



B Ø R S M Æ G L E R F O R E N I N G E N



Høringsvar til Finanstilsynets specialudvalgsnotat vedrørende Kommissionens grønbog om en kapitalmarkedsunion

BørsMæglerforeningen og Finansrådet (Foreningerne) deler regeringens foreløbige holdning, jf. pkt. 12 i Finanstilsynets specialudvalgsnotat, herunder at grønbogens initiativer overordnet kan støttes, og at den generelle holdning er positiv, da en lang række af initiativerne understøtter vækst.

Det bemærkes, at regeringen stiller sig tvivlende over for behovet for harmonisering inden for selskabsret, skat og insolvens. På nuværende tidspunkt, hvor indholdet af de konkrete initiativer stadig er uklart, finder Foreningerne det vanskeligt at vurdere behovet for harmonisering på disse områder.

Foreningerne ser frem til at uddybe vore synspunkter i de særskilte høringer vedrørende prospektdirektivet og sekuritiserings samt ved den kommende høring vedrørende covered bonds.

---o0o---

Et af de primære formål med kapitalmarkedsunionen er at gøre det lettere for små- og mellemstore virksomheder at fremskaffe kapital via kapitalmarkedet frem for traditionel bankfinansiering. Tanken er, at Europa i højere grad skal nærme sig strukturen i USA, hvor virksomhederne får ca. 80 pct. af finansieringen fra kapitalmarkedet og ca. 20 pct. fra banker, mens det modsatte er tilfældet i Europa.

Generelle kommentarer

Foreningerne bakker op om Kommissionens fokus på vækst og jobs, herunder initiativerne som er foreslået som en del af kapitalmarkedsunionen. Initiativerne vil være med til at styrke, at Europa har effektive og dynamiske finansielle markeder sammen med en stærk banksektor.

Det er dog helt afgørende, at der er en klar politisk forståelse af den kritiske **sammenhæng mellem de primære og sekundære markeder**, dvs. udstedelse og handel: Det er positivt, at der fra politisk hånd ønskes at arbejde for en fornuftig understøttelse af eksempelvis udstedelse af virksomhedsobligationer, men det er u hensigtsmæssigt og understøtter ikke initiativerne, hvis der samtidig udformes regler, der gør det meget vanskeligt at

20. marts 2015

Finanssektorens Hus
Amaliegade 7
1256 København K

Telefon 3370 1000

mail@finansraadet.dk

www.finansraadet.dk

Journalnr. 514/29

Dok. nr. 536087-v2

stille effektive priser i de pågældende instrumenter på de sekundære markeder.

Side 2

Likviditet er en afgørende faktor for at skabe en effektiv kapitalmarkedsunion. Investorer skal have vished for, at når de køber værdipapirer, skal de hurtigt kunne sælge værdipapirerne igen, hvis de ønsker det. Hvis dette ikke er tilfældet, bliver det vanskeligt at tiltrække investorer, ligesom prisfastsættelsen af værdipapirerne bliver dårligere. Det skaber øgede kapitalomkostninger for virksomheder, som finansierer sig via kapitalmarkederne.

Journalnr. 514/29

Dok. nr. 536087-v2

Igennem de seneste år er der udstedt en række **level 2-retsakter**, ligesom en række er på vej de kommende år. En række af disse level 2-retsakter risikerer at kunne komme i konflikt med formålet med kapitalmarkedsunionen. Som eksempel kan nævnes de kommende level 2-retsakter for MiFIR/D II, som kan være særdeles uhensigtsmæssige for prisfastsættelsen og effektiviteten i de europæiske værdipapirmarkeder, herunder det danske realkreditmarked, hvis ikke de foreslåede regimer og tærskelværdier kalibreres korrekt. Det er derfor vigtigt at se på sammenhængen til eksisterende regulering og regulering, der pt. forhandles, så der sikres level 2-retsakter, der understøtter kapitalmarkedsunionen, herunder at det fx kan være relevant at genoverveje visse allerede udstedte retsakter og retsakter under forhandling.

