



## GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

9. maj 2014

Kopi: Folketingets Erhvervs-, Vækst og Eksportudvalg

### **Meddelelse fra Europa-Kommissionen til Europa-Parlamentet og Rådet om den langsigtede finansiering af den europæiske økonomi (COM(2014)168)**

#### **1. Resumé**

*Europa-Kommissionen offentliggjorde den 27. marts 2014 meddelelse om den langsigtede finansiering af den europæiske økonomi. Med meddelelsen lægger Kommissionen op til en styrket fælleseuropæisk indsats for at skabe bedre rammebetingelser for finansiering af vækst og beskæftigelse i Europa.*

*Meddelelsen skal ses i lyset af den finansielle krise. Kommissionen noterer, at banksektoren generelt er blevet mere tilbageholdende med at yde langsigtede lån. Den svækkede økonomiske situation har ligeledes ført til, at låntagere og långivere generelt har justeret deres risikovillighed i nedadgående retning i forhold til langsigtede investeringer.*

*Kommissionen vurderer, at langsigtet finansiering fra traditionelle kilder som banker bør suppleres af finansiering fra fx pensionskasser, forsikringsselskaber eller ved direkte adgang til kapitalmarkedet. Ved at fremme alternative finansieringskilder diversificeres udbuddet af langsigtet finansiering, hvilket gør formidling af finansiering mere robust, også i krisetider. Meddelelsen indeholder 31 initiativer, der adresserer en række potentielle hindringer for tilvejebringelse af langsigtet finansiering fra både banker og alternative finansieringskilder.*

*Meddelelsen er sendt til Europa-Parlamentet og Rådet til orientering. Meddelelsen medfører ikke i sig selv ændringer af eksisterende dansk lovgivning og indebærer ikke statsfinansielle konsekvenser.*

#### **2. Baggrund**

Kommissionen har ved COM(2014)168 af 27. marts 2014 offentliggjort meddelelse om langsigtet finansiering af den europæiske økonomi. Regeringen har ikke modtaget dansk sprogversion af meddelelsen. Langsigtet finansiering anvendes bl.a. af stater, institutionelle investorer og virksomheder til investering i langsigtede aktiver som energi- og transportinfrastruktur, telekommunikation, visse andre typer kapitalapparater, innovation samt forskning og udvikling.

Kommissionens meddelelse understøtter Europa 2020-strategien for intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst ved at sætte fokus på tilvejebringelsen af langsigtet finansiering. Kommissionen noterer, at som følge af den finansielle krise er banksektoren i Europa generelt blevet mere tilbageholdende med at yde langsigtede lån, herunder til SMV'er. Den svækkede økonomiske situation har ligeledes ført til, at låntagere og långivere generelt har reduceret deres interesse og risikovillighed i forhold til de langsigtede investeringer.

Meddelelsen omfatter 31 initiativer, der adresserer potentielle hindringer for langsigtet finansiering stillet til rådighed af banker og alternative finansieringskilder. Kommissionen vurderer, at fremme af alternative finansieringskilder vil diversificere udbuddet af langsigtet finansiering, hvilket gør formidling af finansiering mere robust, også i krisetider.

Meddelelsen kommer som opfølgning på Kommissionens grønbog af 25. marts 2013 om langsigtet finansiering. Grund- og nærhedsnotat om grønbogen blev oversendt til FEU den 5. juli 2013. Meddelelsen baserer sig desuden på analysebidrag fra en højniveaugruppe under den Økonomiske og Finansielle Komité (EFC) vedrørende SMV- og infrastrukturfinansiering. Langsigtet finansiering drøftes desuden i regi af OECD og G20 samt i Europa-Parlamentet, der i januar 2014 vedtog en betænkning om langsigtet finansiering af den europæiske økonomi.

Uformelt ECOFIN drøftede meddelelsen den 1.-2. april 2014. Der er blandt medlemslandene bred enighed om behovet for at undersøge mulighederne for at styrke rammebetingelserne for langsigtet finansiering i Europa.

Samtidig med meddelelsen om langsigtet finansiering fremsatte Kommissionen en meddelelse om crowdfunding som alternativ finansieringskilde. Denne meddelelse indeholder ikke forslag til lovgivning, men søger i første omgang at fremme initiativer, der kan udbrede viden og bedste praksis på området. Ved samme lejlighed fremsatte Kommissionen forslag til revision af direktivet for arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser (Institutions for Occupational Retirement Provision (IORP II)). Det er i dette forslag indføjet, at medlemslandene ikke må forhindre pensionskasser i at investere i langsigtede aktiver.

### **3. Formål og indhold**

Meddelelsen om langsigtet finansiering omfatter en bred vifte af forslag til nye lovgivningsmæssige initiativer, forslag til udfyldning af eksisterende EU-lovgivning gennem fx delegerede retsakter samt forslag til fx analyser og workshops. Hovedparten af initiativerne ventes iværksat i 2014 og 2015 og beskrives mere detaljeret nedenfor.

#### **Mobilisering af private kilder til langsigtet finansiering**

På bankrådet vil Kommissionen vurdere, om EU's kapitalkravsregler (CRD/CRR) er hensigtsmæssigt indrettet i forhold til fremme af langsigtet finansiering. Vurderingen vil ske i 2014 og 2015. Kapitalkravsreglerne stil-

ler en række krav til bankerne for at sikre, at bankerne bl.a. tilpasser deres balancer til de risici, der kan opstå i markedet.

CRR indebærer, at pengeinstitutter underlægges et nyt kortsigtet likviditetskrav, Liquidity Coverage Ratio (LCR), ligesom der åbnes op for introduktion af et mere langsigtet likviditetskrav, Net Stable Funding Ratio (NSFR).

Den endelige udformning af LCR skal ske i en delegeret retsakt, som Kommissionen skal udarbejde senest 30. juni 2014. Det fremgår bl.a. af meddelelsen, at Kommissionen i sin udformning af likviditetskravene skal have betragtning 100 i CRR for øje. Denne betragtning siger, at realkreditobligationer med beviseligt særligt høj likviditet og kreditkvalitet bør kategoriseres som sådan i den endelige udformning af LCR-kravet.

