11. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Grønbogen har til hensigt at skabe vækst og beskæftigelse i EU. Grønbogen forsøger at skabe debat om, hvordan udbuddet af langsigtet finansiering kan øges og kanaliseres mest effektivt til langsigtede investeringer som infrastruktur og uddannelse.

12. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

Grønbogen forventes at medføre administrative byrder for dansk erhvervsliv af meget begrænset karakter. Det vil dog afhænge af, hvordan Kommissionen vælger at formulere eventuelle lovgivningsforslag på området.

13. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.