En række af de **level 1-forslag**, som lige nu forhandles i Rådet og Parlamentet, risikerer ligeledes at være i konflikt med formålet med kapitalmarkedsunionen. Dette gælder særligt forslaget om en bankstrukturreform, hvorefter de største bankers handelsaktiviteter under visse omstændigheder skal separeres ud i en særskilt handelsenhed. Mere specialiserede enheder er mere sårbare, hvilket betyder, at fundingen bliver dyrere. Forslaget kan derfor give bankerne tilskyndelse til at reducere visse markedsrelaterede handelsaktiviteter som eksempelvis market making i mindre likvide og/eller perifære markeder, fordi omkostningerne bliver for store. Det står i modsætning til formålet med kapitalmarkedsunionen, og dette bør tages med i overvejelserne under forhandlingerne af bankstrukturreformen. Et andet eksempel er den finansielle transaktionsskat, der vil gøre kapitalmarkeds-transaktioner dyrere.

Kommentarer til specifikke initiativer

Udviklingen af alternative finansieringsmuligheder som **peer- to peer lending** og **crowdfunding** ser Foreningerne positivt på. Alle aktører, der tilbyder samme services, bør være underlagt ens regler, tilsyn mv., dvs. en level playing field. Dette er vigtigt ud fra både et konkurrencemæssigt og investorpolitisk synspunkt, men også for at opretholde finansiell stabilitet.

Foreningerne støtter overordnet initiativet om en højere grad af **standardisering** og ser dette som en mulighed for at kick-starte markederne. Nogle markeder er dog meget komplekse, fx **covered bonds** markederne i Europa. Foreningerne støtter generelt den overordnede ambition om at integrere markederne bedre, men det er dog vigtigt at træde varsomt og anerkende, at det er et større arbejde, der på sigt kan give udfordringer inden for insolvens, selskabsret og skat. Foreningerne finder det derfor fornuftigt i første omgang at starte med en soft-law tilgang baseret på best practices, hvilket

Foreningerne ser frem til at uddybe nærmere i den særskilte høring omkring covered bonds.

Side 3

Udviklingen af et nordisk **corporate bond** marked afhænger både af en udvidelse af investorbasen og af likviditet i det sekundære marked. Det har været forsøgt at standardisere dokumentationen i Norden for at simplificere processen for både udstedere og investorer. Lokale corporate bond markeder bør fortsat kunne beholde individuelle karakteristika for at kunne facilitere at bringe nye lokale udstedere (SME'er) på markedet, hvilket særligt for sådanne nye lokale udstedere ikke er en kendt proces. Initiativet vedrørende udviklingen af markedet for **green bonds** ses også som positivt. Det er et marked, der bliver større og større fokus på.

Journalnr. 514/29
Dok. nr. 536087-v2

Et bæredygtigt setup omkring **sekuritisering** kan fuldt ud bakkes op. Som opfølgning på krisen er sekuritisering et af de områder, hvor der lovgivningsmæssigt er strammet væsentligt op i en retning, der ikke understøtter initiativet i kapitalmarkedsunionen. Det gælder fx kategoriseringen af aktiver, der kan holdes som likviditet, sammenholdt med strengere kapitalkrav efter CRR. Det er Foreningernes vurdering, at sekuritisering på nuværende tidspunkt (med de nuværende kapitalkrav) er en dyrere fundingmodel end traditionelle lån mod sikkerhed. Også solvens II har medført yderligere krav, som har sænket investeringsappetitten. Uden væsentlige ændringer i en markedsvenlig retning risikeres det, at sekuriseringskapaciteten i små og mellemstore europæiske banker mistes.

Det er Foreningernes vurdering, at det vil være hensigtsmæssigt for effektive kapitalmarkeder i videst muligt omfang at standardisere og ensrette dokumentation og rating i forhold til eksempelvis sekuritisering.