Ifølge CRR skal Kommissionen desuden senest i 2016 fremsætte lovgivningsforslag om udformningen af et NSFR-krav, såfremt Kommissionen vurderer dette hensigtsmæssigt. Kommissionen vil i forbindelse med udarbejdelse af den delegerede retsakt for LCR og en eventuel fastsættelse af et NSFR-krav tage hensyn til behovet for ikke at begrænse pengeinstitutters muligheder for langsigtede udlån.

Meddelelsen fokuserer også på forsikringselskaber og pensionskasser, og hvordan regulering kan bidrage til, at disse investorer øger efterspørgslen efter langsigtede investeringer. Da selskabernes forpligtelser overfor kunderne er langsigtede, kan selskaberne investere i langsigtede og illikvide aktiver.

Forsikringselskaber og tværgående pensionskasser bliver fra 2016 underlagt EU's Solvens II-regler. Med reglerne skal selskaberne overholde et risikobaseret kapitalkrav, som tager højde for risici på aktivsiden. Det betyder, at de nuværende kvantitative investeringsregler erstattes af et 'prudent person' princip, der overordnet siger, at selskaber skal styre deres risici og investere på en måde, så de kan levere, hvad kunderne er blevet lovet. Med afsæt i en rapport fra Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) om kapitalkrav for langsigtede investeringer vil Kommissionen senest september 2014 vedtage en delegeret retsakt. Formålet er at understøtte selskabernes langsigtede investeringer ved fx at tilpasse kapitalkravene til de aktivklasser, selskaberne investerer i.

På pensionsområdet fremsatte Kommissionen den 27. marts 2014 forslag til revision af direktivet for arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser (IORP II). Det er i forslaget indføjjet, at medlemslande ikke må forhindre pensionskasser i at investere i langsigtede aktiver. I tillæg til IORP II vil Kommissionen i 2. halvår 2014 anmode EIOPA om input til måder, hvorpå der kan etableres et indre marked for private pensionsopsparinger, og selskabers rolle i forhold til langsigtet finansiering dermed potentielt kan styrkes.

Endelig vil Kommissionen i 2014 analysere potentielle markedsfejl forbundet med grænseoverskridende opsparing samt vurdere behovet for etablering af en europæisk opsparingskonto.

### Bedre udnyttelse af offentlige midler

Kommissionen vurderer, at de nationale og regionale erhvervsfremmende banker, eksempelvis den danske statslige finansieringsfond Vækstfonden, kan spille en væsentlig rolle i tilvejebringelsen af langsigtet finansiering. Kommissionen vil i 2014 fremlægge en meddelelse vedrørende nationale og regionale erhvervsfremmende banker. Meddelelsen ventes at opstille en række generelle principper for fx governance og transparens, tilsyn og regulering samt beskrivelse af de erhvervsfremmende bankers rolle i forhold til at nå målene i EU 2020-strategien.

Efter anmodning fra det Europæiske Råd i juni 2013 vil Kommissionen endvidere overvåge og opmuntre til en styrkelse af samarbejdet mellem de nationale erhvervsfremmende banker, de internationale investeringsbanker EIB og EIF samt andre relevante multilaterale udviklingsbanker som EBRD. Formålet er at øge synergien mellem bankerne. Kommissionen har desuden et ønske om at øge de erhvervsfremmende bankers involvering i EU's politikker og EU-fonde. Der aflægges rapport til det Europæiske Råd i december 2014.

De europæiske eksportkreditinstitutter, herunder den danske Eksportkreditfond (EKF), kationerer, stiller garantier og yder kreditter til eksportvirksomheder og deres kunder. Hermed bidrager institutterne til de grænseoverskridende investeringer i EU og eksport af kapitalgoder til markeder udenfor EU. For at styrke eksportkreditinstitutternes rolle yderligere vil Kommissionen udfærdige en rapport om, hvordan koordination og samarbejde mellem de eksisterende nationale eksportkreditinstitutter kan fremmes.

### Udvikling af europæiske kapitalmarkeder

En række initiativer i meddelelsen skal bidrage til udvikling af alternative finansieringskilder ved hjælp af de europæiske kapitalmarkeder.

En central nyskabelse i direktivet for finansielle instrumenter (MiFID II) er muligheden for, at visse markedspladser kan lade sig registrere som 'vækstmarkeder for SMV'er'. Ud over de almindelige krav til markedspladser skal 'vækstmarkeder' opfylde en række krav, som vil blive fastlagt af Kommissionen i en delegeret retsakt. Disse krav er skræddersyet til at gøre markedet ekstra attraktivt for nye investorer og dermed forbedre SMV'ers mulighed for at rejse kapital.

Kommissionen vil desuden undersøge, om der er behov for yderligere foranstaltninger til forbedring af det sekundære marked for erhvervsobligationer, dvs. et marked for handel efter udstedelse af obligationerne. Erhvervsobligationer er på nuværende tidspunkt ikke omfattet af MiFID I's transparensregler. Under MiFID II vil erhvervsobligationer imidlertid blive underlagt krav til såkaldt før- og efterhandelsgennemsigtighed på linje med de krav, der gælder for aktier optaget til handel på et reguleret marked i dag.

EU's prospektdirektiv stiller krav til prospekters indhold. Da direktivet blev ændret i 2010, blev der indført et proportionalt regime for udbud foretaget af

SMV-udstedere og udstedere med begrænset markedsværdi. Formålet er at mindske disse udsteders administrative omkostninger til kapitalrejsning. Kommissionen vil foretage en undersøgelse af effekten af dette tiltag inden udgangen af 2015.

I medfør af UCITS-direktivet om kollektive investeringsordninger kan investeringsinstitutter investere i en række aktiver. Kommissionen vil undersøge, om investeringsbare aktiver kan udvides til at omfatte SMV'er noteret på vækstmarkeder for SMV'er, og hvis aktier er særlig likvide.

