

**Økonomiministeriets udvalg om den finansielle
sektor efter år 2000**

Den finansielle sektor efter år 2000

September 1999

Den finansielle sektor efter år 2000

September 1999, Betænkning 1376

ISBN: Trykt udgave 87-7862-060-0

ISBN: Elektronisk udgave 87-7862-072-4

Omslag: Boje & Mobeck as. Foto: Ib Katznelson (copyright)

Tryk: Schultz Grafisk A/S

Pris: Kr. 100,00

Yderligere eksemplarer af denne publikation kan bestilles hos:

Schultz Information

Herstedvang 10-12

DK-2620 Albertslund

Tlf: +45 43 63 23 00

Fax: +45 43 63 19 69

eller købes hos:

Schultz ErhvervsBoghandel

Vognmagergade 7

DK-1120 København K.

Henvendelse om rapporten kan i øvrigt ske til:

Økonomiministeriet

Ved Stranden 8

DK-1061 København K.

Tlf.: +45 33 92 33 22

Fax: +45 33 93 60 20

Internetadresse: OEM@OEM.DK

Hjemmeside: WWW.OEM.DK

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1	Indledning	7
1.1	Baggrund	7
1.2	Udvalgets kommissorium	8
1.3	Udvalgets sammensætning	10
1.4	Rapportens indhold	11
1.5	Delrapporter	14
Kapitel 2	Sammenfatning og anbefalinger	17
2.1	Indledning	17
2.2	Hovedudfordringer for den finansielle sektor	18
2.3	Den danske finansielle sektor på tærsklen til år 2000	22
2.4	Styrkelse af de fremtidige rammevilkår	26
2.5	Fremtidsorientering af det finansielle tilsyn	28
2.6	Strukturtilpasning og effektive kapitalmarkeder	34
2.7	Større gennemsigtighed og gode kundeforhold	51
Kapitel 3	Den finansielle sektors betydning og fremtidige udvikling	61
3.1	Indledning	61
3.2	Den finansielle sektors betydning	62
3.3	Modtagelse af indlån og kreditgivning	63
3.4	Betalingsformidling	65
3.5	Forsikring og kapitalforvaltning	66
3.6	Det finansielle system og økonomisk vækst	67
3.7	Strukturelle forandringer	68
3.8	Udfordringer og omstillingsbehov for den finansielle sektor	69
Kapitel 4	Benchmarking af den finansielle sektor	73
4.1	Indledning	73
4.2	Den finansielle sektors betydning, rammebetingelser og makroøkonomiske udvikling	74
4.3	Pengeinstitutter	75
4.4	Investeringsforeninger	80
4.5	Realkredit	81
4.6	Forsikring og pension	85
4.7	Det danske værdipapirmarked i internationalt perspektiv	90
Kapitel 5	Internationaliseringen	93
5.1	Internationaliseringen og de finansielle markeder	94
5.2	Internationaliseringen af den danske finansielle sektor	113
5.3	Internationaliseringens betydning for kunderne	119

Kapitel 6	Den markeds- og strukturmæssige udvikling	123
6.1	Den markeds-mæssige udvikling	124
6.2	Kreditinstitutter	129
6.3	Værdipapirmarkedet	131
6.4	Skadesforsikring	133
6.5	Livsforsikring og pension	134
6.6	Koncentrationstendenser	137
6.7	Finansielle koncerner	140
6.8	Hvorfor flere koncerner?	146
6.4	Fremtidsudsigter	150
Kapitel 7	Risikovillig kapital	153
7.1	Indledning	153
7.2	Virksomhedernes efterspørgsel efter risikovillig kapital	154
7.3	Markederne for risikovillig kapital	157
7.4	Investorerne	161
7.5	Er markedet for risikovillig kapital effektivt?	167
7.6	Kan rammebetingelserne forbedres?	173
Kapitel 8	Udviklingen i informationsteknologi og den finansielle sektor	183
8.1	Indledning	184
8.2	Ændringer i sektorens struktur og organisation	185
8.3	Eksempel på betydningen af stordriftsfordele: værdipapirhandel	187
8.4	IT's betydning for produktudviklingen af finansielle tjenesteydelser	190
8.5	Markedsføring og distributionskanaler	195
8.6	Håndtering af risici	197
8.7	IT-udviklingen og kunder	201
Kapitel 9	Forholdet til ikke-finansiell virksomhed	207
9.1	Indledning	207
9.2	Konkurrence fra ikke-finansiell virksomhed i Danmark	209
9.3	Internationale tendenser	215
9.4	Grænsefladen mellem finansiell og offentlig virksomhed	219
Kapitel 10	Fremtidige rammevilkår	229
10.1	Målsætning	229
10.2	Hvor står Danmark reguleringsmæssigt i dag?	232
10.3	De fremtidige udfordringer	243
10.4	Fremtidsorientering af den finansielle tilsynsvirksomhed	251
Bilag 1:	Direktiver mv. på det finansielle område	260
Bilag 2:	Resultat af undersøgelsen "Tilsynet med den finansielle sektor - en nordisk undersøgelse"	269
Bilag 3:	International harmonisering af regnskabspraksis	275
Kapitel 11	Det fremtidige tilsyn med finansielle koncerner	279
11.1	Tilsynslovgivningen vedrørende finansielle koncerner	280
11.2	Lov om finansiell virksomhed kombineret med sektorlove	293
Bilag 1:	Koncernrisici	297
Bilag 2:	Tilsyn med koncernrisici	299
Bilag 3:	Koncern typer	302

Bilag 4:	De største finansielle aktører på det danske marked - opbygning og tilsynsmetoder	305
Kapitel 12	Ejerskabsforhold	311
12.1	Indledning	312
12.2	Ejerskabsstrukturen i den finansielle sektor	313
12.3	Ejerformens betydning for rentabiliteten i den finansielle sektor	314
12.4	De finansielle virksomheders ejerindflydelse	317
12.5	De institutionelle investorers mulighed for opkøb af ejerandele	321
12.6	Bestemmende indflydelse og finansielle virksomheder	327
12.7	Barrierer for strukturtilpasning	337
12.8	Gennemsigtighed på værdipapirmarkedet	341
Bilag 1:	Ejerskabsforhold	344
Bilag 2:	International undersøgelse vedrørende bestemmende indflydelse	347
Kapitel 13	Fremme af strukturtilpasning	351
13.1	Værdipapirmarkedet	352
13.2	Clearing og registrering af værdipapirhandel	363
13.3	Pengeinstitutter, investeringsforeninger og specialforeninger	371
13.4	Realkredit	376
13.5	Forsikring og pension	378
Bilag 1:	Forbrugerombudsmandens opfattelse af hvad der er god markedsføringsskik ved afregning af værdipapirhandler for private investorer	383
Kapitel 14	Skatteforhold	385
14.1	Selskabsskatten	386
14.2	Lønsumsafgiften	387
14.3	Mere velfungerende kapitalmarkeder	391
14.4	Afskaffelse af aktieomsætningsafgiften	394
14.5	Investeringsforeninger	396
14.6	Mindsterenteproblemstillingen	398
14.7	Beskatning af privates aktieafkast	402
14.8	Udfordringer i skattepolitikken i EU	403
Bilag 1:	Lønsumsafgiftens betydning for arbejdsgivers samlede arbejdskraftsomkostninger - sammenligning med Sverige	406
Kapitel 15	Gennemsigtighed og kundebeskyttelse	409
15.1	Mål	410
15.2	Gennemsigtighed på kundeområdet	411
15.3	Beskyttelse mod risici for interessekonflikter	418
15.4	Øgede valgmuligheder og indflydelse	420
15.5	God skik-regler	423
15.6	Klageregler	431
15.7	Nødvendighedsydelse	433
15.8	Garantiordninger i den finansielle sektor	435
Bilag 1:	Kontributionsprincippet	440
Ordliste		443
Tabel- og figurfortegnelse		451

Kapitel 1

Indledning

1.1 Baggrund

Den finansielle sektor i Danmark står over for en række udfordringer efter år 2000, som i omfang og betydning vil kunne overgå de ændringer, der har fundet sted i forbindelse med bl.a. de koncentrationstendenser, der er set gennem de senere år.

Udfordringerne skal ses i lyset af den hastige teknologiske og internationale udvikling, der åbner op for nye betalingsformer, ændrede kunderelationer og skærpet konkurrence inden for stort set alle dele af den finansielle sektor.

Teknologiens udvikling sætter blandt andet sit tydelige præg inden for homebanking og -insurance, finansielle tjenesteydelser på Internettet og elektronisk handel med værdipapirer for private. Denne udvikling er stadig i sin vorden men kan udvikle sig til at få væsentlig betydning for konkurrencesituationen, distributionssystemet og forholdet til kunderne.

Hertil kommer ændrede markedsmæssige vilkår. Den internationale konkurrence på det finansielle område må forventes at blive øget. I Europa vil konkurrenceforholdene for den danske finansielle sektor i de kommende år blive præget af øget grænseoverskridende virksomhed samt ØMU'ens 3. fase. Denne udvikling kan betyde væsentligt ændrede arbejdsbetingelser også for den danske finansielle sektor, selvom Danmark står udenfor.

De ovenfor skitserede udviklingstendenser vil også få væsentlig betydning for brugerne af finansielle tjenesteydelser, såvel forbrugere, virksomheder som det offentlige. Ikke blot får brugerne nye muligheder, men udviklingen betyder også, at de traditionelle beskyttelses-hensyn i lovgivningen kræver fornyet overvejelse. Det gælder ikke kun foranstaltninger til et stabilt finansielt system, lige konkurrencevilkår og sikkerhed. Også hensynet til, at brugerne af finansielle tjenesteydelser får mulighed for at anvende de muligheder, den nye teknologi skaber, bør tillægges vægt. Adgang til risikovillig kapital er en vigtig rammebetingelse for erhvervene, ligesom der i de kommende år på tværs af de finansielle delsektorer må ventes øget konkurrence og større krav til markedsgennemsigtighed og etik blandt andet vedrørende forvaltningen af den voksende pensionsopsparing.

Såvel ud fra samfundsøkonomiske som erhvervsmæssige hensyn er det væsentligt, at den danske finansielle sektor og den finansielle lovgivning er rustet til de ændrede vilkår. En fortsat effektiv betalings- og kapitalformidling, kapitalforvaltning og forsikring til konkurrencedygtige priser indgår som et centralt element i et moderne samfunds infrastruktur.

1.2 Udvalgets kommissorium

Regeringen besluttede på denne baggrund i august 1997 at nedsætte udvalget om "Den finansielle sektor efter år 2000". Udvalget har fået til opgave at analysere og vurdere den teknologiske og markedsmæssige udvikling i den finansielle sektor, herunder at indkredse de omstillingsbehov, som den finansielle sektor står overfor.

Udvalget skal endvidere overveje behovet for ændringer i lovgivningen i lyset af udviklingsperspektiverne samt eventuelt stille forslag herom.

Udvalget har herunder til opgave at

Den teknologiske udvikling

- Beskrive udviklingen af elektroniske betalingssystemer og elektronisk værdipapirhandel i Danmark og udlandet samt udviklingen af andre salgs- og markedsføringssystemer i den finansielle sektor, herunder salg af forsikringsprodukter.
- Vurdere tilsynsmæssige og konkurrencemæssige konsekvenser for den finansielle sektor og dens forhold til andre erhvervssektorer.
- Overveje om den gældende lovgivning er hensigtsmæssig ud fra såvel samfunds-, erhvervs- som forbrugermæssige synspunkter og foreslå eventuelle lovændringer. Dette skal ske under hensyntagen til den internationale udvikling i regeldannelsen, herunder ikke mindst i EU.
- Overveje behovet for ændringer af lov om betalingskort i lyset af den betalingsteknologiske udvikling.

Den markedsmæssige udvikling

- Analysere markeds- og konkurrenceudviklingen samt de strukturmæssige konsekvenserne heraf i den finansielle sektor og på de finansielle markeder i lyset af den internationale udvikling, herunder ikke mindst ØMU'en.
- Vurdere konsekvenser for den finansielle sektors udviklingsmuligheder og for kapitalformidlingen, bl.a. vedrørende risikovillig kapital og placeringsreglerne for forsikringsselskaber og pensionskasser mv.
- Beskrive udbredelsen af erhvervsvirksomheder mfl.'s interne opsparingsordninger for ansatte i Danmark og i udlandet og vurdere konsekvenserne for den finansielle sektor.
- Belyse konsekvenserne for forbrugerbeskyttelse, et stabilt finansielt system samt hensynet til konkurrencesituationen af udbredelse af opsparings- og finansieringsordninger i ikke-finansielle virksomheder.
- Vurdere behovet for lovændringer i lyset af udviklingsperspektiverne, herunder den internationale regeldannelse ikke mindst i EU.

1.3 Udvalgets sammensætning

Udvalget har følgende sammensætning:

Departementschef Michael Dithmer (formand), Økonomiministeriet
Professor dr. jur. Mads Bryde Andersen
Professor lic. polit. Michael Møller
Økonom Arne Skov Andersen (Pia Paarup Krebs indtil medio november 1998), Arbejderbevægelsens Erhvervsråd
Formand Allan Bang, Finansforbundet
Vicedirektør Eugen Schmidt (Direktør Jens Bache indtil 1. april 1999), Værdipapircentralen
Direktør Lars Barfoed, Finansrådet
Direktør Henrik Bjerre-Nielsen, Finanstilsynet
Direktør Kim Duus (Direktør Claus Gregersen indtil 1. november 1998), Børsmæglerforeningen
Statsaut. revisor og seniorpartner Eva Fisker, Dansk Handel & Service
Direktør Torben Gjede, Realkreditrådet
Kontorchef Lars Hjortnæs, Justitsministeriet
Direktør Steen Leth Jeppesen, Forsikring & Pension
Forbrugerombudsmand, Hagen Jørgensen
Ulrik Mogensen (Specialkonsulent Rolf Kjærgaard indtil 1. april 1999, Kontorchef Charlotte Münter indtil 1. februar 1999), Erhvervsministeriet.
Økonom Ole Just (Afdelingschef Peter Nedergaard indtil 1. april 1999), Forbrugerrådet.
Konsulent Lene Nielsen, Dansk Industri og Landbrugsrådet
Kontorchef Helge Sigurd Næss-Schmidt, Finansministeriet
Kontorchef Preben Underbjerg Poulsen, Skatteministeriet
Direktør Tyge Vorstrup Rasmussen, Københavns Fondsbørs A/S
Fuldmægtig Bente Sølvsten, Konkurrencestyrelsen
Direktør Jens Thomsen (Vicedirektør Jørgen Ovi indtil 1. december 1998), Danmarks Nationalbank
Sekretariatschef Peter Wendt, InvesteringsForeningsRådet
Chef for Virksomhedsrelationer, Birthe Werner, ATP og LD

Sekretariatet:

Kontorchef Torben Weiss Garne, Økonomiministeriet

Prokurist Karsten Bilstoft, Danmarks Nationalbank

Specialkonsulent Jesper Ulriksen Thuesen, Danmarks Nationalbank

Fuldmægtig Birgitte Søgaard Jensen, Danmarks Nationalbank

Analysechef Jørn Andersen, Finanstilsynet

Kontorchef Lars Østergaard, Finanstilsynet

Chefkonsulent Jens Christian Nielsen (indtil 1. maj 1999), Økonomiministeriet

Chefkonsulent Lotte Pia Møllerup, Økonomiministeriet

Fuldmægtig Christian Bruhn Rieper, Økonomiministeriet

Fuldmægtig Claes Roepstorff, Økonomiministeriet

Udvalget har afholdt 20 møder. Udvalgets arbejde er afsluttet den 11. august 1999.

1.4 Rapportens indhold

Kapitel 2 indeholder en sammenfatning af rapportens konklusioner, samt forslag til initiativer.

Kapitel 3 giver en introduktion til de i kapitlerne 4-9 indeholdte analyser af de markedsmæssige og teknologiske udviklingstendenser. Interessen i at bevare og udbygge en effektiv finansiel sektor belyses, og de omstillingsbehov og udfordringer indkredses, som den finansielle sektor står overfor.

Kapitel 4 indeholder en benchmark analyse af, hvor meget fylder sektoren (BNP samt antal beskæftigede, løn). Der ses endvidere på indikationer for den danske finansielle sektors styrkepositioner og svagheder. Yderligere er der en strukturbeskrivelse af de enkelte sektorer. Endelig ses på den finansielle lovgivning og tilsynspraksis i relation til sammenlignelige lande.

Kapitel 5 er en gennemgang af internationaliseringens indvirkning på konkurrencesituationen i den finansielle sektor. Kapitlet belyser endvidere perspektiverne for den danske finansielle sektor i lyset af internationaliseringen.

Kapitel 6 kortlægger struktur- og markedsudviklingen i perioden 1987-1997 ud fra et historisk perspektiv. Der ses på udviklingen i balancerne, antallet af institutter og ansatte samt værdipapirmarkedet. I forbindelse med udviklingstendensen ses nærmere på blandede finansielle koncerner samt koncentrationsdannelse og årsager hertil

Kapitel 7 beskriver den finansielle sektor som formidler af risikovillig kapital. Der fokuseres på både udbuds- og efterspørgselssiden for risikovillig kapital, ligesom der ses på, om markedet for risikovillig kapital er effektivt. Endelig belyses en række institutionelle forhold, herunder skattemæssig forhold.

Kapitel 8 omhandler udviklingen i informationsteknologien og den finansielle sektor, herunder engros- og detailbetalingsformidling, elektroniske penge, kortlægning af IT-risici samt IT-udviklingens betydning for konkurrenceforholdene i den finansielle sektor. Endelig er der en vurdering af IT's betydning for privat- og erhvervskunderne, hvilket også indebærer en gennemgang af markedsførings- og distributionskanaler.

Kapitel 9 omhandler finansielle produkter uden for den finansielle sektor. Endvidere belyses grænsefladen mellem finansiell og ikke-finansiell virksomhed samt grænsefladen mellem privat og offentlig virksomhed.

Kapitel 10 indeholder målsætninger for de fremtidige rammevilkår for den finansielle sektor. Der foreligger en vurdering af de danske rammevilkår i relation til en række sammenlignelige lande. Der ses nærmere på tilsynspraksis, hvor der også foretages en international sammenligning. I forlængelse af de internationale sammenligninger

ses der nærmere på, hvilke internationale initiativer, som relatere sig til rammebetingelserne for den finansielle sektor.

Kapitel 11 indeholder overvejelser vedrørende det fremtidige tilsyn med finansielle koncerner foruden på den danske tilsynslovgivning vedrørende finansielle koncerner. Der er en beskrivelse af den internationale behandlingen af koncerner. Endelig indgår en række betragtninger vedrørende den fremtidige regulering af finansielle koncerner, herunder overvejelser vedrørende en ny lovstruktur, der tager højde for koncernudviklingen.

Kapitel 12 omhandler ejerskabsforhold. Der ses også på, hvorvidt ejer- og selskabsform har betydning for rentabiliteten. Dernæst beskrives placeringsreglerne for forsikringsselskaber. Endvidere foreligger der overvejelser angående reglerne for finansielle virksomheders mulighed for at have bestemmende indflydelse. Videre anbefales det, at de lovgivningsmæssige hindringer for en tilpasning af ejerskabsstrukturerne fjernes. Endelig ses på en række initiativer til at forbedre gennemsigtigheden på Københavns Fondsbørs.

Kapitel 13 ser på fremme af strukturtilpasningen på en række områder inden for den finansielle sektor. Vigtigheden af et konkurrencedygtigt værdipapirmarked samt konkurrencedygtige rammer for kapitalforvaltning beskrives. Yderligere er der en vurdering af realkreditinstitutternes produktudvikling og balanceprincippet. Dernæst beskrives forholdene omkring selskaber med forskellige garanterede renter til kunderne. I kapitlet indgår desuden betragtninger om gebyrfri opbevaring af aktie- og investeringsforeningsbeviser. Slutteligt er der en diskussion af kapitalkrav for pengeinstitutter samt en beskrivelse af større gennemsigtighed for de professionelle aktører.

I kapitel 14 bedømmes skattereglerne for den finansielle sektor. Der fokuseres på selskabsskatten samt omlægningen af pensionsafkastbeskatningen, og skatteregler for investeringsforeninger behandles fremgår argumenterne for afskaffelse af aktieomsætningsafgiften.

Yderligere tages diskussionen vedrørende lønsumsafgiften og mindsterenten op. Til sidst dannes et billede med hensyn til internationale tendenser i skattepolitikken.

Kapitel 15 handler om kundernes mulighed for at træffe deres beslutninger vedrørende finansielle tjenesteydelser på et kvalificeret grundlag. I den forbindelse fokuseres på fire forhold. Større gennemsigthed som et middel til at sikre og forstærke konkurrencen på de finansielle markeder, imødegåelse af interessekonflikter i kapitalforvaltningen, flere valgmuligheder for kunderne i de skattebegunstigede opsparingsordninger og endelig god skik regler og effektiv klageadgang for forbrugerne.

1.5 Delrapporter

I tilknytning til udvalgets arbejde er der udarbejdet 7 delrapporter.

Delrapport 1 IT-udviklingen og den finansielle sektor

I rapporten belyses betydningen af den teknologiske udvikling for den finansielle sektor. Derudover afdækker rapporten, om udviklingen har eller vil påvirke risikoen af finansiell virksomhed. Der er lagt særlig vægt på at vurdere de konkurrencemæssige konsekvenser af udviklingen. Endvidere vurderes udviklingen inden for elektroniske betalingsmidler. Den finansielle sektors virksomhed er som helhed betragtet stærkt informationsintensiv, hvilket betyder, at sektoren er og vil blive relativ kraftig påvirket af den igangværende hurtige udvikling inden for moderne informationsteknologi. Den stadige øgede anvendelse af IT har potentialet til at revolutionere såvel udbuddet af finansielle tjenesteydelser som måden hvorpå disse tjenesteydelser tilvejebringes og distribueres.

Delrapport 2 Regulering af visse betalingsmidler og adgangskoder

Udvalget har vurderet anvendelsesområdet for betalingskortloven, lovens anmeldelsesregler, lovens relationer til andre lovområder, eksempelvis til lov om sparevirksomheder og forudbetalte betalingskort, lovens bestemmelser i relation til Kommissionens henstilling af 30. juli 1997 om transaktioner med elektroniske betalingsmidler, samt behovet for ændringer af lovens øvrige bestemmelser, set i lyset af den teknologiske udvikling.

Delrapport 3 Udviklingen i den finansielle sektor

Rapporten belyser udviklingen inden for og imellem sektorens kerneområder: indlån, obligationsudstedelse, udlån, betalingsformidling, forsikringsvirksomhed og investeringsservice samt porteføljepleje. Desuden er der også set på danske institutters virke uden for Danmark og udenlandske institutters virksomhed i Danmark. Rapporten har også belyst, hvorvidt der kan eftervises tilstedeværelse af stordriftsfordele i den finansielle sektor.

Rapporten belyser endvidere struktur- og markedsudviklingens implikationer for konkurrencen. Herunder er det undersøgt, om ejerforholdene spiller nogen rolle for rentabiliteten i den finansielle sektor.

Delrapport 4 Risikovillig kapital

Rapporten belyser de institutionelle investorers betydning både nationalt og internationalt såvel med hensyn til udbredelsen som deres rolle på kapitalmarkederne. Herunder belyses den finansielle sektors fremtidige rolle som kapitalformidler vedrørende risikovillig kapital. I den forbindelse behandles placeringsreglerne for forsikringsselskaber og pensionskasser mv.

Delrapport 5 Nye aktører på det finansielle marked?

I rapporten belyses og vurderes afgrænsningen af finansiell og ikke-finansiell virksomhed samt udbredelsen af finansielle produkter uden

for den finansielle sektor. I udlandet er detailhandelen fx begyndt at tilbyde indlånslignende ordninger. Dette er (endnu) ikke tilfældet i Danmark, men der er enkelte erhvervsvirksomheder, som tilbyder deres ansatte interne opsparingsordninger.

Delrapport 6 Den finansielle sektors internationale position

Rapporten indeholder en sammenligning af den finansielle sektors rammevilkår, dvs. tilsynspraksis, regulering og beskatning.

Den anvendte analysemetode er en såkaldt benchmarking, hvor det ved at betragte en række nøgletal for den finansielle sektor forsøges at tegne et billede af Danmarks internationale position. Der tages udgangspunkt i nøgletal for Danmark, Sverige, Norge, Holland, Tyskland, Storbritannien, Japan og USA. Analysen ser på de senere års strukturtilpasninger inden for den danske finansielle sektor mht. størrelse, antal ansatte og konkurrenceforhold.

Delrapport 7 Forvaltning af langsigtet opsparing

I forbindelse med udgivelse af rapporten fra Udvalget om den finansielle sektor efter år 2000 offentliggøres samtidig rapporten: "Forvaltning af langsigtet opsparing".

Rapporten tager udgangspunkt i, at det er af stor vigtighed at tilvejebringe gode rammer for forvaltning af den langsigtede opsparing. Dette understreges af, at langsigtet opsparing får fortsat større samfundsøkonomisk betydning.

I rapporten ses nærmere på pengeinstitutternes puljeordninger; opsparing og porteføljeforvaltning i investeringsforeninger; skattebe-
gunstigede opsparingsformer, som både vedrører pensionsopsparing og andre opsparingsformål, samt privattegnet pensionsopsparing i livsforsikringsselskaber.

Kapitel 2

Sammenfatning og anbefalinger

2.1 Indledning

Udvalget har haft til opgave at analysere og vurdere de udfordringer, som den finansielle sektor står over for i lyset af den teknologiske og markedsmæssige udvikling og i forlængelse heraf at overveje behovet for ændringer i lovgivning mv.

Udvalget har taget udgangspunkt i, at det ud fra såvel samfundsøkonomiske som erhvervsmæssige hensyn er afgørende, at den danske finansielle sektor og den finansielle lovgivning er godt rustet til at møde udfordringerne efter år 2000. Effektive finansielle markeder er af central betydning for såvel erhvervsliv, investorer, husholdningerne som for det offentlige.

For at skabe et godt grundlag for at vurdere de fremtidige udfordringer har udvalget gennemført en række analyser af den finansielle sektors situation og udviklingstendenser, jf. hovedrapporten og de 7 delrapporter.

Analyserne peger på, at der må påregnes en stærkere teknologisk og markedsmæssig udvikling ved indgangen til det nye årtusinde, bl.a. som følge af ny informationsteknologi, ØMU'en og den øgede internationalisering. Dette vil stille den finansielle sektor over for øget konkurrence og pres for øgede strukturtilpasninger.

Det er de finansielle virksomheders opgave at møde de markedsmæssige udfordringer og sikre en omkostningseffektiv drift og god

kundebetjening. Det er imidlertid vigtigt, at sektorens fortsatte tilpasning til et stadig mere internationalt konkurrencemiljø bliver understøttet af en fremtidsorienteret finansiel lovgivning og gode generelle rammevilkår.

2.2 Hovedudfordringer for den finansielle sektor

Der har igennem 90'erne kunnet konstateres en øget internationalisering af de hidtil overvejende nationalt orienterede finansielle markeder i Europa. Dette gælder også for Danmark. Udviklingen har især været markant inden for værdipapirhandels- og udlånsområdet.

Det er forventningen, at internationaliseringen vil forstærkes i det kommende tiår. I Europa trækker både euroen og gennemførelsen af det indre marked i retning af skabelse af et fælles europæisk kapitalmarked.

Internationaliseringen stiller den finansielle sektor over for en lang række udfordringer, jf. boks 2.1. Antallet af selvstændige finansielle institutter må fortsat forventes at falde på det europæiske marked, og den gennemsnitlige størrelse af de finansielle institutter må forventes at vokse. Mange finansielle virksomheder vil i den forbindelse stå over for valget mellem enten at indgå i større alliancer eller satse på lokal og/eller produktmæssig specialisering.

Der ses allerede inden for euroområdet en række tilpasninger, hvor institutter har som strategi at dække hele euroområdet mere bredt. Denne tendens ses mest markant i Frankrig og Tyskland. Udviklingen har kun i begrænset omfang berørt det nordiske marked, men det må forventes, at de store europæiske institutter inden for en overskuelig årrække vil udvide deres aktiviteter til hele Europa.

Boks 2.1 Hovedudfordringer for den finansielle sektor

1. De finansielle virksomheder vil opleve en øget international konkurrence. Finansielle virksomheder vil ofte stå over for valget mellem enten at indgå i større alliancer eller satse på lokal og/eller produktmæssig specialisering.
2. Euroen vil fremme gennemsigtigheden og udviklingen af et fælles europæisk kapitalmarked, hvilket vil styrke den internationale konkurrence. Euroen vil medføre, at investorer vil sætte stigende fokus på andre risici end valutakursrisici ved transaktioner i national valuta. I lande, der står uden for euroen, vil der fortsat være en valutarisiko ved transaktioner i euro.
3. Den finansielle sektor er meget informationsintensiv. Informationsteknologien vil bevirke, at potentielt større andele af arbejdsopgaverne kan "in-" eller "outsources". Inden for især værdipapirhandel og betalingsformidling vil landenes finansielle infrastruktur blive udsat for international konkurrence.
4. Internationalt går tendensen i retning af, at store erhvervsvirksomheder i større omfang vil erstatte traditionelle banklån med udstedelse af erhvervsobligationer. Dette ændrer pengeinstitutternes rolle i kapitalformidlingen. For værdipapirhandelen vil tendensen gå i retning af, at de institutionelle investorer vil handle indbyrdes med værdipapirer på nye elektroniske markedspladser.
5. Væksten i de formuer, de institutionelle investorer forvalter, har navnlig i mindre lande skabt et øget behov for risikospredning, der går ud over de nationale grænser. De finansielle virksomheder vil få en mere international porteføljesammensætning.
6. Internationaliseringen og IT-udviklingen vil på én gang skabe øgede muligheder for kunderne og stille større krav til gennemsigtighed. Kundeloyaliteten vil blive påvirket af de elektroniske medier, herunder Internettet.
7. Udviklingen vil stille krav til strukturen og omkostningseffektiviteten i den finansielle sektor. Kvalifikationskravene til medarbejderne vil stige, og der vil blive stillet betydelige krav til en hurtig og effektiv tilpasning af organisationen i de finansielle institutter.
8. Den finansielle lovgivning skal tilpasses, så den sikrer gode rammer for markedet. Internationaliseringen af de finansielle markeder vil stille øgede krav til harmonisering af regelsæt og fastsættelse af internationale standarder.

Etableringen af ØMU'en indebærer, at der er skabt et fælles eurokaptalmarked, der i størrelse kun overgås af det amerikanske kapitalmarked. Euroen vil fremme gennemsigtigheden og dermed også den internationale konkurrence. Bortfaldet af valutakursrisikoen inden for euroområdet betyder, at andre risici, såsom kreditrisiko, likviditetsrisiko og juridisk risiko, vil få en relativt stigende betydning for investorerne. De enkelte risici vil ikke øges i absolut forstand, men markedet vil i højere grad end tidligere fokusere på disse risici.

Finansielle virksomheder i lande, der står uden for euroen, vil også skulle omstille sig til de nye markedsvilkår.

Internationalt set er kapitalforvaltning nok den finansielle sektors største vækstområde. Væksten i de formuer, som de institutionelle investorer (pensionskasser og livsforsikringsselskaber mv.) forvalter, har navnlig i mindre lande skabt et øget behov for risikospredning, der går ud over de nationale grænser. De finansielle virksomheder må forventes at få en stadig mere international porteføljesammensætning, hvor udenlandske aktier og obligationer indgår med voksende andele i institutternes beholdninger.

En anden hovedudfordring er udnyttelsen af den nye informations-teknologi (IT), jf. kapitel 8, der bliver en stadig vigtigere konkurrenceparameter. Den finansielle sektor er et meget informationsintensivt erhverv, og IT påvirker alle sektorens forretningsområder. Moderne teknologi muliggør bl.a. udnyttelsen af de stordriftsfordele, der eksisterer inden for værdipapirhandel og betalingsformidling. Udviklingen vil medføre, at de enkelte landes finansielle infrastruktur bliver udsat for international konkurrence, hvilket også er en naturlig følge af det indre finansielle marked i EU.

Stordriftsfordele på børsområdet kan gøre det vanskeligere for mindre lande at fastholde en national handel med værdipapirer. Der ses i Europa en tendens til øget samarbejde mellem børserne, som forstærkes af euroens indførelse. Københavns Fondsbørs har eksempelvis indgået NOREX-samarbejdet med Stockholms Fondbörs, som også Oslo Børs ønsker at deltage i. Det er dog ikke kun på markedspladserne, at værdipapirhandlen vil opleve en øget konkurrence i de kommende år. Denne udvikling forventes i høj grad også at finde sted inden for clearing, afvikling og registrering af handlerne. Ved at finansielle virksomheder overlader arbejdet med clearing og afvikling af værdipapirer til specialiserede virksomheder (outsourcing), vil det muliggøre udnyttelse af de stordriftsfordele, der åbenlyst er forbundet med at drive depotvirksomhed. Tilsvarende stordriftsfordele gør sig gældende inden for betalingsformidling, hvor udviklingen peger i

retning af fremtidige markeder med et betydeligt mindre antal, formentlig globale, udbydere.

På andre forretningsområder vil IT omvendt kunne nedbryde eksisterende stordriftsfordele og på denne vis bidrage til anderledes konkurrencevilkår, fx gennem etablering af flere finansielle institutter på Internettet. Selvom IT i fremtiden bliver billigere, vil ikke alle aktører i den finansielle sektor satse på indkøb af de nyeste landvindinger. Det vil kunne betale sig at lade andre varetage en del af IT-opgaverne (outsourcing) eller varetage opgaverne i fællesskab. Sådant en udvikling ses i form af, at flere finansielle virksomheder eksempelvis overlader deres bogholderi til IT-selskaber.

På de internationale markeder ses der en tendens i retning af nye former for kapitalfremskaffelse og markedspladser. Det er en udvikling, der primært har haft sit udspring i USA, men nu er begyndt at brede sig til Europa og andre dele af verden. Finansielle ydelser erhverves i stigende grad uden "mellemmand". Dette sker bl.a. ved, at store erhvervsvirksomheder i større omfang erstatter traditionelle banklån med udstedelse af erhvervsobligationer. Denne udvikling vil ikke nødvendigvis reducere pengeinstitutternes betydning for kapitalformidlingen, men snarere omfordele rollerne blandt markedsdeltagerne. På værdipapirområdet vil udviklingen vise sig ved, at institutionelle investorer handler med værdipapirer indbyrdes på nye elektroniske markedspladser.

De ovennævnte udfordringer stiller en række krav til de finansielle virksomheders tilpasningsevne og omkostningseffektivitet. Udviklingen vil også øge kvalifikationskravene til medarbejderne, der skal kunne håndtere de stadig mere komplekse opgaver. De ændrede behov for arbejdskraft vil stille betydelige krav til hurtig og effektiv tilpasning af organisationen i de finansielle institutter.

Internationaliseringen og IT-udviklingen medfører fordele for kunderne i form af et større konkurrence og produkter, der er mere tilpasset den enkelte forbrugers behov. På den anden side betyder det

større udbud, at markedet kan blive mere uoverskueligt, og at produkter kan blive mere komplekse, hvilket stiller krav til øget gennemsigtighed. Kundeloyaliteten over for en bestemt virksomheds produkt vil blive påvirket af, at kundekontakten i stigende grad finder sted via elektroniske medier, herunder især Internettet.

Udviklingen vil også i stigende grad stille krav til, at regler og standarder ikke afviger meget imellem de enkelte lande. I EU er udviklingen allerede nået et godt stykke med etableringen af det indre finansielle marked. Der er fortsat områder, hvor der må påregnes behov for yderligere harmonisering, herunder regler for finansielle koncerner og grænseoverskridende finansielle serviceydelser. Men også mere globalt må det forventes, at udfordringerne vil føre til krav om flere fælles standarder, hvilket bl.a. Den Internationale Valutafonds arbejde er et eksempel på.

2.3 Den danske finansielle sektor på tærsklen til år 2000

Det er på baggrund af de foretagne analyser vurderingen, at den danske finansielle sektor står rimeligt rustet i den øgede internationale konkurrence, jf. boks 2.2. Efter de turbulente år i slutningen af 1980'erne og i begyndelsen af 1990'erne har den finansielle sektor været præget af betydelig fremgang i de senere år. Bl.a. på pengeinstitutområdet er der gennemført en række fusioner og andre strukturtilpasninger, som har afspejlet sig i et faldende antal filialer. Denne udvikling er blevet understøttet af en række faktorer såsom øget anvendelse af informationsteknologi (IT) samt liberaliseringer af den finansielle lovgivning.

Det må forventes, at strukturtilpasningen i sektoren vil fortsætte i de kommende år. Den internationale tendens til, at de finansielle virksomheder har valget mellem enten at indgå i større alliancer eller at

satse på produktmæssig eller geografisk specialisering, vil også slå igennem i Danmark.

Boks 2.2 Den danske finansielle sektor - på tærsklen til år 2000

1. Den finansielle sektor i Danmark vurderes at være international konkurrencedygtig, men det danske markeds begrænsede størrelse lægger nogle begrænsninger.
2. De finansielle koncerner har i 1990'erne fået stadig stigende betydning også i Danmark. Der er dog stadig mange mindre finansielle virksomheder.
3. Likviditeten på det danske aktiemarked er relativt lille.
4. Markedet for risikovillig kapital er ikke så veludviklet, som i mange andre europæiske lande.
5. Der er tegn på, at den finansielle sektor i Danmark er godt rustet med hensyn til anvendelse af ny teknologi. Forspringet over for andre lande er dog mindsket i de senere år.
6. Der er relativt få udenlandske udbydere på det danske finansielle marked. Den danske finansielle sektors udenlandske aktiviteter er derimod øget gennem 1990'erne.
7. Den finansielle sektor møder også i Danmark meget lille konkurrence fra ikke-finansiell virksomhed. Der er nogen konkurrence på kreditmarkedet, men hverken interne opsparingsordninger eller andre indlånsordninger er særlig udbredte.
8. Kravene til indtjeningsniveauet i de danske finansielle selskaber vil blive skærpet, hvis de skal stå sig godt i et mere intenst internationalt konkurrencemiljø.

De finansielle koncerner får stadig større betydning såvel i udlandet som herhjemme, jf. kapitel 6. Deres andel af den samlede balance i den finansielle sektor i Danmark er steget fra knap halvdelen i 1989 til knap $\frac{3}{4}$ i dag. Det vurderes, at de finansielle koncerners andel af den samlede beskæftigelse i sektoren er af tilsvarende omfang.

Baggrunden for denne udvikling kan være, at de finansielle virksomheder til stadighed udbygger mulighederne for sam- og stordriftsfordele. De finansielle koncerner har mulighed for at udbyde flere finansielle tjenesteydelser samtidigt og dermed anvende såvel arbejdskraft som kapital til forskellige formål. Stadig større enheder kan nemmere gøre omkostningerne ved at levere en ekstra tjenesteydelse mindre. Denne stordriftsfordel ses ved, at store engangsomkostninger til teknologi kræver en betydelig omsætning, og at større

enheder er nødvendige for at matche stadig større udenlandske konkurrenter.