Foreningerne støtter initiativet vedrørende revision af **prospektdirektivet** for at lette kravene til prospekter. Som med flere initiativer i kapitalmarkedsunionen skal den rette balance mellem en udvidelse af investorbasen og investorbeskyttelse findes. Meget byrdefulde krav for produkter rettet mod særligt retail investorer kan medføre et reduceret udbud af sådanne produkter. Desuden kan for vidtgående og detaljeret information gøre det vanskeligere for investorer at forholde sig til, om de vil investere i produkterne. Den rette balance må således findes og en gennemgang af mulige lettelser i prospektdirektivet bydes velkommen.

Foreningerne vurderer, at en harmoniseret tilgang, eksempelvis via en fælles simpel regnskabsstandard af høj kvalitet, til **kreditinformation** mv. for SME'er kan have en positiv indflydelse på disses adgang til kapitalmarkederne. Det er dog væsentligt, at den nødvendige information afgives af SME'erne, således at der ikke opstår udfordringer i forhold til bankernes fortlørelighed og databeskyttelse.

Initiativet omkring **Long Term Investments** støttes fuldt ud. ELTIF-reguleringen støtter op om langsigtede investeringer, herunder inden for infrastruktur, og Foreningerne ser derfor frem til ikrafttræden af ELTIF-reguleringen. Det er Foreningernes indtryk, at der i markedet er en interesse for sådanne investeringer, og initiativer der kan understøtte en større brug af

ELTIF byder Foreningerne derfor velkomne. Øvrige initiativer, der kan støtte op om alternative finansieringskilder støttes ligeledes.

Side 4

Foreningerne støtter også op om Kommissionens mere generelle initiativ om at styrke **investeringsmulighederne for mindre investorer**. Dette er ikke en nem opgave, da nationale regler på området er meget forskellige. Det kan derfor være nødvendigt at se på og harmonisere grundlæggende regler som skat, investorbeskyttelse og markedsføringsregler, for at initiativet kan få fuld effekt.

Journalnr. 514/29

Dok. nr. 536087-v2

Det er Foreningernes opfattelse, at man skal være varsom med at satse på, at mindre investorer finansiere små- og mellemstore virksomheder direkte. En indirekte finansiering gennem eksempelvis UCITS eller pensionsforsikringsordninger er imidlertid fornuftig. Den viden bankerne har om kreditvurdering af SMV'er kan bruges i forbindelse med udvikling af produkter, der kan bidrage til (indirekte) at finansiere SMV'er (eksempelvis sekuritiserings). En sådan finansiering er også fornuftig.

Det er ligeledes Foreningernes opfattelse, at vi gennem de seneste år har oplevet en væsentlig forøgelse af administrative byrder grundet overlappende tilsyn, dobbeltrapportering mv. De europæiske tilsynsmyndigheder kunne inden for deres mandat spille en stærkere koordinerende rolle for at undgå disse uhensigtsmæssigheder.

Konklusion

Foreningerne er overordnet enige i det anførte om regeringens foreløbige holdning, jf. pkt. 12 i specialudvalgsnotatet, herunder at grønbogens initiativer overordnet kan støttes, og at den generelle holdning er positiv, da en lang række af initiativerne understøtter vækst.

Det bemærkes, at regeringen stiller sig tvivlende over for behovet for harmonisering inden for selskabsret, skat og insolvens. På nuværende tidspunkt, hvor indholdet af de konkrete initiativer stadig er uklart, finder Foreningerne det vanskeligt at vurdere behovet for harmonisering på disse områder.

Foreningerne ser frem til at uddybe vore synspunkter i de særskilte høringer vedrørende prospektdirektivet og sekuritiserings samt ved den kommende høring vedrørende covered bonds.

Med venlig hilsen

Stefan Munch Gotfredsen

Direkte +45 3370 1074

smg@finansraadet.dk