Siden den finansielle krise har markedet for sekuritiseringer (brugen af puljer af lån m.v. som sikkerhed for udstedelse af værdipapirer) været væsentligt svækket. For at styrke markedet for sekuritisering, og for at skabe standardiserede og transparente sekuriseringsprodukter, vil Kommissionen definere hvilke produkter, der er af høj kvalitet. Det skal gøres attraktivt at investere i sådanne produkter ved at indrette reguleringen, så produkter af høj kvalitet opnår en fordel. Kommissionen vil desuden samarbejde med internationale organer som Basel Komitéen og IOSCO (International Organization of Securities Commissions) om udvikling og implementering af globale standarder på området for sekuritisering.

Covered bonds er ikke en beskyttet betegnelse i Europa. I Danmark dækker betegnelsen typisk særligt dækkede obligationer, særligt dækkede realkreditobligationer samt visse realkreditobligationer og skibskreditobligationer. Aktuelt er der ikke en samlet harmoniseret EU-lovgivning for covered bonds. Inden udgangen af 2014 vil Kommissionen derfor gennemgå behandlingen af covered bonds i kapitalkravsreglerne (CRR) med henblik på at fastlægge de grundlæggende rammer for et integreret europæisk covered bond marked. EU-Kommissionen vil endvidere igangsætte en undersøgelse af det formålstjenlige i at introducere europæisk lovgivning for covered bonds.

Private placements er obligationer, som udstedes til en lukket kreds af investorer, og som ikke er børsnoterede. Obligationerne kan ses som et supplement til bankudlån og børsnoterede obligationsudstedelser. Markedet er ikke udbredt i Europa, hvilket særligt skyldes manglende standardisering af dokumentation og information om udsteders kreditkvalitet, samt lav likviditet i markedet. Inden udgangen af 2014 vil Kommissionen undersøge udbredelsen af private placement markederne i Europa for at identificere, hvilke faktorer der bidrager til et succesfuldt marked og hvilke risikofaktorer, instrumentet indebærer. På basis heraf vil Kommissionen udvikle anbefalinger til, hvordan succesfulde markeder kan udvikles mere bredt i EU.

#### Forbedring af SMV'ers adgang til finansiering

Kommissionen har gennem de senere år iværksat en række initiativer for at fremme SMV'ers adgang til finansiering. Kommissionen har bl.a. ydet bistand til etablering af Enterprise Europe Network, der bistår europæiske SMV'er med fx information og træning.

I tillæg til eksisterende initiativer ønsker Kommissionen i 2014 at kortlægge gældende EU- og national lovgivning og praksis for investorers adgang til SMV-kreditinformation. Formålet er at øge potentielle investorers information om investeringsmuligheder i SMV'er. EU's mulige tilgang til kreditvurderingsindustrien, og muligheder for øget harmonisering af de europæiske SMV-data, vil blive overvejet i den forbindelse. Desuden vil Kommissionen søge at understøtte SMV'er i deres dialog med banker og kapitalmarkedet om finansielle spørgsmål, herunder om bankers tilbagemelding på låneansøgninger.

#### Tiltrækning af privat finansiering til infrastruktur

For at tiltrække privat finansiering til infrastrukturprojekter opfordrer Kommissionen de nationale myndigheder til at overveje at involvere private aktører, når dette er økonomisk hensigtsmæssigt. Kommissionen vil i 2014 vurdere, om relevante myndigheder, om muligt via en fælles platform, frivilligt kan gøre eksisterende information tilgængelig om projekter og investeringsplaner på infrastrukturuområdet. Kommissionen vil desuden i 2014 undersøge muligheden for at indsamle og, hvor muligt, offentliggøre standardiseret kreditinformation om finansiering af infrastrukturprojekter. Formålet er at styrke investorers interesse for infrastrukturprojekter.

#### Forbedring af den bredere ramme for bæredygtig finansiering

Meddelelsen noterer, at corporate governance udgør en vigtig rammebetning for fremme af langsigtet finansiering i Europa. Corporate governance initiativer kan fx omfatte medarbejderfinansiering (EFP), medarbejderaktionærhvervelser (ESO) og sociale og miljømæssige forhold. Med meddelelsen peger Kommissionen således på en række faktorer, der har indflydelse på incitamenter til at understøtte langsigtede investeringer.

I de kommende år vil Kommissionen igangsætte tre initiativer. For det første vil Kommissionen fremsætte forslag om ændring af direktiv om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber, hvilket skete den 9. april 2014. Kommissionen vil endvidere søge at identificere problemer med at gennemføre ordninger for medarbejderfinansiering (EFP) og medarbejderaktionærhvervelser (ESO) med det sigte at foreslå mulige initiativer, der kan understøtte sådanne ordninger. Endelig vil Kommissionen overveje offentliggørelse af en henstilling, der skal bidrage til forbedret kvalitet i af-rapporteringer om god selskabsledelse, samt en rapport om initiativer, der skal bidrage til, at institutionelle investorer og porteføljemanagere inddrager CSR-hensyn i deres investeringsbeslutninger.

En væsentlig forudsætning for adgang til langsigtet og risikovillig finansiering er retvisende og troværdige regnskaber. Med meddelelsen søger Kommissionen at sikre, at internationale regnskabsstandarder ikke udvikler sig på en måde, der hindrer langsigtede investeringer.

I den forbindelse peges specielt på den internationale regnskabsstandard benævnt IFRS 9, som omhandler finansielle instrumenter. Denne standard er kun delvis færdiggjort af IASB, som er den organisation, der udsteder inter-

ationale regnskabsstandarder. Standarden er endnu ikke godkendt til anvendelse inden for EU. Kommissionen tilkendegiver, at den i forbindelse med den kommende godkendelse af IFRS 9 vil inddrage vurderinger af anvendelsen af dagsværdier (fair value) og eventuelle ulemper ved dette i forhold til værdisættelse af langsigtede investeringer. Regnskabsstandarderne indeholder i dag en blandet model, hvor nogle poster skal værdiansættes til dagsværdi, mens langt de fleste poster værdiansættes til kostpris.

Et andet initiativ vedrører IASBs begrebsramme, som er de overordnede principper for IASBs regnskabsstandarder. Kommissionen vil invitere IASB til, i arbejdet med revision af begrebsrammen, og i det hele taget i forbindelse med udviklingen af nye standarder, at overveje standardernes virkning på virksomhedernes investeringshorisonter.