Det danske finansielle marked domineres af danske udbydere. Kun et begrænset antal udenlandske institutter har fået fodfæste på markedet. Dette skyldes nok ikke alene konkurrencemæssige og kulturelle forhold, men også at det danske markeds begrænsede størrelse og ejerskabsforhold, som gør det mindre attraktivt. Der har dog i de senere år kunnet konstateres en øget internationalisering af sektoren. Dette er bl.a. kommet til udtryk ved et øget engagement på først og fremmest det nordiske marked.

Et andet forhold, som vidner om et større international fokus inden for den finansielle sektor, er, at livsforsikringsselskabers, pensionskassers og investeringsforeningers andel af udenlandske værdipapirer i deres beholdninger er mere end fordoblet siden begyndelsen af 90'erne.

I Danmark er aktiemarkedet ikke så veludviklet som obligationsmarkedet. Dertil kommer, at det danske aktiemarked er mindre likvidt sammenlignet med andre europæiske lande. Omsætningen på Københavns Fondsbørs er ganske vist fordoblet i de seneste to år, men denne stigning er også forekommet på de fleste europæiske aktiebørser. Der er ingen tvivl om, at Københavns Fondsbørs vil blive påvirket af den øgede internationale konkurrence på børsområdet.

Erhvervsobligationer er ikke særligt udbredte i Danmark. Det er samtidig vurderingen, at realkreditobligationsmarkedet er så veludviklet, at der ikke vil komme stor konkurrence fra erhvervsobligationsudstedelser. Muligvis vil udviklingen af et euroobligationsmarked på sigt få betydning for specielt større danske virksomheders finansieringsmuligheder.

Markedet for risikovillig kapital er ikke så stort som i mange andre europæiske lande, og omsætningen på alternative markedspladser er af meget begrænset omfang. Udvalget har foretaget en analyse, som

viser, at der ikke er særlige lovgivningsmæssige barrierer for formidlingen af risikovillig kapital, jf. kapitel 7. Den danske tradition er, at virksomheder i højere grad baserer sig på lån fra kreditinstitutter, hvilket ikke nødvendigvis er en hæmsko. Som det fremgår analysen er det afgørende, hvorvidt der forefindes markedsbrister, som kan afhjælpes ved offentlig indgriben. I kapitel 7 er der opstillet en række kriterier for, hvornår det er samfundsøkonomisk ansvarligt at lade det offentlige afhjælpe eventuelle markedsbrister.

Konkurrenceforholdene i den finansielle sektor påvirkes i et vist omfang af aktører uden for den finansielle sektor. Den i kapitel 9 foretagne analyse peger dog på, at de finansielle virksomheder kun møder meget begrænset konkurrence fra virksomheder, som ikke er under tilsyn. På forsikringsområdet optræder den ikke-finansielle sektor udelukkende som formidler af forsikringsselskabernes produkter, og der findes så godt som ingen indlånslignende ordninger uden for den finansielle sektor. På kreditmarkedet oplever den finansielle sektor nogen konkurrence fra specielt detailhandlen. Udlånsmassen i finansieringsselskaberne, der står for langt størstedelen af detailhandlens kreditgivning, udgør imidlertid kun 5 pct. af pengeinstitutternes udlån og er således af begrænset omfang.

Det direkte statslige engagement i den finansielle sektor er i øvrigt relativt begrænset sammenlignet med forholdene i en række andre lande. Statens engagementet er blevet reduceret gennem 1990'erne.

De danske finansielle virksomheder har hidtil været langt fremme med hensyn til at udnytte den nye informationsteknologis muligheder. Dette er bl.a. afspejlet på betalingskort- og værdipapirhandelsområderne. Forspringet over for andre lande er dog mindsket i de senere år, jf. kapitel 8.

Den danske finansielle sektor er især på pengeinstitutområdet relativt beskæftigelsesintensiv i forhold til udlandet, jf. kapitel 4. Antallet af ansatte i pengeinstitutter har dog - som i flere andre sammenlignelige lande - været faldende i 90'erne.

Pengeinstitutternes rentemarginal (forskul på ind- og udlånsrente) ligger højere end i en række sammenlignelige lande. Dette skal dog ses i sammenhæng med, at der i udlandet typisk ikke sondres mellem pengeinstitutter og realkreditinstitutter, som det er tilfældet her i landet. I Danmark ligger gebyrindtægterne fortsat på et lavt niveau internationalt set, hvilket skyldes, at indtjeningen i de danske institutter primært har været baseret på rentemarginalen.

I de senere år har de danske penge- og realkreditinstitutter haft pæne overskud. Denne periode har dog været karakteriseret ved gode økonomiske konjunkturer og deraf følgende lave afskrivninger og hensættelser på kunderne. Dette niveau ikke kan forventes fastholdt fremover. Den primære drift giver ikke noget stort resultat, og rentemarginalen har været faldende. Tilsvarende har skadesforsikringsvirksomhed vist relativt begrænset indtægtsfremgang. Dette skyldes en stærk konkurrence på det danske forsikringsmarked. For livsforsikringselskaber og pensionskasser har der imidlertid fra 1987-1998 været en ganske kraftig vækst i bruttopræmie og medlemsbidrag. Det må påregnes, at kravene til indtjeningsevnen vil blive skærpet i de kommende år, hvis de danske finansielle institutter skal stå sig godt i et mere fokuseret internationalt konkurrencemiljø.

2.4 Styrkelse af de fremtidige rammevilkår

En sund og afbalanceret makroøkonomisk udvikling er en vigtig betingelse for en stabil udvikling i den finansielle sektor. Tilsvarende har den finansielle lovgivning, skattesystemet mv. stor betydning for den finansielle sektors rammevilkår og dermed for, at sektoren kan håndtere de fremtidige udfordringer på en god måde.

For at fastholde en tidssvarende lovgivning er det væsentligt, at der opstilles mål for den offentlige indsats og myndighedernes indsats koncentreret om opfyldelsen heraf. Det er udvalgets opfattelse, at det

offentliges indsats på det finansielle område må have følgende generelle mål:

- Velfungerende finansielle markeder,
- konkurrencedygtige rammevilkår for de finansielle virksomheder og
- gennemsigtighed og gode kundeforhold.

Det er på baggrund af de gennemførte analyser vurderingen, at disse målsætninger i høj grad er efterlevet, også henset til det danske markeds begrænsede størrelse.

Den finansielle lovgivning ligger, jf. kapitel 10, stort set på linie med forholdene i en række andre EU-lande. Dette gælder også i forhold til skatteområdet, hvor de foretagne analyser ikke giver grundlag for at konkludere, at de danske finansielle virksomheder stilles dårligere end udenlandske konkurrenter i de lande, vi normalt sammenligner os med.

Danmark hører til blandt de lande, der har et relativt omfattende tilsyn med den finansielle sektor. Et effektivt tilsyn med den finansielle sektor er en vigtig betingelse for gode rammevilkår, eftersom det øger tilliden til den finansielle sektor og gennemsigtighed på de finansielle markeder. En undersøgelse af tilsynspraksis i Norden peger på, at der ikke umiddelbart er større forskelle i reguleringsomfanget på det finansielle område i Danmark, Norge, Sverige og Finland.

Der er sikret de danske kunder en beskyttelse af deres midler bl.a. via den finansielle tilsynslovgivning. Dette suppleres af indskyder- og investorgarantiordningen, der er blandt de garantiordninger i EU, som giver den bedste dækning. Hertil kommer, at der er gennemført en række initiativer for at fremme god skik, som er suppleret med et udbygget klagesystem.

De foretagne analyser peger imidlertid på, at der er brug for en langsigtet indsats på en række områder, hvis den danske finansielle sektor skal have grundlag for at klare sig godt på stadig mere internationale konkurrencemarkeder.

Udvalget *finder* på denne baggrund, at der er behov for en indsats på tre hovedområder:

1. Fremtidsorientering af det finansielle tilsyn, herunder bedre og mere ensartet tilsyn med finansielle koncerner.
2. Fjernelse af barrierer for strukturtilpasning og effektive kapitalmarkeder.
3. Sikre at kunderne har mulighed for at træffe deres beslutninger på et kvalificeret beslutningsgrundlag.

Udvalget har som led i en samlet strategi for tilpasningen til de fremtidige udfordringer i det følgende søgt at identificere såvel konkrete målsætninger som konkrete initiativer vedrørende det offentlige indsats. Det gælder i øvrigt, at en styrkelse af rammevilkårene bør ske i tæt overensstemmelse med, hvad der såvel i EU som i øvrige internationale fora arbejdes med af fremtidige regler og standarder for den finansielle sektor.

2.5 Fremtidsorientering af det finansielle tilsyn

Målsætningerne for den finansielle tilsynslovgivning bør være at:

- sikre et fortsat effektivt finansielt tilsyn med virksomhederne, herunder de virksomheder, som optræder på internationale markeder, hvor udviklingen går stadig hurtigere, samt
- sikre, at lovgivningen løbende tilpasses i lyset af markeds- og strukturudviklingen (herunder nye virksomhedsstrukturer, produktudvikling og internationalisering).

Den foretagne analyse peger på, at den nuværende regulering af tilsynet med finansielle virksomheder udfordres af en række forhold.

For det første organiserer finansielle virksomheder sig i stigende grad i finansielle koncerner, hvilket bl.a. indebærer en række koncernrisici, jf. kapitel 11.

For det andet udbydes der en række produkter med samme karakteristika på tværs i sektoren. Det gælder ikke mindst porteføljepleje, som findes på såvel forsikrings-, pengeinstitut- som investeringsforeningsområdet.

For det tredje opererer de finansielle virksomheder i stigende omfang på tværs af landegrænser, hvilket også stiller større krav til det finansielle tilsyn og dets samarbejde med andre tilsynsmyndigheder.

Der forekommer derfor efter udvalgets opfattelse at være behov for initiativer på flere områder, jf. boks 2.3.

Boks 2.3 Fremtidsorientering af det finansielle tilsyn

Målsætninger:

- At sikre et fortsat effektivt finansielt tilsyn med virksomhederne, herunder de virksomheder, som optræder på internationale markeder, hvor ændringstakten bliver stadig højere.
- At sikre, at lovgivningen løbende tilpasses i lyset af markeds- og strukturudviklingen (herunder øget dannelse af finansielle koncerner, produktudvikling og internationalisering).

Initiativer:

- Bedre og mere ensartet tilsyn med finansielle koncerner.
- Ændret lovgivningsstruktur, der tager højde for udviklingen med finansielle koncerner.
- Mere internationalt tilsynssamarbejde.
- Større gennemsigtighed for de professionelle aktører (mere markedsorienteret tilsyn).
- Mere fleksible kapitalkrav.

Bedre tilsyn med finansielle koncerner

Den nuværende tilsynsmæssige regulering af finansielle koncerner er resultatet af en historisk udvikling. Der findes ikke en lov, der regulerer finansielle koncerner. Den finansielle lovgivning indeholder regulering af koncernforhold, men reglerne retter sig mod de selskaber, som er under tilsyn og ikke mod koncernen. Der er imidlertid en klar tendens til, at finansielle koncerner får stadig større betydning såvel i udlandet som herhjemme.

Der er derfor behov for at udbygge den nuværende regulering for at sikre en ensartet regulering og indgrebsmuligheder med henblik på at undgå, at den samlede koncern får problemer og med henblik på at beskytte dens kunder.

Udvalget *anbefaler* nedenstående 9 initiativer til at forbedre tilsynet med finansielle koncerner. Forsikring & Pension samt Realkreditrådet kan dog ikke tilslutte sig anbefalingen om, at videregivne oplysninger ikke kan anvendes til markedsføring, jf. pkt. 8.

1. Kapitalkrav til holdingselskaber.
2. Mulighed for, at direktører i finansielle virksomheder kan være direktører i moderselskabet (harmonisering af ledelsesreglerne).
3. Mulighed for, at Finanstilsynet kan forlange, at de finansielle virksomheder udskilles i en koncern for sig.
4. Mulighed for, at Finanstilsynet kan forlange afhændelse af kapitalandele i holdingselskaber.
5. Regler om godkendelse af holdingselskabers aktionærer.
6. Regler om krav til ledelsens (i et holdingselskab) egnethed og hæderlighed.
7. Harmonisering af bestemmelserne om koncerninterne lån og garantier.
8. Udvidelse af adgangen til inden for samme koncern (og i forbindelse med "outsourcing") at videregive almindelige kundeoplysninger samtidig med, at modtagere af kundeoplysninger skal pålægges tavshedspligt i medfør af loven. De

videregivne oplysninger bør af hensyn til kunderne ikke være følsomme eller anvendes som led i markedsføring. Udvidelsen vil skulle ske i overensstemmelse med EU-retten, herunder direktivet om behandling af personoplysninger.

9. Præcisering af anvendelse af indgrebsmuligheder over for betydelige kapitalejere.

Dette er nærmere behandlet i kapitel 11. Det bemærkes, at kapitalkrav til holdingselskaber og harmonisering af ledelsesreglerne blev indarbejdet i den finansielle tilsynslovgivning i foråret 1999 med baggrund i udvalgets arbejde herom.

Lov om finansiell virksomhed kombineret med sektorlove

Som følge af bl.a. koncernudviklingen forekommer der også behov for at gennemføre en ny lovstruktur, der kan sikre en ensartet behandling af koncernforhold.

Loven om finansielle virksomheder vil i en sådan model kunne indeholde almindelige tilsynsmæssige bestemmelser, herunder regulere Finanstilsynets virksomhed, tavshedspligt og partsbegreb, godkendelsesprocedurer og andre lovgivningsområder, der i dag i vidt omfang er harmoniserede. Nye områder, der senere måtte blive harmoniseret, vil ligeledes kunne flyttes over i en sådan lov. Endvidere vil en sådan lov kunne indeholde eventuelle nye fælles reguleringsområder som fx outsourcing-bestemmelser, men ikke regler, der er specifikke for virksomhedsområdet.

Sektorlovene vil indeholde den særlige regulering af de forskellige typer aktiviteter, der er velbegrunderet ud fra de enkelte delsektors egenart/produkter. Det er ikke hensigten at ændre ved de gældende karakteristika for fx pengeinstitut-, realkreditinstitut- og forsikringsvirksomhed.

Samtidig bør mulighederne for regelforenkling på det finansielle område overvejes.

På baggrund af ovenstående *anbefaler* udvalget, at der igangsættes et lovudredningsarbejde, der får til formål at udarbejde forslag til en ny lovgivningsstruktur efter ovennævnte principper samt at overveje mulighederne for regelforenklning.

Udvalget har i øvrigt set nærmere på konkurrencefladen mellem de finansielle virksomheder og andre virksomheder, der i et vist omfang driver finansiell virksomhed, jf. delrapport 5: "Nye aktører på det finansielle marked?". Analysen viser, at der er tale om en begrænset konkurrenceflade mellem den finansielle sektor og andre virksomheder, og at indlånsordninger er meget lidt udbredt uden for den finansielle sektor.

Det er derfor udvalgets *anbefaling*, at der ikke er behov for at ændre lovgivningen, således at flere virksomheder kommer under finansielt tilsyn.

Der er dog grund til at fremhæve, at den seneste ændring af lov om Dansk Landbrugs Realkreditfond (DLR) og realkreditloven har medført, at DLR's virksomhedsområde ved udlån til landbruget kan sidestilles med de almindelige realkreditinstitutters. På baggrund heraf *anbefales* det, at tilsynet med DLR flyttes fra Strukturdirektoratet til Finanstilsynet ud fra princippet om et enhedstilsyn.

Styrket international deltagelse

Tilsynsarbejdet bliver mere kompliceret, fordi en stadig større del af aktiviteterne ligger uden for det land, som har tilsynet med den pågældende virksomhed. Faktisk kan man let forestille sig en situation, hvor hovedparten af aktiviteterne ligger uden for landets grænser.

For tilsynsmyndighederne bliver situationen ikke lettere, hvis den finansielle koncern har filialer i mere end ét land. Udviklingen i retning af flere grænseoverskridende aktiviteter stiller således de nationale tilsynsmyndigheder, herunder Finanstilsynet, over for stadig mere komplekse tilsynsopgaver. Der er derfor behov for et øget

tilsynssamarbejde på tværs af landegrænser og i internationale fora, så markedskendskabet øges, og mulighederne for at påvirke henholdsvis blive påvirket i relation til udviklingen af regulerings- og tilsynsmetoder forbedres. Derudover vil udviklingen sætte fokus på spørgsmålet om en fælles tilsynsmyndighed i EU, hvilket dog forudsætter en ændring af EF-traktaten.

Det er endvidere vigtigt med en aktiv dansk deltagelse i forbindelse med tilblivelsen af internationale regler og standarder vedrørende den finansielle sektor. Dette har stor betydning for de fremtidige vilkår for den finansielle sektor.

Udvalget *anbefaler* derfor, at de danske myndigheder på det finansielle område fortsat styrker deres internationale indsats.

Større gennemsigtighed for de professionelle aktører

Et velfungerende finansielt marked forudsætter et højt informationsniveau i den finansielle sektor, således at alle aktører kan træffe beslutninger på basis af relevante og pålidelige oplysninger.

Samtidig kan inddragelse af professionelle markedsaktører i vurderingen af de finansielle virksomheders økonomiske styrke udgøre et væsentligt markedsmæssigt supplement til den almindelige tilsynsfunktion. Internationalt lægges der stigende vægt på denne form for markedsorienteret tilsyn. Dette instrument bør også i stigende omfang anvendes i forbindelse med tilsynet med den danske finansielle sektor.

Udvalget *anbefaler*, at der opbygges et sæt af nøgletal rettet mod de professionelle aktører på de finansielle markeder. Nøgletallene skal i femårsoversigter belyse de finansielle virksomheders økonomiske styrke og risikoprofil. Sådanne nøgletal findes allerede i et vist omfang inden for forsikringssektoren og investeringsforeningsområdet.

Mere fleksible kapitalkrav

Det er væsentligt for tilliden til det finansielle system, at der fortsat stilles betryggende kapitalkrav til de finansielle virksomheder. Det overvejes i det internationale banktilsynssamarbejde i Basel (Basel-komitéen), om der bør indføres mere differentierede kapitalkrav for kreditinstitutter i stil med dem, der allerede anvendes i England. Baggrunden for disse overvejelser er bl.a. erfaringerne med finansielle kriser og "offshore centre". Formålet med differentierede kapitalkrav er, at de i højere grad end de nuværende standardkrav afspejler risikoeksponeringen i det enkelte institut. Dette kan ses som et mere markeds-mæssigt tilsyn end i dag.

Sådanne mere differentierede kapitalkrav vil i øvrigt kunne ses som et alternativ til de gældende regler, hvorefter Finanstilsynet har adgang til at kræve ekstra hensættelser mv. ved eventuelle store kredit-, markeds- og operationelle risici.

Der forekommer endvidere at være et behov for en nærmere afklaring af den supplerende kapitals rolle i forbindelse med rekonstruktion af nødlidende institutter, jf. kapitel 10.

Udvalget *anbefaler*, at forholdene vedrørende differentierede kapitalkrav og supplerende kapital for kreditinstitutter nærmere undersøges i lyset af den internationale udvikling.

2.6 Strukturtilpasning og effektive kapitalmarkeder

Den stigende internationalisering af de finansielle markeder sætter fokus på områder, hvor det danske regelsæt og praksis i Danmark afviger fra udlandet, og hvor regelsættet mv. bør ændres med henblik på at muliggøre konkurrencedygtige strukturtilpasninger og effektive kapitalmarkeder.

Målsætningen i den sammenhæng er, at

- den finansielle lovgivning ikke stiller sig i vejen for strukturtilpasning i lyset af internationaliseringen, bl.a. vedrørende tilpasning af ejerskabsstrukturer.
- den finansielle regulering fremmer produktudviklingen og deltagelse på de finansielle markeder med henblik på mere effektive finansielle markeder.
- skatteregler og offentlige støtteordninger udformes således, at de er markedsorienterede og samfundsøkonomisk velbegrundede.

Udvalget har identificeret en række områder, hvor der forekommer behov for at foretage ændringer med henblik på at opfylde ovennævnte målsætninger. Dette vedrører en række områder: værdipapirmarkedet, kapitalforvaltning, betalingskort, produktudvikling i realkrediten, rentegarantisystemet og lovfastsatte ejerskabsbegrænsninger, skatteregler, aktivt ejerskab samt offentligt/privat samspil, jf. boks 2.4.

Værdipapirmarkedet

Det er forventningen, at udviklingen på de internationale værdipapirmarkeder vil gå stærkt, hvilket også vil berøre det danske marked. Lovgivningen bør bidrage til, at det danske værdipapirmarkeds effektivitet og gennemsigtighed har international standard. Der er gennem 1990'erne taget en række skridt - bl.a. med Børsreform II - for at tilpasse det danske værdipapirmarked til de internationale forhold. Det danske aktiemarkeds begrænsede omfang og likviditet lægger dog nogle begrænsninger på hvor høje standarder, der vil kunne fastsættes i forhold til fx markederne i London og Frankfurt.

Udvalget har set nærmere på en række mulige instrumenter, der vil kunne tages i anvendelse med henblik på at skabe mere konkurrence samt likviditet på det danske værdipapirmarked, jf. kapitel 13.

Boks 2.4 Strukturtilpasning og effektive kapitalmarkeder

Målsætninger:

- At den finansielle lovgivning ikke stiller sig i vejen for strukturtilpasning i lyset af internationaliseringen, bl.a. vedrørende tilpasning af ejerskabsstrukturer.
- At den finansielle regulering fremmer produktudviklingen og deltagelse på de finansielle markeder med henblik på at bidrage til velfungerende finansielle markeder.
- At skatteregler og offentlige støtteordninger udformes således, at de er markedsorienterede og samfundsøkonomisk velbegrundede.

Initiativer:

Værdipapirmarkedet

- Det lovfæstede forbud for institutionelle investorer mod at handle direkte på Fondsbørsen bør principielt kunne erstattes af et regelsæt, der minder om det svenske. Det bør derfor vurderes nærmere, om Fondsbørsen skal kunne give tilladelse til handelsadgang for institutionelle investorer.
- Fondsrådets arbejdsgruppe, der skal udarbejde et udkast til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik, bør snarest færdiggøre sit arbejde.
- Udstedelse af aktier uden beløbsangivelse (non-par-value aktier) bør tillades.
- Revision af værdipapirhandelslovens regler om clearing og registreringsvirksomhed. Loven bør forenkles og baseres på en rammeregulering, hvorunder clearingcentraler og værdipapircentraler selv kan fastlægge mere detaljerede regler.
- Overvejelser om en senere ophævelse af Aktieselskabslovens § 23 b og Investeringsforordningslovens § 48 om gebyrfri opbevaring af danske aktier.

Kapitalforvaltning

- Mulighed for at samle formueforvaltningen af pengeinstitutters puljeordninger og investeringsforeningers midler i ét fælles kapitalforvaltningsselskab.

Betalingskort og elektroniske penge

- Ændring af betalingskortloven, således at markedsbarriererne for udbydere af betalingskort mindskes.
- Den fremtidige regulering af elektroniske penge skal tage udgangspunkt i udbyderen af elektroniske penge og dermed ses som en integreret del af den finansielle tilsynsvirksomhed.
- Nedsættelse af en arbejdsgruppe til håndtering af misbrug af anonyme betalingsteknologier.

Realkreditsektorens produktudvikling

- En smidiggørelse af balanceprincippet for at forbedre rammerne for realkreditinstitutternes produktudvikling.

Rentegaranti

- Den fremtidige anvendelse af rentegarantier bør overvejes, ligesom det må sikres, at der ikke på sigt sker en urimelig omfordeling mellem pensionsordninger med forskellig rentegaranti.

Boks 2.4 Strukturtilpasning og effektive kapitalmarkeder (fortsat)

Tilpasning af skatteregler

- Muligheder, der gør det lettere for private investorer at placere deres opsparing i aktier, skal overvejes.
- Forenkling af beskatning for investeringsforeninger og privatpersoners aktieafkast.
- Overvejelser om at afskaffe mindsterentebestemmelserne af kapitalmarkedshensyn.
- Overvejelser om etablering af en godkendelsesordning, så aktier, der handles på en autoriseret markedsplads, i videre omfang kan opnå status som børsnoterede aktier.

Aktivt ejerskab

- Ophævelse af den lovfastsatte (realkreditlovens § 70) stemmeretsbegrænsning for de forenings-/fondsdominerende realkreditinstitutter.
- Mulighed for at finansielle virksomheder fra samme sektor tilsammen kan udøve bestemmende indflydelse, forudsat at virksomhederne ikke indgår i en koncern eller et administrationsfællesskab.
- Adgang for institutionelle investorer til midlertidigt at udøve bestemmende indflydelse i forbindelse med restruktureringer af virksomheder.

Grænsefladen mellem privat og offentlig virksomhed

- Offentligt støttede finansieringsordninger bør opfylde en række økonomiske principper for at sikre samfundsøkonomiske gevinster, og der bør ved udformningen tages udgangspunkt i, at finansieringsordningerne skal være markedskonforme.
- Øget udbud af administrationen af offentlige støttede ordninger.

Adgang til at handle på en fondsbørs

Der er set nærmere på en udvidet adgang til at handle direkte på Københavns Fondsbørs. Der er fra de institutionelle investorers side udtrykt et ønske om at få direkte handelsadgang til børsen. Dette skal ses i sammenhæng med, at Fondsbørsen formentlig inden for nær fremtid vil blive udsat for en reel konkurrence fra alternative elektroniske udbydere af børsydelse, hvor institutionelle investorer har lov til at handle.

I Sverige er det lovgivningsmæssigt blevet muligt for institutionelle investorer at handle direkte på børsen, dog alene for egen regning, dvs. at investeringsservice for tredje mand ikke er tilladt. De svenske regler indeholder ikke et lovmæssigt påbud om, at de institutionelle investorer skal kunne deltage, men derimod betingelserne for, at de kan deltage, hvis Stockholms Fondbörs finder det forsvarligt. En tilsvarende lovgivning forventes indført i Norge.

Indførelse af en tilsvarende lovgivning i Danmark vil indebære en ændring i forhold til principperne bag Børsreform II. Børsreform II ophævede Københavns Fondsbørs' monopol og en lempelse af adgangsreglerne til børsen kan ses som en forsættelse af denne liberaliseringsproces. Liberaliseringen vil dog også medføre krav til de institutionelle investorer om betryggende kapitalstyrke, en forsvarlig organisation, sikre tekniske systemer osv., hvis de vil have adgang til at handle på børsen.

Dette taler for, at et lovfæstet forbud for de institutionelle investorer mod at handle direkte på Københavns Fondsbørs principielt bør kunne erstattes af et regelsæt, der minder om det svenske, hvilket vil være passende henset til udviklingen på det skandinaviske marked. Udvalget *anbefaler* derfor, at ovenstående betingelser vurderes nærmere med sigte på, om Fondsbørsen skal have mulighed for at give tilladelse til handelsadgang for institutionelle investorer.

Overvejelser om børspligt

Det har også været overvejet, om børspligt (dvs. et krav i lovgivningen om at alle værdipapirhandler skal ske via børsen) vil kunne forbedre prisfastsættelsen på det danske marked. Der tænkes her især på aktiemarkedet, hvor et i international sammenhæng relativt stort kursspænd (forskul på bud- og udbudsprisen) primært skyldes, at likviditeten i markedet er lav. Hertil kommer, at det endnu er for tidligt at vurdere effekten af det netop igangsatte fælles dansk/svenske handelssystem.

Indførelse af børspligt på Københavns Fondsbørs vurderes ikke at føre til en øget likviditet. Det væsentligste i forbindelse med likviditetsmæssige problemer er ikke, hvor der bliver handlet, men om der bliver handlet. Dette skyldes, at handler, som gennemføres uden for Fondsbørsens handelssystem, efterfølgende indrapporteres til Fondsbørsen, og derfor også er likviditetsskabende. Det vil således ikke løse likviditetsproblemet at tvinge til handel over Fondsbørsen.

Hertil kommer, at det generelt er opfattelsen, at den internationale tendens er at gå bort fra børspligt. Så vidt vides er Holland det eneste europæiske land, der har børspligt. Endvidere vil det være betænkeligt at opstille regler i Danmark, der på væsentlige punkter adskiller sig fra de svenske og norske, samtidig med, at det forsøges at skabe en fælles handelsplads for værdipapirer.

Udvalget *finder* derfor ikke, at der bør indføres børspligt i Danmark, men at det nøje bør følges i hvilken udstrækning, det nye NOREX-samarbejdet bidrager til øget likviditet og dermed konkurrencedygtige markeder.

"Best execution"

For et velfungerende værdipapirmarked er det vigtigt, at der er regler, som nedbringer problemer med asymmetrisk information mellem kunde og børsrådgiver.

Der har i udvalget været rejst spørgsmålet, om de nuværende danske regler på tilfredsstillende vis beskytter kunderne mod udnyttelse af denne asymmetri. En styrkelse af reglerne om "best execution" - dvs. reglerne om, at kunderne skal sikres de bedste betingelser i forbindelse med handel med værdipapirer - er blevet nævnt i denne sammenhæng.

I henhold til § 3 i lov om værdipapirhandel mv. kan Fondsrådet udstede en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik, mens det er Københavns Fondsbørs, som udsteder reglerne om "best execution". Reglerne om "best execution" skal dog anmeldes til Fondsrådet og Forbrugerombudsmanden skal tilse, at god markedsføringsskik overholdes.

Fondsrådet har nedsat en arbejdsgruppe, der skal udarbejde et udkast til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik samt gennemgå og vurdere, hvorvidt der er behov for ændringer eller korrektioner til reglerne om "best execution".

Udvalget *finder* det væsentligt, at arbejdsgruppen snarest færdiggør sit arbejde, og at det i denne forbindelse er en væsentlig opgave for arbejdsgruppen at tage stilling til udformningen af "best execution"-regler, der tager hensyn til mindre investorer og gennemsigtighed.

Oplysningsforpligtigelser

Udvalget har i øvrigt noteret sig, at oplysningsforpligtelserne for udstedere på Københavns Fondsbørs er blevet skærpet i maj 1999, hvilket har øget gennemsigtigheden i ejerskabsstrukturen for investorerne, jf. kapitel 12.

Nye aktieformer

Med henblik på at skabe større fleksibilitet med hensyn til stykstørrelsen for aktier og dermed også at lette mulighederne for at udstede aktier i euro, har udvalget set på muligheden for udstedelse af aktier uden beløbsangivelse. Dette vil være en naturlig forlængelse af, at angivelse af selskabskapitalen i euro er blevet tilladt. En række europæiske lande har åbnet for denne type af aktier, ligesom der i Sverige forventes fremsat forslag herom.

Udvalget *anbefaler*, at udstedelse af aktier uden beløbsangivelse (non-par-value aktier) tillades.

Clearing og registrering af værdipapirhandel

Udvalget har også set på forhold vedrørende clearing og registrering. Hidtil har dette været en del af den nationale infrastruktur på det finansielle område, hvor landene typisk har haft én operatør - i Danmark - Værdipapircentralen. Dette område vil i de kommende år blive udsat for øget international konkurrence, og meget tyder på, at udviklingen i Europa kan gå hurtigt på dette felt. Værdipapircentralen er som et led heri ved at overveje en omdannelse til aktieselskab, ligesom mulighederne for et samarbejde på nordisk plan er under overvejelse.

Udviklingen gør det naturligt, at der gennemføres en tilpasning af lovgivningen på området, der i høj grad baserer sig på den hidtidige struktur.

Udvalget *anbefaler* derfor, at der iværksættes en revision af værdipapirhandelsloven på dette område. Lovgivningen bør forenkles og baseres på en rammeregulering, hvorunder clearingcentraler og værdipapircentraler selv kan fastlægge mere detaljerede regler.

Betaling for opbevaring af aktier

De danske betalingsregler vedrørende opbevaring af aktier adskiller sig fra de fleste andre landes. I henhold til § 23 b i aktieselskabsloven og § 48 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger er det udstederen af aktierne og ikke indehaveren, der betaler for opbevaring af aktierne. Reglen suppleres af en interbankaftale, hvorefter der ikke mellem pengeinstitutterne differentieres med henblik på betaling.

Den nuværende betalingsregel har isoleret set ikke nogen væsentlig betydning for markedets effektivitet. Der er imidlertid tale om en "særregel" i forhold til de fleste andre landes praksis, hvilket kan give problemer i forbindelse med et mere integreret finansielt marked i Europa.

Som det foreligger oplyst for udvalget, er betalingsforholdene ikke lovreguleret i de øvrige europæiske lande eller på det amerikanske marked. Det er derfor markedet, der afgør, hvem der direkte afholder opbevaringsomkostningerne.

Reglen indebærer endvidere en forskelsbehandling i forhold til opbevaring af obligationer, hvor betalingen ikke længere er reguleret. Dette har medført, at visse institutter uden vederlag opbevarer obligationer udstedt af dem selv. Der er ligeledes tale om, at betalingsreglen alene finder anvendelse på aktier udstedt af danske virksomheder.

En ophævelse af reglen vil indebære, at aktionærer ikke længere vil kunne opbevare deres aktier gebyrfrit, medmindre selskaber på eget initiativ - eller i henhold til aftale med et eller flere pengeinstitutter - tilbyder at bære udgifterne, der formodentlig er af begrænset størrelse.

Udvalgets flertal *finder*, at det i lyset af udviklingen bør overvejes at ophæve § 23 b i aktieselskabsloven og § 48 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger. Denne overvejelse kunne passende foretages inden udløbet af den nuværende 3 årige aftaleperiode (interbankaftalen). Forbrugerrådet og Forbrugerombudsmanden finder ud fra hensynet til de almindelige aktieejere, at der ikke er behov for at overveje en ændring i de eksisterende regler.

Kapitalforvaltning

Det er vigtigt, at den finansielle lovgivning ikke er til unødigt hindring for udnyttelse af stordriftsfordele inden for kapitalforvaltningen.

Kapitalforvaltning, som vedrører forvaltning af kundernes midler i forbindelse med opsparing i investeringsforeninger og pensionsinstitutter mv., vil også i de kommende år være den finansielle sektors største vækstområde. Dette beror bl.a. på den øgede pensionsopsparing som følge af befolkningens ændrede aldersfordeling. Dette gør sig ligeledes gældende i en række vestlige lande. Effektiv forvaltning af midlerne er af stor betydning for kunderne, herunder pensionsopsparerne. Det må forventes, at der vil ske en øget internationalisering af området i de kommende år. I EU vil konkurrencen øges betydeligt, når der opnås enighed om et EF-direktiv, der giver finansielle institutter europæisk pas inden for kapitalforvaltningen. Det vil stille store krav, hvis de danske finansielle institutter skal kunne gøre sig gældende på dette marked.

Udvalget *anbefaler* derfor, at lovgivningen ændres, således at forvaltning af kundernes midler kan samles i større enheder for i højere grad at muliggøre udnyttelsen af stordriftsfordele. Dette kan ske ved at

samle forvaltningen af pengeinstitutters puljeordninger og forvaltning af investeringsforeningsmidler i fælles kapitalforvaltningsselskaber.

Det er i den forbindelse vigtigt, at der ikke er risiko for sammenblanding af instituttets forvaltning af egenbeholdningen af værdipapirer på den ene side og forvaltning af kundernes midler på den anden side. Ud fra et ønske om at mindske risiciene for interessekonflikter skal kapitalforvaltningsaktiviteten udskilles i sit eget selskab, men kan dog indgå i en finansiell koncern. Samtidig bør selskabet ikke kunne forvalte egne værdipapirer eller koncernens egenbeholdning, jf. kapitel 15 og delrapport 7: "Forvaltning af langfristet opsparing".

Udvalget *anbefaler* endvidere, at der fra dansk side arbejdes for, at kapitalforvaltningsselskaber får adgang til individuel porteføljeforvaltning i det EF-direktiv, der i øjeblikket forhandles på området. Dette vil fremme mulighederne for øget konkurrence på tværs af grænserne.

Betalingskort og elektroniske penge

Også betalingskortområdet er et potentielt vækstområde, hvor den internationale konkurrence forventes at blive meget intens. Folketinget vedtog i april 1999 en ændring af betalingskortloven, som på sigt vil kunne fremme konkurrencen og produktudviklingen.

Udvalget *anbefaler* en række ændringer på betalingskortområdet, der yderligere vil kunne fremme konkurrencen. Dette indebærer, at både oplysningsforpligtigelsen og kvitteringskravene bliver enklere. Forslagene er nærmere behandlet i delrapport 2: "Regulering af visse betalingsmidler og adgangskoder" samt i kapitel 13.

Vedrørende elektroniske penge (e-penge) er det vurderingen, at det danske regelsæt er på forkant med udviklingen. Regulering af elektroniske penge bør dog efter udvalgets opfattelse ikke tage udgangspunkt i et bestemt produkt, men i udbyderen af elektroniske penge, og dermed ses som en integreret del af den finansielle tilsynslovgivning. Dette harmonerer også med EU-Kommissionens forslag til et

e-penge direktiv og har den fordel, at ikke enhver produktfornyelse i sig selv giver anledning til lovændringer.

Udvalget *anbefaler*, at ovenstående hensyn indarbejdes i loven om sparevirksomhed og forudbetalte betalingskort, hvilket naturligt kan ske i sammenhæng med en implementering i Danmark af det foreslåede EF-direktiv om elektroniske penge.

Elektroniske penge er et eksempel på en ny teknologi, der kan tilbyde anonyme transaktioner, jf. kapitel 8. Som følge deraf er der en række muligheder for misbrug. Disse problemstillinger bliver drøftet i internationale fora.

Udvalget *anbefaler*, at der nedsættes en arbejdsgruppe under Økonoministeriet vedrørende imødegåelse af misbrug i forbindelse med betalinger ved hjælp af anonyme betalingsteknologier.

Realkredit: Produktudvikling og balanceprincip

Realkreditinstitutterne vil formentlig i stigende grad blive udsat for indirekte konkurrence ved, at der dannes et attraktivt og likvidt euro-obligationsmarked.

Af hensyn til institutternes konkurrencedygtighed er det vigtigt, at danske realkreditobligationer i højere grad kan sælges med de karakteristika, som kendetegner obligationer på det internationale marked. Der er derfor set nærmere på mulighederne for at forbedre rammerne for produktudviklingen på realkreditområdet, jf. kapitel 13.

Udvalget *anbefaler* i forlængelse heraf, at der gennemføres en smiddiggørelse af reglerne vedrørende udstedelse af realkreditobligationer under overholdelse af tilstrækkelige likviditets- og solvenskrav. Med andre ord må ændringer af balanceprincippet ikke bringe realkreditobligationernes status som særligt "guldrandede papirer" i fare.

Rentegarantier

De fleste livsforsikringsselskaber og pensionskasser har afgivet nominelle rentegarantier over for pensionskunder, hvilket kan give problemer ved et vedvarende lavt renteniveau. For kontrakter tegnet før 1994 blev anvendt en maksimal grundlagsrente på 5 pct., hvoraf 0,5 pct. som hovedregel fragår til omkostnings- og sikkerhedstillæg. Grundlagsrenten blev i 1994 nedsat til maksimalt 3 pct. årligt inkl. et omkostnings- og sikkerhedstillæg, og Finanstilsynet har i lyset af renteutviklingen per 1. juli 1999 nedsat den maksimale grundlagsrente til 2 pct.