I løbet af 2014 vil Kommissionen i samarbejde med interesserede parter evaluere forordningen vedrørende internationale regnskabsstandarder (IAS forordningen) og hensigtsmæssigheden af kriterierne for påtegning. I den forbindelse skal det specielt vurderes, om kriterierne tilgodeser Europas langsigtede finansieringsbehov.

Endelig vil Kommissionen i løbet af 2014 gennemføre en høring vedrørende forenkling af regnskabsstandarder for SMV'er og anvendeligheden af en selvstændig regnskabsstandard for SMV'er, der ikke er børsnoterede.

Som led i den langsigtede finansiering af den europæiske økonomi har Kommissionen også fokus på de skattemæssige incitamentter til at anvende henholdsvis gæld og egenkapital som finansiering af investeringer. I langt de fleste europæiske lande favoriserer skattesystemet gældsfinansiering, da der gives fradrag for renteudgifter, mens der ikke er tilsvarende fradrag for brugen af egenkapital som finansiering. Det medfører, at der er et skattemæssigt større incitament til fremmedkapitalfinansiering frem for egenkapitalfinansiering. Dette kan virke forvriddende i forhold til de virksomheder, der primært finansierer sig ved hjælp af egenkapital.

Denne skattemæssige forvriddning har Kommissionen fokus på, og gennem landespecifikke anbefalinger vil Kommissionen arbejde for at øge incitamentterne til egenkapitalfinansiering, især i de lande, hvor forvriddningen mellem de to finansieringstyper er høj.

I forhold til de juridiske rammebetingelser vurderer Kommissionen, at forskelle i medlemsstaternes insolvenslovgivning og den heraf følgende manglende fleksibilitet medfører store omkostninger for investorerne, lavt afkast til kreditorerne og problemer for virksomheder med grænseoverskridende aktiviteter eller ejerskab i hele EU, herunder særligt SMV'er. Kommissionen vil derfor vurdere gennemførelsen af sin henstilling af marts 2014 om principper for bedste praksis. Formålet er at muliggøre tidlig omstrukturering af levedygtige virksomheder og give iværksættere, der er gået konkurs,

en ny chance. Kommissionen vil endvidere overveje mulige yderligere foranstaltninger.

#### **4. Europa-Parlamentets udtalelser**

Europa-Parlamentet skal ikke høres om meddelelsen. Europa-Parlamentets eventuelle holdning til meddelelsen foreligger endnu ikke.

Med afsæt i Kommissionens grønbog om langsigtet finansiering fra marts 2013 vedtog Europa-Parlamentets økonomi- og valutaudvalg (ECON) den 29. januar 2014 en betænkning om langsigtet finansiering. Betænkningen hilser grønbogen velkommen, herunder initiativer, der kan bidrage til fremme af SMV'ers adgang til langsigtet finansiering.

Europa-Parlamentet vurderer, at den finansielle krise har nødvendiggjort foranstaltninger, der øger den finansielle sektors modstandsdygtighed. Parlamentet anerkender, at det kan være hensigtsmæssigt at kalibrere visse EU-bestemmelser for at skabe vækst. Samtidig understreges, at den anbefalede kalibrering på ingen måde er en opfordring til deregulering, der kan bringe stabiliteten i den finansielle sektor i fare.

Det ventes umiddelbart, at Kommissionens meddelelse vil blive drøftet i Europa-Parlamentets udvalg for Økonomi og Valuta (ECON), Beskæftigelse og Sociale Anliggender (EMPL) og udvalget for Regionaludvikling (REGI).

#### **5. Nærhedsprincippet**

Der redegøres ikke for nærhedsprincippet, idet der er tale om en meddelelse. Meddelelsen medfører i sig selv ikke ny regulering.

Europa-Kommissionen fremhæver flere steder i meddelelsen, at målene for de påtænkte initiativer ikke i tilstrækkelig grad kan opfyldes af medlemslandene, hvis de handler uafhængigt af hinanden. Regeringen vil foretage en vurdering af nærhedsprincippet for hvert konkret lovforslag, som Kommissionen eventuelt måtte fremsætte som opfølgning på meddelelsen.

#### **6. Gældende dansk ret**

Meddelelsen har ikke i sig selv lovgivningsmæssige konsekvenser. Meddelelsen vedrører initiativer, der i Danmark er reguleret i følgende lovgivning:

##### Mobilisering af private kilder til langsigtet finansiering

Danske pengeinstitutter er i dag underlagt et likviditetskrav i § 152 i lov om finansiel virksomhed. Dette krav vil blive erstattet af det nye, kortsigtede likviditetskrav, LCR, som indføres fra 2015. Såfremt et mere langsigtet likviditetskrav, NSFR, indføres i EU lovgivning, vil danske pengeinstitutter ligeledes blive underlagt dette. Danske pengeinstitutter er ikke i dag underlagt et NSFR-lignende krav, om end der i den såkaldte tilsynsdiamant er fastlagt tilsynsrammer for stabil finansiering.

Regulering af tværgående pensionskasser og livsforsikringselskaber sker i lov om finansiel virksomhed, som er baseret på livsforsikringsdirektivet (der



fra 2016 erstattes af Solvens II). IORP-direktivet er i Danmark implementeret i firmapensionskasseloven.

Regeringens overordnede princip er, at en opsparet krone skal have samme beskyttelse uanset, hvor den er placeret. I Danmark er det således valgt, at de kvantitative investeringsregler, som er fastsat i livsforsikringsdirektivet, også skal gælde for firmapensionskasser (reguleret i IORP-direktivet), selv om IORP åbner mulighed for brug af ”prudent person”-princippet.

I forhold til spørgsmålet om etablering af en europæisk opsparingskonto kan noteres, at opsparingskonti i Danmark er omfattet af de almindelige regler i bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder. I henhold til bekendtgørelsen har forbrugere krav på en almindelig indlånskonto til at modtage løn og fx offentlige ydelser. Derimod har en forbruger ikke krav på en opsparingskonto.

#### Bedre udnyttelse af offentlige midler

Regulering af den statslige finansieringsfond Vækstfonden sker gennem lov om Vækstfonden. Design og prissætning af Vækstfondens produkter sker i overensstemmelse med EU's statsstøttere regler.

Den danske eksportkreditfond, EKF, er reguleret gennem lov om Dansk Eksportkreditfond. Design og prissætning af EKFs produkter følger de fælles retningslinjer fra en konsensusaftale (Arrangement on Officially Supported Export Credits), som EU-landene i OECD har indgået med Australien, Canada, USA, Japan, Sydkorea, New Zealand, Norge samt Schweiz om vilkårene for eksportkreditter med offentlig støtte. Aftalen sætter bl.a. rammer for minimumspræmier, afbetalingsprofil, maksimal kredittid og minimumsrentesatser, så eksportvirksomheder i de forskellige lande bliver tilbudt garantier og lån på lige vilkår.

#### Udvikling af europæiske kapitalmarkeder

Muligheden for, at visse markedspladser kan lade sig registrere som vækstmarkeder, er en nyskabelse under MiFID II. I den sammenhæng udgør et ’vækstmarked’ et nyt begreb, der ikke i dag er defineret eller reguleret i gældende dansk ret. I forhold til Kommissionens undersøgelse af behovet for yderligere foranstaltninger til forbedring af det sekundære marked for erhvervsobligationer noteres, at MiFID I's transparensregler kun omfatter aktier optaget til handel på et reguleret marked. Medlemsstaterne har dog adgang til at udvide kravene om såkaldt før- og efterhandelsgennemsigtighed til også at gælde andre typer af finansielle instrumenter. Danmark har valgt at benytte adgangen til at fastsætte krav om efterhandelsgennemsigtighed for visse obligationer optaget til handel på et dansk reguleret marked.

Prospektkravet er reguleret ved direktiv om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel (Prospektdirektivet). Direktivet er i dansk ret implementeret i lov om værdipapirhandel. Indholdskravene til prospekter, herunder det proportionale prospektregime for SMV'er og selskaber med begrænset markedsværdi, er re-

guleret i forordning om gennemførelse af direktiv 2003/71 for så vidt angår oplysninger i prospekter samt disses format, integration ved henvisning og offentliggørelse af sådanne prospekter samt annoncering (Prospektforordningen). Forordningen er direkte gældende i dansk ret.

Investeringsforeninger (UCITS) er reguleret ved direktiv om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektive investeringer i værdipapirer (UCITS-direktivet). Direktivet er i dansk ret implementeret i lov om investeringsforeninger m.v. samt i en række bekendtgørelser, som bygger på direktivets bestemmelser.

Fra den 1. januar 2014 har det været muligt for danske pengeinstitutter at sælge puljer af lån m.v. til et formålsbestemt selskab, der udsteder obligationer med sikkerhed i puljen af lån m.v. (sekuritisering), ved hjælp af et såkaldt refinansieringsregister. Området reguleres i lov om finansiel virksomhed. Kravet om, at det organiserende institut skal tilbageholde en vis del af risikoen på lånene i den solgte pulje, er reguleret i EU's kapitalkravsforordning (CRR), der er direkte gældende i dansk ret.

Gældende regler om covered bonds er udmøntet i lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. (LRR), lov om finansiel virksomhed og lov om et skibsfinansieringsinstitut (LSF). I Danmark udstedes covered bonds i altovervejende grad af specialinstitutter (realkreditinstitutter og Danmarks Skibskredit), som udelukkende udsteder obligationer inden for lovgivningens lånegrænser med sikkerhed i fast ejendom henholdsvis skibe. Kun en enkelt universalbank har tilladelse til covered bonds-udstedelse.

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 balanceprincip, der begrænser udstedernes muligheder for at tage rente-, valutakurs-, likviditets- og optionsrisici på den indkapslede del af långivningen baseret på covered bonds, da lovgivningen fastsætter absolutte grænser for størrelsen på tilladte markedsrisici. For realkreditinstitutter, der anvender "matchfunding", er der en udvidet grad af gennemsigtighed om fundingomkostningerne over for låntagere og investorer, da matchfunding betyder, at lån og obligationer "spejler" hinanden.

Ifølge dansk lovgivning vil private placeringer som oftest være undtaget prospektpligt, jf. § 13 i bekendtgørelse om prospekter for værdipapirer, der optages til handel på et reguleret marked, og ved offentligt udbud af værdipapirer over 5 mio. euro. Dette skaber en vis fleksibilitet for udstedere og udbydere af værdipapirer, fordi de fritages fra at opfylde de relativt byrdefulde prospektregler.

#### Forbedring af SMV'ers adgang til finansiering

Spørgsmålet om tilgængelighed af relevant SMV-kreditinformation er ikke selvstændigt reguleret i dansk ret.

### Tiltrækning af privat finansiering til infrastruktur

Der eksisterer ikke en selvstændig lovgivning for OPP i Danmark. De lovgivningsmæssige rammer for OPP udgøres af byggeloven, udbudsreglerne, låne- og deponeringsreglerne samt bekendtgørelsen om kvalitet, OPP og totaløkonomi i offentligt byggeri.

### Forbedring af den bredere ramme for bæredygtig finansiering

Kommissionen har udstedt henstillinger på området for god selskabsledelse. På en række områder har anbefalingerne i disse henstillinger allerede udgjort en del af dansk selskabsret eller været omfattet af særlige regler inden for den finansielle lovgivning. Øvrige anbefalinger i Kommissionens foreliggende henstillinger er indarbejdet i de eksisterende Anbefalinger for god Selskabsledelse, som udstedes af Komitéen for god Selskabsledelse.

Det eksisterende direktiv om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber er gennemført i selskabsloven, jf. lov nr. 470 af 12. juni 2009. Kommissionens påtænkte tilføjelser omkring øget gennemsigtighed om institutionelle investorer, porteføljemanagers og særlige rådgivningsfirmaers forhold ved varetagelsen af investorinteresser vil efter omstændighederne kræve lovgivning. Der er ikke i dag detaljeret lovgivning på området.