EU's 3. livsforsikringsdirektiv fastsætter, at en rentegaranti ikke må overstige 60 pct. af statsobligationsrenten på tegningstidspunktet, men direktivet stiller ikke krav om, at selskaber skal udstede en rentegaranti. Der ydes rentegaranti i de fleste andre EU-lande.

Hvis der ikke er mulighed for, at selskaberne kan tilbyde kunderne en rentegaranti, vil de danske regler afvige fra de fleste andre EU-landes.

En rentegaranti kan være attraktiv for kunderne, såfremt de opfatter dem som givende større sikkerhed omkring pensionsopsparingen. Imidlertid kan det være vanskeligt at få afdækket garantier over en 40-årig periode. Det kan yderligere være vanskeligt at overholde rentegarantierne, idet de er givet som en efter-skat garantier. I Danmark beskattes det løbende pensionsafkast med nominelle skattesatser.

Udvalget *finder*, at livsforsikringsselskaber, pensionsinstitutter og myndigheder bør overveje indretningen af det fremtidige system med rentegarantier. Herunder må det sikres, at der ikke på længere sigt sker en urimelig og systematisk omfordeling mellem pensionsordninger tegnet med forskellig grundlagsrente.

Tilpasning af skatteregler

Et konkurrencedygtigt finansielt marked forudsætter endvidere, at skattesystemet fungerer tilfredsstillende¹⁾ for finansielle virksomheder og kapitalmarkedet, jf. kapitel 14.

For at mindske de forvridninger, der opstår på grund af beskattningen, er det vigtigt, at skattesystemet i størst muligt omfang er symmetrisk og baseres på markedsværdiprincipper. I den forbindelse *anbefaler* udvalget, at beskattningen af investeringsforeninger søges indrettet efter mere enkle principper end de nugældende regler.

Udvalget har endvidere set på, hvorledes mindsterentebestemmelsen påvirker kapitalmarkedet. Mindsterentebestemmelsen stammer fra 1985 og er udformet med det formål at tillade mindre, skattefrie kursgevinster for privatpersoner. Reglen har dog særligt i perioder med ændringer i renteniveauet ført til obligationsserier med begrænset likviditet, hvilket hæmmer obligationsmarkedets effektivitet.

Det *anbefales* ud fra kapitalmarkedshensyn, at det overvejes at afskaffe mindsterentebestemmelsen. I vurderingen heraf må også inddrages skattemæssige hensyn.

Aktiebeskatningen hos privatpersoner er relativt kompliceret og - i en række situationer - høj i international sammenhæng. Dette kan hæmme udviklingen af en aktiekultur og herigennem kapitalformidlingen til nye virksomheder.

Udvalget *anbefaler* derfor, at der ses nærmere på mulighederne for at gøre det lettere for private investorer at placere deres opsparing i aktier. Dette kan fx ved at harmonisere beskattningen af noterede og unoterede aktier eller ved afskaffelse af 3-årsreglen. Det må dog indgå i overvejelserne, at der ikke skal kunne spekuleres i reglerne.

1) Siden udvalget om den finansielle sektor efter år 2000 blev nedsat, er der foretaget en del ændringer i skattelovgivningen. Der kan i den forbindelse nævnes afskaffelsen af aktieomsætningsafgiften fra 1. oktober 1999, nedsættelse af selskabsskatten samt omlægning af pensionsafkastbeskatningen.

Der er i Skatteministeriet igangsat et arbejde vedrørende aktieavancebeskatningen, herunder reglerne for private investorer. Det *anbefales*, at denne gruppe giver hensynet til kapitalmarkedet en central placering og fremkommer med en konkret model til forenkling.

Der har i udvalget været fremsat ønsker om fælles skatteregler for børsnoterede aktier og aktier noteret på autoriserede markedspadser. Økonomiministeriet overvejer nærmere, om der fx kan etableres en godkendelsesordning, så aktier, der handles på en autoriseret markedspads, i videre omfang kan opnå status som børsnoterede aktier.

Det må endvidere forventes, at der i EU-samarbejdet bliver øget opmærksomhed om skatteregler og et velfungerende indre finansielt marked. Dette er bl.a. afspejlet ved forslaget om en minimumssats på beskatning af renteindtægter.

Aktivt ejerskab

Den finansielle sektor i Danmark er karakteriseret ved en række forskellige ejerskabsforhold. Det kan dog ikke i de seneste 10 år påvises, at nogen typer af ejerskab indebærer større rentabilitet end andre, jf. kapitel 12.

Det er vigtigt, at den finansielle sektor uanset ejerskabsforhold kan tilpasse sig strukturudviklingen. Dette er en af betingelserne for, at sektoren kan være konkurrencedygtig også i fremtiden og en begrundelse for, at den finansielle lovgivning ikke bør fastholde ejerbarrierer.

Baseret på en gennemgang af den selskabsretlige regulering af ejerskabsforholdene i den finansielle lovgivning kan det konstateres, at der på realkreditområdet alene fortsat findes en regulering, som indeholder stemmeretsbegrænsninger. Denne hidrører fra liberaliseringen af realkreditloven i 1989 og skulle sikre, at foreningen/fonden bevarer mere end halvdelen af stemmerettighederne i realkreditaktieselskabet. Bestemmelsen var begrundet i hensynet til beskyttelse af foreningens formue i overgangen til en mere liberaliseret fase.

Nu mere end 10 år efter, at markedet er blevet normaliseret, forekommer hensynet ikke længere at være tungtvejende.

Stemmeretsbegrænsningen risikerer at hæmme strukturudviklingen. Begrænsningen kan gøre det vanskeligt for fonds-/foreningsdominerede realkreditinstitutter at hente aktiekapital via fondsbørserne og kan tillige forhindre koncerndannelse eller lignende mellem finansielle virksomheder, fx mellem et realkreditinstitut, en bank og et forsikringsselskab.

Endelig skal det bemærkes, at der i 1996 skete en opstramning af valgbekendtgørelsen for foreningerne bag realkreditinstitutterne. Ændringen styrkede låntagernes indflydelse og mindretalsbeskyttelse, og formindskede endvidere behovet for at have lovfastsatte begrænsninger på stemmerettighederne i realkreditaktieselskaberne.

Udvalget *anbefaler* derfor at ophæve lovkravet om, at realkreditforeningen/fonden skal bevare mere end halvdelen af stemmerettighederne i realkreditaktieselskabet. Det vil herefter være op til foreningen/fonden selv at træffe beslutning om, hvorvidt den ønsker at fastholde sin indflydelse, ligesom det i dag efter lovændringen i 1998 gælder for omdannede sparekasser.

For forsikringsselskaber og pensionskasser mv. gælder, at de forvalter en betydelig del af den langfristede opsparing og dermed har en vigtig rolle som kapitalforvaltere. For de finansielle virksomheder er fastsat en række begrænsninger i deres muligheder for at investere og have bestemmende indflydelse i andre virksomheder. Dette skal ses i sammenhæng med, at de forvalter betroede midler.

Udvalget har i forbindelse hermed set på reglerne om bestemmende indflydelse. En række udenlandske analyser viser, at de institutionelle investorer har en positiv rolle at spille med henblik på at opnå højere afkast. Der ser derfor ikke ud til at være belæg for en evt. antagelse om, at øgede institutionelle investeringer medfører negative konsekvenser for virksomhedernes effektivitet.

Udvalget *finder* dog, at en generel lempelse af reglerne om bestemmende indflydelse kræver løsning af en række uafklarede spørgsmål, herunder ikke mindst problemstillingen om hæftelsesgennembrud (hovedaktionærens hæftelse for selskabet).

Udvalget *anbefaler* en smidiggørelse af det nuværende regelsæt på to punkter. Dansk Industri ønsker dog ikke, at de to forslag skal gælde for ATP og LD.

For det første *anbefales* det, at institutionelle investorer (forsikrings-selskaber, pensionskasser, ATP og LD) får mulighed for midlertidigt at udøve bestemmende indflydelse på en anden virksomhed med henblik på at sikre allerede foretagne investeringer i en virksomhed eller med henblik på medvirken ved omstrukturering. Dette svarer til den allerede gældende bestemmelse for pengeinstitutter.

For det andet *anbefales* det, at det gøres muligt for finansielle virksomheder fra samme sektor tilsammen at udøve bestemmende indflydelse, forudsat at virksomhederne ikke indgår i en koncern eller et administrationsfællesselskab.

Efter gældende lovgivning må to finansielle virksomheder inden for samme lovområde (eksempelvis to forsikringsselskaber) ikke tilsammen udøve bestemmende indflydelse. Tilsvarende regler gælder for ATP og LD. Disse virksomheder kan dog sammen med en finansiell virksomhed fra en anden delsektor udøve bestemmende indflydelse. To virksomheder inden for forskellige områder (eksempelvis et pengeinstitut og et forsikringsselskab) må således tilsammen udøve bestemmende indflydelse.

Det er svært at begrunde opretholdelsen af denne retstilstand. Det skyldes bl.a., at det ikke er mere risikabelt for to selskaber inden for samme lovområde, eksempelvis to livsforsikringsselskaber, at udøve bestemmende indflydelse, end det er for to virksomheder inden for forskellige lovområder, eksempelvis LD og en pensionskasse.

Offentligt/privat samspil

Udvalget har set nærmere på grænsefladen mellem finansiel og offentlig virksomhed, jf. kapitel 9. Det direkte statslige engagement i den finansielle sektor har været faldende samtidig med, at den offentlige sektor i 90'erne i stigende omfang har udbudt opgaver på det finansielle område til private, bl.a. vedrørende den statslige betalingsformidling. På sundheds- og miljøområdet har der været et stigende antal forsikringsordninger.

Udvalget har set nærmere på grænsefladen mellem private långivere og KommuneKredit ved finansieringen af offentlige projekter. KommuneKredit er en fælles kommunal virksomhed og falder derfor uden for den finansielle regulering, hvilket er i overensstemmelse med EU-retten. Pengeinstitutter, FIH mv. kan yde lån til kommuner mod samme sikkerhed som KommuneKredit. For realkreditinstitutterne gælder, at deltagelse i sådanne finansieringsopgaver skal opfylde realkreditlovens regler, som kræver, at der er tale om pant i fast ejendom. Realkreditinstitutterne har dog mulighed for at oprette et datterselskab, der yder lån mod kommunal garanti funded ved obligationsudstedelse.

Udvalget *finder*, at der allerede er en række muligheder for, at finansielle institutter direkte eller indirekte kan deltage i konkurrencen om finansieringen af offentlige projekter. Der kan dog foretages en vurdering af, om offentlig garanti, herunder kommunalgaranti kan sidestilles med pant i fast ejendom, uden at dette forrykker realkreditens særkende.

En anden grænseflade vedrører forholdet mellem långivning på markedsmæssige vilkår og offentlige støtteordninger til erhvervslivet. Udvalget har, jf. kapitel 7, foretaget en nærmere analyse af, hvilke kriterier der skal lægges til grund for offentligt støttede finansieringsordninger. Udvalget *finder* det vigtigt, at sådanne ordninger kun indføres, hvis samfundsøkonomiske hensyn kan begrunde det.

Udvalget *anbefaler* derfor, at offentligt støttede finansieringsordninger fylder en række økonomiske principper for at sikre samfundsøkonomiske gevinster, og at der ved udformningen tages udgangspunkt i, at finansieringsordningerne bør være markedskonforme. Disse principper vedrører bl.a., at der skal være tale om væsentlige informationsomkostninger på kapitalmarkedet, og at den offentlige sektor skal have en fordel i forhold til den private sektor i frembringelsen af information. Eller at der kan identificeres eller er en formodning om en markedsbrist i kapitalmarkedet.

Det er i øvrigt vigtigt, at den finansielle sektors ekspertise søges inddraget, hvor der vil være gevinster for det offentlige forbundet herved. Udvalget *anbefaler* derfor, at der så vidt muligt sker et øget udbud af administrationen af offentlige finansieringsordninger til erhvervslivet.

2.7 Større gennemsigtighed og gode kunde-forhold

Det er målsætningen, at kunderne skal have mulighed for at træffe beslutninger om fx køb eller salg af finansielle tjenesteydelser på et kvalificeret grundlag.

Internationaliseringen og udbredelsen af informationsteknologien kan være til gavn for kunderne, idet udviklingen fører til større konkurrence og udvikling af nye finansielle produkter. Udviklingen stiller imidlertid øgede krav til virksomheder og myndigheder med henblik på at skabe de fornødne rammer på det finansielle område. Dette vedrører ikke mindst hensynet til at sikre gennemsigtighed på de mere komplekse produkter og grænseoverskridende finansielle tjenesteydelser.

Gennemsigtighed er vigtig for at sikre konkurrence og give kunderne et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag for de valg, de skal træffe.

Derudover er det vigtigt, at risikoen for interessekonflikter mellem institutterne og kunderne gøres minimal. Denne problemstilling er ikke mindst relevant i forbindelse med den finansielle sektors forvaltning af den voksende pensionsopsparing.

Udvalget har identificeret en række områder, hvor der er behov for initiativer. Det drejer sig om:

- Større gennemsigtighed som et middel til at sikre og forstærke konkurrencen på de finansielle markeder.
- Imødegåelse af interessekonflikter i kapitalforvaltningen.
- Friere placeringsmuligheder for kunderne i de skattebegunstigede opsparingsordninger.
- God skik regler og effektiv klageadgang for forbrugerne.

I takt med, at kunderne i stigende omfang tilbydes grænseoverskridende finansielle tjenesteydelser, styrkes behovet for at finde fælles løsninger inden for EU. Dette drejer sig bl.a. om områderne klageadgang, lovvalg, aftaleregler, markedsføring mv.

Større gennemsigtighed som et middel til at sikre og forstærke konkurrencen på de finansielle markeder

Gennemsigtighed i form af nøgletal er af stor betydning for, at kunderne på en simpel, overskuelig og effektiv måde kan varetage deres interesser. Der er allerede igangsat en række initiativer. Der er etableret nøgletal for livsforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser samt investeringsforeninger og specialforeninger, som fx skal belyse det enkelte instituts formåen for så vidt angår investeringsafkast, omkostninger, forsikringsmæssig risiko, evnen til fremover at forrente kundernes opsparing mv.

Udvalget har indkredset en række muligheder for at forbedre gennemsigtighed og information, jf. boks 2.5.

Boks 2.5 Storre gennemsigthed og gode kundeforhold**Målsætning:**

Kunderne skal have mulighed for at træffe deres beslutninger på et kvalificeret grundlag. Der er på denne baggrund fokuseret på følgende fire områder:

- Større gennemsigthed som et middel til at sikre og forstærke konkurrencen på de finansielle markeder.
- Imødegåelse af interessekonflikter i kapitalforvaltningen.
- Friere placeringsmuligheder for kunderne i de skattebegunstigede opsparingsordninger.
- God skik-regler og effektiv klageadgang for forbrugerne.

Initiativer:**Gennemsigthed**

1. Øget offentliggørelse af nøgletal for de finansielle institutter.
2. Finanstilsynet offentliggør periodevis en samlet oversigt over livsforsikringssselskabers flyttegebyrer (genkøbsfradrag) og indtrædelsesomkostninger.
3. Forsikringsbranchen i samarbejde med forbrugerne inden udgangen af år 2000 finder egnede instrumenter, der forbedrer forbrugernes mulighed for information om forsikringsprodukter.

Imødegåelse af interessekonflikter

4. Etablering af pensionsforeninger og pensionsselskaber (navnet vil blive endelig fastsat senere) til afløsning af pengeinstitutternes puljepensioner. Der nedsættes en arbejdsgruppe under Finanstilsynet med henblik på at fastlægge den nærmere opbygning af pensionsselskabets ledende organer.
5. Krav om, at livsforsikringssselskaber skal udarbejde konkrete og offentliggøre retningslinier for den tilstræbte egenkapitalforrentning i selskabet.
6. Krav om, at livsforsikringssselskaberne udarbejder et mål for selskabernes egenkapitalforrentning i form af et nøgletal, så forsikringstagerne kan se, hvor stor en egenkapitalforrentning, der tilstræbes, og hvor stor egenkapitalforrentningen faktisk er år for år.

Flere valgmuligheder ved skattebegünstiget opsparing

7. Adgang til at placere etableringskontomidler efter de samme regler, som gælder for placering af umyndiges midler, herunder obligationer og inden for visse regler også en del af midlerne i børsnoterede aktier. Det skal dog sikres, at der ikke kan spekuleres i ordningen hvilket kræver nærmere skattemæssige overvejelser, ligesom det skal sikres, at ordningen har den rette incitamentsstruktur.
8. Nedsættelse af en arbejdsgruppe, der skal overveje nye placeringsregler for indekskontrakter.

God skik-regler og effektiv klageadgang

9. Der skal være gode rammevilkår for kunderne fx ved etiske retningslinier, branchekodeks mv. Økonomiministeriet vil inden udgangen af år 2000 foretage en grundig evaluering af udviklingen på området.
10. De berørte organisationer sammen med Økonomiministeriet og Erhvervsministeriet inden udgangen af år 2000 finder en hensigtsmæssig løsningsmodel vedrørende klageadgang.

På kapitalforvaltningsområdet er der behov for at udvide nøgletals-sættet til også at dække pengeinstitutternes puljeordninger. Disse nøgletal kan offentliggøres af virksomhederne, hvorefter de kan samles på Finanstilsynets hjemmeside.

For at give kunderne mulighed for løbende at følge med i investeringspolitikken bør de institutionelle investorer periodevis offentliggøre deres større aktiebesiddelser på enkelt-selskabsniveau. Det kan fx ske i selskabernes årsregnskaber eller via Internettet.

Udvalget *anbefaler*, at disse forbedringer af nøgletallene gennemføres.

Flyttegebyrerne på livsforsikringsområdet er i flere tilfælde ikke uvæsentlige. Det er vigtigt, at de flytteregler, der anvendes, yder alle parter retfærdighed. Forbrugerbeskyttelsen må således gælde både for dem, der ønsker at flytte, og for dem, der ikke har tænkt sig at flytte.

Udvalget *anbefaler*, at gebyrerne ved ind- og udtræden af livsforsikringsselskaber offentliggøres af selskaberne, og at disse oplysninger samles på Finanstilsynets hjemmeside.

På skadesforsikringsområdet er der behov for at styrke informationsindsatsen over for kunderne. Der er tale om komplicerede produkter med risiko for, at kunderne ved utilstrækkelig gennemsigthed ikke vælger en for dem fordelagtig forsikringsdækning.

Gennemsigtheden kan styrkes ved, at der etableres ensartede, overordnede normer for selskabernes oplysninger til de enkelte kunder. Som supplement eller alternativ kunne det overvejes, at der udarbejdes et sæt nøgletal for priserne på branchens væsentligste produkter, fx familie- og husejerforsikringer. Dette kan fx ske ved at udstrække den udarbejdede "bilforsikringsguide" til de andre områder.

Derudover bør mulighederne for at udnytte den nye informations-teknologi (Internet mv.) til etablering af databaser med forsikrings-oplysninger overvejes.

Udvalget *anbefaler*, at forsikringsbranchen i samarbejde med forbru-gerne inden udgangen af år 2000 finder egnede instrumenter med henblik på at forbedre forbrugerens mulighed for informationer om forsikringsprodukter.

Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet understreger i den forbindelse vigtigheden af, at der etableres den fornødne gennemsig-tighed og, hvis dette ikke sker, at der i offentlig regi skabes de fornødne rammer herfor, fx svarende til den for nylig gennemførte model på ejendomsomsætningsområdet.

Imødegåelse af interessekonflikter i kapitalforvaltningen

Det er vigtigt, at lovgivningen er med til at forebygge interessekon-flikter, der kan opstå mellem det finansielle institut og kunden. Denne problemstilling er bl.a. relevant vedrørende den langsigtede op-sparing. Her er det vigtigt, at instituttets forvaltning af egne midler ikke sammenblandes med instituttets forvaltning af kunders midler.

Med henblik på imødegåelse af interessekonflikter i kapitalforvaltnin-gen *anbefaler* udvalget, jf. kapitel 15 og delrapport 7: "Forvaltning af langsigtet opsparing", at:

- Pengeinstitutternes puljeordninger udskilles på frivillig basis i selvstændige juridiske enheder, hvilket også er tilfældet i en række sammenlignelige lande. Såfremt et pengeinstitut ønsker særskilt at eje et kapitalforvaltningsselskab, der også fungerer som administrationsselskab for en investeringsforening, skal der dog være et krav om, at pengeinstituttets puljemidler udskilles til dette kapitalforvaltningsselskab. I denne forbin-delse nedsættes en arbejdsgruppe.

- Livsforsikringsselskaber udarbejder og offentliggør konkrete retningslinier for den tilstræbte egenkapitalforrentning i selskabet samt
- Livsforsikringsselskaberne udarbejder et mål for selskabernes egenkapitalforrentning i form af et nøgletal, så forsikringstagerne kan se, hvor stor en egenkapitalforrentning der tilstræbes, og hvor stor egenkapitalforrentningen er år for år.

Flere muligheder for kunderne

Udvalget har ikke behandlet spørgsmålet om friere valg og større indflydelse på arbejdsmarkedspensionsområdet, idet disse spørgsmål er genstand for særskilt behandling i Pensionsmarkedsrådet.

Udvalget har derimod set nærmere på spørgsmålet om friere placeringsmuligheder i forbindelse med i de skattebegunstigede opsparingsordninger.

Folketinget har allerede gennemført delrapport 7's ("Forvaltning af langsigtet opsparing") anbefaling om friere placeringsmuligheder af børne- og boligopsparing. Disse opsparingsformer kan herefter anbringes i værdipapirer efter de samme regler, som gælder for pengeinstitutternes puljeordninger, ligesom børneopsparingskonti kan oprettes i livsforsikringsselskaber. Der kan imidlertid være grund til at overveje mulighederne for yderligere valgmuligheder ved placering af midler på offentligt støttede opsparingsordninger. Det drejer sig om etableringskonti og indeksskontrakter.

Udvalget *anbefaler* i den forbindelse, at:

- der gives adgang til at placere etableringskontomidler efter de samme principper, som gælder for placeringen af umyndiges midler. Det skal dog sikres, at der ikke kan spekuleres i ordningen, hvilket kræver nærmere skattemæssige overvejelser, ligesom det skal sikres, at ordningen har den rette incitamentsstruktur, og at
- der formuleres friere placeringsregler for indeksskontrakter, så indeksskontrakter oprettet i pengeinstitutter også kan placeres

i værdipapirer. I denne forbindelse nedsættes en arbejdsgruppe.

God skik-regler, etiske retningslinier og branchekodeks

De love, der regulerer den finansielle sektor, indeholder næsten alle en "god skik regel", det vil sige en lovbestemmelse, ifølge hvilken den pågældende finansielle virksomhed skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis på det pågældende område. Formålet med god skik-reglerne er at sikre, at de finansielle virksomheder drives tilbørligt og etisk, og at erhvervsudøvelsen sker under hensyntagen til såvel konkurrenter og andre erhvervsdrivende som under hensyntagen til forbrugere og almene samfundsinteresser.

Derudover har Forbrugerombudsmanden i samarbejde med de finansielle brancheorganisationer udstedt etiske retningslinier for pengeinstitutters rådgivning, hele realkreditinstitutternes virksomhedsområde og for visse områder inden for forsikringsbranchen.

I foråret 1996 etablerede pengeinstitutsektoren et Forbrugerforum mellem Finansrådet og Forbrugerrådet. I dette forum kan organisationerne på uformel vis udveksle synspunkter om forholdet mellem pengeinstitutter og forbrugere og bl.a. søge at finde løsninger på de generelle problemstillinger, som synliggøres via Pengeinstitutanke-nævnet.

Forsikring & Pension har i efteråret 1998 udarbejdet en 15 punkts forbrugerpolitisk handlingsplan, der har til formål at øge forbrugerbeskyttelsen. Et af punkterne indeholder en branchehenstilling vedrørende god forsikringsskik om rådgivning ved forsikringens tegning, i dens løbetid og ved forsikringsbegivenhedens indtræden. Handlingsplanen omfatter også Forsikringsoplysningens udgivelse af forbrugerguides.

Udvalget *finder*, at det er vigtigt, at der er gode rammevilkår for kunderne fx ved etiske retningslinier, branchekodeks mv., hvorved en branche forpligter sig til en høj forretningsmæssig standard.

Valget af egnede instrumenter; lovgivning, etiske retningslinier, branchekodeks mv. kan ikke ses isoleret fra spørgsmålet om afvejningen mellem standardvilkår overfor mere skræddersyede løsninger for kunderne. Standardiserede regler kan forekomme enklere og nemmere for kunderne at overskue, men de kan også virke hæmmende for produktudvikling og kundernes behov.

Hertil kommer, at udviklingen under alle omstændigheder må forventes at sætte øget fokus på god skik og de finansielle institutters forretningsmæssige standarder. En øget udbredelse af grænseoverskridende tjenesteydelser rettet mod private kunder vil sætte fokus på en høj forretningsmæssig standard, således at kunderne får en ordentlig forretningsmæssig behandling. Øget fokus på god skik og de finansielle institutters forretningsmæssige standarder er et prioriteret område i EU-handlingsplanen²⁾.

Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet finder, at de tiltag, der indtil videre er taget for at sikre forbrugerne bedre vilkår inden for rammerne af "god skik-reglerne" inden for forsikrings- og pengeinstitutområderne, langt fra er tilfredsstillende. Forhandlinger om etiske retningslinier kan ikke anvendes, såfremt en branche mangler vilje til at forhandle vedrørende spørgsmål, hvorom Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet finder udstedelsen af retningslinier for påkrævet. I disse tilfælde kunne det efter Forbrugerombudsmandens og Forbrugerrådets opfattelse overvejes, om indberetning til vedkommende ministerier om den involverede parts manglende vilje til at deltage i forhandlinger kunne medføre udstedelse - med sædvanlig parlamentarisk kontrol - af de nødvendige retsfor skrifter. Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet er på denne baggrund af den opfattelse, at muligheden for lovgivningsinitiativer, som sikrer forbrugerne den nødvendige beskyttelse for så vidt angår aftalevilkår mv, bør etableres, jf. nærmere herom i kapitel 15.

2) COM(1999)232, 11.05.99.

De berørte brancheorganisationer (Finansrådet og Forsikring & Pension) finder, at de nuværende tiltag i tilstrækkelig grad løser de eksisterende forbrugerpolitiske problemstillinger, og de finder ikke, at der er et dokumenteret behov for yderligere lovgivning. Derudover finder organisationerne, at brugen af etiske retningslinier efter markedsføringsloven forudsætter en forhandling og en enighed mellem parterne, og ud fra retssikkerhedsmæssige hensyn vil det være yderst betænkeligt, hvis man gav Forbrugerombudsmanden adgang til egenhændigt at fastsætte krav til god skik., jf. nærmere herom i kapitel 15.

Som det fremgår af ovenstående, er der forskellig opfattelse af, hvorledes gode rammevilkår for kunderne på pengeinstitut- og forsikringsområdet bedst tilvejebringes. Økonomiministeriet vil derfor inden udgangen af år 2000 foretage en grundig evaluering af udviklingen på området. Heri inddrages også overvejelserne i EU-regi vedrørende kundebeskyttelse ved grænseoverskridende aktiviteter, idet disse forhold ikke kan anskues rent nationalt.

Effektiv klageadgang for forbrugerne

Ankenævnene løser efter udvalgets opfattelse i dag på tilfredsstillende vis deres rolle som klageinstans i forbindelse med tvister mellem finansielle virksomheder og forbrugere. Ankenævnene sikrer således en hurtig, billig og effektiv klageadgang i en række situationer.

EU-Kommissionen har givet udtryk for, at ankenævnsmodellen på dette område har nogle fordele frem for domstolsafgørelser. Der stilles i flere EF-direktiver/direktivforslag krav om, at medlemsstaterne skal sikre egnede og effektive retsmidler til brug for løsning af tvister på direktivets område. Det kan eventuelt blive direktivbestemt, at alle områder inden for den finansielle sektor skal være "dækket af" et ankenævn.

Siden oprettelsen af ankenævnene er der sket en tilgang af finansielle virksomheder, der er lovregulerede, men ikke er omfattet af den eksisterende ankenævnsstruktur. Dette bevirker, at der ikke er

ankenævn for så vidt angår bl.a. forsikringsmæglere, visse formidlere af grænseoverskridende betalinger og fondsmæglerselskaber (som ikke er datterselskaber af et finansielt institut, på hvis område der er etableret en ankenævnsordning), investeringsforeninger, firmapensionskasser og udlånsvirksomheder.

Baggrunden for den manglende ankenævnsbehandling af disse områder er bl.a. en manglende organisatorisk tilknytning til de eksisterende ankenævn og dermed også et manglende økonomisk bidrag til de eksisterende ordninger.

Det må imidlertid konstateres, at der er tale om relativt små områder og dermed formentlig få klager, hvor det ville være uforholdsmæssigt dyrt at oprette nye ankenævn. Samtidig findes den nødvendige ekspertise allerede i de eksisterende ankenævn.

Udvalget *anbefaler* på den baggrund, at de berørte organisationer sammen med Økonomiministeriet og Erhvervsministeriet inden udgangen af år 2000 finder en hensigtsmæssig løsningsmodel.

Kapitel 3

Den finansielle sektors betydning og fremtidige udvikling

Den finansielle sektor er i særlig grad med til at påvirke samfundets øvrige sektorer og dermed økonomiens udvikling. Sektoren varetager en række centrale opgaver, som bidrager til at skabe økonomisk vækst. Det er i kundernes, sektorens og myndighedernes fælles interesse, at disse opgaver varetages mest hensigtsmæssigt.

Den stigende internationalisering og hurtige teknologiske udvikling vil stille den finansielle sektor over for en lang række udfordringer i de kommende år. Danske finansielle virksomheder vil skulle foretage strategiske valg om deres fremtidige markedsposition både geografisk og produktmæssigt. Dette valg skal bl.a. ses i lyset af, at den udenlandske konkurrence på det danske marked tilspidses. Udfordringerne understreger behovet for, at den finansielle sektor tilpasser sig de fremtidige markedsmæssige vilkår, og at rammevilkårene ikke opstiller unødvendige hindringer herfor.

3.1 Indledning

Det er karakteristisk for en moderne samfundsøkonomi, at den finansielle sektor i særlig høj grad er med til at påvirke de øvrige sektorer. Forholdene i den finansielle sektor har dermed afgørende betydning for økonomisk udvikling og vækst, og dermed for beskæftigelse, velstandsfremgang mv.

Der er derfor store samfundsmæssige interesser forbundet med at sikre, at den finansielle sektor og dens rammebetingelser løbende tilpasses de aktuelle vilkår og de udfordringer, sektoren anses at stå overfor. Samtidig løses opgaverne på de finansielle markeder - som altovervejende hovedregel - bedst af private virksomheder. Dermed er den væsentligste opgave for myndighederne at skabe konkurrencedygtige rammevilkår.

I afsnittene 3.2-3.7 belyses betydningen af den finansielle sektor på dens kerneområder, herunder samspillet mellem den finansielle sektor og vækstbetingelserne for samfundet som helhed. Endelig peges der i afsnit 3.8 på en række udfordringer, som den finansielle sektor står overfor i de kommende år.

3.2 Den finansielle sektors betydning

Det finansielle system spiller på mange måder en central rolle for et moderne samfund. For eksempel er muligheden for at foretage og modtage betalinger via et betalingssystem vigtig, for at andre markeder - specielt markedet for varer og tjenesteydelser - kan fungere effektivt.

Den realøkonomiske betydning af den finansielle sektor hænger tæt sammen med de centrale funktioner, den varetager. Den finansielle sektor har undergået mange forandringer specielt de seneste 10 år, men den varetager stadig helt centrale funktioner, som bidrager til at skabe økonomisk vækst. Det er kundernes, branchens og myndighedernes fælles interesse, at disse opgaver varetages mest hensigtsmæssigt.

Til den finansielle sektors kerneopgaver henregnes traditionelt

- Modtagelse af indlån
- Kreditgivning

- Betalingsformidling
- Forsikringsvirksomhed
- Kapitalforvaltning

I det følgende ses først nærmere på de konkrete funktioner, sektoren varetager, og dernæst på hvordan disse funktioner påvirker betingelserne for de øvrige dele af samfundsøkonomien.

3.3 Modtagelse af indlån og kreditgivning

De to førstnævnte opgaver, modtagelse af indlån og kreditgivning, kan føres mange hundrede år tilbage. Sammen med pengevæsenet opstod der vekselkontorer, som specialiserede sig i at vurdere værdien af mønter. Mønten blev givet til vekselkontoret, som krediterede kundens konto. Som med betalingsformidling i dag skete betalingerne ved overførsel fra én kundes konto til en anden kundes konto.

I dag, hvor der ikke længere er usikkerhed om mønters værdi, omfordeler pengeinstitutterne opsparing fra husholdninger og virksomheder, som i en vis periode har et likviditetsoverskud, til de, som har behov for ekstra likviditet til forbrug eller investeringer. Funktionerne gør det muligt for husholdninger og virksomheder at disponere over fremtidige indkomster allerede i dag og dermed at udjævne deres forbrug og investeringer over tid.¹⁾

I princippet kan låntagere og långivere mødes direkte på markedet uden nogen mellemmand, men det er ofte forbundet med betydelige omkostninger for långiver at vurdere og løbende overvåge låntageren. I den sammenhæng er det et fundamentalt problem, at låntager kender mere til sin økonomiske situation end långiver; der foreligger herved,

1) Vedrørende en uddybning af bankers eksistensgrundlag se den klassiske artikel fra 1983 af Diamond og Dybvig: "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*.

hvad man ofte betegner som asymmetrisk information. Netop inden for kreditvurdering har specielt pengeinstitutterne opbygget en betydelig kompetence, der kan imødegå konsekvenserne af asymmetrisk information.

Eksistensgrundlaget for de finansielle institutter, der arbejder med ind- og udlån eller forsikringsydelser, er til en vis grad betinget af, at de i kraft af deres evne til at indsamle, vurdere og håndtere information kan imødegå konsekvenserne af asymmetrisk information. Den teknologiske udvikling giver bedre adgang til information, men det ovenfor nævnte problem med asymmetrisk information vil næppe forsvinde. Der er derfor stadig behov for institutioner, som skaber kontakten mellem låntager og långiver samt for institutioner, der muliggør omfordeling af risici. Informationsfordelen spiller også stadig en rolle for kapitalforvaltning og risikospredning, i relation til hvilke der er behov for finansielle institutter, som specialiserer sig i at håndtere og vurdere store mængder information.

Pengeinstitutsektoren har traditionelt modtaget indlån og ydet kredit og gør det fortsat. Derudover har realkreditsektoren en betydelig funktion på området for finansiering af fast ejendom. Der er imidlertid en tendens til, at konkurrencen på både aktiv- og passivsiden (se også kapitel 9) øges: Fx har store virksomheder mulighed for at skaffe kapital ved selv at udstede obligationer direkte i markedet, og tilsvarende har indskyderen fået flere muligheder for at placere sin opsparing fx i obligationsinvesteringsforeninger. Der er dog en række forhold i Danmark, som gør, at udstedelsen af erhvervsobligationer må forventes at blive af et mindre omfang end i andre lande. Én af årsagerne er, at det danske marked for realkreditobligationer er meget veludviklet og derfor gør erhvervsobligationer relativt mindre attraktive at udstede. En anden årsag er, at den danske erhvervsstruktur kendetegnet ved et stort antal små virksomheder - og eftersom det typisk er store erhvervsvirksomheder som udsteder - kan der ikke forventes mange danske erhvervsobligationer.

Det er vigtigt at holde fast i, at mens der fortsat vil være et grundlæggende behov for på den ene side at anbringe overskydende likviditet og på den anden side at få stillet kapital til rådighed, så kan måden, dette varetages på, godt ændres over tid.

3.4 Betalingsformidling

En anden meget central funktion, betalingsformidling, har en vis sammenhæng med, at pengeinstitutter modtager indlån. Da de fleste bankindskud kan kræves udbetalt i lovlige betalingsmidler med øjeblikkeligt eller kort varsel, indgår indskud i dag i Danmarks officielle pengemængdedefinition på lige fod med sedler og mønt. Husholdningers og virksomheders accept af indskud som endeligt betalingsmiddel har endvidere resulteret i, at der med pengeinstitutterne er blevet etableret et system for betalinger ved transaktioner i forbindelse med varer, tjenesteydelser, arbejdskraft og kapital. Det er derfor ikke overraskende, at pengeinstitutsektoren er kommet til at spille en helt dominerende rolle inden for betalingsformidlingen.

Betalingsformidling er en vital del af samfundsøkonomien. Hvis markedet for fx biler bryder sammen, har det alvorlige konsekvenser for de involverede parter men ikke for resten af økonomien. Bryder betalingsformidlingen derimod sammen, vil det få konsekvenser for hele økonomien. På stort set alle markeder bliver varer og tjenesteydelser købt og solgt med brug af penge, så hvis den monetære del af handlen af den ene eller den anden grund ikke kan gennemføres, vil alle disse markeder blive påvirket. I særlige situationer (fx krig eller strejke) har det været muligt at have en ren bytteøkonomi, hvor varer byttes mod andre varer. I en bytteøkonomi er transaktionsomkostningerne imidlertid meget store, og på længere sigt vil det ikke være muligt at basere en moderne samfundsøkonomi på byttehandel.

En forudsætning for, at betalingssystemet fungerer, er, at der findes et eller flere aktiver, som kan fungere som betalingsmiddel. Foruden ovennævnte (sedler, mønt og indskud) har den elektroniske udvikling affødt andre betalingsmidler som fx elektroniske penge, jf. kapitel 8.

3.5 Forsikring og kapitalforvaltning

Både forsikringsvirksomhed og kapitalforvaltning er karakteriseret ved, at der sker en omfordeling og en reduktion af forskellige risici. Således påtager forsikringsselskaber sig mod betaling forsikringstagerens (eller dens pårørendes) risiko for tab som følge af sygdom, dødsfald, indbrud m.m. og spiller en vigtig rolle i forbindelse med aldersforsørgelse. Ved kapitalforvaltning, hvor flere individuelle porteføljer samles til én, kan den samlede risiko reduceres ved at sprede porteføljen på mange forskellige aktiver. Det samme princip gør sig gældende for et pengeinstitut, som ved at sprede sine lån på forskellige typer låntagere og projekter kan tilbyde indskyderne en bedre forrentning, end hvis indskyderne selv placerede deres midler i et enkelt projekt. Afdækning af ikke-finansielle risici foretages typisk af pensionskasser, skades- og livsforsikringsselskaber, mens afdækning af finansielle risici gennem kapitalforvaltning typisk foregår i pensionskasser, livsforsikringsselskaber, investeringsforeninger og pengeinstitutter.

Som tidligere nævnt er information også et nøgleord i forbindelse med kapitalforvaltning. Grunden til, at den finansielle sektor spiller en rolle som kapitalforvalter, er ikke kun, at man kan reducere risikoen, men også at den finansielle sektor har specialiseret sig i at håndtere og vurdere information. Selvom husholdninger som følge af den teknologiske udvikling nu har adgang til en betydelig mængde information, kræver det en betydelig specialistviden at udnytte denne information optimalt. Endelig er der stordriftsfordele ved informationsindsamling.

3.6 Det finansielle system og økonomisk vækst

Flere både teoretiske og empiriske undersøgelser understøtter tesen om, at der er en positiv sammenhæng mellem effektiviteten af det finansielle system og økonomisk vækst på langt sigt. Undersøgelserne peger endvidere i retning af, at det finansielle systems udviklingsstadium er en god indikator for fremtidig økonomisk udvikling.²⁾

Sammenhængen mellem det finansielle system og økonomisk vækst blev første gang påpeget i slutningen af 1800-tallet, men blev først eftervist empirisk i slutningen af 1960'erne. Der er siden hen udført en række empiriske undersøgelser, som understøtter hypotesen.³⁾

De funktioner, som det finansielle system varetager, jf. ovenstående, kan påvirke den økonomiske vækst gennem flere kanaler. Nedenfor er givet nogle eksempler herpå.

For det første kan den finansielle sektor opnå en spredningsgevinst ved at råde over flere midler og dermed reducere den samlede risiko. Dette giver mulighed for at investere i mere risikofyldte projekter, end den enkelte investor ville gøre. Den større risiko belønnes til gengæld med et større afkast, idet der normalt er en positiv sammenhæng mellem afkast og risiko.

For det andet bidrager den finansielle sektor til en bedre ressourceallokering, da den har bedre forudsætninger for at vurdere, hvilke projekter der er mest rentable. Det skyldes den førnævnte ekspertise

2) Følgende artikel giver et godt overblik over litteraturen på området: Levine, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, June 1997.

3) King og Levine (1993) Finance, entrepreneurship and growth: Theory and evidence, *Journal of Monetary Economics*, dec. 1993.

inden for kreditvurdering, som sektoren bl.a. opnår via dens ofte tætte kunderelationer.

For det tredje har én finansiell formidler bedre mulighed for løbende at overvåge projektet/låntageren end mange små långivere. Endelig udvider samlingen af midler antallet af potentielle investeringsobjekter, da det giver bedre mulighed for at finansiere store projekter. For eksempel kræver udvikling og forskning ofte en betydelig mængde kapital over en lang tidshorisont.

3.7 Strukturelle forandringer

Den finansielle sektors indvirkning bliver også påvirket af faktorer udefra. Det kan være den førte økonomiske politik, de markedsmæssige vilkår, de lovmæssige rammer de økonomiske konjunkturer mv. Eksempelvis opstod de første pengemarkedsforeninger (Money Market Mutual Funds) i USA som reaktion på de restriktioner, der lå på forrentningen af bankindsud.

Flere faktorer har formet og vil komme til at forme den danske finansielle sektor fremover. Af de væsentlige kan nævnes internationaliseringen og den teknologiske udvikling.

Som senest uroen på de finansielle markeder i efteråret 1998 vidner om, har internationaliseringen (dvs. globalisering og integration) af de finansielle markeder præget og vil fortsat præge den finansielle sektor. Dette betyder øget konkurrence og ændrede markedsmæssige vilkår. For Danmark vil konkurrencesituationen i specielt Europa få stadig større betydning. Konkurrencen på de europæiske finansielle markeder vil blive præget af øget grænseoverskridende virksomhed, ikke mindst efter overgangen til den fælles valuta, euroen. Udviklingen kan betyde væsentligt ændrede arbejdsbetingelser for den danske finansielle sektor, også selvom Danmark står uden for ØMU'en.

Den teknologiske udvikling har potentialet til at revolutionere såvel udbuddet af finansielle tjenesteydelser, som måden hvorpå disse tjenesteydelser tilvejebringes og distribueres (se kapitel 8). Det skyldes, at den finansielle sektor er stærkt informationsintensiv. Som beskrevet ovenfor baseres en meget stor del af de funktioner, sektoren udfører, på indsamling, opbevaring, behandling, salg og/eller distribution af større eller mindre informationsmængder.

3.8 Udfordringer og omstillingsbehov for den finansielle sektor

Internationaliseringen stiller den finansielle sektor over for en lang række udfordringer i de kommende år. Det må forventes, at der vil finde en stadig større koncentration sted inden for den finansielle sektor i Europa. Dette vil også stille danske finansielle virksomheder over for valg mellem enten at indgå i større alliancer eller at satse på geografiske områder (fx hele eller dele af hjemmemarkedet) eller produktmæssige nicheområder.

Det er endnu uklart, om udviklingen vil medføre, at andre finansielle eller ikke-finansielle udbydere overtager pengeinstitutternes traditionelle forretningsområder. Der er endnu ikke set den store tendens til denne udvikling i Europa, herunder Danmark, men specielt i USA er udviklingen gået i denne retning. I et vist omfang kan udviklingen i USA tilskrives en relativt ineffektiv banksektor, som er resultatet af en restriktiv banklovgivning. Indtil starten af 1990'erne var der fx forbud mod, at en bank kunne drive bankvirksomhed i flere forskellige stater.⁴⁾ Tilsvarende konstruktioner har ikke kendetegnet Europa, og derfor er det svært at drage direkte paralleller til USA.

4) Dette blev ophævet med Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994.

For at sikre et effektivt kapitalmarked er det under alle omstændigheder centralt, at alle aktører opererer under lige konkurrencevilkår med respekt for de forskelle, der følger af variationer i forretningskoncepter osv. Dette gælder både grænsefladen mellem den finansielle sektor på den ene side og den ikke-finansielle sektor eller den offentlige sektor på den anden side.

På markedet for risikovillig kapital ses der en tendens til et stadig mere variabelt udbud, jf. kapitel 7. Også på dette område er det vigtigt, at kapitalformidlingen sker så effektivt som muligt.

Bortfaldet af valutakursrisikoen inden for euroområdet betyder, at andre risici, såsom kreditrisiko, likviditetsrisiko og juridisk risiko, vil få stigende betydning for kapitalmarkedet. De enkelte risici vil ikke øges i absolut forstand, men markedet vil i højere grad end tidligere fokusere på disse risici. På trods af, at Danmark ikke deltager i euroen, vil det være nødvendigt for de danske finansielle virksomheder at omstille sig til disse nye markedsvilkår.

Udviklingen inden for kapitalforvaltningen vil formentlig blive præget af, at bl.a. moderne teknologi muliggør udnyttelse af de stordriftsfordele, der eksisterer på dette område. På sigt vil dette formentlig udsætte de danske institutionelle investorer for stigende konkurrence fra udenlandske selskaber.

Samlet set er der flere forhold, som peger i retning af både større produkt- og priskonkurrence:

- Nært beslægtede produkter udbydes i stigende grad af flere finansielle virksomhedstyper samtidig med, at forskellige produkter i vidt omfang distribueres ad de samme kanaler.
- ØMU'en og indførelsen af en fælles mønt fremmer gennemsigtheden og dermed konkurrencen over landegrænserne - på sigt også på detailmarkedet.

- Visse kunder bliver mindre loyale eller anvender en forbedret forhandlingsposition over for de finansielle selskaber. Dette sker i takt med, at kundekontakten i stigende grad finder sted via elektroniske medier, herunder især Internettet.
- Harmonisering af skatteregler vil i sagens natur reducere eksisterende forvridninger. Dette kan i et vist omfang øge den internationale konkurrence, selvom det på nogle områder vil have den modsatte effekt.

Stordriftsfordelene på børsområdet kan gøre det vanskeligere for mindre lande at fastholde en national handel med værdipapirer. Der ses i Europa en tendens til øget samarbejde mellem børserne, som forstærkes af euroens indførelse. Københavns Fondsbørs har indgået et samarbejde med Stockholms Fondbörs, NOREX. Det er imidlertid vigtigt, at Københavns Fondsbørs fortsætter sin tilpasning til markedsvilkårene, hvilket kan indebære behov for flere samarbejdsaftaler. Informationsteknologien kan ligeledes medvirke til, at internationale betalingssystemer i højere grad vil afløse de nationale systemer.

IT-udviklingen vil være kraftigt medvirkende til at skabe ændrede konkurrencevilkår for den finansielle sektor, men det foregår i samspil med en række andre faktorer og kan derfor ikke betragtes isoleret (se delrapport nr. 1: "IT-udviklingen og den finansielle sektor" for en detaljeret gennemgang). Det kan dog forventes, at IT-udviklingen på nogle forretningsområder vil kunne generere stordriftsfordele. Dette vil indebære en betydelig international konkurrence om at opnå en tilstrækkelig volumen - en kritisk masse - til at kunne opretholde rentabiliteten inden for de pågældende forretningsområder. Dette stiller krav til aktørernes evne til effektivt at trænge igennem markedet og til på de rigtige tidspunkter at indgå alliancer. På andre forretningsområder vil IT omvendt kunne nedbryde eksisterende stordriftsfordele og også på denne vis skabe anderledes konkurrencevilkår.

Anvendelse af IT ændrer de risici, som altid har været en del af de finansielle institutters virkelighed. På den ene side har IT muliggjort udviklingen af bedre risikostyringsredskaber og dermed en mere præcis opgørelse af risici. På den anden side skaber anvendelse af IT i sig selv en række nye risici. Som eksempel kan nævnes de særlige edb-problemer, der er knyttet til årtusindeskiftet (År 2000-problemet).

Sammenfattende kan det konstateres, at den danske finansielle sektor bl.a. står over for følgende udfordringer, som både understreger behovet for en løbende tilpasning inden for sektoren og for tilpasning af dens rammevilkår:

- Strategisk valg mellem enten at indgå større alliancer eller satse på geografiske eller produktmæssige nicheområder.
- Imødegå en stigende udenlandsk konkurrence på det danske marked.
- Omkostningseffektivitet.
- Tilpasning til den stigende konkurrence på det europæiske marked især for så vidt angår værdipapirporteføljer, betalings-systemer og kapitalforvaltning.

Baggrunden for disse udfordringer vil blive uddybet i de kommende kapitler.

Kapitel 4

Benchmarking af den finansielle sektor

De senere års strukturtilpasninger inden for den danske finansielle sektor har bevirket, at sektorens struktur i stigende grad er kommet til at ligne strukturen i andre sammenlignelige lande med hensyn til bl.a. størrelse, antal ansatte og konkurrenceforhold. Strukturtilpasningerne må forventes at fortsætte, og sektoren står stadig over for store udfordringer i takt med den stigende internationalisering.

4.1 Indledning

Den finansielle sektor er i stigende grad blevet internationaliseret, og danske finansielle virksomheder oplever øget konkurrence fra udenlandske finansielle virksomheder. I lyset heraf er det naturligt at forsøge at få et indtryk af den finansielle sektors styrker og svagheder i et internationalt perspektiv. For at opnå et så nuanceret billede som muligt hører hertil en belysning af den finansielle sektors rammevilkår, dvs. tilsynspraksis, regulering og beskatning.

Den anvendte analysemetode er en såkaldt benchmarking, hvor det ved at betragte en række nøgletal for den finansielle sektor forsøges at tegne et billede af Danmarks internationale position. Der tages udgangspunkt i nøgletal for Danmark, Sverige, Norge, Holland, Tyskland, Storbritannien, Japan og USA.

I det følgende er analysens hovedkonklusioner fremhævet. For en mere omfattende beskrivelse henvises der til delrapport 6: "Den finansielle sektors internationale position".

4.2 Den finansielle sektors betydning, rammebetingelser og makroøkonomiske udvikling

Den finansielle sektor har en central placering i økonomien i kraft af de ydelser, den udbyder. Samtidig har sektoren en afgørende betydning for økonomien i kraft af dens størrelse.

En grundbetingelse for en stabil udvikling i den finansielle sektor er gode rammebetingelser i form af bl.a. en sund og afbalanceret økonomisk udvikling og et velfungerende skattesystem.

Det er generelt vurderingen, at de institutionelle og overordnede lovgivningsmæssige rammer i Danmark er hensigtsmæssigt udformet, jf. kapitel 10. Ligeledes har de senere års makroøkonomiske udvikling været relativt gunstig, hvilket også har haft betydning for den finansielle sektor.

Det danske skattetryk er dog generelt højt - både absolut og i forhold til skattetrykket i andre lande. Særligt er indkomstbeskatningen høj, og det samme kan siges for de indirekte skatter. Samtidig er progressionen i arbejdsindkomstbeskatningen relativt høj. Derimod er betalingen af sociale bidrag i form af fx arbejdsgiverafgifter internationalt set relativt lav. Det danske selskabsskatteniveau ligger omkring gennemsnittet for de betragtede lande.

Tabel 4.1 Skatter i Danmark

"Høj"	• Det generelle skattetryk • Indirekte skatter • Marginalskat på arbejdsindkomst • Beskatning af positiv kapitalindkomst • Beskatning af negativ kapitalindkomst
"Middel"	• Selskabsskat
"Lav"	• Sociale bidrag

Kilde: Strukturovervågning - International benchmarking af Danmark, maj 1999.

På det makroøkonomiske område har udviklingen siden 1993 været gunstig. Et generelt faldende renteniveau, fortsat lav inflation samt pæn økonomisk vækst har bidraget positivt til den finansielle sektors indtjeningsvilkår og udvikling. En fortsat stabil makroøkonomisk udvikling med lav inflation og rente samt stabil økonomisk vækst er af afgørende betydning for en fortsat positiv udvikling i den finansielle sektor i Danmark.

4.3 Pengeinstitutter

De danske pengeinstitutter har igennem en årrække været gennem betydelige strukturændringer, hvor såvel antallet af filialer som antallet af medarbejdere er reduceret i betydeligt omfang. Også i de kommende år vil der sandsynligvis ske strukturtilpasninger i sektoren.

4.3.1 Pengeinstitutternes struktur

Den danske pengeinstitutsektors struktur, dvs. antal ansatte, størrelse, filialnet, koncentrationsgrad etc., adskiller sig på flere måder fra strukturen i de øvrige betragtede lande. I tabel 4.2 er givet en opsummering af Danmarks internationale placering på en række nøgletal.

Hvad angår filialstørrelsen, der svinger mellem 15 og 30 ansatte i de betragtede lande, ligger Danmark omkring gennemsnittet med 21 ansatte pr. filial. Samtidig tyder data dog på, at der i Danmark er relativt få indbyggere pr. filial, hvilket kan indikere et højt serviceniveau eller en lav produktivitet. Det er med udgangspunkt i de foretagne sammenligninger ikke muligt at afgøre, hvilken af de to årsager der dominerer. En del af forklaringen kan skyldes sektorens lovgivningsmæssige rammer. Der er således en vis forskel på, hvilke typer produkter pengeinstitutter udbyder (og må udbyde) i forskellige lande. Hvis danske institutter i højere grad end fx amerikanske institutter tilbyder finansiell rådgivning, vil det alt andet lige bidrage

Tabel 4.2 Struktur mål for pengeinstitutsektoren

Over middel	
Middel	• Filialstørrelse • Koncentrationsgrad
Under middel	• Antal indbyggere pr. pengeinstitut • Antal indbyggere pr. pengeinstitutfilial • Antal ansatte pr. pengeinstitut • Antal indbyggere pr. ansat • Internationalisering

til at øge antallet af ansatte i de danske pengeinstitutter, uden at dette hermed er udtryk for lav produktivitet.

Pengeinstitutterne i Danmark har gennem flere år reduceret antallet af medarbejdere, men er som nævnt stadig forholdsvis arbejdskraftsintensive.

Med hensyn til koncentrationsgraden - der ofte benyttes som mål for konkurrencen - ligger den, målt ved de fem største kreditinstitutters¹⁾ aktiver i forhold til kreditinstitutternes samlede aktiver, omkring gennemsnittet for de betragtede lande. Det kan i øvrigt bemærkes, at der er en tendens til, at koncentrationsgraden er mindre i de store lande såsom Storbritannien, Tyskland og USA end i de mindre lande. Det tyder på, at der er stordriftsfordele på dele af pengeinstitutmarkedet. Tallene giver ikke anledning til at konkludere, om der er mindre konkurrenceintensitet på pengeinstitutområdet i Danmark end i de øvrige betragtede lande generelt.

1) Kreditinstitutter dækker over både realkreditinstitutter og pengeinstitutter.

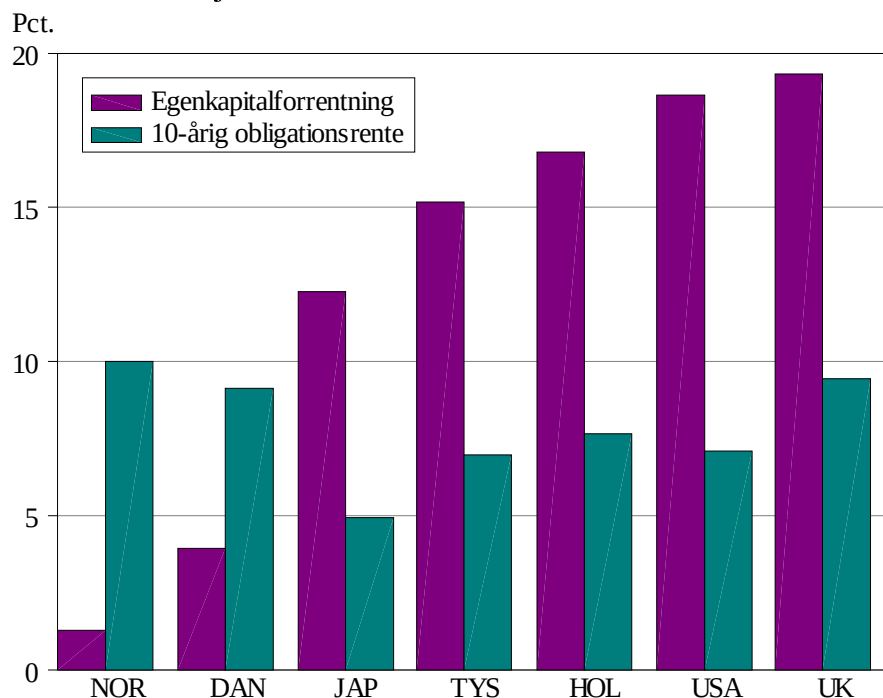
Tabel 4.3 Resultatmål for pengeinstitutsektoren

Over middel	• Lønomkostninger i pct. af samlede omkostninger¹⁾ • Tab og hensættelser i pct. af samlede udlån¹⁾ • Rentemarginal
Middel	• Omkostninger i pct. af indtægter
Under middel	• Egenkapitalforrentning (pct.) • Ikke-renteafhængige indtægter (gebyrer mm.) i pct. af samlede indtægter¹⁾

1) Gennemsnit for perioden 1986-1996.

4.3.2 Resultater og effektivitet på pengeinstitutområdet

Pengeinstitutternes resultater og effektivitet kan ikke måles med et entydigt begreb. Der er i stedet taget udgangspunkt i en række indikatorer for bl.a. indtjeningen, jf. tabel 4.3.

Figur 4.1 Egenkapitalforrentning og obligationsrente, gennemsnit for 1986-96

Kilde: OECD Bank Profitability 1998 og Danmarks Nationalbank.

Det er karakteristisk, at de danske pengeinstitutters indtjening siden midten af 1980'erne har ligget på et internationalt set lavt niveau, jf. figur 4.1. Således har *egenkapitalforrentningen* før skat i Danmark i gennemsnit i årene 1986-96 ligget på omkring 4 pct. pr. år, hvilket er lavere end i alle de øvrige betragtede lande med undtagelse af Norge. Den lave egenkapitalforrentning skal dog ses i lyset af den langstrakte danske lavkonjunktur i perioden 1987-93. Således har der siden opsvingets begyndelse i 1993 været en tendens til stigende indtjening i sektoren.

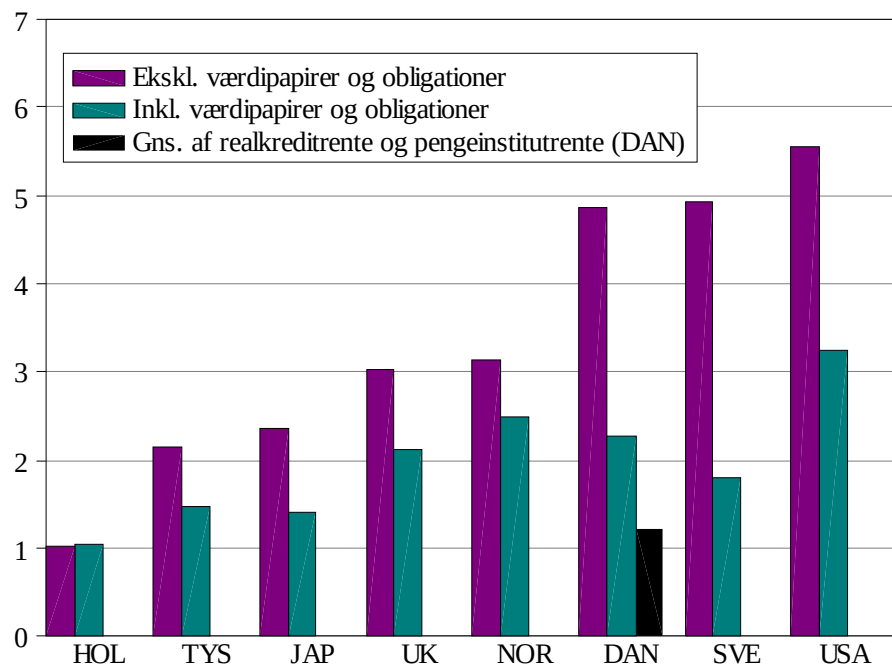
Man skal som nævnt være forsigtig med at sammenligne indtjeningen i forskellige lande, bl.a. fordi indtjeningen som nævnt påvirkes af konjunkturforløbet. Hertil kommer, at indtjeningen kan være opgjort efter forskellige metoder i forskellige lande. Det kan muligvis forvride data. Desuden vil indtjeningen være afhængig af risikoprofilen i pengeinstitutternes engagementer. Hvis et institut fx har mange udlån til risikofyldte projekter, vil aktionærerne alt andet lige også kræve en højere risikopræmie og en højere indtjening. Den lave danske indtjening kan således ikke ses uafhængigt af, om de danske pengeinstitutters aktiviteter er mindre risikofyldte, end tilfældet er i de øvrige betragtede lande. Mere fundamentalt er det et problem, at det som følge af en række forhold, herunder forskellige regnskabsprincipper, er svært at få sammenlignelige internationale tal.

Den lavere vækst i den danske økonomi fra 1987-93 afspejler sig ligeledes i omfanget af *tab og hensættelser* i sektoren. De norske og danske pengeinstitutter har haft relativt høje tab og hensættelser i forhold til de øvrige betragtede lande.

Rentemarginalen i pengeinstitutsektoren har i en årrække været genstand for debat i Danmark. Rentemarginalen angiver i princippet forskellen mellem indlånsrenten og udlånsrenten. Det er imidlertid forbundet med store metodiske problemer at opstille et præcist mål for rentemarginalen, der bl.a. skal ses i lyset af sammensætningen af

Figur 4.2 Den totale rentemarginal, 1996

Pct.



Anm.: Søjlerne angiver renteindtægter i forhold til interbankudlån og øvrige udlån fratrasket renteudgifterne i forhold til interbankindlån og øvrige indlån. De tynde linier er yderligere sat i forhold til hhv. værdipapirer og obligationer. Den fede linie for Danmark angiver en beregnet rentemarginal, der er et vægtet gennemsnit af pengeinstitutrenten og realkreditinstitutrenten.

Kilde: OECD Bank Profitability 1998 og Danmarks Nationalbank.

ind- og udlån, som varierer inden for de forskellige institutter. Problemerne forstærkes ved opstilling af internationalt sammenlignelige mål. Til brug for analysen er der derfor beregnet mål for rentemarginalen efter forskellige metoder frem for at støtte sig til en enkelt opgørelse, jf. kapitel 5 samt delrapport 6: "Den finansielle sektors internationale position".

Hovedparten af de anvendte metoder peger dog klart i retning af, at rentemarginalen i den danske pengeinstitutsektor er relativt høj sammenlignet med de øvrige betragtede lande. Tyskland, Holland og Japan har i de fleste opgørelser en lav rentemarginal. Storbritannien og Norge ligger i midtergruppen, mens Sverige ligger i den høje ende af spektret, jf. figur 4.2. Den høje danske rentemarginal skal dog ses

i sammenhæng med, at der i de fleste internationale sammenligninger ikke skelnes mellem pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Rentemarginalen på realkreditlån er typisk væsentligt lavere end rentemarginalen på pengeinstitutlån²⁾. Det bidrager sandsynligvis til forklaringen på, at de danske pengeinstitutters rentemarginal er relativt højere end rentemarginalen i udenlandske institutter, der udover almindelig pengeinstitutvirksomhed ofte også driver realkreditlignende virksomhed i større omfang.

Ydermere må det formodes, at den historisk set relativt høje skattemæssige fradragsværdi af renteudgifter i Danmark har bidraget til, at forbrugerne har ønsket at betale for servicen i pengeinstitutterne via fradragsberettigede rentebetalinger frem for ikke-fradragsberettigede gebyrer.

4.4 Investeringsforeninger

Investeringsforeningerne i Danmark er tæt tilknyttet de danske pengeinstitutter. Over 90 pct. af markedet er etableret på initiativ af pengeinstitutter. Historisk har investeringsforeningerne haft en begrænset udbredelse i Danmark. Således ligger Danmark sammen med Norge klart under gennemsnittet, hvad angår *investeringsforeningernes balance i pct. af BNP*. Tyskland, Holland, Sverige og Storbritannien befinder sig i en midtergruppe, mens USA ligger klart over gennemsnittet. I 1995 udgjorde investeringsforeningernes balance i USA knap 40 pct. af BNP.

2) Den lavere rentemarginal på realkreditlån skyldes bl.a., at lån med pant i fast ejendom (realkreditlån) er betydeligt mindre risikofyldte. Ydelse af realkreditlån i stor skala og anvendelse af obligationer som fundinginstrument bidrager også til en lav rentemarginal.

Tabel 4.4 Investeringsforeninger

Over middel	
Middel	• Opsparing i investeringsforeninger pr. indbygger
Under middel	• Balance i pct. af BNP

Danske investeringsforeninger har dog inden for de seneste par år haft en betydelig vækst i formuerne, hvilket både kan tilskrives stigende kurser på værdipapirer og en betydelig medlemstilgang.

Således er den gennemsnitlige *opsparing pr. indbygger* steget fra 7.000 kr. i 1995 til 21.000 kr. i 1997 i Danmark. Internationalt lå Tyskland i 1997 under gennemsnittet med 12.000 kr. pr. indbygger. Danmark, Holland, Japan, Norge og Storbritannien havde alle en opsparing mellem 20.000 og 30.000 kr. pr. indbygger, mens Sverige og USA havde hhv. 42.000 kr. og 110.000 kr. pr. indbygger. Den danske opsparing pr. indbygger i investeringsforeninger androg således hhv. 50 pct. og 20 pct. af den tilsvarende opsparing i Sverige og USA.

Det er dermed kun en meget begrænset del af husholdningernes nettoformue, der investeres gennem investeringsforeninger. Langt hovedparten af husholdningernes opsparing sker i form af pensionsopsparing i pengeinstitutter og forsikringsselskaber, herunder i overenskomstmæssigt fastlagte kollektive pensionsordninger.

4.5 Realkredit

Markedet for finansiering af fast ejendom er organiseret meget forskelligt i de europæiske lande. Overordnet kan der sondres mellem to realkreditsystemer: Et system, hvor tilvejebringelsen af udlånsmidler sker ved udstedelse af realkreditobligationer, og et andet system baseret på indlån og indskud. Herudover er der forskel på, om

realkreditlån ydes af specialiserede institutter - som i Danmark - eller af forretningsbanker.

Obligationssystemet anvendes i Danmark, Tyskland, Østrig og Sverige, hvor specialinstitutter yder lån mod pant i fast ejendom ved udstedelse af realkreditobligationer. I Frankrig er der i juni 1999 vedtaget lovgivning om obligationsbaserede realkreditinstitutter. I England anvendes som hovedregel indskudssystemet, hvor de engelske building societies kan karakteriseres som specialinstitutter baseret på indskud. En række af de største building societies er dog i løbet af 1990'erne blevet omdannet til banker.

I de fleste lande er det som regel også muligt af få finansieret fast ejendom af banker (commercial og savings banks).

I nogle lande er specialinstitutter således dominerende på markedet for udlån mod pant i fast ejendom, mens finansiering af fast ejendom i andre lande ofte består af lån fra flere forskellige instituttyper.

4.5.1 Realkredit - struktur

Der findes ti realkreditinstitutter herhjemme. Realkreditudlån fra disse institutter udgør ca. 90 pct. af det samlede udlån mod pant i fast ejendom i Danmark. Realkreditinstitutternes dominerende stilling på det danske marked genfindes ikke i de øvrige betragtede lande. I Tyskland er der fire forskellige typer institutioner, der udlåner mod pant i fast ejendom³⁾. I Holland udgør realkreditudlån fra specialinstitutter ca. 7 pct. af samtlige lån mod pant i fast ejendom, mens andelen i henholdsvis Tyskland og Storbritannien er godt 20 pct. Sverige har et betydeligt realkreditinstitut, der udgør over halvdelen af boligfinansieringen.

3) Man kan således i Tyskland opnå lån mod pant i fast ejendom i hhv. Bausparkassen, de specialiserede hypotekbanker (både offentlige og private), universalbanker og forsikringsselskaber.

Når realkreditinstitutterne er så dominerende på det danske marked, må det især ses i lyset af muligheden for at opnå relativt billige lån, idet omkostningerne er lave som følge af en enkel og effektiv kapitalfremskaffelse. Lånene ydes med lang løbetid og typisk med fast rente og er uopsigelige fra realkreditinstituttets side. Hovedparten af lånene giver debitor mulighed for konvertering i tilfælde af et fald i markedsrenten. Siden starten af 1990'erne er konkurrencen på markedet skærpet blandt andet ved oprettelsen af nye realkreditinstitutter.

4.5.2 Resultater og effektivitet på realkreditområdet

Danmark har et forholdsvis omkostningseffektivt og standardiseret marked for boligfinansiering. Realkreditinstitutterne funder sig alene ved obligationsudstedelse. Renten på danske realkreditlån er derfor markedsbestemt og afspejler dermed generelt det danske renteniveau. Ved en sammenligning med udlandet ligger rentespændet i forhold til fx 10-årige statsobligationer dog i den øvre ende. Det afspejler primært to forhold.

For det *første* benytter realkreditinstitutterne som hovedregel obligationer, der matcher løbetiden på de bagved liggende lån. I andre europæiske lande udstedes der derimod typisk realkreditpapirer med *kortere* løbetid end kredittilsagnet. Ved en normal positiv rentestruktur bevirker dette alt andet lige et højere renteniveau på de lange danske realkreditobligationer end på de kortere europæiske papirer med deraf følgende dyrere lån for de danske låntagere.

For det *andet* benytter de danske realkreditinstitutter i langt overvejende grad konverterbare obligationer, hvor man i andre europæiske lande typiske anvender inkonverterbare papirer. Dette indebærer også, at rente på de danske obligationer alt andet lige indeholder en konverteringspræmie og derfor ligger på et højere niveau end ved sammenligning med andre landes inkonverterbare papirer.

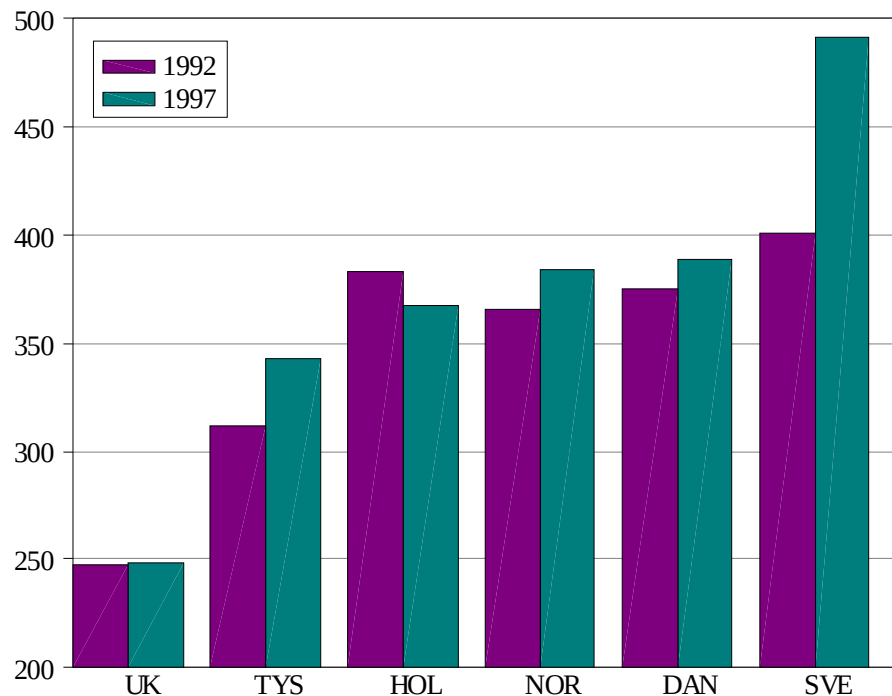
Det er umiddelbart meget vanskeligt at beregne en dækkende *rente-marginal* til en international sammenligning af rentemarginalen på realkreditinstitutområdet. Det skyldes først og fremmest et overordentligt begrænset talmateriale. Endvidere er der forskelle i de segmenter, institutterne yder lån til, ligesom institutterne har forskellige fundingmetoder. Som nævnt i afsnit 4.3.2 skelnes der kun sjældent i rentemarginalopgørelserne mellem renterne i hhv. realkredit- og pengeinstitutter, hvorfor man skal være påpasselig ved fortolkningen. Rentemarginalen i Danmark er for realkreditinstitutterne ca. 0,3 pct.

Verband Deutsche Hypothekenbanken (VDH) oplyser, at rentemarginalen i Tyskland, for realkreditforretning i snæver forstand, anslås til mellem 0,5 og 0,7 pct. afhængig af løbetiden. Marginalen falder med øget løbetid⁴⁾.

Det svenske realkreditinstitut Stadhypoteks havde en rentemarginal på 0,85 pct. i 1998. De britiske "building societies" har generelt højere rentemarginaler end de obligationsbaserede systemer - typisk over 1 pct.

De sparsomme oplysninger tyder på, at de danske realkreditinstitutter opererer med en lav rentemarginal. Det hører dog samtidig med til billedet, at institutternes låneformidling til kunderne ikke alene sker gennem egne salgskanaler, men fx også gennem pengeinstitutter og ejendomsmæglere. Det betyder, at institutterne ikke belastes af omkostninger til et stort filialnet, selvom der betales for denne formidling.

4) Der findes ingen offentliggjorte undersøgelser på området, hvorfor tallene bør vurderes med forsigtighed. Når det er vanskeligt at opgøre rentemarginalen ud fra realkreditinstitutternes regnskabstal, skyldes det, at de fleste tyske realkreditinstitutter også har et stort udlån til den offentlige sektor, som ikke bør inkluderes i en sammenligning mellem lande. Endvidere kan renteindtægterne ikke umiddelbart opdeles i renteindtægter fra realkreditudlån og andre renteindtægter, idet de tyske hypotekbanker også udøver anden aktivitet end den egentlige realkreditforretning.

Figur 4.3 *Antal indbyggere pr. forsikringsansat*

Kilde: CEA European Insurance 1998 og Eurostat.

4.6 Forsikring og pension

Benchmarking-resultaterne for forsikring og pension i Danmark adskiller sig på visse punkter fra pengeinstitutterne. Således er forsikringsbranchen i Danmark eksempelvis kendetegnet ved at have færre ansatte pr. indbygger end gennemsnittet af landene. Med hensyn til koncentrationsgraden, der her er målt ud fra præmieindtægterne, er situationen den samme som i pengeinstitutsektoren, selvom forsikringserhvervet er mere segmenteret.

4.6.1 Forsikring og pension - struktur

Betragtes antallet af indbyggere pr. forsikringsansat, ligger Danmark i den øvre ende med relativt mange indbyggere pr. ansat, jf. figur 4.3. Storbritannien har - med under 250 indbyggere pr. ansat - den højeste

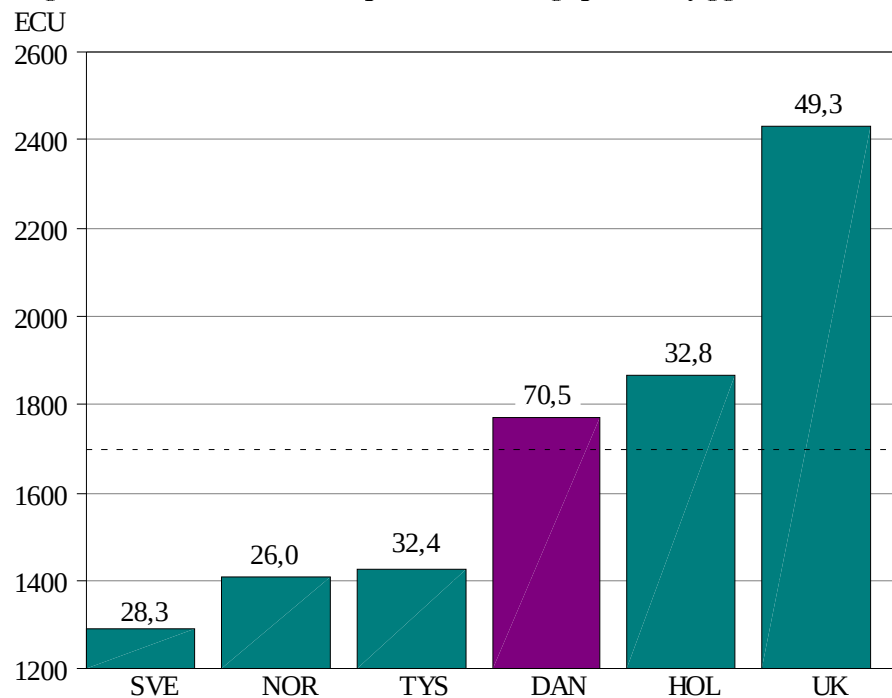
Tabel 4.5 *Struktur mål for forsikring og pension*

Over middel	• Vækst i den samlede præmieindtægt pr. indbygger • Antal indbyggere pr. ansat
Middel	• Koncentrationsgrad • Præmieindtægt i pct. af BNP
Under middel	

medarbejderandel. Også sektoren i Tyskland er relativt beskæftigelsesintensiv, mens den i Holland og Norge ligger i mellemgruppen. Sverige ligger betydeligt over gennemsnittet med knap 500 indbyggere pr. ansat i forsikringssektoren og er den mindst beskæftigelsesintensive⁵⁾ Der er bemærkelsesværdige forskelle på ændringen i antallet af ansatte i forsikringssektoren de senere år. Holland har oplevet en stigning i perioden 1992-97 på 7 pct. De fleste lande har imidlertid haft et fald i antallet af beskæftigede fra 1992 til 1997. Danmark og Norge oplevede i perioden et mindre fald. I Tyskland registrerede sektoren et fald i beskæftigelsen i samme periode på knap 8 pct. I Sverige reduceredes antallet af ansatte med 17 pct. i perioden og toppede således med flest indbyggere pr. ansat.