De internationale regnskabsstandarder, der godkendes i regi af EU, har direkte anvendelse for børsnoterede virksomheders koncernregnskaber og kan valgfrit anvendes af andre virksomheder.

I forhold til de skattemæssige og juridiske rammer noteres, at når virksomheder skal finansiere en ny investering, kan de vælge mellem at optage lån (gældsfinansiering) eller at finansiere investeringen med aktionærernes "egne penge" (egenkapital i form af nye indskud eller akkumuleret indtjening). Med gældende regler har virksomhederne, med visse begrænsninger, fradrag for finansieringsudgifter for fremmedkapital, (dvs. rentebetalinger på lån, jf. statskattelovens § 6, litra e), mens der for egenkapital (dvs. udlodning af udbytte) ikke er samme skattemæssige behandling. Indførelsen af rentefradragsbegrænsningsreglerne i 2007, jf. selskabsskattelovens §§ 11 B og 11 C, skønnes at trække i retning af at mindske den skattemæssige forskelsbehandling mellem egenkapital- og gældsfinansiering. Nedsættelserne af selskabsskattesatsen har trukket i samme retning.

Konkursloven finder alene anvendelse på rekonstruktionsbehandling, konkurs eller gældssanering i forhold til skyldnere, der enten udøver erhvervmæssig virksomhed eller har hjemting i Danmark. Der kan begæres udlæg mv. i en skyldners ejendele her i landet, uanset om der er indledt konkursbehandling for samme skyldner i udlandet.

Konkursforordningen, der gælder ved grænseoverskridende insolvensbehandling og indeholder regler om bl.a. værneting, lovvalg og anerkendelse og fuld-

byrdelse af retsafgørelser inden for dens anvendelsesområde, finder ikke anvendelse i Danmark pga. retsforbeholdet. Kommissionen har tidligere ikke fundet anledning til at indlede forhandlinger med Danmark om parallelaftale.

#### **7. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser**

Meddelelsen har ikke i sig selv lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser.

#### **8. Samfundsøkonomiske konsekvenser**

Meddelelsen har i sig selv ikke samfundsøkonomiske konsekvenser. Kommissionen har ikke kvantificeret konsekvenser af eventuelt kommende lovforslag.

#### **9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet**

Meddelelsen medfører i sig selv ikke administrative byrder for dansk erhvervsliv. Kommissionen har ikke kvantificeret de samlede administrative konsekvenser af eventuelt kommende lovforslag.

#### **10. Høring**

Meddelelsen blev sendt i høring den 27. marts 2014 i EU-specialudvalget for den finansielle sektor samt den 28. marts i EU-specialudvalget for konkurrenceevne, vækst og forbrugerspørgsmål. Høringsfrist var den 4. april 2014. Specialudvalgsnotat blev sendt til ovenstående specialudvalg den 14. april med høringsfrist den 22. april. Nedenfor sammenfattes hovedindholdet af de indkomne høringssvar.

##### Dansk Aktionærforening

De enkelte initiativer i meddelelsen hilses generelt velkomment, herunder et indre marked for personlige pensioner og revision af direktivet om aktionærrettigheder. Dansk Aktionærforening noterer samtidig, at der på visse områder fortsat er behov for tiltag, der kan sikre investorbeskyttelse og transparens. Der lægges bl.a. stor vægt på, at den danske realkreditmodel kan opretholdes, ligesom forbrugerens opsparring på forsikrings- og pensionsområdet nyder nødvendig beskyttelse.

##### Dansk Erhverv

Dansk Erhverv understreger behovet for at fremme udbuddet af risikovillig kapital, såvel egenkapital som langfristet lånefinansiering. Mangel på kapital anses for at være et alvorligt problem, fordi det hæmmer virksomhedernes investeringskapacitet. Dansk Erhverv støtter generelt Kommissionens meddelelse, herunder de indeholdte forslag om bedre udnyttelse af offentlige midler, initiativer målrettet SMV'er og fremme af offentlig-privat samarbejde.

##### Dansk Industri

DI anser et velfungerende kapitalmarked for at være en grundlæggende forudsætning for, at danske virksomheder kan fungere og investere. DI hilser generelt meddelelsen vedkommen og opfordrer til, at de kumulative effekter af de førte politikker på området overvejes, herunder den bredere effekt på virksom-

hedernes investeringsbeslutninger. DI opfordrer regeringen til at se på nationale hindringer for langsigtet finansiering, herunder skattemæssige forhold.

#### Danske Maritime

Danske Maritime vurderer, at en af de væsentligste forudsætninger for fortsat vækst og innovation i den danske maritime industri er, at industrien har tilstrækkelig adgang til finansiering, herunder langsigtet finansiering. Danske Maritime opfordrer til, at arbejdet med langsigtet finansiering fortsættes og suppleres med flere og lignende indsatser. Der bør i den forbindelse tages højde for specifikke sektorbehov, idet den maritime sektor er kapitalintensiv og i særlig grad har behov for langsigtede finansieringsløsninger.

#### Finansrådet

Finansrådet noterer, at den rette balance skal findes mellem regulering af den finansielle sektor og dens evne til at imødekomme efterspørgslen efter lån. Finansrådet noterer, at Kommissionens tanker om bl.a. finansiell transaktionsskat og strukturelle reformer går imod målet om at fremme langsigtet finansiering. Finansrådet efterspørger bl.a. en analyse af effekterne af hele den nye finansielle regulering, som bankerne skal følge oven på den økonomiske krise.

#### FSR – danske revisorer

FSR finder, at en meget væsentlig forudsætning for bedre adgang til risikovillig finansiering er, at der fastlægges regler om regnskabsrapportering af høj kvalitet og om revision, eller eventuelt gennemgang (review), af regnskabsinformationer. FSR finder, at meddelelsen indeholder mange positive initiativer, men er betænkelig ved visse initiativer, især hvis initiativerne reelt indebærer forringede regnskabsmæssige oplysninger.