For såvel livs- som skadesforsikring er koncentrationsgraden mindst i de største lande. Danmark har en koncentrationsgrad lidt over gennemsnittet, mens koncentrationsgraden i Sverige er højere. Det skal dog nævnes, at en række danske forsikringsselskaber bl.a. af skattemæssige årsager har opdelt deres aktiviteter i flere selskaber. Med hensyn til skadesforsikring er det danske marked bl.a. kendetegnet ved, at der findes en del mindre, lokalt forankrede selskaber. Præmieindtægten i pct. af BNP ligger omkring gennemsnittet. Danmark markerer sig imidlertid ved en meget betydelig vækst i den samlede præmieindtægt pr. indbygger i de seneste år, jf. figur 4.4.

5) CEAs statistik stammer - for Danmarks vedkommende - fra Finanssektorens Arbejdsgiverforening, hvor antallet af ansatte i forsikringssektoren er opgjort til 13.600. I "Forsikringsoplysningen" er beskæftigelsen opgjort til omkring 17.000, hvortil kommer knap 1.500 inden for servicevirksomhed i forbindelse med forsikringsvirksomhed. Tallene skal derfor tolkes med stor forsigtighed.

Figur 4.4 Samlet direkte præmieindtægt pr. indbygger, 1997

Anm.: Tallene over søjlerne angiver ændringen fra 1992 til 1997 i procent.

Kilde: CEA European Insurance 1998.

4.6.2 Resultater og effektivitet i forsikring og pension

I Danmark er både niveauet for og væksten i præmieindtægten pr. forsikringsansat over gennemsnittet i de betragtede lande. Samtidig er omkostningerne i forhold til præmieindtægterne under gennemsnittet i de øvrige lande. Danmark skiller sig endvidere - sammen med de øvrige nordiske lande - ud mht. formidlingen af forsikringsydelser, ved at op mod tre fjerdedele foregår ved direkte kontakt med forsikringsselskaberne⁶⁾.

6) The Single Market Review s. 76-77, hvori anvendes data fra Datamonitor European Insurance Distribution Database 1996.

Tabel 4.6 Resultatmål for forsikringssektoren

Over middel	• Reale præmieindtægt pr. ansat • Vækst i den reale præmieindtægt
Middel	• Investeringer i udlandet
Under middel	• Nettodriftsudgifter i f.t. nettopræmieindtægter

Derimod ligger Danmark på linie med flertallet af landene ved at foretage godt 95 pct. af investeringerne inden for landets grænser⁷⁾. Endelig tyder det på, at Danmark sammen med Storbritannien, Holland og Sverige har en relativt høj langsigtet opsparing, idet de alle har en højere andel af de samlede placeringer i Europa end præmie-indtægtsandel.

Et af de hyppigt anvendte mål for produktivitet i forsikringssektoren er *bruttopræmien pr. ansat i faste priser*⁸⁾. Til trods for usikkerhed indikerer en høj bruttopræmie generelt en høj produktivitet. Danmark ligger her - sammen med Holland - klart over gennemsnittet.

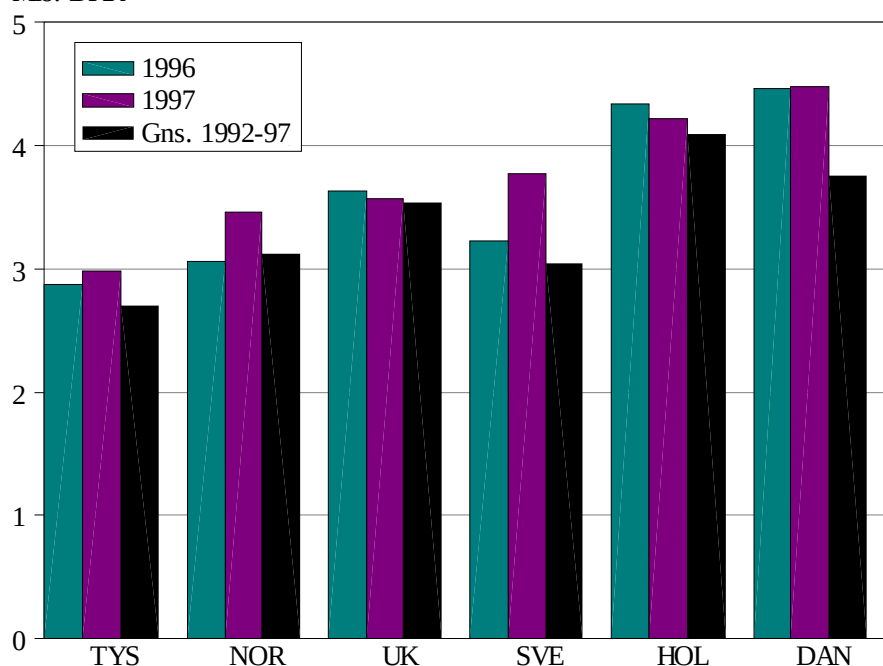
Således toppede Danmark i såvel 1996 som i 1997 med præmieindtægter pr. forsikringsansat på ca. 4,5 mio. kr., mens Tyskland, der lå lavest blandt de betragtede lande, i de samme år havde præmieindtægter på knap 3 mio. kr. pr. forsikringsansat, jf. figur 4.5. I gennemsnit for årene 1992-97 var der i Danmark præmieindtægter pr. ansat på ca. 3,8 mio. kr. - kun overgået af Holland, der passerede de 4 mio. kr. i gennemsnit. Storbritannien fulgte efter med omkring 3,5 mio. kr., Norge lå tæt på 3 mio. kr. pr. ansat, mens Tyskland havde præmieindtægter pr. ansat på under 3 mio. kr.

7) The Single Market Review.

8) Produktivitetsmålet er behæftet med usikkerhed bl.a. pga. uens regler om fradragsret (præmier til livs- og pensionsforsikring er fradragsberettigede, hvilket ikke er tilfældet for præmier til skadesforsikring) og afgifter, uens sammensætning af forsikringsbestanden, samt at der i nogle lande er obligatoriske forsikringer osv. Bruttopræmien pr. ansat anvendes som produktivitetsmålet i bl.a. European Economy (Supplement 12 No 12 - December 1997) og The Single Market Review.

Figur 4.5 Præmieindtægter pr. ansat i forsikringsselskab

Mio. DKK



Kilde: CEA European Insurance 1998.

Stigningen fra 1992 til 1997 har i Danmark og især i Norge været bemærkelsesværdig høj, men også Tyskland og Holland har haft en pæn vækst i dette mål for produktiviteten. Derimod har Sverige og Storbritannien oplevet en noget mindre vækst.

Det er imidlertid ikke uproblematisk at sammenligne disse tal. Selve niveauet er vanskeligt at fortolke, da der er tale om vidt forskellige forsikringsprodukter, men også når der kun ses på relative ændringer, skal man være forsigtig med at drage konklusioner, da forskydningerne udover ændringer i effektivitet kan skyldes ændringer i opgørelsesgrundlaget.

Tabel 4.7 Resultater og effektivitet på det danske værdipapirmarked

Over middel	• Likviditeten i markedet for realkreditobligationer • Effektiviteten af værdipapirafvikling
Middel	• Price-earning forhold
Under middel	• Aktiernes omsætningshastighed • Spread på aktiemarkedet • Likviditeten i aktiemarkedet • Omsætningen på derivatmarkedet

4.7 Det danske værdipapirmarked i internationalt perspektiv

Udviklingen på værdipapirmarkedene siden begyndelsen af 1980'erne har været præget af betydelig liberalisering både i Danmark og internationalt. I det følgende er de danske kapitalmarkeders internationale position ridset op.

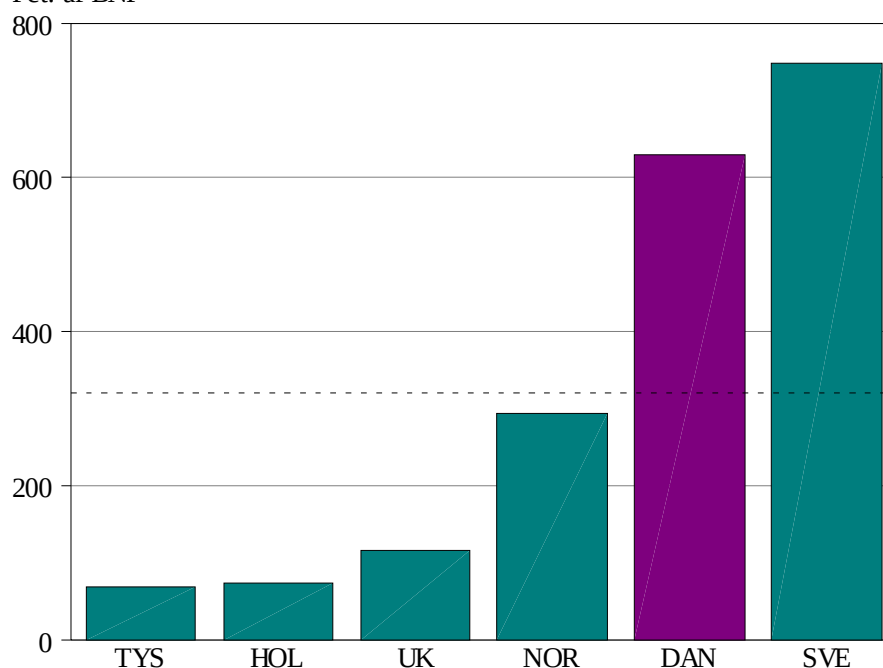
4.7.1 Obligationsmarkedet

Det er kendetegnende for det danske obligationsmarked, at omsætningen i markedet i forhold til BNP er ganske betydelig, jf. figur 4.6. Selv når det danske obligationsmarked betragtes i absolutte termer, er det ganske stort relativt til obligationsmarkeder i de øvrige betragtede lande.

Det danske obligationsmarkeds succes kan begrundes med, at det har været muligt at skabe et obligationsmarked med en god likviditet. Dette kan tilskrives et effektivt statsobligationsmarked samt det

Figur 4.6 Omsætning på obligationsmarkedet, 1998

Pct. af BNP



Kilde: Federation of European Stock Exchanges, Annual Report og Københavns Fondsbørs 1998.

forhold, at stort set alt udlån mod pant i fast ejendom finansieres ved udstedelse af realkreditobligationer.

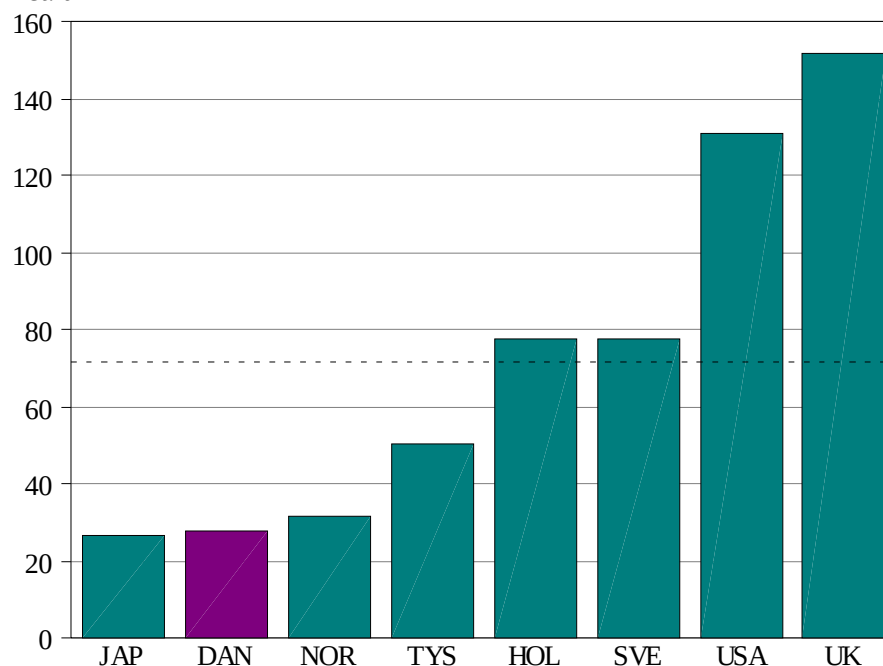
Hertil kommer, at der lovgivningsmæssigt er begrænsninger på, hvor stor en andel af formuen i pensionssektoren der må anbringes i aktier. Denne begrænsning påvirker formueanbringelsen i obligationer og dermed obligationsmarkedets likviditet.

4.7.2 Aktiemarkedet

Det danske aktiemarked er ikke så veludviklet som obligationsmarkedet. Således er det danske aktiemarked forholdsmæssigt lille i sammenligning med andre europæiske lande, jf. figur 4.7. Omsætningen på Københavns Fondsbørs er ganske vist fordoblet i de seneste to år. Omsætningsstigningerne bringer dog ikke Københavns Fondsbørs nærmere på fx de relativt store svenske og hollandske markeder, da omsætningen på de fleste europæiske aktiebørser også er fordoblet i de sidste to år.

Figur 4.7 Omsætning på aktiemarkederne, 1997

Pct. af BNP



Kilde: Københavns Fondsbørs, International Federation of Stock Exchanges og OECD Economic Outlook no. 64.

En del af forklaringen på den begrænsede danske aktieomsætning kan bl.a. være den danske erhvervsstruktur, som er præget af mange små og mellemstore virksomheder, hvoraf de fleste ikke er børsnoterede. Københavns Fondsbørs har ganske vist optaget forholdsvis flere mindre virksomheder til notering end andre europæiske børser i de senere år, men deres relativt lille likviditet hjælper ikke på det samlede billede af en relativt lav omsætningshastighed og likviditet i forhold til den noterede kapital.

En anden forklaring kan være, at opsparingen hovedsagelig sker i fast ejendom og veludviklede arbejdsmarkedspensionsordninger, hvilket primært skyldes den (historisk) relativt lempelige beskatning på disse områder. Endvidere vil der i lande med mindre omfattende offentlige pensionssystemer og en højere grad af individuel opsparing ofte være højere omsætning, da en større del af opsparingen sættes i aktier og forskellige former for investeringsforeninger.

4.7.3 Derivatmarkedet

Det danske derivatmarked er relativt lille i forhold til de øvrige betragtede lande. Det eneste område, hvor der kan siges at være et marked af en vis størrelse, er på aktieindeksfutures og på obligationsfutures. For obligationsfutures' velkommende kan dette forklares ved det veludviklede obligationsmarked.

Omsætningen på det danske derivatmarked gik samlet tilbage med 35 pct. på to år. Fra 1996 til 1998 faldt futuresomsætningen således med 26 pct. og optionsomsætningen med hele 77 pct. Den faldende omsætning kan formentlig forklares med, at det danske derivatmarked har været for lille til at skabe en "kritisk masse". Det betyder, at omkostningerne ved derivater bliver for store og prisfastsættelsen dermed ikke tilstrækkelig effektiv.

Kapitel 5

Internationaliseringen

Der har igennem 1990'erne kunnet konstateres en øget internationalisering af de hidtil overvejende nationalt orienterede finansielle markeder i Europa, herunder også i Danmark. Udviklingen har især været markant på værdipapir- og udlånsområdet.

Det er klart forventningen, at internationaliseringen vil forstærkes i det kommende tiår. I Europa trækker både euroen og gennemførelsen af det indre marked i retning af skabelse af et fælles europæisk kapitalmarked.

Den teknologiske udvikling vil bidrage til internationaliseringen ved at udviske de geografiske grænser. Navnlig inden for betalingsformidling, værdipapirhandel og kapitalforvaltning vil de enkelte landes finansielle infrastruktur blive udsat for international konkurrence.

Finansielle virksomheder vil stå over for valget mellem enten at indgå i større alliancer eller forblive overvejende lokale virksomheder.

For kunderne fører internationaliseringen fordele med sig. Integrationen vil dog ske i meget forskellig hastighed både mellem engros- og detailmarkederne og mellem virksomheder og privatpersoner.

5.1 Internationaliseringen og de finansielle markeder

Internationalisering af den finansielle sektor er et relativt nyt fænomen i de fleste europæiske lande og skal selvfølgelig ses i sammenhæng med, at de relativt lukkede penge- og kapitalmarkeder i Europa tidligere begrænsede mulighederne for internationale aktiviteter. (Boks 5.1 viser, hvad der i dette kapitel forstås ved internationalisering.)

Boks 5.1 Hvad forstås ved internationalisering?

I dette kapitel anvendes begrebet internationalisering i følgende tilfælde:

1. *Integration:* Sammensmeltning af flere nationale markeder til ét fælles marked ved at nationale regler harmoniseres. Eksempelvis gennem fælles EU-regler eller indførelsen af den fælles mønt.
2. *Indadvendt internationalisering:* Udenlandske virksomheders aktivitet på markedet i et enkelt land. Eksempelvis svenske og tyske institutters aktiviteter i Danmark.
3. *Udadvendt internationalisering:* Virksomhederne i det enkelte lands udenlandske aktiviteter. Eksempelvis danske institutters aktiviteter i Sverige og Tyskland.
4. *Udenlandsk ejerskab:* Virksomheder i det enkelte land, som helt eller delvis ejes af udenlandske virksomheder eller personer.

Med gennemførelsen af de nu åbne finansielle markeder i 1980'erne og 1990'erne, bl.a. i medfør af EU- og OECD-samarbejdet, er der skabt grundlag for en øget internationalisering.

Tages der udgangspunkt i udviklingen inden for EU, viser boks 5.2 de væsentligste institutionelle ændringer, der har øget internationaliseringen inden for den finansielle sektor fra 1989 til 1999.

Boks 5.2 Institutionelle forhold, der i væsentlig grad har øget internationaliseringen af den finansielle sektor i EU fra 1989 til 1999

1989	2. banksamordningsdirektiv som indfører det "europæiske pas" og harmoniserer reglerne for udøvelse af kreditinstitutvirksomhed.
1990	1. fase af ØMU'en med bedre samordning af medlemslandenes økonomiske politik, landenes deltagelse i Det Europæiske Monetære System (EMS) og friere kapitalbevægelser indføres.
1992	3. skadesforsikringsdirektiv og 3. livsforsikringsdirektiv som indfører det "europæiske pas" og giver gensidig anerkendelse og hjemlandskontrol.
1993	Det indre marked er gennemført med krav om fri bevægelighed for varer, tjenesteydelser, arbejdskraft og kapital.
1993	Investerings servicedirektivet som harmoniserer og liberaliserer tjenesteydelser, der består i formidling og omsætning af værdipapirer. Indfører det "europæiske pas".
1994	2. fase af ØMU'en med indførelse af konvergenskrav, friere kapitalbevægelser og oprettelsen af Det Europæiske Monetære Institut (EMI).
1999	3. fase af ØMU'en med indførelsen af euroen og fastlåsning af eurolandenes gensidige valutakurser, fælles penge- og valutapolitik samt oprettelsen af Den Europæiske Centralbank (afløser for EMI). Danmark indgår i ERM-II.

Inden for det økonomiske og monetære samarbejde er udviklingen gået stærkt siden 1989, hvor Delors-rapporten tegnede de første rammer for overgangen til en eventuel fælles valuta. Et projekt som mange dengang tvivlede på nogensinde ville blive realiseret. I dag er euroen en realitet, som i høj grad vil medvirke til at øge den finansielle integration i EU fremover.

I 1993 blev grundlaget for det indre marked færdiggjort med krav om fri bevægelighed for varer, tjenesteydelser, arbejdskraft og kapital. På det finansielle område har integrationen vist sig gennem implementeringen af en række finansielle direktiver, hvis formål bl.a. har været at indføre det "europæiske pas", således at finansielle institutter sikres ret til at drive virksomhed i alle EU-lande på grundlag af tilladelse fra myndighederne i instituttets hjemland.

For ti år siden blev der peget på internationaliseringen, og hvorledes den ville påvirke den finansielle sektor. Tempoet i den faktiske internationalisering på OECD-området har dog været noget langsommere, end det dengang blev forventet. Dette må også ses i lyset af, at etablering af grænseoverskridende finansielle tjenesteydelser er tidskrævende, idet det kræver opbygning af en række kompetencer. Udviklingen er dog forløbet med forskellig hastighed inden for de forskellige delsektorer, hvilket også gælder for Danmark.

Der henvises til kapitel 7 i delrapport 3: "Udviklingen i den finansielle sektor" for statistiske opgørelser af udlandets indflydelse på de danske finansielle markeder og danske finansielle selskabers forretninger i udlandet.

Værdipapirområdet er et af de områder, hvor internationaliseringen ses tydeligst og må forventes at udvikle sig hurtigst. Det er således kendetegnede, at investorer holder en stadig stigende andel af deres portefølje i udenlandske værdipapirer.

Den teknologiske udvikling har i høj grad skabt grundlaget for internationaliseringsprocessen, jf. kapitel 8. De traditionelle børser har da også oplevet nogen konkurrence fra alternative elektroniske udbydere af børsydelser. Udbredelsen af disse elektroniske udbydere har indtil videre næsten kun fundet sted i USA, hvor systemerne primært er rettet mod aktiehandel. Det er vurderingen, at der er omkring 20 af sådanne systemer i operation, men deres omfang vil stige både i antal og i omsætning i de kommende år.

Det forekommer sandsynligt, at antallet af nationale børser vil falde, hvilket vil give en større koncentration inden for international børsvirksomhed. I USA domineres markedet allerede af en lille håndfuld meget store børser. Udviklingen må derfor især forventes at blive synlig i Europa. Dette skyldes dels, at der i sammenligning med USA er mange små nationale børser i Europa og dels, at der efter indførel-

sen af euroen er opstået et meget stort fælles marked for bl.a. statsobligationer baseret på samme valuta.

Det nordiske børssamarbejde NOREX er blevet en realitet og er det første internationale børssamarbejde af sin art. NOREX må dog kun ses som startskuddet for en udvikling med større internationale perspektiver, eftersom mange andre landes børser for tiden arbejder på at etablere lignende arrangementer.

På kreditinstitutområdet har Den Europæiske Centralbank (ECB) forsøgt at vurdere omfanget af den nuværende internationalisering i Europa ud fra omfanget kreditinstitutternes udenlandske etableringer, jf. tabel 5.1. talene skal dog tages med megen varsomhed, pga. opgørelsesmæssige problemer. Hertil kommer, at der ikke tages hensyn til finansielle serviceydelser udbudt på et udenlandsk marked fra virksomhedens hjemland (grænseoverskridende virksomhed), hvilket også er tegn på internationalisering.

Tabellen viser, at den indadvendte internationalisering ligger på et beskedent niveau for alle EU-landene med undtagelse af Irland, Luxembourg og Storbritannien. At disse tre lande spiller en rolle som internationale finanscentre ses af, at de udenlandske datterselskaber og filialers markedsandel udgør over 50 pct. af den samlede balance i landene. I flertallet af de øvrige EU-lande besidder udenlandske aktører mindre end 11 pct. af markedet. Overordnet set er der således stor forskel på graden af internationalisering mellem de enkelte EU-lande.

Med hensyn til den udadvendte internationalisering viser tabel 5.1, at kreditinstitutterne i Irland, Tyskland og Portugal har en væsentlig udenlandsk kundekreds. Den danske sektor er afgjort blandt de mest udadvendte, hvis der kun ses på pengeinstitutterne, mens udadvendtheden er på det jævne, hvis realkreditinstitutternes aktiviteter medregnes.

Tabel 5.1 Kreditinstitutternes udenlandske etablering som andel af samlet balance-sum i de enkelte EU-lande

	Indadvendt ¹			Udadvendt ²			Ændring 95/97	
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	Ind	Ud
	-----Pct. af den samlede balance i hjemlandet ³ -----						-----Pct,-----	
Danmark ⁴	4,9	6,2	8,9	27,4	28,4	31,5	81,6	15,0
Danmark ⁵	2,4	3,1	4,6	13,4	14,3	16,3	91,6	21,6
Belgien	28,4	26,5	36,3	-	-	-	27,8	-
Finland	6,5	6,3	7,1	9,7	9,5	13,1	9,2	35,1
Frankrig	12,2	9,8	-	28,1	29,4	-	-	-
Grækenland	18,6	22,1	21,9	7,0	9,6	11,1	17,7	58,6
Holland	9,8	8,5	7,7	-	-	-	-21,4	-
Irland	40,6	45,6	53,6	31,8	27,1	34,5	32,0	8,5
Italien	5,4	7,1	6,8	18,8	14,1	15,3	25,9	-18,6
Luxembourg	99,7	99,9	99,9	-	-	-	0,2	-
Portugal	9,4	7,7	10,5	22,6	26,1	24,8	11,7	9,7
Spanien	11,8	11,4	11,7	12,0	14,9	-	-0,9	-
Storbritannien	51,6	50,6	52,1	-	-	-	1,0	-
Sverige	1,7	1,2	1,6	-	-	-	-5,8	-
Tyskland	4,2	4,0	4,3	21,9	23,3	27,9	2,4	27,4
Østrig	3,5	3,6	3,3	-	-	-	-5,7	-

1) Udenlandske datterselskabers/filialers markedsandel i det enkelte EU-land.

2) Det enkelte EU-lands datterselskabers/filialers balance i forhold til landets samlede indenlandske balance.

3) Den samlede balance er inkl. både hjemlandets pengeinstitutter og udenlandske filialer/datterselskaber på det danske marked.

4) Pengeinstitutter.

5) Pengeinstitutter og realkreditinstitutter.

Kilder: ECB, *Possible effects of EMU on the EU banking systems in medium to long term*, Feb. 1999 og Danmarks Nationalbank for de danske tal.

Generelt kan det dog konstateres, at tallene viser en tendens til øget international satsning i EU-landenes kreditinstitutter. At graden af internationalisering hidtil ikke har været overvældende kan skyldes

en lang forberedelsesperiode, hvor national konsolidering har været væsentligere end international satsning. Det er imidlertid vurderingen, at pengeinstitutterne står på tærsklen til at opleve en større internationalisering, hvorimod det vil tage betydeligt længere tid, inden et tilsvarende træk vil ses hos realkreditinstitutterne.

På skadesforsikringsområdet er internationaliseringen knap så fremtrædende. Den andel af bruttoindtægterne, der hidrører fra udenlandske forretninger i de danske skadesforsikringsselskaber, udgjorde i 1997 kun 0,6 mia. kr. svarende til ca. 2 pct. Dette kan hænge sammen med, at skadesforsikring i høj grad er et produkt, som skal "skræddersys" til den enkelte forbruger. Personlig kontakt mellem forbruger og forsikringsselskab er derfor ofte en betingelse for tegningen af forsikringerne. Nødvendigheden af udenlandsk etablering for at tiltrække de udenlandske kunder kan derfor være en omkostningsbarriere, der indtil nu har opdelt skadesforsikringsområdet i nationale markeder. Det danske markeds størrelse kan også være en faktor, der indtil nu har gjort det mindre attraktivt for udenlandske forsikringsselskaber. I Danmark har det største udenlandskejede skadesforsikringsselskab dog forøget sin markedsandel betragteligt det sidste tiår. Målt på præmieindtægterne havde udenlandskejede skadesforsikringsselskaber en markedsandel på 22 pct. i 1997.

I forbindelse med vurderingen af internationaliseringsgraden inden for skadesforsikring bør også genforsikringsmarkedet nævnes, idet dette marked pga. sin karakter nærmest pr. definition er internationalt. Hvor det for almindelig forsikringstegning har stor betydning med etablering på det konkrete marked, er genforsikringsmarkedet et marked mellem forsikringsselskaber for udjævning af de enkelte forsikringsselskabers indtegnede risici, hvor etablering har langt mindre betydning. Udjævning på genforsikringsmarkedet sker i høj grad internationalt, hvilket også optimerer risikoafdækningen. Af de danske skadesforsikringsselskabers bruttoindtægter fra genforsikring

stammede mere end 80 pct. således fra udenlandske forretninger i 1997.

For pensionskasser og livsforsikringselskaber har internationaliseringen endnu ikke vist sig ved et grænseoverskridende udbud af finansielle serviceydelser. Mange institutionelle investorer forvalter allerede midler i en størrelsesorden, hvor stordriftsfordelene kan opnås helt eller delvis, hvilket kan gøre det mindre interessant at satse internationalt. Udviklingen inden for kapitalforvaltningen forventes dog generelt at følge den koncentrationstendens, der også ses for kreditinstitutterne og på værdipapirområdet.

Der ses dog allerede en klar tendens til en mere international placering af de forvaltede midler. Dette gælder også i Danmark. Den i kapitel 6 foretagne opgørelse viser bl.a., at placeringerne i udenlandske kapitalandele er fordoblet på denne korte årrække, og ligeledes er interessen for udenlandske obligationer steget i takt med, at placeringerne i danske obligationer relativt set er faldet.

Det er vurderingen, at internationaliseringens omfang vil øges betydeligt de kommende år set i forhold til det seneste ti år. Denne udvikling vil blive hjulpet på vej af en række faktorer som f.eks. den teknologiske udvikling og indførelsen af euroen. Hvorledes udviklingen nærmere forventes at forløbe behandles i de følgende afsnit.

5.1.1 Fusioner og koncentrationstendenser

Den internationale tendens til øget konkurrence og dannelsen af finansielle koncerner forventes at fortsætte. Finansielle virksomheder trænger i stigende omfang ind på hinandens områder, og de institutionelle grænser mellem de enkelte delsektorer udviskes. Dette sker ikke juridisk, da de enkelte koncerner fortsat vil være opdelt i separate juridiske enheder, men det er den opfattelse, som kunden vil få af den finansielle sektor.

Der ses inden for euroområdet en række tilpasninger, hvor institutter har som strategi at dække hele euroområdet mere bredt. Denne tendens ses mest markant i Frankrig og Tyskland. Udviklingen har kun i begrænset omfang berørt det nordiske marked, men det må forventes, at de store europæiske institutter inden for en overskuelig årrække vil udvide deres aktiviteter til hele Europa.

Hidtil har koncentrationstendensen været kendetegnet ved primært at have holdt sig inden for nationale grænser, men grænseoverskridende fusioner har allerede fundet sted i andre europæiske lande f.eks. med den svensk/finske Merita-Nordbanken.

Det må forventes, at denne udvikling også vil ses herhjemme i fremtiden. Større enheder kan muliggøre opnåelsen af stordriftsfordele og gøre institutterne mere konkurrencedygtige, hvilket gennemgås i kapitel 6.

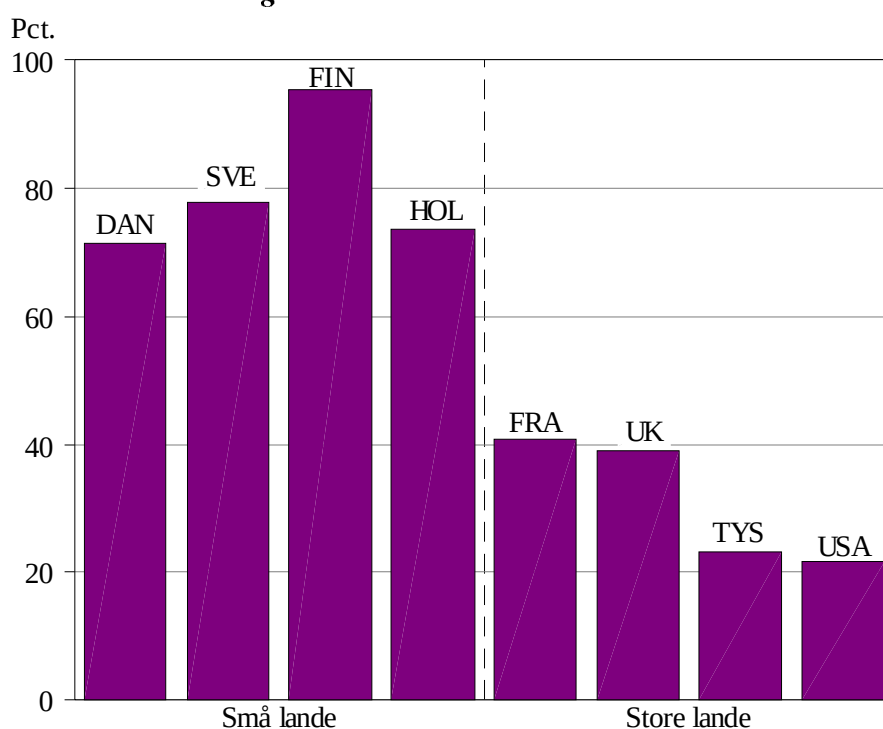
Tendensen til større koncentration forstærkes også af, at mange europæiske lande på et relativt sent tidspunkt har liberaliseret deres kapitalmarkeder og derfor først nu er ved at vænne sig til den skarpere internationale konkurrence. Gennemførelsen af ØMU'en vil forstærke denne proces.

I Europa er gennemførelsen af det indre finansielle marked medvirkende til denne proces, hvor EU-lovgivningen tillader en høj grad af frihed for organiseringen af finansielle grupper. Disse forhold har muliggjort opbygning af finansielle koncerner, hvor finansielle institutter har bredt sig ud på andre områder end instituttets oprindelige kerneaktiviteter.

Den stigende koncentration inden for den finansielle sektor er ikke et enkeltstående europæisk fænomen. I USA har der også inden for de seneste år fundet en betydelig konsolidering sted bl.a. som følge af, at den amerikanske lovgivning ikke længere hindrer "interstate

banking". Figur 5.1 viser, at koncentrationen af kreditinstitutter i USA er væsentligt under det niveau, der ses i de enkelte europæiske lande. Generelt er der en tendens til, at de mindre lande har en højere koncentrationsgrad end de større lande. Dette kunne tyde på, at der eksisterer en kritisk masse, dvs. en vis institutstørrelse, som skal opnås for at sikre en optimal rentabilitet. Den høje koncentrationsgrad kan dog også blot skyldes, at markedet opdeles i mindre enheder.

Figur 5.1 Koncentrationen af kreditinstitutter i udvalgte EU-lande og USA

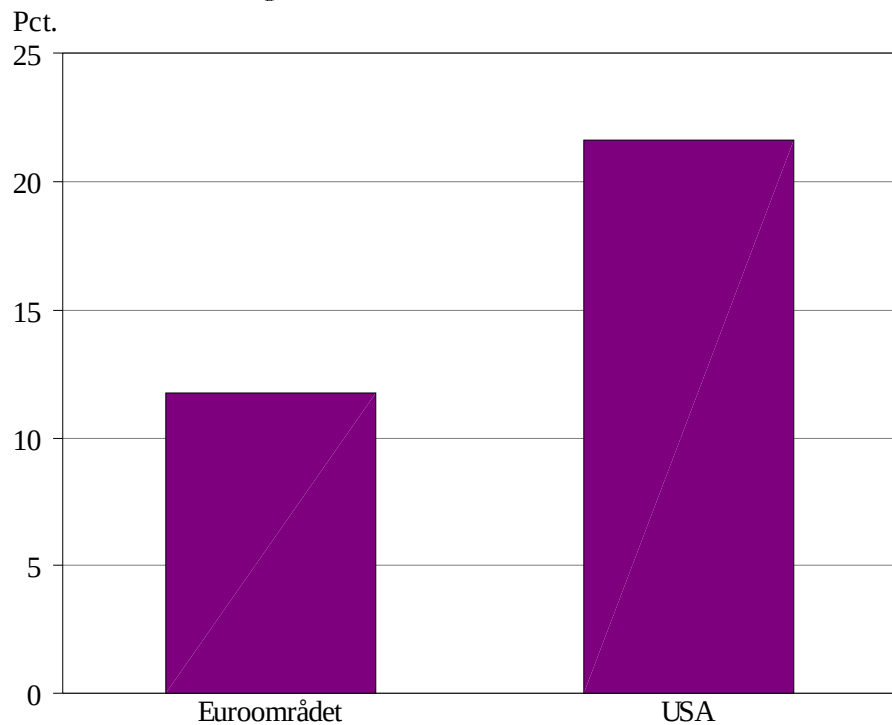


Anm.: Koncentrationen er opgjort som de fem største kreditinstitutters aktiver i forhold til samlede aktiver for kreditinstitutterne pr. 31. december 1997.

Kilde: BankScope.

Det ses således af figur 5.2, at der tegner sig et andet billede, hvis koncentrationen i euroområdet betragtes som et samlet hele. De 5 største banker i USA sidder på lidt over 20 pct. af sektorens samlede aktiver, hvilket er dobbelt så meget som de 5 største banker i euroområdet besidder. Dette forhold tyder på, at euroområdet vil kunne forvente en øget tendens til konsolidering inden for de kommende år. Dette gælder ikke kun inden for kreditinstitutterne men for den finansielle sektor som helhed.

Figur 5.2 Koncentrationen af kreditinstitutter i udvalgte EU-lande og USA



Anm.: Koncentrationen i USA og euroområdet er opgjort som de fem største kreditinstitutters aktiver i forhold til samlede aktiver for kreditinstitutterne. Alle data er baseret på 1997 regnskabsopgørelser.

Kilde: BankScope.

Antallet af selvstændige finansielle institutter må derfor fortsat forventes at falde på det samlede europæiske marked, og den gennemsnitlige størrelse og koncentration i sektoren må forventes at stige. Denne tendens vil ikke nødvendigvis vise sig i de enkelte lande, hvor koncentrationen i forvejen er høj. Der vil fortsat være plads til lokale institutter, som lægger vægt på et højt serviceniveau over for især private kunder og lokale virksomheder.

I fremtiden vil vi formentlig se et finansielt system opbygget af fire søjler, hvor de enkelte aktører vil have komparative fordele inden for forskellige produkter:

1. Få globale aktører.
2. Flere kontinentale aktører (amerikanske, europæiske, osv.).

3. Endnu flere regionale aktører, fx på det nordiske plan.
4. En underskov af nationale aktører (landsdækkende eller lokale).

Sideløbende med dannelsen af finansielle koncerner vil der i stigende grad fokuseres på nicheorienteret virksomhed. Der vil formentlig vise sig en tendens i retning af, at finansielle virksomheder vælger at fokusere på enten formidlerrollen eller producentrollen ved valg af aktivitetsområder. På dagens finansielle marked kendetegnes de fleste finansielle virksomheder af at de varetager begge funktioner. Sådanne virksomheder vil der også være plads til fremover, men kundekrav og nødvendigheden af at opbygge kompetence og kritisk masse inden for givne produktområder vil muligvis tilskynde den enkelte finansielle virksomhed til at træffe et valg mellem disse to aktiviteter.

Formidlerrollen har hovedvægten på kundekontakt, salg og markedsføring og vil basere sig på, at produkter og rådgivning kan indkøbes (insources) fra regionale eller globale produktspecialister. Produktspecialisten vil på sin side overvejende være produktrevet og fokuseret på et begrænset produktsortiment. Den væsentligste selvstændige målsætning er her at opnå stordriftsfordele.

På en række produktområder spores denne tendens allerede i dag. En række finansielle institutioner har således solgt eller afviklet deres globale depotvirksomheder i erkendelse af, at det ikke vil være økonomisk rentabelt at fortsætte disse aktiviteter i eget regi. Aktiviteten er ikke kritisk i relation til kunderne, og ydelsen kan outsources til en kreds af banker, der har valgt at specialisere sig på området, og som ønsker at være globale aktører på dette produktområde.

5.1.2 Den teknologiske udvikling

Markante teknologiske fremskridt i kommunikations- og informationssystemerne har nedbrudt de fysiske barrierer mellem de enkelte finansielle sektorer og landene imellem. Ny informationsteknologi

har samtidig ført til udviklingen af nye finansielle produkter og en voldsom stigning i antallet af finansielle transaktioner over landegrænserne. Det er vurderingen, at denne udvikling vil sætte de enkelte landes finansielle infrastruktur (børshandel, værdipapirafvikling og betalingssystemer) under pres.

I dag gør det stort set ingen forskel for en dansk børsmægler, som eksempelvis er bosiddende i København, om han handler på børsen i København eller i London. Den geografiske placering er blevet af langt mindre betydning. Informationsteknologien kan derfor gøre det vanskeligt for børser at fastholde handel med værdipapirer, hvis de ikke er konkurrencedygtige på ydelse/pris. Dette kan være et særligt problem for mindre lande uden en veludviklet børstradition på grund af manglende omsætning.

Ligeledes kan informationsteknologien medvirke til, at internationale betalingssystemer i højere grad vil afløse de nationale systemer. Der vil blive stillet krav til pengeinstitutterne om en effektiv international betalingsservice, og honoreres disse krav ikke, kan det medføre tab af kunder.

Der henvises til kapitel 8 og delrapport 1: "IT-udviklingen og den finansielle sektor" for en mere uddybende analyse af den teknologiske udviklings betydning for den finansielle sektor.

5.1.3 Tendens til direkte handel

Internationalt går tendensen i retning af mere direkte handel - en udvikling, som fagfolk betegner som "disintermediation". Den snævre fortolkning af begrebet disintermediation er, at finansielle ydelser erhverves uden mellemmand. På pengeinstitutområdet ses udviklingen ved, at pengeinstitutterne kobles ud som formidler mellem långiver og låntager. I en lidt bredere fortolkning kan disintermediation opfattes som en udvikling mod, at andre finansielle eller ikke-

finansielle udbydere, agenter eller markeder overtager pengeinstitutternes traditionelle forretningsområder.

Disintermediation ses tydeligst ved en reduktion i poster på pengeinstitutternes balance. På aktivsiden sker dette oftest ved, at store virksomheder substituerer traditionelle banklån med udstedelsen af erhvervsobligationer. På passivsiden ses udviklingen bl.a. af de enkelte husholdningers porteføljesammensætninger, hvor andelen af almindelige bankindsud viger for investeringer i eksempelvis investeringsforeninger.

Man kan derfor få det indtryk, at pengeinstitutterne mister markedsandele til andre finansielle eller ikke-finansielle virksomheder. Dette er imidlertid ikke nødvendigvis en korrekt observation, da pengeinstitutterne i de seneste år har forøget deres aktiviteter uden for balancen. Én af måderne at gøre dette på er gennem "securitisation", hvor pengeinstitutterne udsteder værdipapirer med sikkerhed i fremtidige betalingsstrømme, jf. delrapport 6: "Den finansielle sektors internationale position". Dette kunne f.eks. være kundernes afdrag på traditionelle banklån. Der er derfor risiko for, at pengeinstitutternes relative betydning bliver undervurderet, hvis der fokuseres for ensidigt på balancesummerne.

Muligheden for i visse henseender at handle uden mellemmand har dog alligevel sat pengeinstitutsektoren under et vist pres. Samtidig har udviklingen sat mere fokus på pengeinstitutternes indtjeningssevne og omkostningseffektivitet.

Enkelte store virksomheder har allerede erstattet de traditionelle banklån med udstedelse af erhvervsobligationer. Det kan være begrundet ud fra en omkostningsmæssig betragtning, idet låntager undgår en række omkostninger, der kan være forbundet med traditionel lånefinansiering i pengeinstitutsektoren.

Dannelsen af ØMU'en vil sandsynligvis medvirke til at opbygge et større marked for erhvervsobligationer i Europa, som det også kendes fra USA. Det er dog ikke sikkert, at udviklingen vil blive lige så markant i Europa som i USA. Fremvæksten af erhvervsobligationer i USA har bl.a. været drevet af, at de amerikanske pengeinstitutter før i tiden ikke kunne yde tilstrækkelig långivning. Dette er ikke tilfældet i Europa. Erhvervsobligationerne vil derfor komme til at spille den største rolle i forbindelse med store fast forrentede lån med lange løbetider, som pengeinstitutterne kan have problemer med at tilvejebringe på grund af deres funding-struktur.

Det skal dog bemærkes, at selv om der kan forventes et stigende antal udstedelser af erhvervsobligationer, vil pengeinstitutterne fortsat spille en rolle i forbindelse med garanti af emissioner og andre former for værdipapirhandlervirksomhed. Den direkte handel vil således ikke nødvendigvis reducere pengeinstitutternes betydning for kapitalformidlingen men vil snarere omfordele rollerne blandt markedsdeltagerne.

I Danmark har der indtil nu ikke udviklet sig et nævneværdigt marked for erhvervsobligationer, og det vil næppe heller ske i en overskuelig fremtid. Det skyldes, at virksomhedernes behov for lange fast forrentede lån ofte kan tilgodeses af de danske realkreditinstitutter, som er konkurrencedygtige på låneomkostninger og renter som følge af det effektive danske obligationsmarked. Samtidig er de fleste danske virksomheder små og deres finansieringsbehov beskedne set i forhold til det danske banksystems kapacitet og de omkostninger, der er forbundet med udstedelse af erhvervsobligationer.

Det er ikke kun pengeinstitutterne, der bliver påvirket af tendensen til direkte handel. Også på børsmarkedet ses et stigende ønske om at handle uden mellemhånd. Institutionelle investorer vil i højere grad handle med værdipapirer direkte med hinanden gennem alternative elektroniske handelssystemer, som hverken ejes eller drives af en

reguleret børs. Den teknologiske udvikling vil øge tempoet for denne udvikling.

Problemer med bl.a. betalingsevne og rådighed over udbudte papirer gør det vanskeligt umiddelbart at acceptere private kunders direkte handel på børsene. Her vil der fortsat være behov for at have et pengeinstitut eller en fondsmægler som mellemhandler. Fondshandlere vil dog i stigende grad markedsføre sig med lave kurtager og realtidskurser over for kunder, der fører konti hos dem og anvender Internettet. Transaktionen kan så - efter verificering - gå direkte ind i børssystemet uden personalekrævende håndtering. Denne form for værdipapirhandel er eksempelvis en mulighed på Københavns Fondsbørs, efter at det dansk/svenske børssamarbejde NOREX er blevet etableret, og et nyt handelssystem er indført.

5.1.4 ØMU'en og internationaliseringen

ØMU'ens betydning for udviklingen i den finansielle sektor er allerede omtalt i det ovenstående. I dette afsnit fremdrages yderligere en række forhold.

Den Økonomiske og Monetære Union vil med indførelsen af den fælles valuta være en væsentlig drivkraft for internationaliseringen af de europæiske finansielle markeder. Med den fælles valuta er der skabt et meget stort valutaområde, der vil spille en central rolle globalt set. Faktisk er euroområdet tæt på at være verdens vigtigste valutaområde målt på produktionen. Af verdens samlede produktion i 1997 kom 20 pct. således fra USA, mens 16 pct. kom fra de 11 lande i euroområdet. Japan tegnede sig kun for halvdelen af euroområdet's produktion.

Euroen må forventes at blive en væsentlig transaktionsvaluta i den internationale handel. Det skyldes først og fremmest, at euroområdet's samlede handel er meget stor, og at euroen af rent kommercielle

grunde vil blive anvendt i samhandlen med eurolandene. Desuden må euroen forventes at blive en væsentlig valuta til rent finansielle formål. Størrelsen af markedet vil således medvirke til øget opmærksomhed fra både investorer og låntagere, hvilket på sigt vil give anledning til et endnu større kapitalmarked.

Euroen vil få stor betydning for investorernes vurdering af værdipapirer udstedt af regeringer og af andre låntagere fra forskellige europæiske lande. Dette skyldes, at valutarisikoen mellem landene forsvinder, således at europæiske værdipapirer i stigende grad vil blive opfattet som papirer uden særlige nationale karakteristika.

Alene størrelsen af eurokapitalmarkedet og harmoniseringen af handelskonventioner mv. vil give et mere likvidt marked, som vil tiltrække både investorer og låntagere. Markedet vil således blive større end summen af de tidligere nationale markeder. På lidt længere sigt vil et marked af en sådan størrelse og beskaffenhed desuden kunne danne baggrund for en hurtigere produktudvikling af nye finansielle instrumenter. En bred vifte af velfungerende finansielle produkter vil for nogle markedsaktører være en selvstændig begrundelse for at låne og/eller placere på eurokapitalmarkedet.

Et marked, hvor valutakursrisikoen fjernes, vil invitere til udstedelser fra en bredere kreds af låntagere. Euroen vil således skubbe på udviklingen i retning af direkte handel, hvor eksempelvis store erhvervsvirksomheder i stigende grad selv går direkte til långiverne gennem udstedelse af obligationer.

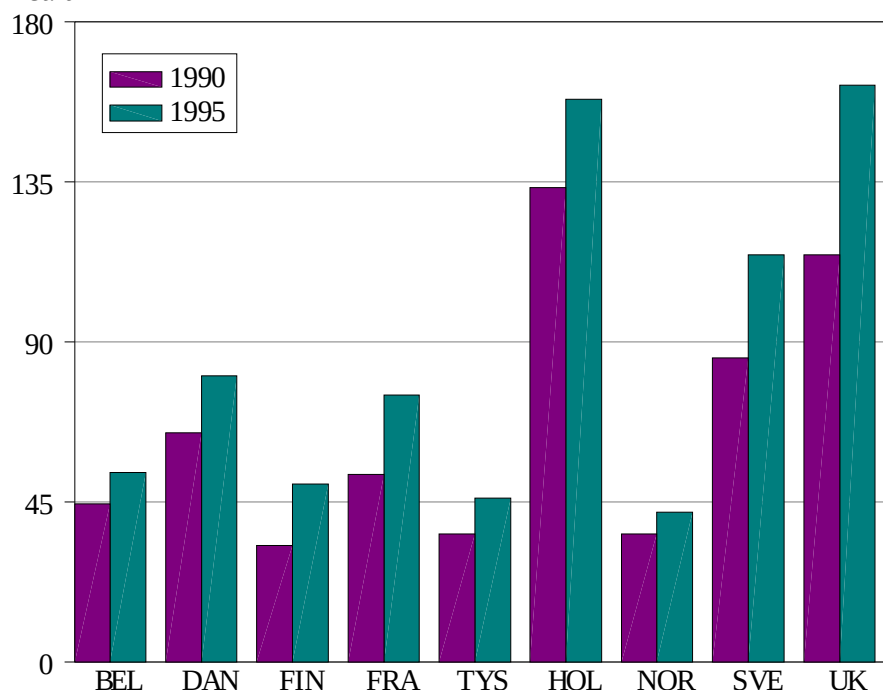
Bortfaldet af valutakursrisikoen betyder, at nogle af de andre risici, såsom kreditrisiko, likviditetsrisiko og juridisk risiko, vil få relativt stigende betydning for kapitalmarkedet.

5.1.5 Skærpet konkurrence for kapitalforvaltning

I Danmark har der i de senere år været tendens til en forøgelse af den private pensionsopsparing på trods af, at den samlede private opsparing i samfundet ikke er steget. Denne udvikling har øget efterspørgslen efter porteføljemanagement i bred forstand. Såvel nationalt som internationalt er det vel nok den finansielle sektors største vækstområde, jf. figur 5.3.

Figur 5.3 *Institutionelle investorers aktiver*

Pct. af BNP



Anm.: Institutionelle investorer omfatter livsforsikringsselskaber, pensionskasser og investeringsforeninger. Ekskl. porteføljeforvaltning i pengeinstitutter. For Danmark inkl. ATP og LD.

Kilde: OECD, Institutional Investors Statistical Yearbook, 1997 og Finanstilsynet.

Denne udvikling har samtidig sat større fokus på de institutionelle investorers rolle. Den større pensionsopsparing har således skabt et behov for risikospredning. Her har den teknologiske udvikling bidraget til, at porteføljeforvalterne kan tilbyde risikospredning til forholdsvis lave omkostninger.

Etableringen af det fælles kapitalmarked vil alt andet lige forbedre de europæiske institutionelle investorers muligheder for at forrente de opsparede formuer, som de forvalter. Én af årsagerne til dette er, at den fælles mønt gør det billigere for investorerne at sprede deres engagementer ud på de europæiske lande, da de ikke udsættes for en valutakursrisiko herved.

En anden årsag er, at både internationaliseringen og den fælles valuta må forventes at øge likviditeten på værdipapirmarkedet. Dannelsen af et stort obligationsmarked baseret på samme valuta er eksempelvis attraktivt for de store institutionelle investorer, fordi det i et større marked alt andet lige er muligt at handle for større beløb, uden at dette påvirker prisniveauet. Dette gælder både for stats- og realkreditobligationer.

Et større marked for erhvervsobligationer vil bidrage positivt til denne udvikling, da det vil øge antallet af alternative placeringsmuligheder. Erhvervsobligationernes kursdannelse er mere afhængig af udviklingen inden for de enkelte brancher end af den generelle makroøkonomiske udvikling. Derfor kan investeringer i erhvervsobligationer i euroområdet bidrage til en øget risikospredning uden en medfølgende valutakursrisiko.

Udviklingen inden for kapitalforvaltningen vil følge den koncentrationstendens, der også ses for kreditinstitutterne og på børsområdet. Årsagen til denne udvikling er internationalt set, at de moderne teknologiske hjælpemidler muliggør udnyttelsen af de stordriftsfordele, der eksisterer i værdipapirhandlen. Informationsteknologien kan tilvejebringe den tilstrækkelige markedsinformation, og samlingen af værdipapirhandlen i større enheder gør denne information billigere og muliggør mere detaljerede analyser af markederne, end mindre enheder kan overkomme.

En sammenligning viser, at den gennemsnitlige størrelse af europæiske investeringsfonde udgør 700 mio. kr., hvorimod den gennemsnitlige størrelse i USA beløber sig til hele 3.500 mio. kr. Koncentrationen i Europa er således langt fra på niveau med, hvad der ses i USA. Indførelsen af den fælles valuta kan dog forventes at virke som en katalysator for den europæiske koncentrationsproces i takt med, at de europæiske kapitalmarkeder sammensmeltes, og konkurrencen på markedet tager til. Man skal dog være opmærksom på, at den marginale gevinst ved at øge koncentrationen kan være aftagende, såfremt der eksisterer en grænse for stordriftsfordelens omfang.

5.1.6 Trægheder i den europæiske markedsintegration og skattemæssige barrierer

Uagtet udviklingen i retning af dybere og bredere kapitalmarkeder samt skærpet konkurrence og konsolidering hersker der stadig på visse områder nationale forskelle. Disse forskelle vil i større eller mindre omfang fortsat give en vis træghed i den europæiske markedsintegration. Integrationen vil derfor ske med forskellig hastighed inden for de enkelte delsektorer. For pengeinstitutter og værdipapirhandlere vil integrationen ske hurtigt, mens realkredit, forsikring og investeringsforeninger vil opleve en mere moderat udvikling.

Det er specielt skattereglerne, der nævnes som den væsentligste barriere for integrationen. På nogle områder vil nationale regler fortsat hæmme udviklingen for grænseoverskridende virksomhed.

I de fleste europæiske lande, herunder Danmark, tilskynder skattereglerne således til tegning af livsforsikring og pensionsopsparing i selskaber, etableret i det pågældende land. Det skyldes, at det ikke er muligt at opnå fradragsret ved oprettelse af livsforsikring og pensionsopsparing i udlandet, hvilket er i overensstemmelse med EU-retten, jf. Bachmann-dommen. Den internationale konkurrence på

dette område består derfor primært i opkøb af selskaber, hvorimod den grænseoverskridende virksomhed stort set ikke eksisterer.

På investeringsforeningsområdet er det indtrykket, at der dels er forskellige opfattelser af, hvorledes investeringsforeningsdirektivet (UCITS) skal fortolkes og dels, at der eksisterer nationale særregler i skattelovgivningen, som fortsat segmenterer markederne og derigennem lægger en begrænsning på den internationale konkurrence.

På sigt må myndighederne forholde sig til disse problemstillinger. For at sikre ens konkurrencevilkår kan det desuden blive nødvendigt på fællesskabsniveau at overveje en harmonisering af kapitalindkomstbeskatningen, herunder også selskabsbeskatningen.

Ud over forskelle i skattereglerne er der også nationale forskelle i den finansielle lovgivning, som i større eller mindre omfang kan medføre en vis træghed i markedsintegrationen. På realkreditområdet er der eksempelvis betydelige nationale forskelle i værdiansættelsesprincipperne. Det samme er tilfældet for lovgivningen på ejendomsområdet (fx tinglysningsreglerne), som ikke er et EU-harmoniseret område. Sammenholdt med forskelle i skattesystemerne, sprogbarrierer mv. kan det betyde, at der formentlig vil gå mange år, før der er skabt et egentligt fælles marked for realkreditlåntagning.

5.2 Internationaliseringen af den danske finansielle sektor

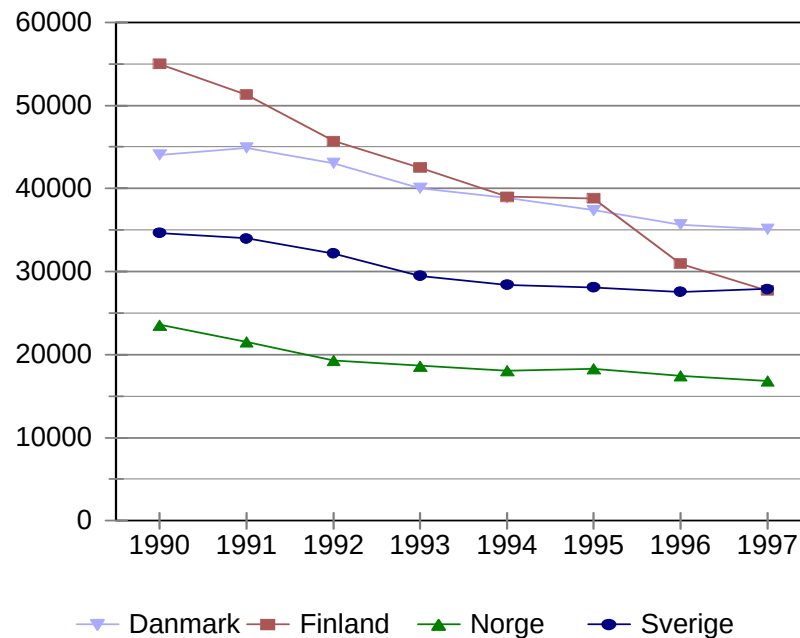
Tidligere blev den finansielle sektor på mange områder opfattet som et hjemmemarkedserhverv. Internationaliseringen og ikke mindst den teknologiske udvikling (jf. kapitel 8) er godt i gang med at ændre dette billede. Dette rejser en række udfordringer for såvel myndighederne som for sektoren. Sidstnævnte er temaet for dette afsnit, mens udfordringerne for myndighederne behandles i kapitlerne 10-15.

5.2.1 Fortsat strukturtilpasning blandt danske finansielle virksomheder

Som det fremgår af kapitel 6, har den danske finansielle sektor siden slutningen af 1980'erne været igennem en omfattende strukturtilpasning, men den internationale påvirkning vil fortsat medføre strukturtilpasninger.

Fusionerne har medført en høj koncentrationsgrad inden for den danske sektor, når man ser på den samlede fordeling af balancerne. Det gælder specielt pengeinstitutområdet, hvor de tre største institutter sidder på omkring 75 pct. af markedet. Det kan konstateres, at den resterende del af det danske marked består af en forholdsvis lang række små institutter set i forhold til andre mindre OECD-lande. En tilsvarende tendens ses på forsikringsområdet.

De mange mindre finansielle virksomheder og det tætte filialnet i dele af branchen kan indikere en forholdsvis servicepræget og derfor mere omkostningstung struktur med et højt beskæftigelsesniveau i forhold til kundegrundlaget. Figur 5.4 viser eksempelvis, at beskæftigelsen i den danske pengeinstitutsektor er højere end den svenske, selvom de svenske pengeinstitutter servicerer en noget større befolkning spredt ud over et langt større geografisk område. Samtidig gælder dog, at de danske pengeinstitutter muligvis har et større produktsortiment, end tilfældet er i en række andre lande. At Danmark har mange mindre finansielle virksomheder kan måske forklares ved, at den danske erhvervsstruktur - med mange små og mellemstore virksomheder - også afspejler sig i den finansielle sektors struktur.

Figur 5.4 Antal fuldtidsansatte i nordiske pengeinstitutter

Kilde: Finanssektorens Arbejdsgiverforening, *Fællesnordisk Bankstatistik 1997*, juli 1998.

Der må i de kommende år fortsat forventes en stærk strukturtilpasning og internationalisering af den danske finansielle sektor. Flere danske finansielle virksomheder vil stå over for et valg mellem enten at indgå i større alliancer eller vælge at forblive nationale virksomheder.

5.2.2 Øget indtjeningspres

Flere forhold trækker i retning af et endnu større indtjeningspres på de finansielle virksomheder i Danmark.

Som nævnt forstærker gennemførelsen af ØMU'en den internationale konkurrence. Specielt på pengeinstitutområdet synes der at være udsigt til øget konkurrence også fra udenlandske udbydere i den finansielle sektor. Dette kan komme til at lægge yderligere pres på indtjeningen i de kommende år. Endvidere skaber den informations-

teknologiske udvikling basis for øget konkurrence. Denne problemstilling er nærmere omtalt i kapitel 8.

Penge- og realkreditinstitutterne har i de seneste par år opnået pæne overskud svarende til omkring 15 pct. af egenkapitalen. Forbedringen af resultaterne dækker imidlertid over en væsentlig reduktion i tabs- og hensættelsesniveauet og betydelige positive kursreguleringer. Basisindtjeningen er fortsat lav.

Skadesforsikringsselskaberne har stort set hvert eneste år haft større erstatnings- og omkostningsudgifter end præmieindbetalinger og har derfor været meget afhængige af investeringsvirksomheden for at kunne skabe en tilfredsstillende indtjening.

For livsforsikringsselskaber er forrentningen af kundernes opsparing en central parameter, som sætter en naturlig begrænsning for egenkapitalafkastet.

I kapitel 4 er der foretaget en international sammenligning af indtjeningen i udvalgte landes finansielle sektorer i perioden 1986-96. Analysen, som skal tolkes med betydelig forsigtighed, giver det overordnede billede, at den danske finansielle sektor som helhed har en forholdsvis lav indtjening. Dette kan skyldes de meget store tab og hensættelser, som sektoren var udsat for i starten af 1990'erne. En anden forklaring kan være, at den danske finansielle sektor allerede har tilpasset sig den internationale konkurrences vilkår. Er sidstnævnte ikke tilfældet, og fortsætter den lave indtjening, stiller analysens resultat spørgsmålstejn ved den danske finansielle sektors fremtidige konkurrencedygtighed. En forbedring af indtjeningen vil i givet fald være én af den danske finansielle sektors helt store udfordringer.

I fremtiden kan forventes større international konkurrence og forøget fokus på "shareholder-value". Dermed kan de danske selskaber inden for den finansielle sektor blive stillet over for valget mellem enten at

øge resultatet efter skat i forhold til egenkapitalen eller at udlodde en større del af overskuddet og dermed tilpasse egenkapitalen til forretningsomfanget.

5.2.3 Øget produktkonkurrence

Det må forventes, at disse års betydelige teknologiske fremskridt i informations- og kommunikationssystemerne fører til fortsat udvikling af nye produkter og nye distributionskanaler på de finansielle områder, jf. kapitel 8. Det vil også blive en udfordring at kunne levere produkter baseret på euro.

Inden for pensionssektoren kan en større udbredelse af fx unit-linked-produkter komme på tale, hvor kunden er medbestemmende for så vidt angår placering af opsparingen men samtidig accepterer en rentegaranti på 0 pct. Unit-linkedprodukter, der spiller en stor rolle i England og Sverige, er først for nylig markedsført i Danmark, og er endnu kun udbredt i begrænset omfang. Dette skyldes, at pengeinstitutternes puljeordninger traditionelt har udfyldt efterspørgslen efter denne type produkter.

På investeringsforeningsområdet er der åbnet for produktudvikling via de såkaldte specialforeninger. De kan primært specialisere sig i henholdsvis investeringer på pengemarkedet, investeringer i andre investeringsforeninger og lignende investeringer i obligationer eller unoterede aktier.

Der må også forventes øget priskonkurrence om finansielle tjenesteydelser. I den forbindelse fokuseres der ofte på rentemarginalen. Delrapport 6: "Den finansielle sektors internationale position", viser, at den gennemsnitlige rentemarginal i pengeinstitutter ligger på et internationalt højt niveau, mens rentemarginalen i realkreditinstitutter er betydeligt lavere.

Den lavere rentemarginal for danske realkreditinstitutter skyldes først og fremmest, at realkreditprodukter langt overvejende må betragtes som en standardiseret vare mod pant i fast ejendom. Dernæst er funding via obligationsudstedelse fordelagtig set i forhold til funding via indlån.

Den høje rentemarginal i danske pengeinstitutter skal ses i sammenhæng med, at mange lande statistisk set ikke sonderer mellem pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Da realkreditudlån har en relativt mindre risiko end traditionelle banklån, er risikopræmien - og dermed også rentemarginalen - mindre på disse udlån.

Var det muligt at udskille pengeinstitutternes realkreditlån fra banklånene i alle lande, ville nogle af de udenlandske pengeinstitutters rentemarginaler også stige, og de danske pengeinstitutters rentemarginal ville næppe være så høj, som de statistiske opgørelser giver udtryk for. I delrapport 6: "Den finansielle sektors internationale position" er det forsøgt at udregne en samlet rentemarginal for danske pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Resultatet viser, at de danske kreditinstitutters samlede rentemarginal er konkurrencedygtig internationalt set.

I Danmark er der desuden forholdsvis gunstige skattefradragsmuligheder for renteudgifter. Den realøkonomiske byrde for kunderne er derfor noget mindre, end rentemarginalen giver udtryk for. I Danmark har der ligeledes været tradition for at basere indtjeningen på rentemarginalen, hvilket også ses af, at gebyrindtægterne i de danske institutter fortsat ligger på et lavt niveau internationalt set.

Rentemarginalen i danske pengeinstitutter for privatkunder er på omkring 7 pct.point, hvorimod erhvervskunder og offentlige myndigheder i gennemsnit betaler en rentemarginal på ca. 2 pct.point. Én forklaring kan være, at institutternes administrationsomkostninger er forholdsvis høje på privatkunder. En anden forklaring kan være, at

der er tale om en prisdifferentiering, som skyldes, at priskonkurrencen på erhvervskundemarkedet er hårdere, end det er tilfældet på privatkundemarkedet. Det indre finansielle marked i Europa og brugen af informationsteknologi kan med tiden ændre på dette forhold. Indførelsen af den fælles mønt gør det således nemmere for kunderne at sammenligne priser tværs over landegrænserne.

Samlet set er der flere forhold, som peger i retning af større produkt- og priskonkurrence:

- Nært beslægtede produkter udbydes i stigende grad af flere finansielle virksomhedstyper.
- ØMU'en og indførelsen af en fælles mønt fremmer gennemsigtigheden og dermed konkurrencen tværs over landegrænserne - på sigt også på detailmarkedet.
- Kundeloyaliteten over for en bestemt virksomheds produkt bliver sandsynligvis mindre i takt med, at kundekontakten i stigende grad finder sted via fx Internettet. Kundernes marginale omkostninger og besvær ved at skaffe sig information om forskellige udbyderes produkter og priser er lave.
- Den internationale konkurrence vil også blive skærpet, i det omfang skattereglerne om de enkelte produkter i større grad harmoniseres mellem landene.

5.3 Internationaliseringens betydning for kunderne

Udviklingen i retning af mere integration vil ske med meget forskellig hastighed både mellem engros- og detailmarkederne og mellem virksomheder og privatkunder.

Erhvervskunderne har allerede nydt godt af den internationale konkurrence. For dette kundesegment er landegrænser, sprogbarrierer og forskelle i nationale regler ikke en hindring for den internationale kapitalformidling. Prisen er den afgørende faktor. Professionelle værdipapirhandlere og store virksomheder med et internationalt engagement vil derfor drage direkte fordel af det fælles kapitalmarked. Disse aktører er vant til international handel og har generelt en langt bedre indsigt i kapitalmarkedernes virkemåde end de mindre virksomheder og privatkunder.

For de mindre virksomheder vil de ovennævnte barrierer fortsat betyde, at der lægges vægt på lokalkendskab og personlig betjening af kapitalformidleren. Den manglende grænseoverskridende aktivitet inden for den finansielle sektor skal formentlig søges i, at private kunder er usikre på at anvende finansielle institutioner, som ikke er etableret i deres hjemland. Nødvendigheden af udenlandsk etablering for at tiltrække mindre udenlandske kunder er derfor en omkostningsmæssig barriere, der indtil nu har opdelt detailmarkederne.

Mindre virksomheder og privatkunder vil dog nyde godt af den generelle konkurrenceforøgelse, som nok vil gøre det nødvendigt for pengeinstitutterne at tilvejebringe en billigere kapitalformidling med lavere rentemarginaler og gebyrer. Desuden vil kunderne også nyde godt af de afledte effekter, den øgede konkurrence skaber.

Med afledte effekter tænkes især på de øgede muligheder, de institutionelle investorer vil få som professionelle aktører på markedet. De private kunder vil fx få udbytte af bedre muligheder for risikospredning og af den øgede likviditet på værdipapirmarkederne gennem en øget forrentning af deres opsparinger.

På længere sigt må det forventes, at en del af de barrierer, der holder de mindre virksomheder og privatkunder tilbage fra at få fuldt udbytte af det fælles kapitalmarked, vil blive nedbrudt. Fordomme og usik-

kerhed over for at indgå forretninger i andre lande, hvor sprog og traditioner er anderledes, vil gradvist forsvinde.

Det vil blive mere almindeligt at have konto og betalingskort i et udenlandsk pengeinstitut, og anvendelsen af Internettet til værdipapirhandel vil blive naturligt for forbrugerne i takt med, at den almindelige handel på nettet øges. Det er derfor ikke sandsynligt, at den danske finansielle sektor og danske kunder vil være parret til evig tid. Det stiller på sigt den danske finansielle sektor over for en række udfordringer for også at fastholde hjemlige privatkunder og tiltrække udenlandske.

Den stigende internationale konkurrence og udvikling inden for IT gør det i højere grad muligt at skræddersy finansielle produkter til den enkelte kundes ønsker og behov til fordelagtige priser. Det er naturligvis en positiv udvikling for kunderne, men kompleksiteten i udbuddet af finansielle tjenesteydelser stiger samtidig, hvilket kan gøre det vanskeligere for kunden at træffe de rigtige beslutninger. Medvirkende faktorer kan være, at de finansielle varer ikke nødvendigvis er ens i de forskellige lande, og at der kan opstå tvivl om, hvilke retsregler der finder anvendelse - udbyderlandets eller efter-spørgerlandets.

Det er derfor afgørende, at den øgede kompleksitet også følges af en større gennemsigtighed, for at kunderne kan få fuldt udbytte af udviklingen. Der ses i kapitel 15 på forskellige initiativer på dette felt.

Også på pensionsområdet vil der i de kommende år blive stillet øgede krav til åbenhed om og mulighed for indflydelse på pensionsinstitutternes investeringspolitik. Dette skyldes ikke mindst, at der ses en tendens til, at pensionsinstitutterne placerer en stigende del af pensionsmidlerne i udenlandske værdipapirer. Denne proces er allerede i gang i flere institutter og understøttes af bl.a. Pensionsmarkedsrådets arbejde. Lønmodtagernes Dyrtdsfond har eksempelvis besluttet at

indføre valgfri puljeordninger for sine knap 1,5 mio. kontohavere. Initiativet blev muliggjort af en lovændring i december 1998.

Kapitel 6

Den markeds- og strukturmæssige udvikling

Den finansielle sektor er i de seneste 10 år vokset stærkere end den øvrige danske økonomi. Væksten hidrører primært fra livsforsikringsselskaber, pensionskasser og pengeinstitutter.

Pengeinstitutterne tegner sig for 37 pct., realkreditinstitutterne for 31 pct. og forsikringsselskaber og pensionskasser for 28 pct. af sektorens samlede balance i 1998. Målt på beskæftigelsen tegner pengeinstitutterne sig for knap to tredjedele, mens forsikringsselskaber og pensionskasser dækker godt en fjerdedel.

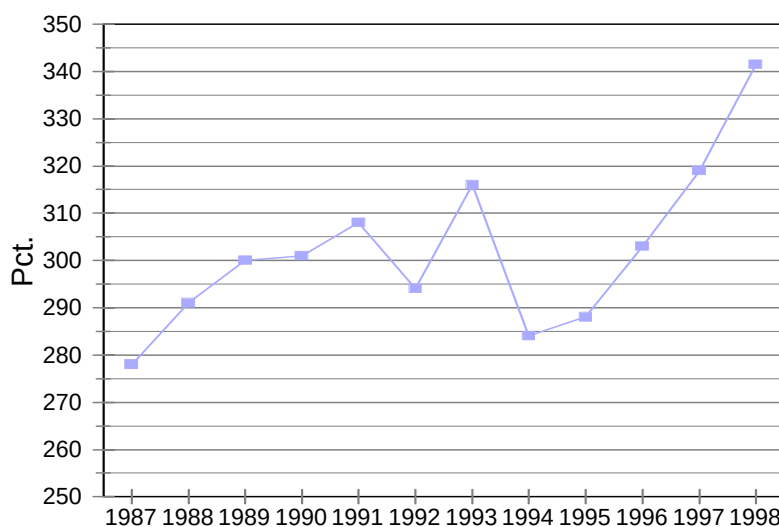
Der er en klar tendens til, at finansielle koncerner har fået større betydning, idet deres andel af den samlede balance er steget fra knap 50 pct. i 1989 til 73 pct. i 1998. Baggrunden for denne udvikling kan være, at større enheder bedre kan matche de stadigt større kunder, at store éngangsomkostninger til teknologi forudsætter en betydelig omsætning, eller at større enheder er nødvendige for at matche stadig større udenlandske konkurrenter. Et anden forklaring kan være, at et bredt udbud af finansielle serviceydelser muliggør kundebetjening på flere områder.

Det fremtidige billede, der tegner sig af den finansielle sektor, er et billede af en sektor, der både nationalt og internationalt vil være i konstant forandring. En stor udfordring for de finansielle virksomheder består derfor i konstant at kunne tilpasse sig de ændrede forhold.

6.1 Den markeds-mæssige udvikling

Størrelsen af den finansielle sektor, målt ved den samlede balancesum i sektoren¹⁾, er i perioden 1987-97 vokset i forhold til den øvrige økonomi. Balancesummen er steget fra 278 pct. til 342 pct. af BNP, jf. figur 6.1.

Figur 6.1 Den finansielle sektors balancesum i pct. af BNP



Kilde: Finanstilsynet og Danmarks Statistik.

Balancen steg jævnt i forhold til BNP i perioden 1987-91, jf. figur 6.1. I årene 1992 og 1994 faldt balancesummen imidlertid i forhold til BNP, hvilket for en stor dels vedkommende skyldtes kursfald på aktie- og obligationsmarkederne, der i særlig grad påvirkede penge- og realkreditinstitutternes balancesum. Hertil kom et fald i udlånsaktiviteten. Fra 1994 og frem har den finansielle sektors balancesum igen været stigende i forhold til BNP.

1) Den finansielle sektor er i nærværende sammenhæng afgrænset til at omfatte de virksomheder, som er underlagt offentligt tilsyn, dvs. pengeinstitutter visse og særlige kreditinstitutter, realkreditinstitutter, fonds- og børsmæglerselskaber, investeringsforeninger, skadesforsikringsselskaber, livsforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser, firmapensionskasser, ATP og LD.

Sektorens samlede vækst drives primært af stigninger i balancesummerne for livsforsikringsselskaber, pensionskasser og pengeinstitutter, jf. tabel 6.1.

Tabel 6.1 Bogførte balancesummer i den finansielle sektor

Mia. kr.	1987	1990	1992	1994	1996	1998	Gennemsnitlig årlig vækst i pct.	
	----- 1987-priser -----						1987- priser	Real- vækst ²⁾
Pengeinstitutter	752	864	800	782	922	1.106	3,6	1,2
Visse og særlige kreditinstitutter	20	25	26	26	28	34	5,0	2,7
Realkreditinstitutter ¹⁾	753	749	685	801	854	936	2,0	-0,3
Fonds- og børs- og børsmæglerselskaber ²⁾	3	10	9	1	0	1	-0,9	-11,3
Investeringsforeninger	23	19	18	28	44	96	13,9	11,6
Skadesforsikringsselskaber	58	75	66	73	79	83	3,2	0,9
Livsforsikringsselskaber	167	197	205	270	318	388	8,0	5,7
Tværgående pensionskasser	68	85	87	111	127	162	8,2	5,9
Firmapensionskasser	21	21	21	28	28	29	2,9	0,6
ATP ²⁾	57	71	75	100	117	152	9,4	7,0
LD	24	25	24	29	31	37	4,1	1,8
I alt	1.945	2.142	1.943	2.248	2.549	3.022	4,1	1,8

Anm.: Tabellen er ekskl. Danmarks Skibskreditfond.

1) Realkreditinstitutter omfatter også Kommunekredit og DLR.

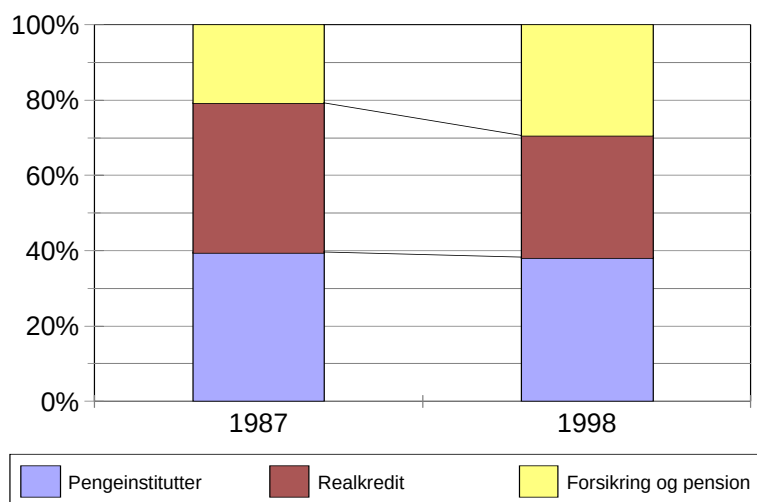
2) Tallene før og efter 1993 er pga. ændret værdiansættelsesprincip ikke sammenlignelige.