#### Landsorganisationen i Danmark

LO hilser meddelelsen velkommen, herunder initiativer, der forbedrer SMV'ers adgang til finansiering, initiativer for arbejdsmarkedspension og målrettet brug af OPP. LO noterer, at der er et potentiale forbundet med en finansiell transaktionsskat – både i forhold til at mindske ren spekulation og ved at generere indtægter, der kan anvendes til fx vækstinitiativer. LO finder det afgørende, at langsigtet finansiering anvendes på fx uddannelse, forskning og innovation.

#### Realkreditforeningen

Realkreditforeningen hilser Kommissionens ambition om at skabe en fælles ramme for covered bonds i Europa velkommen. Realkreditforeningen vurderer, at ambitionen imidlertid også rummer en væsentlig fare for, at særtræk ved den danske realkreditmodel i sidste ende må opgives til fordel for en mere standardiseret, europæisk model, som i dansk optik vil blive ringere.

#### Realkreditrådet

Realkreditrådet forholder sig positiv til Kommissionens intention om at undersøge muligheden for at indføre EU rammelovgivning for covered bonds. Dette kan være en mulighed for at få beskrevet og lovfæstet, hvordan et markedsba-

seret realkreditsystem som det danske fungerer. Realkreditforeningen finder samtidig, at man i de videre overvejelser må sikre, at velfungerende eksisterende systemer som det danske ikke påvirkes negativt af harmonisering.

#### **11. Generelle forventninger til andre landes holdninger**

Andre landes holdning til Kommissionens meddelelse kendes endnu ikke. Der vurderes overordnet at være støtte til meddelelsen og den indeholdte vækstdagsorden, herunder i forhold til forbedring af de finansielle rammebetingelser for europæiske SMV'er.

#### **12. Regeringens foreløbige generelle holdning**

Regeringen kan generelt støtte Kommissionens meddelelse om langsigtet finansiering, idet den udgør et vigtigt skridt mod en styrket vækstdagsorden.

##### Mobilisering af private kilder til langsigtet finansiering

Regeringen er enig med Kommissionen i, at der med de kommende likviditetskrav (LCR) skal sikres en balance imellem øget modstandskraft i pengeinstitutterne og eventuelle begrænsninger, som kravene måtte medføre i forhold til institutternes muligheder for at understøtte finansieringsaktivitet. Det er særligt vigtigt for regeringen, at Kommissionen tager tilstrækkelige hensyn til den danske realkreditmodel i udformningen af likviditetskravene og dermed sikrer, at den danske model fortsat kan fungere som en stabil finansieringskilde for den danske realøkonomi.

På forsikringsområdet kan meddelelsen læses sådan, at Kommissionen vil overveje at lave yderligere justeringer til kapitalkravene i Solvens II i forhold til visse langsigtede investeringer, fx infrastruktur. Det må formodes, at justeringerne i givet fald vil gå i retning af mere lempelige kapitalkrav til investeringer i disse aktivklasser. Det vil være i modstrid med konklusionerne i EIOPAs rapport på området. Regeringen finder, at det vil kræve yderligere analyse, hvis der skal etableres regler, der går imod den vurdering, som indtil nu er lagt til grund for kapitalkravene i Solvens II.

I forhold til pensionsområdet indeholder det nye IORP-direktivforslag fra den 27. marts 2014 ikke regulering af kapitalkrav, hvorfor der ikke er udsigt til, at der indføres et risikobaseret solvenskrav for firmapensionskasser. Regeringen finder, at muligheden for at fastsætte kvantitative investeringsregler i et vist omfang fortsat skal være muligt for firmapensionskasser. Det gælder også i forhold til de investeringer, som meddelelsen behandler, såfremt det vurderes at være nødvendigt ud fra et tilsynsmæssigt perspektiv.

Regeringen kan generelt støtte, at Kommissionen undersøger området for langsigtede opsparingskonti med henblik på at undersøge, om der er behov for at indføre en europæisk opsparingskonto.

##### Bedre udnyttelse af offentlige midler

Regeringen er umiddelbart positiv over for Kommissionens tanker om de nationale erhvervsfremmende banker, deres betydning for langsigtet finansiering og muligheden for øget samarbejde med bl.a. de internationale inve-

steringsbanker EIB og EIF. Kommissionens tanker er i tråd med den markante forøgelse af Vækstfondens aktivitetsniveau indenfor lån og kautioner, der har fundet sted siden finanskrisens start i 2008. I overensstemmelse med Kommissionens beskrivelse af de erhvervsfremmende banker har Vækstfonden således udgjort et vigtigt element i indsatsen for at hjælpe de mange danske SMV'er, der grundet finanskrisen har haft vanskeligt ved at opnå finansiering i pengeinstitutterne.

Kommissionens fokus på øget samarbejde mellem nationale erhvervsfremmende banker og EIB/EIF ligger endvidere i tråd med det nyligt etablerede samarbejde mellem Vækstfonden og EIF om Vækstfondens 'Små Vækstkautioner'. Samarbejdet indebærer, at Vækstfonden kan yde en supplerende garanti til finansieringsinstituttet for lån på op til 185.000 kr. Samarbejdet med EIF giver pengeinstitutterne større tilskyndelse til at yde de helt små lån, fx til iværksættere og små virksomheder, fordi bankerne får øget sikkerhed for lån, der kan være risikofyldte og dermed kan være vanskelige for bankerne, uden garantien, at få en rentabel forretning ud af.

Regeringen finder, at det er positivt, at EU's medlemslande benytter sig af eksportkreditinstitutter til at afhjælpe virksomhedernes finansieringsudfordringer, og regeringen er umiddelbart positiv over for Kommissionens forslag om at øge samarbejdet mellem de eksisterende, nationale eksportkreditinstitutter.

#### Udvikling af europæiske kapitalmarkeder

Regeringen vil arbejde for, at de foreslåede initiativer bidrager til større sammenhæng mellem de europæiske kapitalmarkeder for at sikre transparens og fremme langsigtede investeringer.