3) Realvæksten er balancesummens vækst fratrukket væksten i BNP.

Kilde: Finanstilsynet.

Andre delsektorer har haft større vækstrater, men deres andel af den samlede balancesum er beskeden. Balancesummens fordeling på de største delsektorer fremgår af figur 6.2.

Figur 6.2 Den finansielle sektors samlede balancesum fordelt på de største delsektorer



Anm.: Forsikring og pension inkluderer ATP og LD.

Kilde: Finanstilsynet.

Den mest markante stigning er sket for investeringsforeninger, livsforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser og ATP. For investeringsforeninger kan en mindre del af udviklingen forklares ved, at flere privatpersoner er begyndt at investere i aktier²⁾. Investeringsforeningerne er i denne forbindelse et omkostningsbesparende alternativ til investering i enkeltpapirer, hvis man ikke investerer store beløb. Derudover har de institutionelle investorer udvist en stigende interesse for at investere gennem investeringsforeninger. Samlet set er væksten i de obligationsbaserede investeringsforeninger større end væksten i de aktiebaserede foreninger.

For livsforsikringsselskaberne og pensionskasserne afspejler udviklingen i balancesummerne den stigende pensionsopsparing. Dette

2) Jf. analyse foretaget af Vilstrup Research, Aktionæren nr. 10. december 1998 samt Finansredegørelse 98/99, side 161.

skyldes bl.a. oprettelsen af nye pensionskasser og forsikringsselskaber som følge af etableringen af overenskomstbaserede arbejdsmarkeds-pensionsordninger i starten af 1990'erne. Hertil kommer, at der i 1988-90 skete en fordobling af ATP-bidraget. I henhold til indgåede kollektive overenskomster og aftaler betaler en række offentlige ansatte - i alt ca. 500.000 lønmodtagere - imidlertid i dag et mindre ATP-bidrag, og får derfor mindre udbetalt fra ATP ved pensionsalderen.

Tabel 6.2 Heltidsansatte i den finansielle sektor

	1989	1990	1992	1994	1996	1997 ¹⁾	1989-97
	----- Antal heltidsansatte -----						Pct.
Pengeinstitutter	50.263	49.725	47.560	46.685	40.496	39.102	-22,2
Visse og særlige kreditinst.	-	-	-	-	118	135	-
Realkreditinstitutter	3.517	3.213	2.912	3.172	3.449	4.347	23,6
Fondsmæglerselskaber	-	-	-	-	-	266	-
Investeringsforeninger	-	-	-	-	-	-	-
Skadesforsikringsselskaber	10.975	11.113	11.869	12.845	12.521	12.541	14,3
Livsforsikringsselskaber	2.150	2.079	2.036	1.721	2.765	2.291	6,6
Tværgående pensionskasser	542	561	414	440	449	451	-16,8
Firmapensionskasser	33	33	32	39	53	45	36,4
ATP	449	392	402	513	541	566	26,1
LD	29	30	34	32	31	31	6,9
Ialt	67.958	67.146	65.259	64.417	60.423	59.775	-12,0
Pct. af samtlige beskæftigede	2,53	2,51	2,49	2,53	2,28	2,24	

Anm.: Tabellen er ekskl. Danmarks Skibskreditfond.

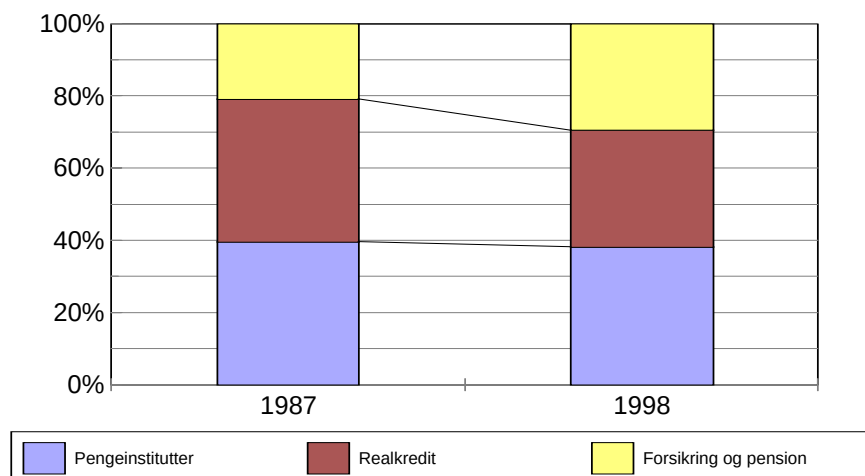
1) Der foreligger p.t. kun 1998-tal for pengeinstitutter hvorfor tabellen baseres på 1997-tal. Antal beskæftigede i pengeinstitutter steg svagt til 40.228 i 1998.

Kilde: Finanstilsynet.

Man skal være opmærksom på, at en del af pensionsopsparingen i pengeinstitutterne ikke indgår i balancen for disse institutter. Det er den del af pensionsopsparingen, som ligger i depot i pengeinstitutter-

ne. I 1998 udgjorde dette beløb 73,2 mia. kr. svarende til 6,9 pct. af pensionsopsparingen.

Figur 6.3 Den finansielle sektors beskæftigede fordelt på de største delsektorer

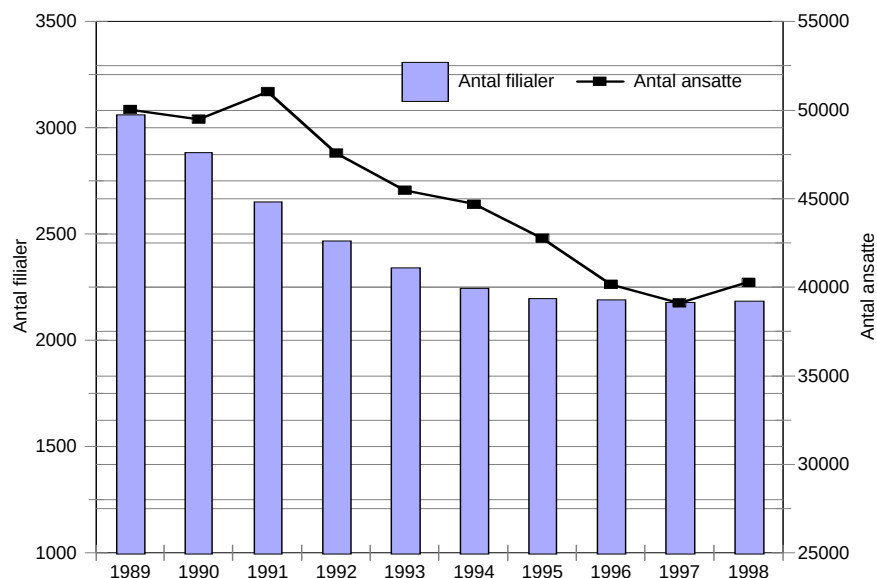


Anm.: Forsikring og pension inkluderer ATP og LD.

Kilde: Finanstilsynet.

På trods af væksten i balancesummerne har antallet af heltidsansatte i den finansielle sektor udvist en faldende tendens i perioden 1989-97, jf. tabel 6.2. Det samlede antal ansatte er således faldet med 12 pct. i perioden, hvilket også gør, at den finansielle sektors andel af samtlige beskæftigede i Danmark er faldet svagt. Fordelingen af de ansatte på de største delsektorer er vist i figur 6.3.

Det faldende antal ansatte i pengeinstitutterne skal ses i sammenhæng med den reduktion i antallet af filialer, der har fundet sted i samme periode, jf. figur 6.4.

Figur 6.4 Danske pengeinstitutters antal filialer og ansatte

Anm.: Tallene omfatter fra 1989 til 1995 kun pengeinstitutter med en arbejdende kapital på mere end 100 mio. kr. - de såkaldte gruppe 1-3 institutter. Fra 1997 blev gruppeinddelingen ændret, således at gruppe 1-3 dækker over institutter, der har en arbejdende kapital på over 250 mio. kr. Tallene i perioderne 1989-95 og 1997-98 er derfor ikke umiddelbart sammenlignelige.

Kilde: Finanstilsynet.

6.2 Kreditinstitutter

Udviklingen i kreditinstitutternes ind- og udlån fremgår af tabel 6.3. Tabellen viser, at der har været en moderat vækst i udlånsaktiviteten for pengeinstitutter på 1½ pct. årligt, hvilket er lidt højere end væksten for realkreditinstitutter. Da der har været en lidt større stigning i pengeinstitutternes indlån end i udlånet, er pengeinstitutternes indlånsoverskud steget fra 1987 til 1997. I 1998 var der dog et udlånsoverskud.

Tabel 6.3 Kreditinstitutters ind- og udlån

Mia. kr.	1987	1990	1992	1994	1996	1998	Gennemsnitlig årlig vækst i pct.	
	----- 1987-priser -----						1987- priser	Real- vækst ²⁾
Indlån, pengeinstitutter	425	468	425	443	490	425	2,1	-0,3
Udlån, pengeinstitutter ¹⁾	391	441	408	357	390	462	1,5	-0,8
Udlån, realkreditinstitutter	659	671	674	686	714	753	1,2	-1,1
Samlet udlån	1.050	1.112	1.083	1.044	1.104	1.216	1,3	-1,0

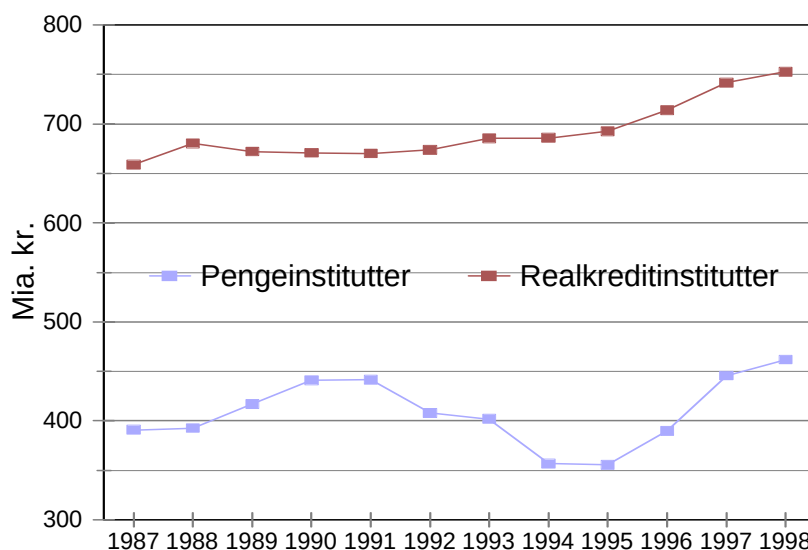
1) Inkl. repo- og reverseforretninger (se note i afsnit 6.3 for forklaring af repo og reverse).

2) Realvæksten er ind-/udlånets vækst fratrasket væksten i BNP.

Kilde: Finanstilsynet.

Stigningen i indlånsoverskuddet kan muligvis forklares med, at realkreditinstitutterne har vundet markedsandele fra pengeinstitutterne på udlånssiden i takt med liberaliseringen af reglerne for realkreditinstitutternes udlån. Hertil kommer oprettelsen af nye realkreditinstitutter med tætte relationer til pengeinstitutter. At der således skulle have været en substitution i udlånet fra traditionelle banklån til realkreditlån bekræftes af figur 6.5.

Figuren viser, at realkreditinstitutterne havde en stigning i deres udlån i perioden 1991-95, mens pengeinstitutterne havde et fald i deres udlån i samme periode. Efter 1995 er pengeinstitutternes udlån dog steget mere end realkreditinstitutternes, hvorfor substitutionstendensen må siges at være ophørt.

Figur 6.5 Kreditinstitutters udlån i 1987-priser

Kilde: Finanstilsynet.

6.3 Værdipapirmarkedet

Omsætningen af obligationer på Københavns Fondsbørs er steget markant i perioden 1988-98. Målt i faste priser er handlen inkl. repo-forretninger³⁾ blevet hele 25 gange større end i 1987.

Repoforretningerne tegner sig for den største del af væksten. Siden repoforretningerne i 1994 blev udskilt fra de statistiske opgørelser over obligationshandlen, har der været en gennemsnitlig vækst i repo-omsætningen på 23 pct. om året. Omsætningen var således i 1998 hele 20 gange større end det danske bruttonationalprodukt.

Den almindelige obligationshandel har dog også været i vækst. Tabel 6.4 viser, at omsætningen målt i faste priser er steget med godt 20 pct. om året i gennemsnit i perioden 1988-98. Reelt er væksten noget

3) En repoforretning er en aftale om, at sælger leverer et aktiv, mod at køber leverer likviditet. På aftalens indgåelsestidspunkt fastsættes, hvornår handlen går tilbage og til hvilken pris. For køber hedder det en reverseforretning.

større, da tallene for perioden 1988-93 også indeholder repo-forretningerne.

Tabel 6.4 Omsætning af børsnoterede værdipapirer

Mia. kr.	1987	1990	1992	1994	1996	1998	Gennemsnitlig årlig vækst i pct.	
	----- 1987-priser -----						1987-priser	Real-vækst ¹⁾
Obligationer	945	1.742	4.240	5.417	5.262	6.185	20,7	18,3
Repo-handel ²⁾	-	-	-	7.931	14.609	18.018	22,8	20,4
Aktier	33	68	97	143	171	340	26,5	24,1
FUTOP	114	296	570	735	256	112	-0,1	-2,5

Anm.: Tabellen bør alene ses som en illustration af udviklingen, da måleproblemer og databrud gør tallene meget usikre. At der anvendes tal for 1988 og ikke for 1987 skyldes, at Københavns Fondsbørs ikke har tal for 1987.

1) Realvæksten er omsætningens vækst fratrukket væksten i BNP.

2) Repohandlen blev først statistisk udskilt fra obligationshandlen i 1994.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

Stigningen i den almindelige obligationsomsætning må anses for at være en kombination af både økonomiske og rent tekniske faktorer. Dels faldt renten fra 1990 til 1993 med 3-4 pct.point, hvilket resulterede i en bølge af konverteringer, dels indførte Fondsbørsen i 1987/88 et elektronisk handelssystem, som øgede kapaciteten.

Aktieomsætningen er lige som obligationsomsætningen steget markant. I denne forbindelse bemærkes, at KFX-indekset⁴⁾ i samme periode har fordoblet sin værdi. Baggrunden for denne udvikling er dels en øget udenlandsk interesse for danske aktier, dels den stabile økonomiske udvikling i Danmark med generelt stigende overskud for de børsnoterede selskaber. Den faldende rente har øget aktiekurserne,

4) KFX-indekset er et indeks, der viser kursudviklingen på de største og mest likvide aktier på Københavns Fondsbørs. De 20 aktier, som danner grundlaget for KFX-indekset, udvælges primo november én gang årligt.

og samtidig er en stigende andel af pensionsopsparingen også blevet anbragt i aktier.

Handlen med futures⁵⁾ og optioner⁶⁾ (FUTOP) har været kraftigt stigende indtil midten af perioden, hvorefter interessen for disse produkter er aftaget igen. FUTOP-markedet på Københavns Fondsbørs har således aldrig rigtig slået igennem og opnået en tilstrækkelig likviditet. Repo-markedet har derfor overtaget FUTOP-markedets rolle, da repo-markedet viste sig mere attraktivt. Det lave omsætningsniveau skyldes i et vist omfang de asymmetriske skatteregler, der eksisterer for institutionelle investors anvendelse af aktiebaserede instrumenter. Men da der generelt ikke er sket skærper, siden reglerne blev fastlagt i 1991, kan skattereglerne ikke i sig selv forklare FUTOP-markedets faldende omsætning.

6.4 Skadesforsikring

Bruttopræmieindtægterne kan anvendes til at måle udviklingen på skadesforsikringsmarkedet. Tallene i tabel 6.5 viser, at indtægterne er steget med omkring 18 pct. fra 1987 til 1998 målt i faste priser, hvilket svarer til 1½ pct. om året. Bag denne relativt beskedne vækst ligger, at der har været en stærk konkurrence på det danske forsikringsmarked, som har været medvirkende til at holde præmieniveauet nede. Samtidig må skadesforsikringsmarkedet for så vidt angår de traditionelle forsikringsprodukter anses for at være forholdsvis mættet.

5) En future er en aftale om levering af en fordring på et senere tidspunkt til en fastsat pris.

6) En option er en ret, men ikke en pligt, til at købe eller sælge et bestemt aktiv (fx en valuta eller et værdipapir) til en fastsat kurs på et aftalt tidspunkt eller inden for en given periode.

Tabel 6.5 Skadesforsikring målt ved bruttopræmieindtægter

Mia. kr.	1987	1990	1992 ¹⁾	1994 ¹⁾	1996 ¹⁾	1998 ¹⁾	Gennemsnitlig årlig vækst i pct.	
	----- 1987-priser -----						1987- priser	Real- vækst ²⁾
Erhverv	6.653	7.032	6.820	6.863	7.201	7.036	0,5	-1,8
Privat	3.728	4.062	4.052	4.260	4.287	4.514	1,8	-0,6
Personulykke	1.586	2.087	2.206	2.829	2.547	2.687	4,9	2,6
Motor	5.512	5.352	4.885	5.095	5.627	6.338	1,3	-1,1
Andet	93	248	401	385	382	203	7,3	5,0
I alt	17.572	18.784	18.363	19.432	20.043	20.777	1,5	-0,8

1) Inkl. filialer af udenlandske selskaber repræsenteret i Danmark. Brud i statistikken som følge af effektueringen af det indre marked.

2) Realvæksten er væksten i bruttopræmieindtægter fratrasket væksten i BNP.

Kilde: Finanstilsynet.

Nye aktørers indtog på markedet, herunder specielt de nye pengeinstitutbaserede forsikringsselskaber, i forhold til skadesforsikringsmarkedets størrelse, har betydet, at forsikringsselskaberne har været meget tilbageholdende med at indføre præmieførhøjelser af frygt for at tabe kunder til konkurrenterne. Gennem en årrække har selskabernes omkostnings- og erstatningsudgifter oversteget præmieindtægterne. Dette har sammen med en faldende forrentning af de forudbetalte præmier - som følge af det generelt faldende renteniveau - gjort det vanskeligt at opnå en for virksomhederne tilfredsstillende lønsomhed på skadesforsikringsdriften.

6.5 Livsforsikring og pension

For livsforsikringsselskaber og pensionskasser forholder det sig ganske anderledes end for skadesforsikringsselskaberne. Der har fra 1987 til 1998 været en ganske kraftig vækst i bruttopræmier og medlemsbidrag til livsforsikringsselskaberne og de tværgående pensionskasser på henholdsvis 9 pct. og 3,4 pct. om året, jf. tabel 6.6.

Tabel 6.6 Livsforsikring og tværgående pension målt ved bruttopræmier og medlemsbidrag

Mia. kr.	1987	1990	1992	1994	1996	1998	Gennemsnitlig årlig vækst i pct.	
	----- 1987-priser -----						1987-priser	Real-vækst ¹⁾
Livsforsikring	11.988	13.414	16.432	19.431	24.734	30.934	9,0	6,7
Tværgående pension	4.451	4.984	4.594	4.819	5.491	6.427	3,4	1,1
I alt	16.439	18.398	21.025	24.250	30.225	37.361	7,7	5,4

1) Realvæksten er væksten i bruttopræmier og medlemsbidrag fratrukket væksten i BNP.

Kilde: Finanstilsynet.

Væksten har især været markant i slutningen af perioden.

Hovedforklaringen er de overenskomstmæssige pensionsbidrag i en række af de nyere arbejdsmarkedsrelaterede pensionsordninger, som gradvist er blevet forøget i løbet af perioden. Hertil kommer dels, at den stigende beskæftigelse og indkomstskabelse i samfundet afspejler sig direkte i indbetalingerne til de arbejdsmarkedsrelaterede pensionsordninger, dels at der i økonomiske opgangstider også sker en vækst i tegningen af ordninger oprettet uden for ansættelsesforhold. Indbetalingerne til ordninger oprettet i forbindelse med ansættelsesforhold er ca. 3 gange så store som indbetalingerne til ordninger oprettet uden for et ansættelsesforhold.

Den kraftige vækst i pensionsindbetalingerne har også medført en markant stigning i pensionsopsparingen. Pensionsformuen⁷⁾ er således i de sidste 10 år vokset fra 382 mia. kr. i 1987 til 804 mia. kr. i 1998, svarende til en årlig vækst på 7 pct., jf. tabel 6.7. Opgjort i forhold til BNP er der tale om en stigning fra 55 pct. i 1987 til 91 pct. i 1998.

7) Pensionsformuen er opgjort som summen af de samlede pensionsmæssige hensættelser i livsforsikringsselskaber og pensionskasser, indekskonti, kapitalpensionskonti, selvpensionskonti, ratepensionskonti, kapitalpensionsdepoter og ratepensionsdepoter i pengeinstitutter samt de samlede midler i ATP og LD.

Tabel 6.7 Pensionsformuens fordeling på de institutionelle investorer

Mia. kr.	1987	1990	1992	1994	1996	1998	Gennemsnitlig årlig vækst i pct.	
	----- 1987-priser -----						1987- priser	Real- vækst ¹⁾
Livsforsikring	155,2	178,9	204,8	240,4	279,6	339,7	7,4	5,1
Tværgående pension	63,1	80,3	90,7	100,7	114,2	131,2	6,9	4,6
Firma	16,5	17,6	19,7	24,5	23,8	-	3,7	1,4
Pengeinstitut- ter	66,7	84,9	97,8	113,4	129,8	144,7	7,3	5,0
ATP	56,7	71,5	83,2	96,4	113,6	151,5	9,3	7,0
LD	23,7	25,4	26,7	29,0	31,0	37,0	7,0	4,7
Total	381,9	458,6	522,9	604,4	692,0	804,2	7,0	4,7

1) Realvæksten er formuens vækst fratrasket væksten i BNP.

Kilde: Finanstilsynet.

Pensionsformuens relative fordeling på de enkelte instituttyper har været bemærkelsesværdigt stabil over den betragtede periode. Livsforsikringsselskaberne står for den største andel med godt 40 pct. efterfulgt af pengeinstitutter, ATP og tværgående pensionskasser med andele på mellem 16 og 19 pct.

Kapitalen i 1998 er fortrinsvis placeret i danske obligationer, idet 57 pct. er placeret heri, jf. tabel 6.8. Dette er dog et fald på godt 7 pct.point set i forhold til placeringerne i 1994. Næststørste aktivkategori er danske aktier med en andel på 16 pct.

Udenlandske aktier, der i 1998 var den tredjestørste aktivkategori, har udvist en markant stigning siden 1994. De udenlandske aktier tegner sig nu for over 40 pct. af de samlede aktieinvesteringer.

Tabel 6.8 Aktivfordelingen for livsforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser, ATP og LD

	1994		1998	
	Mia. kr.	Pct.	Mia. kr.	Pct.
Ejendomme ¹⁾	48,7	7,7	63,0	6,2
Andre dattervirksomheder	14,7	2,3	27,3	2,7
Danske aktier	86,0	13,6	165,7	16,2
Udenlandske kapitalandele	31,7	5,0	128,6	12,6
Danske kroneobligationer	405,8	64,2	579,6	56,8
Obl. i fremmed valuta	6,1	1,0	18,5	1,8
Øvrige aktiver	38,9	6,2	18,7	1,8
Aktiver i alt	632,1	100,0	1020,3	100,0

1) Inkl. ejendomsselskaber.

Kilde: Finanstilsynet.

6.6 Koncentrationstendenser

Antallet af finansielle virksomheder i perioden 1987-98 er under ét faldet med omkring 15 pct. Denne udvikling dækker dog over en række modsatrettede forløb, dels de forskellige instituttyper imellem, dels inden for institutgrupperne. Mest markant har udviklingen været for pengeinstitutter, livsforsikringsselskaber og firmapensionskasser, hvor omkring en fjerdedel af det samlede antal pengeinstitutter er ophørt, og antallet af firmapensionskasser er blevet mere end halveret.

Inden for skadesforsikring har antallet af selskaber stort set været konstant over hele perioden, mens der er oprettet flere realkreditinstitutter. At antallet af livsforsikringsselskaber er mere end fordoblet, er ikke udtryk for en mindre koncentration, men derimod at der har været skattemæssige fordele ved at opsplitte de eksisterende selskaber til flere selskaber.

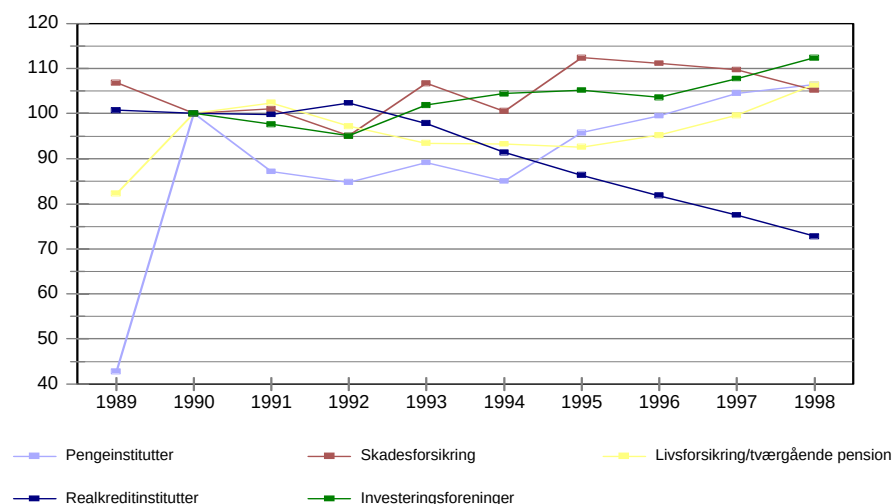
Antallet af virksomheder er den simpleste måde at vurdere koncentration på. Ved et faldende antal virksomheder vil man således umiddelbart konkludere, at sektoren er blevet mere koncentreret. Det er dog en meget grov metode, som ikke tager hensyn til størrelsen af de enkelte institutter, dvs. hvorvidt det er små eller store institutter, som er fusioneret eller ophørt.

Til beskrivelse af koncentrationen i sektoren kan Herfindahl-indekset imidlertid anvendes. Indeksets fordel er, at det både tager hensyn til antallet virksomheder i sektoren og virksomhedernes respektive markedsandele. I figur 6.6 er Herfindahl-indekset anvendt til at vise koncentrationstendenserne i den danske finansielle sektor. Jo højere værdi, jo højere koncentration.

Figuren viser, at selvom der også har været fusioner inden for både skades- og livsforsikring, er det primært i pengeinstitutsektoren, at der samlet set har været en mærkbart øget koncentration. For pengeinstitutterne var der en mere markant fusionsbølge, der tog sin begyndelse omkring 1980 men især udviklede sig i årene 1984-92. Baggrunden for fusionsbølgen var, at en del pengeinstitutter havde væsentlige solvensproblemer, typisk på grund af store tab og hensættelser. Andre mulige årsager til fusionerne kan være, at de skabte mulighed for at opnå større engagementer og stordriftsfordele.

Det skal bemærkes, at realkreditsektoren adskiller sig fra de øvrige finansielle delsektorer ved at have en overordentlig høj koncentration. Dette fremgår dog ikke eksplicit af figur 6.6, som kun afspejler udviklingstendensen i forhold til år 1990. Den høje koncentration i realkreditsektoren er i høj grad et resultat af den ændring i realkreditloven, som i 1970 fjernede sondringen mellem kreditforeninger og hypotekforeninger til fordel for enhedsprioritering og efterfølgende igangsatte en omfattende fusionsaktivitet. Denne aktivitet var understøttet af et politisk ønske om at opnå en struktur med færre realkreditinstitutter.

Figur 6.6 Udviklingen i koncentrationsgraden i Danmark, indeks, 1990=100



Anm.: Herfindahl-indekset kan normalt antage værdier i intervallet 0-10.000, men i figuren er disse værdier omregnet til traditionelle indekstal med 1990=100. Der henvises til delrapport 3: "Udviklingen i den finansielle sektor" for en mere dybtgående forklaring af, hvorledes Herfindahl-indekset beregnes.

For pengeinstitutter anvendes arbejdende kapital, for skadesforsikrings-selskaber bruttopræmieindtægt, for livsforsikringsselskaber brutto-præmier, for tværgående pensionskasser medlemsbidrag, for realkreditinstitutter anvendes udlån og for investeringsforeningsgrupper anvendes de samlede aktiver.

Kilde: Finanstilsynet.

Som det ses af figur 6.6, er koncentrationen faldet markant hvert år siden 1992. Dette skyldes, at antallet af realkreditinstitutter er steget dels som følge af reaktiveringen af et par selskaber, der tidligere var afviklingsselskaber (Provinsbankernes Realkreditlånefond - nu Totalkredit - og Landsbankernes Reallånefond), dels som følge af en ændring af realkreditloven i 1989 med heraf følgende oprettelse af fire nye selskaber Unikredit, Danske Kredit, FIH Realkredit og i 1998 BG Kredit.

Ser man på andelen af nettonyudlånet for de tre "mellemstore" realkreditinstitutter, Unikredit, Danske Kredit og Totalkredit, udgjorde denne 53 pct. af institutternes samlede nettonyudlån i 1998. Disse tre

realkreditinstitutter har en betydelig større andel af det løbende udlån end af det samlede udlån, hvor andelen i 1998 var på 18 pct. Der tegner sig således på sigt et billede af en stadig faldende koncentrationsgrad i realkreditsektoren, væsentligst som følge af væksten i de nye pengeinstitutbaserede realkreditinstitutter.

6.7 Finansielle koncerner

En del af den fusionsaktivitet, som har fundet sted i den finansielle sektor i løbet af de seneste 10-15 år såvel i Danmark som i udlandet, har medført dannelsen af blandede koncerner i den finansielle sektor. Etableringen af blandede finansielle koncerner er bl.a. udtryk for en skærpelse af konkurrencesituationen mellem de forskellige finansielle delsektorer, hvor der i stigende omfang konkurreres om de samme kunder. Dannelsen af sådanne koncerner kan også ses som udnyttelsen af synergier i produktionen af forskellige finansielle produkter, fx i distributionssystemet, idet særligt de pengeinstitutdominerede blandede koncerner kan udnytte filialnettet til distribution af forsikringer, realkreditlån mm.

Lovgivningen i Danmark forhindrer som hovedregel⁸⁾, at forskellige typer virksomhed kan drives inden for samme juridiske enhed. Tidligere var det heller ikke muligt at drive anden finansiell virksomhed i datterselskabsform. I 1990 blev der imidlertid åbnet for, at pengeinstitutter og forsikringselskaber dels i videre omfang end hidtil kunne drive accessorisk (tilknyttet) virksomhed i instituttet selv eller i datterselskaber, dels at de i datterselskabsform kunne drive anden form for finansiell virksomhed, fx forsikringsvirksomhed, pengeinstitutvirksomhed eller realkreditvirksomhed. Tilsvarende mulighed fik realkreditinstitutterne i 1995.

8) Undtaget er fx værdipapirhandlervirksomhed.

Boks 6.1 *Hvad forstås ved finansielle koncerner?*

Betegnelsen finansiell koncern bruges generelt om ejermæssigt forbundne finansielle selskaber, hvor der ud over moderselskabet er mindst ét andet finansielt selskab.

Betegnelsen blandede finansielle koncerner ses som en delmængde heraf, hvor selskaberne i koncernen driver virksomhed på forskellige finansielle delmarkeder (pengeinstitutvirksomhed, forsikring, realkredit osv.).

Når betegnelsen blandede finansielle koncerner anvendes, er det for at skelne mellem traditionelle finansielle koncerner, som driver virksomhed på et enkelt delmarked, og tendensen til etablering af, hvad der populært kaldes finansielle supermarkeder, men som egentlig er finansielle "indkøbscentre" med en række butikker, der har samme ejerkreds.

I nærværende sammenhæng vil betegnelsen sektorspecifikke finansielle koncerner blive anvendt om koncerner, såfremt alle selskaberne i koncernen driver virksomhed inden for det samme delmarked, dvs. de alle er pengeinstitutter, realkreditinstitutter osv.

Hvor de første koncerndannelser havde hovedvægten lagt på forsikring, har de senere år budt på dannelse af finansielle koncerner med hovedvægt på pengeinstitutvirksomhed. Dette er sket såvel ved pengeinstitutters opkøb som ved nyetableringer, fortrinsvis inden for livsforsikring, men også ved etablering af realkreditvirksomhed. På det seneste er der også dannet koncerner, hvor hovedvægten ligger på realkreditvirksomhed, jf. tabel 6.9.

Tabel 6.9 Balancefordeling¹⁾ i de største blandede finansielle koncerner i 1998

Koncern/mio.kr.	Pengeinstitut	Realkredit	Livsforsikring	Skadesforsikring	Fonds-mæglere	I alt
Den Danske Bank	535.162	69.933	143.584	12.978	912	762.568
Kapital Holding	172.137	382.551	-	177	-	554.865
Unidanmark	371.545	80.253	63.684	19.808	-	535.291
Nykredit	34.182	435.554	-	-	16	469.751
BRFkredit	3.352	134.371	-	-	-	137.723
PFA	-	-	132.930	104	-	133.034
Codan	7.110	-	52.411	13.782	-	73.304
FIH	44.306	3.352	-	-	-	47.658
KP	1.438	-	45.899	-	-	47.336
Alm. Brand	10.924	-	7.715	11.748	-	30.387
Topdanmark	-	-	11.354	8.531	-	19.884
AP	-	-	14.251	46	-	14.297
Skandia	-	-	3.105	3.027	-	6.132
I alt	1.180.156	1.106.014	474.933	70.201	928	2.832.230
Sektor i alt ^{2), 3)}	1.501.320	1.220.965	962.686	108.822	1.502	3.795.295
Koncerner i pct.	78,6	90,6	49,3	64,5	61,8	74,6

1) Tallene er på institutniveau. Der er ikke korrigeret for internt ejerskab.

2) Tal for realkreditsektoren inkluderer DLR.

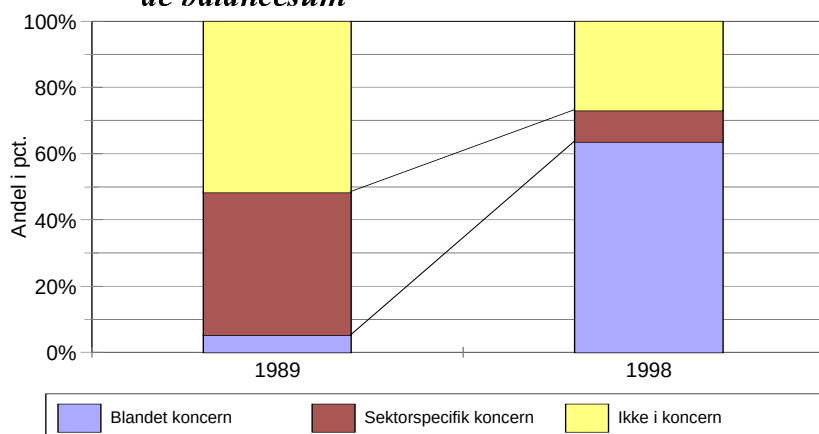
3) Tal for livsforsikringssektoren inkluderer ATP og pensionskasser.

Kilde: Finanstilsynet.

Som det fremgår af figur 6.7, har der i det seneste tiår været en markant vækst i de finansielle koncerners markedsandel målt på den samlede balancesum. De finansielle koncerner har generelt opnået en større andel af markedet. I 1989 udgjorde de finansielle koncerner knap halvdelen af sektorens samlede balance, mens andelen i 1998 var steget til næsten tre fjerdedele. Den mest markante udvikling tegner de blandede finansielle koncerner sig imidlertid for. Fra i 1989 kun at have haft en nærmest ubetydelig del af markedet, besad de blandede finansielle koncerner hele 64 pct. af den samlede balance i 1998. Denne størrelse bør ses på baggrund af, at den første blandede

finansielle koncern blev etableret i Danmark i 1984 i skikkelse af Hafnia. Der er således tale om en vækst fra 0 dette år til situationen i dag. En tilsvarende vækst ses i udlandet.

Figur 6.7 Koncerner og blandede koncerners andel af den samlede balancesum



Anm: Der har ikke været tilgængelige tal for koncernens andel af balancesummen før 1989. Havde det imidlertid været muligt at fremskaffe tal for 1987, ville det ikke ændre væsentligt på figuren, eftersom koncernernes andele først voksede markant efter 1989.

Kilde: Finanstilsynet.

Der kan nævnes flere forskellige forklaringer på udviklingen. Rent forretningsmæssige overvejelser kan være en forklaring. Større enheder kan udnytte synergieffekter og evt. stordriftsfordele, opnå en bredere og flerstrengt distributionsflade samt skærme af over for potentielle konkurrenter ved at kunne levere et bredere udbud af finansielle produkter.

Lovgivningsmæssigt blev der i 1989-90 gennemført en liberalisering, som gjorde det muligt for finansielle virksomheder i videre omfang end hidtil at drive accessorisk virksomhed og anden form for finansiell virksomhed i datterselskabsform, både i Danmark og i udlandet. Denne liberalisering, som skete i sammenhæng med liberaliseringen af kapitalbevægelserne i Europa og opbygningen af det Indre Marked i EU, var en markant ændring i forhold til tidligere, hvor samtidig drift af forskellige finansielle virksomhedstyper kun var mulig gennem

holdingkonstruktioner. I realkreditlovgivningen fandt denne liberalisering først sted i 1995.

I tabellen ovenfor er der for en række af de største blandede finansielle koncerner foretaget en opgørelse over fordelingen af koncernens aktiviteter på de forskellige finansielle virksomhedsområder udtrykt ved balancernes fordeling på de forskellige virksomhedsområder, jf. tabel 6.9. Tabellen viser samtidig tyngden af disse finansielle koncerners aktivitet på det pågældende finansielle virksomhedsområde som en andel af den samlede sektorbalance på det pågældende virksomhedsområde. I tabel 6.10 er balancen fordelt pct.vis på de forskellige finansielle virksomhedsområder.

Generelt har der de senere år fundet en udvikling sted, hvorefter virksomheder fra de forskellige finansielle virksomhedsområder har påbegyndt virksomhed på andre finansielle virksomhedsområder, dels gennem opkøb dels gennem egne etableringer. Det ses af tabel 6.10, at hovedmønstret her er, at de største blandede finansielle koncerner stadig har én hovedvirksomhed⁹⁾.

Alm. Brand, Topdanmark og Skandia falder uden for dette mønster ved at have en mere ligelig fordeling af balancen på forretningsområder. Mens Alm. Brand har både pengeinstitut- og forsikringsvirksomhed, er de to øvrige dog rene forsikringsbaserede koncerner.