Regeringen støtter Kommissionens tanker om at styrke SVM'ers vækstvilkår ved at lade visse markedspladser registrere sig som 'vækstmarkeder'. Regeringen kan overordnet tilslutte sig bestræbelserne på at forbedre det sekundære marked for erhvervsobligationer. Forslag om øget handelsgennemsigtighed bør i den sammenhæng gennemføres under hensyntagen til at bevare en passende likviditet i de omfattede instrumenter. I forhold til undersøgelse af effekt af proportionalt prospektregime for SMV'er og selskaber med begrænset markedsværdi kan regeringen tilslutte sig, at der følges op på, om de gennemførte tiltag har den tilstræbte effekt.

I forhold til Kommissionens tanker om ændringer til UCITS-direktivet om kollektive investeringsordning afventer regeringen eventuelle udspil fra Kommissionens side.

Kommissionens tanker om at styrke markedet for sekuritisering ved at skabe større gennemsigtighed og standardisering er fornuftige. Kommissionens tanker kan, når realiseret, supplere de danske regler om refinansieringsregistre, idet større gennemsigtighed og standardisering på sigt vil øge tilliden til og likviditeten på markedet for sekuritiseringer og derigennem øge mulighederne for, at SMV'er kan opnå gældsfinansiering.

Det er regeringens holdning, at covered bonds er velegnet som langsigtet finansiering, da den danske realkreditmodel kan tilbyde lån med lang løbetid og – hvis det ønskes – med en kendt, fast rente. Det er således vigtigt for regeringen, at den danske realkreditmodel kan fortsætte med at tilbyde billig finansiering af fast ejendom til boligejerne, og at den høje grad af sikkerhed bagved obligationerne bibeholdes. Danmark vil således følge Kommissionens eventuelle initiativer på dette område nøje. Minimumsregler vil formentlig være at foretrække, da det er vurderingen, at dette giver en bedre mulighed for i højere grad at kunne bevare det høje niveau af den danske realkreditmodel.

Kommissionens tanker om at undersøge drivkræfter bag succesfulde private placement markeder synes fornuftige. Kommissionens tanker kan bidrage til at udvikle private placement markedet i Danmark.

#### Forbedring af SMV'ers adgang til finansiering

Regeringen er umiddelbart positiv over for Kommissionens forslag om at gennemføre en kortlægning af gældende lov og praksis vedrørende adgangen til SMV-kreditinformation. Regeringen bemærker, at der allerede i dag arbejdes på forbedring af kreditregisterinformationen på tværs af Europa. Således overvejer den Europæiske Centralbank aktuelt mulighederne for et forbedret kreditregister, jf. bankens beslutning af 24. februar 2014 vedr. "the organisation of preparatory measures for the collection of granular credit data by the European System of Central Banks".

Regeringen er ligeledes umiddelbart positiv overfor Kommissionens forslag om at understøtte SMV'er i deres dialog med banker og kapitalmarkedet.

#### Tiltrækning af privat finansiering til infrastruktur

Kommissionen noterer i sin omtale af Connecting Europe Faciliteten (CEF), at denne skal bidrage til, at mere gods løftes fra lastbiler til jernbanenettet. Midlerne har også til formål at understøtte mere søbaseret transport, hvortil Kommissionen indikativt har øremærket en del af CEF-puljen. Regeringen finder, at Kommissionen i sit videre arbejde bør iagttage disse formål.

Regeringen kan umiddelbart støtte, at Kommissionen evaluerer muligheden for at oprette en frivillig liste over kommende OPP-projekter. En sådan liste kan bidrage til at styrke konkurrencen på markedet for OPP ved at skabe mere forudsigelighed omkring OPP-markedets udvikling. Derudover vil den frivillige liste hverken medføre væsentlige finansielle eller administrative omkostninger for de omfattede myndigheder. Regeringen finder det også umiddelbart positivt, at Kommissionen vil evaluere muligheden for at indsamle og, hvor muligt, offentliggøre standardiseret kreditinformation om finansiering af infrastrukturprojekter.

#### Forbedring af den bredere ramme for bæredygtig finansiering

Regeringen støtter generelt corporate governance initiativer, der bidrager til at skabe et velfungerende og holdbart investeringsklima til gavn for europæ-



isk erhvervsliv. Regeringen støtter endvidere initiativer, der tager hensyn til sociale og miljømæssige forhold i forbindelse med investeringer.

Regeringen er umiddelbart positiv over for, at Kommissionen undersøger dagsværdiprincippet i forhold til at ændre regnskabsreguleringen for at fremme de langsigtede investeringer. Regeringen er dog skeptisk over for en eventuel begrænsning i anvendelsen af dagsværdiprincippet. Dette skyldes, at en begrænsning af dagsværdiprincippet vil være et brud med en udvikling, der er gået i retning mod øget brug af dagsværdier, idet disse typisk giver et mere aktuelt billede af virksomhedens økonomiske forhold.

Kommissionen og interessenter bør være opmærksomme på, at uanset om kostpris anvendes som regnskabsprincip i stedet for dagsværdiprincippet, gælder der fortsat et generelt princip om, at der skal foretages nedskrivning, hvis et aktiv falder i værdi.

Regeringen ser positivt på at indføre en særlig regnskabsstandard for mindre virksomheder, som ikke er børsnoterede. Den internationale, standardudstedende organisation, IASB, har allerede udarbejdet en sådan, der imidlertid ikke er godkendt af EU. Det ville derfor være nærliggende at implementere denne standard i EU. Standarden er ikke rettet mod børsnoterede virksomheder og er således som udgangspunkt ikke anvendelig for disse. Hvorvidt standarden også skal kunne anvendes af små børsnoterede virksomheder, må i givet fald afvente en nærmere analyse.

Regeringen er umiddelbart positivt indstillet over for Kommissionens tiltag om fortsat at overvåge landenes skattemæssige behandling af gæld og egenkapital samt, hvis dette skønnes relevant, at komme med landespecifikke anbefalinger herom. Det bemærkes samtidig, at reglerne vedrørende den skattemæssige behandling af gæld og egenkapital skal ses i sammenhæng med den øvrige beskatning.

### **13. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg**

Sagen har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg. Sagen er nævnt til orientering den 5. juli 2013 i forbindelse med fremsendelse af Erhvervs- og Vækstministeriets grund- og nærhedsnotat om Europa-Kommissionens grønne bog om langsigtet finansiering af den europæiske økonomi (COM(2013)150).