Det fremgår endvidere, at de største blandede finansielle koncerner tilsammen tegner sig for meget væsentlige andele af de forskellige finansielle virksomhedsområders samlede balancer. Således fremgår det af tabel 6.9, at de største blandede finansielle koncerner tegner sig for mellem 50-90 pct. af balancen i delsektorerne¹⁰⁾.

9) Balancen i moderselskabet vil dog være svagt overvurderet som følge af, at der ikke er korrigeret for internt ejerskab.

10) Balancen er dog ikke et perfekt mål for størrelse. Andre mål kunne være antal ansatte, likviditetsflow eller lignende.

Tabel 6.10 *Fordeling af balancen¹⁾ på forretningsområder i de største blandede finansielle koncerner i 1998*

Koncern- /mio.kr.	Pengeinsti- tut	Realkredit	Livsfor- sikring	Skadesfor- sikring	Fondsmæg- lere	I alt
Den Danske Bank	70,2	9,2	18,8	1,7	0,1	100
Kapital Hol- ding	31,0	68,9	0,0	0,0	0,0	100
Unidanmark	69,4	15,0	11,9	3,7	0,0	100
Nykredit	7,3	92,7	0,0	0,0	0,0	100
BRFkredit	2,4	97,6	0,0	0,0	0,0	100
PFA	0,0	0,0	99,9	0,1	0,0	100
Codan	9,7	0,0	71,5	18,8	0,0	100
FIH	93,0	7,0	0,0	0,0	0,0	100
KP	3,0	0,0	97,0	0,0	0,0	100
Alm. Brand	35,9	0,0	25,4	38,7	0,0	100
Topdanmark	0,0	0,0	57,1	42,9	0,0	100
AP	0,0	0,0	99,7	0,3	0,0	100
Skandia	0,0	0,0	50,6	49,4	0,0	100
I alt	41,7	39,1	16,8	2,5	0,0	100
Sektor i alt ^{2), 3)}	39,6	32,2	25,4	2,90	0,0	100

1) Tallene er på institutniveau. Der er ikke korrigeret for internt ejerskab.

2) Tal for realkreditsektoren inkluderer DLR.

3) Tal for livsforsikringssektoren inkluderer ATP og pensionskasser.

Kilde: Finanstilsynet.

Denne udvikling hen imod enheder med drift af virksomhed inden for flere forskellige finansielle virksomhedsområder har haft stor betydning for koncentrationsstigningen i den finansielle sektor, hvorefter en meget væsentlig del af den finansielle sektors samlede balance er blevet koncentreret på et stadig mindre antal store finansielle aktører.

Generelt synes der ved de senere dannelser af blandede finansielle koncerner at have været fokus på pengeinstituttet som det centrale

element med det brede filialnet som distributionskanal for alle koncernens finansielle ydelser. Med den stigende anvendelse af elektroniske medier som Internettet i markedsføringen af de finansielle produkter, er det dog spørgsmålet om pengeinstituttet også fremover vil indtage en så central rolle.

6.8 Hvorfor flere koncerner?

Tendensen til større enheder i den finansielle sektor har en række forklaringer. I denne forbindelse har det været anført, at større enheder bedre kan matche større kunder i andre erhverv, at store engangsomkostninger til teknologiinvesteringer driftsøkonomisk tilsiger størst mulig omsætning, og at større enheder er nødvendige for at matche stadig større udenlandske konkurrenter. Formentlig gælder, at intet enkeltstående forhold kan angives som hovedårsagen, men at mange forhold spiller ind i forskelligt omfang.

6.8.1 Stordriftsfordele

De fordele, som opstår, når der er faldende marginale omkostninger ved stigende størrelse, dvs. stordriftsfordele, bliver ofte nævnt som en motivationsfaktor bag konsolidering. Ved at have en stor virksomhed kan en større kundegruppe betjenes. Den større andel af kunder kan være den kritiske masse, der betyder, at enhed nummer 2 er billigere at producere end den første.

En større finansiell institution vil kunne være i stand til at opnå et højere afkast end en mindre institution, selvom den påtager sig den samme risiko. Dette svarer til, at den større finansielle institution kan opnå det samme afkast mod at påtage sig en mindre risiko. Det skyldes, at det større institut ved at sprede sine forretninger på flere forskellige industrier, regioner, lande mv. kan opnå en spredningsgevinst og dermed reducere den samlede risiko.

Det er svært at drage en håndfast konklusion om tilstedeværelsen af de ovennævnte økonomiske gevinster ud fra den eksisterende empiriske litteratur.¹¹⁾ Der anvendes forskelligt datagrundlag og målemetoder, og konklusionerne er ikke entydige. En simpel analyse af sammenhængen mellem omkostninger og størrelse for danske forsikrings-selskaber og pengeinstitutter kan ikke påvise et måleligt økonomisk incitament til konsolidering, jf. delrapport 3: "Udviklingen i den finansielle sektor".

Det er imidlertid vigtigt at holde sig for øje, at en fusion godt kan være motiveret af omkostningsbesparelser, selvom de ikke bliver realiseret umiddelbart efter fusionen. En nyere, amerikansk undersøgelse¹²⁾, som anvender mere avancerede økonometriske metoder, peger da også på, at omkostningsbesparelsen ved de seneste sammenlægninger er større end ved fusionerne i 1980'erne.

En forklaring på dette kan være den teknologiske udvikling, som på visse forretningsområder vil kunne generere stordriftsfordele. Omvendt kan den teknologiske udvikling også bidrage til at forklare, hvorfor det empirisk har vist sig vanskeligt entydigt at bevise stordriftsfordele i den finansielle sektor. Det skyldes, at IT på andre områder vil kunne nedbryde de eksisterende vilkår, som er med til at skabe disse gevinster. Når der ikke længere er store omkostninger ved at starte en service, forsvinder grundlaget for at opnå stordriftsfordele. Fx er etableringsomkostningerne ved en internetbank nærmest ubetydelige set i forhold til etableringsomkostningerne for et udbredt filialnet.

-
- 11) Følgende artikel giver en glimrende oversigt over eksisterende litteratur: Allan N. Berger m.fl. "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future", *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, 1999.
 - 12) A.N.Berger og L.J.Mester, "Inside the black box: What explains differences in the efficiencies of financial institutions?", *Journal of Banking and Finance* 21, 1997.

Hvor store nødvendige teknologiinvesteringer i nogle tilfælde vil medføre en høj kritisk masse for nogle produkttyper, vil teknologien på den anden side også kunne udnyttes som en konkurrenceparameter af de små virksomheder. Der tænkes her fx på internetanvendelse, pc-banking, Dankort etc., hvor små virksomheder med mindre investeringer kan indpasse allerede kendt og tilgængelig teknologi i deres virksomhedsstrategi.

På forsikringsområdet eksisterer et genforsikringsmarked, hvor forsikringsselskaber kan indgå genforsikringskontrakter til en systematisk begrænsning af deres indtegnede risici. Genforsikringsmarkedet muliggør, at selv små forsikringsselskaber som udgangspunkt kan indtegne direkte forretninger i samme størrelsesorden som forsikringsselskaber med et væsentligt større kapitalgrundlag.

6.8.2 Forskellige forretningsstrategier

Der er forskel på, hvor meget stordriftsfordele betyder for de forskellige produkttyper. Derfor vil ledelsens valg af virksomhedsstrategi og dermed produktstrategi have betydning for omkostningseffekten af en sammenlægning. Institutter, der driver virksomhed inden for produkttyper karakteriseret ved en lav kritisk masse, kan således sagtens have en tilfredsstillende lønsomhed selv ved en lav omsætning, medens andre produkttyper kræver en meget høj omsætning som forudsætning for en tilfredsstillende lønsomhed.

Er en virksomheds strategi at tilvejebringe eksempelvis international betalingsformidling eller international kapitalforvaltning, kan omsætning af en vis størrelse være en betingelse for at opnå en rentabel drift som følge af det store bagvedliggende produktionsapparat. Satser virksomheden derimod på en nicheproduktion eller et lokalt koncept vil stordriftsfordelene ikke være så indlysende.

Meget store finansielle virksomheder indgår ofte i større koncerndannelser med drift af flere forskellige typer af finansiell virksomhed. Det er formentlig udtryk for et ønske om at mindske risikoen for, at kunderne kommer i kontakt med potentielle konkurrenter. Ud over eventuelle synergieffekter og bedre udnyttelse af eksisterende distributionskanaler vil muligheden for at kunne tilbyde kunden en bred vifte af finansielle produkter, netop således at denne ikke behøver at komme i kontakt med potentielle konkurrenter, formentlig være en væsentlig drivkraft bag såvel alliancer som koncerndannelser også fremover.

Ledelsen kan også - set ud fra en spilteoretisk synsvinkel - forfølge en risikominimerende strategi af frygt for at træffe forkerte beslutninger. Hvis andre institutter indgår fusioner og alliancer, kan ledelsen derfor føle behov for at gøre det samme, selvom det ikke umiddelbart er en del af deres forretningsstrategi.

En yderligere forklaring kan være, at ledelsen har incitamenter til at forfølge mål, som ikke nødvendigvis er i overensstemmelse med ejernes målsætning om maksimering af virksomhedens afkast. Fx kan vækst blive en målsætning i sig selv, hvis ledelsens aflønning i højere grad afhænger af virksomhedens størrelse end af virksomhedens indtjening.

Endelig kan det anføres, at en af måderne at undgå overtagelse på er at konsolidere virksomheden. En forøget størrelse af virksomheden - som konsolidering indebærer - gør det mere omkostningskrævende for andre virksomheder at foretage en overtagelse. Indførelse af ejerskabsbegrænsning i virksomhederne kan i den forbindelse være et yderligere tiltag for at undgå overtagelsesforsøg. Denne forklaring skal ses i sammenhæng med, at store europæiske landes pengeinstitutter afslutter konsolideringen i deres nærområder i løbet af 4-5 år og sandsynligvis herefter vil forsøge ekspansion på nye randmarkeder.

Dette kan betyde, at antallet af nordiske storbanker på dette tidspunkt vil blive reduceret væsentligt pga. opkøb fra udlandet.

6.9 Fremtidsudsigter

Det fremtidige billede, der tegner sig af den danske finansielle sektor, er et billede af en sektor i konstant forandring. Forandringerne skal ikke ses som et nationalt fænomen men udspringer af eller sker sideløbende med en tilsvarende international udvikling. Særligt markant synes at være det stigende antal fusioner og alliancer med heraf følgende koncentration.

De fortsatte fusioner og alliancer i Danmark skal i en vis udstrækning ses som et led i en tilpasning til de internationale forandringer. Det er her først og fremmest det nordiske og det europæiske marked, der har betydning. Det vil være en udvikling, der over en bred front vil indebære øget konkurrence og øgede krav til institutternes indtjening. Udviklingen går dels mod finansielle koncerner med et bredere produktudbud og dels mod større specialiserede enheder inden for de enkelte virksomhedsområder. Generelt er det vurderingen, at de finansielle virksomheder vil stå over for valget mellem enten at indgå i større alliancer (internationalt) eller forblive lokale virksomheder.

De tidligere nævnte fusioner og alliancer i den finansielle sektor synes at have en fokus på pengeinstitutternes brede filialnet som distributionskanal for de forskellige finansielle produkter. Realkreditmarkedet er under hastig forandring bl.a. som følge af de gennem 1990'erne gennemførte liberaliseringer. Denne udvikling har yderligere haft betydning for fusioner og alliancer i branchen samt beslutninger om påbegyndelse af drift af virksomhed på tilstødende finansielle delmarkeder.

Såvel i Danmark som i udlandet synes udviklingen at finde sted med fokus på kapitalforvaltning som et væsentligt forretningsområde. Således ses der bl.a. stadig oftere en kombination af pengeinstitutvirksomhed og livsforsikringsvirksomhed. Skadesforsikringsvirksomhed synes i denne forbindelse at blive betragtet som et mere snævert afgrænset virksomhedsområde. Drift af skadesforsikringsvirksomhed i finansielle koncerner vil derfor ofte have baggrund i helkunderkoncepter eller lignende.

Skadesforsikringsvirksomhed i Danmark må betragtes som et mættet marked for så vidt angår traditionelle forsikringsprodukter. Dette har sammen med en intens konkurrence gennem længere tid - medført en utilfredsstillende lønsomhed. Det er vanskeligt at spå om udviklingen på dette område. Ændringer i koncentrationsgraden og øget internationalisering vil kunne bidrage til en bedre lønsomhed ligesom udviklingen af nye produktområder.

Interessen for kapitalforvaltning skal herudover ses på baggrund af udviklingen hen imod en større selvfinansiering af den enkeltes pension, desuden spiller den generelt øgede velstand en rolle. Fordelingen af denne pensionsopsparing på de forskellige finansielle virksomhedsområder fremover vil afhænge af mange forhold. Skatteforhold, placeringsmuligheder og internationalisering vil i den forbindelse spille en rolle.

Den stigende pensionsopsparing og det heraf følgende placeringsbehov har aktualiseret diskussionen om livsforsikringsselskaber og pensionskassers investeringsregler, jf. kapitel 12. Herudover har den stigende pensionsopsparing set i forhold til det begrænsede antal danske aktier medført en meget kraftig vækst i placeringen i udenlandske aktiver. Denne udvikling forventes at fortsætte.

Den finansielle sektor er meget informationsintensiv. Derfor vil den teknologiske udvikling medføre ændringer såvel nationalt som

internationalt både i produktionsøjemed og i distributionsleddet. Børsområdet er et eksempel på teknologiens betydning for udviklingen. NOREX-samarbejdet og den generelt hastige internationale udvikling på børsområdet viser dette med al tydelighed. Hertil kommer, at konkurrencen mellem børserne forstærkes af euroens indførelse.

På værdipapircentralområdet vil udviklingen også tage fart, fordi den teknologiske udvikling muliggør udnyttelsen af de stordriftsfordele, der ikke kun eksisterer på handelssiden men også på opbevarings- og registreringssiden af værdipapirhandlen.

Den direkte udenlandske konkurrence på privatkundeområdet har generelt vist sig at være af begrænset omfang, men også på dette område vil den teknologiske udvikling få betydning. Anvendelse af bl.a. Internettet som distributionskanal, og ikke mindst kundernes holdning hertil, vil på sigt kunne ændre på dette forhold.

Der må således forventes fortsatte ændringer i den finansielle sektor - ikke blot i konkurrencesituationen til indenlandske og udenlandske aktører, mellem delmarkeder og i anvendelsen af ny teknologi - men også i selve infrastrukturen i den finansielle sektor. En række af de finansielle ydelser, som tidligere var en naturlig del af et lands infrastruktur, vil kunne blive håndteret fra udlandet. Navnlig inden for betalingsformidlings-, værdipapirhåndterings- og kapitalforvaltningsområderne vil den internationale konkurrence kunne slå igennem. En af de største udfordringer for de finansielle virksomheder vil bestå i at få indrettet deres organisationer og strategier med fokus på omstillingsparathed med henblik på at kunne foretage hurtige tilpasninger til de stadig ændrede vilkår.

Fra det offentlige side må det fortsat være centralt at sikre effektive markeder og rammevilkår gennem regler, der giver institutterne mulighed for at foretage nødvendige strukturtilpasninger.

Kapitel 7

Risikovillig kapital

Det danske aktiemarked hører ikke til blandt de største. Men det afgørende er, om markederne fungerer effektivt. Kapitalmarkedet har en vigtig funktion med både at formidle kapital og frasortere projekter, hvor det forventede afkast ikke står mål med risikoen. Offentlige støtteordninger kan være relevante, hvis der er en afgørende brist på kapitalmarkedet, og det offentlige har forudsætninger for at skabe en samfundsøkonomisk gevinst. Der er i kapitlet opstillet en række principper, som bør være opfyldt, hvis det skal sikres, at offentlige initiativer giver en samfundsøkonomisk gevinst. Der vurderes ikke at være særlige lovgivningsmæssige barrierer for formidlingen af risikovillig kapital. Ud fra en kapitalmarkedssynsvinkel forekommer det dog hensigtsmæssigt at forenkle beskatningen af private aktieejere.

7.1 Indledning

Formålet med kapitlet er at belyse en række aspekter vedrørende risikovillig kapital, herunder udbuddet af risikovillig kapital og spørgsmålet om offentlige støtteordninger til fremme af tilførslen af risikovillig kapital til virksomhederne.

Fokus er på den risikovillige kapital (dvs. ansvarlig kapital), mens udlån til virksomhederne behandles mere perifert. Der ses både på den mere traditionelle aktiekapital og den form for aktiekapital, der

ledsages af investors aktive engagement i virksomhedens drift (såkaldt "kompetent" kapital eller venturekapital)¹⁾.

I afsnit 7.2 belyses udbuddet af risikovillig kapital set fra efterspørgernes - dvs. virksomhedernes - synsvinkel. Afsnit 7.3 giver en statistisk belysning af markederne for risikovillig kapital, mens der i afsnit 7.4 ses nærmere på udvalgte grupper af investorer (særligt individuelle private investorer, ventureselskaber og institutionelle investorer) og deres investeringsaktivitet. I afsnit 7.5 diskuteres mulighederne for, at kapitalmarkedet ikke fungerer godt nok (markedsbrist) og de offentlige myndigheders mulighed for at rette op på eventuelle problemer. Endelig omtales i afsnit 7.6 baggrunden for Pinsepakkens ændringer på det finansielle område, og det vurderes, om der er lovgivningsmæssige barrierer for formidlingen af risikovillig kapital.

7.2 Virksomhedernes efterspørgsel efter risikovillig kapital

Der findes ikke statistiske opgørelser over, hvor mange virksomheder der ikke har kunnet fremskaffe den ønskede egenkapital. Vurderinger af, om der er tilstrækkeligt med risikovillig kapital, må derfor baseres på *spørgeskemaundersøgelser* eller lignende, hvor adspurgte virksomhedsledere fx kan tilkendegive, om de har oplevet mangel på kapital.

Spørgeskemaundersøgelser blandt *danske* virksomheder viser generelt, at hovedparten af virksomhederne er tilfredse med udbuddet af

1) Der tages således udgangspunkt i en mere formel definition af risikovillig kapital. Men risikovillig kapital kan opfattes bredere end egenkapital, fx omfattende udlån til visse virksomhedstyper eller formål. Endvidere kan der anlægges den synsvinkel, at der er forskellige grader af risikovillighed for egenkapitalen afhængig af, om der fx er tale om placeringer i velkendte KFX-aktier eller investeringer i et nyt, mindre aktieselskab.

kapital. Men der er dog også en ikke helt lille gruppe af virksomheder, der giver udtryk for, at der er mangel på risikovillig kapital. I tre nyere danske undersøgelser fra henholdsvis Coopers og Lybrand (1993), Vilstrup Research (1995) og Erhvervsfremmestyrelsen (1996) er der således 25-30 pct. af virksomhederne, der mener, at der er problemer med at skaffe risikovillig kapital.

Det er dog ikke kun eksisterende virksomheder, der har behov for kapital. Undersøgelserne tager ikke højde for det kapitalbehov, der findes hos iværksættere og nystartede virksomheder, som forsøger at etablere sig i markedet.

Det vil være relevant at vide, om virksomhedsledernes holdning afspejler et generelt indtryk af markedsforholdene, eller om den er baseret på virksomhedens egne erfaringer med at rejse kapital. I sidstnævnte tilfælde bør der også skelnes mellem situationer, hvor virksomheden ikke har kunnet skaffe risikovillig kapital, og de situationer, hvor virksomheden har fundet, at betingelserne for kapitaltilførslen var urimelige. Men det er ikke altid, at disse oplysninger indgår i de pågældende undersøgelser.

Det vil ikke være usædvanligt, at virksomhedslederen har et mere detaljeret og optimistisk syn på virksomhedens potentiale end mulige långivere og investorer. Utilfredshed med kapitaludbuddet kan derfor skyldes, at virksomhedslederen mener, at *investorerne overvurderer risikoen* i forhold til afkastet og dermed sætter prisen for højt, eller at *virksomhedslederen overvurderer afkastet* i forhold til risikoen. Hertil kommer, at det er en af kapitalmarkedets opgaver at frasortere projekter, der er så risikobetonede, at der ikke er samfundsøkonomiske begrundelser for at anvende de begrænsede kapitalressourcer herpå.

Det er ikke muligt ud fra spørgeskemaundersøgelserne at vurdere, om virksomhederne har været udsat for en økonomisk set ubegrundet

nedprioritering fra investorerne (som følge af en markedsbrist), eller om projekterne simpelthen ikke har været tilstrækkeligt attraktive.

I *internationale* spørgeskemaundersøgelser foretaget af IMD²⁾ ligger Danmark pænt placeret hvad angår adgangen til venturekapital (og i øvrigt også virksomhedernes vurdering af kapitalomkostninger samt långivning fra pengeinstitutter). Det skal dog bemærkes, at de adspurgte virksomhedsledere repræsenterer relativt store virksomheder, som fx ikke er typiske efterspørgere af venturekapital.

I EU-Kommissionens rapport "Benchmarking financing of innovation" fra 1998 sammenlignes venturemarkederne og de regulerede markedspladser for mindre, innovative virksomheder i de europæiske lande. På basis af sammenligning af 20 udvalgte indikatorer, fremgår det, at disse områder er relativt svagt udviklet i Danmark. Undersøgelsen er dog behæftet med en række sammenligningsproblemer.

Det nævnes ofte som et problem, at de mindre virksomheder har en lav *soliditet* (egenkapitalens andel af virksomhedens samlede gæld), og at det kan tages som udtryk for mangel på risikovillig egenkapital. Den relativt lave soliditet for mindre virksomheder er et fænomen, som også karakteriserer de fleste andre EU-lande.

En lav soliditetsgrad betyder ikke nødvendigvis, at mindre virksomheder har problemer med at skaffe egenkapital. Årsagen kan også være, at ejerne af de mindre virksomheder ikke ønsker at afgive indflydelse til eksterne investorer. Endvidere kan forskellige traditioner på kapitalmarkedet spille en rolle. I de såkaldte kreditbaserede systemer spiller kapitalformidlingen via pengeinstitutterne en større rolle end i de markedsbaserede systemer, hvilket vil bevirke en lavere soliditet - uden at virksomhederne nødvendigvis oplever større problemer med kapitaltilførslen end i andre lande. Danmark placerer

2) International Institute for Management Development (privat institut for ledelsesudvikling, hjemmehørende i Schweiz).

sig mellem de to systemer. Markedet for egenkapital i Danmark er relativt begrænset i sammenligning med mere kapitalmarkedsbaserede systemer som fx i England og USA. Omvendt spiller danske pengeinstitutter ikke nær samme rolle som i Tyskland og Japan.

7.3 Markederne for risikovillig kapital

Et velfungerende aktiemarked er en vigtig rammebetingelse for virksomhederne. Derfor skal aktiemarkedet være *likvidt*, hvilket blandt andet indebærer, at transaktionsomkostninger og indlåsnings-effekter bør begrænses mest muligt.

Der er både fordele og ulemper for virksomhederne ved finansiering med aktiekapital. *Fordelene* er blandt andet, at virksomheden ikke er bundet til at betale et fastlagt beløb i renter og afdrag uanset virksomhedens resultater. Endvidere har virksomheden ofte mulighed for at få tilført ledelsesmæssig eller anden kompetence fra investorerne af aktiekapitalen. Men det kan også anses for en mulig *ulempe* ved aktiefinansiering, at de hidtidige ejere må dele indflydelsen på virksomhedens drift med aktionærerne. Hertil kommer omkostningerne i forbindelse med en eventuel børsnotering og de løbende højere informationskrav mv.

De hidtidige ejere har mulighed for at begrænse kommende aktionærers indflydelse ved at opdele aktiekapitalen på forskellige *aktieklasser* og kun tilbyde "stemmesvage" aktier til nye aktionærer. De institutionelle investorer har i stigende grad vist uvilje mod at investere i stemmesvage aktier, og tendensen går mod, at børsnoterede selskaber kun opererer med én aktieklasse.

Kapitaltilførsel via *Københavns Fondsbørs* er den største finansieringskilde for danske virksomheder, jf. boks 7.1.

Boks 7.1 Oversigt over væsentlige finansieringskanaler

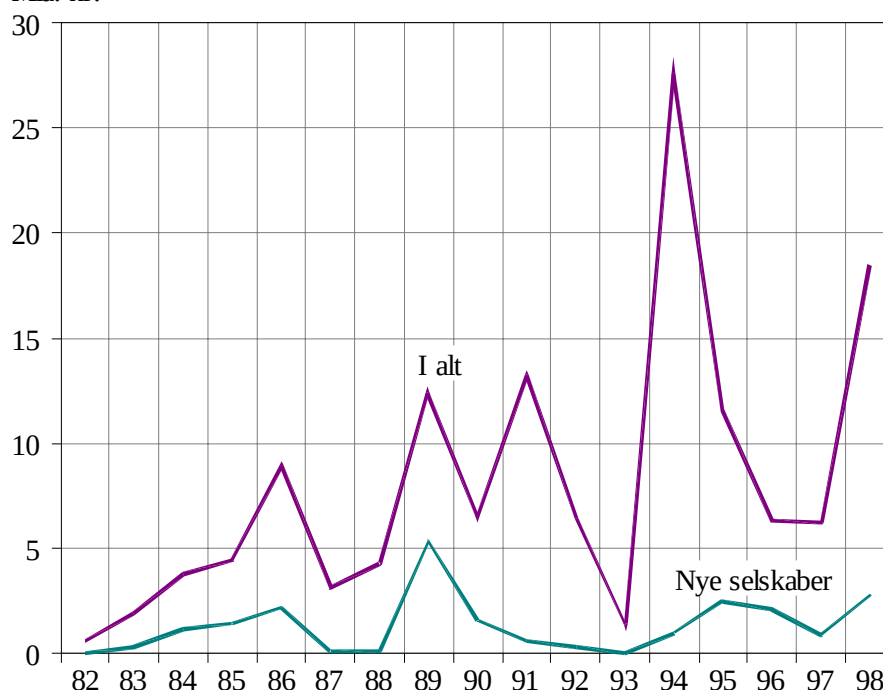
Fondsbørsen, aktiernes markedsværdi ultimo 1998	778,7 mia. kr.
Autoriserede markedspladser	Markedet under opbygning
Venturekapital, ultimo 1997	3,4 mia. kr.
Ventureselskabernes akkumulerede investeringer 1990-96	1,9 mia. kr.
Mezzaninkapital, udlån medio 1999	0,3 mia. kr.
Pengeinstitutter, erhvervsmæssige udlån ultimo 1998	232,5 mia. kr.
Realkreditinstitutter, udlån (erhvervsejendomme) ultimo 1998	297,0 mia. kr.
FIH, udlån ultimo 1998	33,0 mia. kr.
Vækstfonden, udlånstilsagn ultimo 1998	1,8 mia. kr.

Optagelsesreglerne på Fondsbørsen viser, at den især retter sig mod større virksomheder, selvom der via dispensationsmuligheder også er mulighed for at optage mindre virksomheder til børsnotering (den gennemsnitlige markedsværdi for et noteret selskab udgjorde ca. 3 mia. kr. i 1998). I maj 1998 oprettede Fondsbørsen et særligt marked, kaldet Det nye Marked, for selskaber inden for særligt vækstorienterede brancher. Der er p.t. endnu ikke noteret selskaber på dette nye marked.

Der var noteret 254 selskaber på Fondsbørsen ved udgangen af 1998. Nytilgangen har været relativt beskeden i de senere år (mellem 3 og 11 selskaber årligt), og provenuet fra emissioner på Fondsbørsen har typisk udgjort under 10 mia. kr. årligt, når der ses bort fra særlige forhold, jf. figur 7.1. Størrelsesmæssigt ligger det danske aktiemarked omkring midten ved en sammenligning med andre europæiske lande. Målt ved antallet af selskaber ligger Danmark relativt højt, men da danske selskaber er relativt små, hører markedsværdien ikke til i den høje ende set i forhold til BNP.

Figur 7.1 Provenu ved emissioner på Københavns Fondsbørs

Mia. kr.



Anm.: Tele Danmarks emission indbragte et provenu på godt 19 mia. kr. i 1994. Provenuet fra emissionen i forbindelse med fusionen mellem Tryg Forsikring og Baltica Forsikring udgjorde ca. 5 mia. kr. i 1995. I 1998 stammede 13,6 mia. kr. af provenuet fra fusionen mellem BG Bank og Realkredit Danmark.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

Et lille børsmarked kan dog ikke tages som udtryk for, at virksomhederne i det pågældende land har problemer med kapitaltilførslen. Fondsbørsen er kun én af virksomhedernes muligheder for at rejse kapital, og der kan være forskelle i erhvervsstruktur samt forskellige lovgivningsmæssige incitamenter og traditioner for finansiering i de enkelte lande. Det afgørende er, om aktiemarkedet er velfungerende.

Virksomheder, der er for små til notering på Fondsbørsen, har for nylig fået mulighed for at få kapital via *autoriserede markedspladser*³⁾. Disse markedspladser er underlagt offentligt tilsyn og kontrol og har krav til prospekter mv. I december 1998 blev den første

3) Endvidere har der fra 1998 været mulighed for at oprette erhvervsudviklingsforeninger, der fortrinsvis skal investere formuen i aktier og anparter i unoterede aktie- og anpartsselskaber.

markedsplads godkendt af Finanstilsynet, og endnu en ansøgning om etablering er under behandling. Der er p.t. optaget én virksomhed til notering på den autoriserede markedsplads. På finansloven for 1999 er der afsat 5 mio. kr. til tilskud i forbindelse med virksomheders introduktion på autoriserede markedspladser.

For formidlingen af risikovillig kapital uden om de anerkendte børsmarkeder benyttes betegnelsen "private placeringer". Herunder inkluderes *venturekapital*, der betegner investeringer i nystartede eller relativt nye virksomheder. Venturekapital er risikovillig og relativt langfristet kapital, hvor investoren engagerer sig aktivt i virksomheden og tilfører viden om fx ledelse, markedsføring og økonomistyring. Hverken de private placeringer eller ventureinvesteringerne er særlig godt statistisk belyst. De oplysninger, der findes, peger på, at kun en mindre del af de danske ventureinvesteringer benyttes til investeringer i virksomhedernes tidligste faser (såkaldt seed og start-up finansiering).

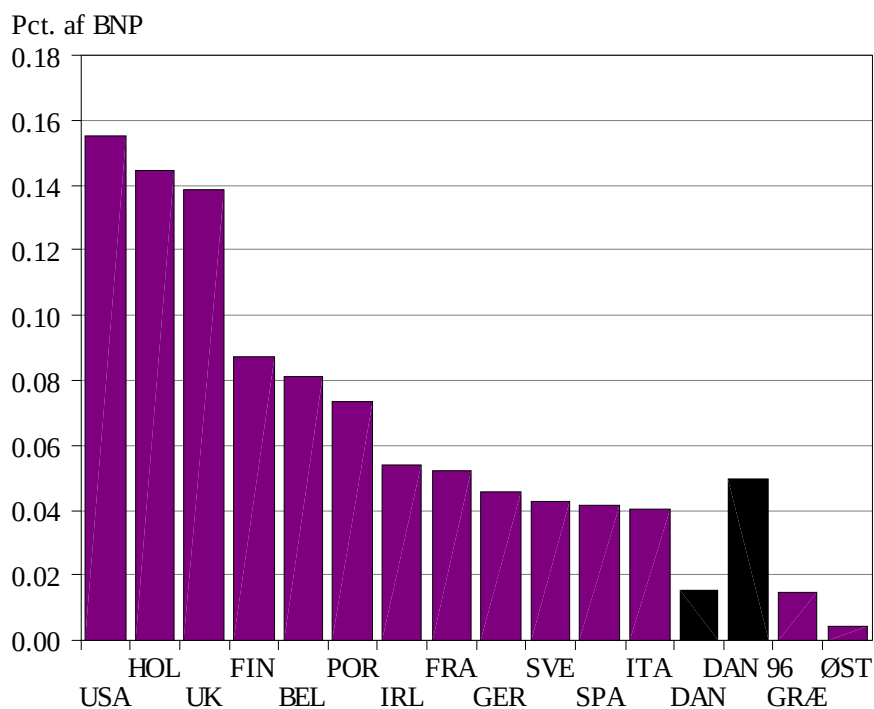
For at fremme markedet for venturekapital blev der i 1994 indført en statslig garantiordning for ventureselskaberne (udviklingsselskaber). Ved udgangen af 1998 var der i alt 19 udviklingsselskaber, der samlet havde investeret næsten 600 mio. kr. i mere end 130 virksomheder.

Ved *internationale sammenligninger* fremstår det danske venturemarked dog fortsat som relativt lille, jf. figur 7.2. Men det skal understreges, at opgørelserne for Danmark er mangelfulde og undervurderer de danske ventureinvesteringer. Det bør således tilstræbes, at EVCA⁴⁾ forsynes med mere dækkende tal for de danske ventureinvesteringer, ikke mindst for udviklingsselskabernes vedkommende. Forskelle i behovet for venturekapital, forskellige finansieringstraditioner og

4) European Private Equity & Venture Capital Association, som er en privat medlemsorganisation, der har til formål at fremme venturekapital i Europa. Medlemmerne består bl.a. af ventureselskaber i Europa, USA, Asien mv.

forskelle i den offentlige sektors støtte spiller en rolle for udbredelsen af venturekapital i de enkelte lande.

Figur 7.2 *Ventureselskabers investeringer i 1997*



Anm.: Investeringerne er ekskl. management buy-outs. Tallene for Danmark er væsentligt undervurderede. Derfor er som supplement vist Erhvervsfremmestyrelsens opgørelse af de danske ventureselskabers investeringer i 1996.

Kilde: "Innovation Finance in Europe - A Pilot Project in Benchmarking", EU - Kommissionen (1998).

De offentlige støtteordninger til fordel for venturekapital bliver stadig mere udbredt i OECD-landene. Navnlig USA har en langvarig tradition for offentlig støtte til venturekapital, og der er fortsat adskillige støtteordninger trods et ret veludviklet marked for venturekapital.

7.4 Investorerne

Virksomhedernes efterspørgsel efter kapital kan opdeles i forskellige faser alt efter, hvor langt virksomheden er i dens "udviklingsproces".

Der vurderes at være en ret tydelig *arbejdsdeling* mellem udbyderne af risikovillig kapital til virksomhederne. Private, individuelle investorer investerer ofte ret tidligt i virksomhedens udvikling, mens fx pengeinstitutter og hovedparten af udviklingsselskaberne først kommer til på et senere tidspunkt, hvor virksomhedens vækst og nyorientering skal finansieres. Realkreditinstitutterne og de institutionelle investorer kommer normalt først ind i billedet, når der er tale om mere veletablerede virksomheder - og Fondsbørsen vil som regel være det sidste led i finansieringskæden for en selvstændig virksomhed.

Investorerne på venturemarkedet involverer sig generelt mere aktivt i de virksomheder, der investeres i. Der kan være tale om teknologisk, markeds-mæssig, organisatorisk og finansiell rådgivning.

Der er betydelige transaktionsomkostninger forbundet med investeringer i unoterede aktier og den efterfølgende løbende overvågning af virksomhederne. Derfor vil sådanne investeringer fortrinsvis være af interesse for investorer med branchekendskab. Som modydelse kræves udsigt til et ret højt afkast og realistiske muligheder for at kunne afhænde aktierne igen efter fx 5-7 år (exit-mulighed).

De *individuelle (professionelle) investorer* er ikke nogen homogen gruppe - og deres adfærd er stort set ikke statistisk belyst. På grundlag af en spørgeskemaundersøgelse vurderes med betydelig usikkerhed, at de private investorer årligt tilfører over 1 mia. kr. i risikovillig kapital til virksomhederne⁵⁾.

Ventureselskaberne investerer typisk på et senere tidspunkt end individuelle private investorer. Det danske venturemarked startede i begyndelsen af 1980'erne, men succesen var begrænset. Udbuddet af venturekapital er steget i de senere år ikke mindst som følge af den

5) For uddybning af undersøgelser og oplysning om kilder henvises til delrapport 4: "Risikovillig kapital".

statslige garantiordning, om end det ikke kan afvises, at udviklings-selskaberne i et vist omfang har fortrængt ikke-statsgaranteret venturekapital.

Opgørelser viser, at over halvdelen af den danske venturekapital kom fra pengeinstitutterne i 1995 og 14 pct. fra pensionskasserne, hvilket skal ses på baggrund af deres (med)ejerskab af ventureselskaber. Med 22 pct. af venturekapitaltilførslen var den offentlige sektor også meget aktiv - kun overgået af Østrig blandt de nuværende EU-lande.

Der er kun sparsomme oplysninger om *afkastet* af venturekapitalen. En analyse med bidrag fra EVCA nåede frem til et afkast på ca. 18½ pct. i 1996 for en række EU-landes ventureinvesteringer (inkluderede ikke danske selskaber). Det er bemærkelsesværdigt, at der ifølge undersøgelsen kun var et afkast på ventureinvesteringer i virksomhedernes tidlige fase på knap 6 pct. Det harmonerer dårligt med, at afkastet blandt andet skal dække de relativt store transaktionsomkostninger, der er forbundet med de tidlige investeringer. Det lave afkast kan bidrage til at forklare ventureselskabernes tilbageholdenhed med at investere i virksomhedernes første udviklingstrin. I takt med at venturemarkederne udvikles, og investorerne bliver mere erfarne, må det forventes, at afkastet øges, hvilket nyere undersøgelser synes at bekræfte.

På baggrund af interview-undersøgelser kan det skønnes, at mellem hver tredje og hver fjerde dansker er direkte aktieejere. Ikke overraskende er der en tydelig tendens til, at *aktionærandelen* vokser med indkomsten, hvilket genfindes i den relativt høje andel af aktieejere blandt direktører, selvstændige og overordnede lønmodtagere (som også afspejler muligheden for erhvervelse af medarbejderaktier).

En foreløbig opgørelse af ejerfordelingen for de noterede aktier viser, at de *finansielle institutioner* ejede 35 pct. af den noterede aktiekapital på Københavns Fondsbørs ultimo 3. kvartal 1998, jf. tabel 7.1.

Tabel 7.1 Kursværdi af aktiekapital¹⁾ noteret på Københavns Fondsbørs fordelt på ejerkategorier, ultimo 3. kvartal 1998

	Mia. kr.	Pct.
Finansielle institutioner	204,1	35,2
<i>Finansieringsvirksomhed</i>	57,4	9,9
• Pengeinstitutter, realkreditinstitutter mv.	22,6	3,9
• Investeringsforeninger	7,9	1,4
• Øvrig finansieringsvirksomhed (inkl. LD)	26,8	4,6
<i>Forsikringsvirksomhed</i>	146,7	25,3
• Skadesforsikringsselskaber	8,6	1,5
• Livs- og pensionsforsikringsselskaber	49,7	8,6
• Pensionskasser	40,6	7,0
• Øvrig forsikringsvirksomhed	0,1	0
• ATP mv.	47,7	8,2
Ikke-finansielle institutioner	100,5	17,3
<i>Erhvervsvirksomheder</i>	24,6	4,2
• Offentlig del af selskabssektoren	0	0
• Privat del af selskabssektoren	24,6	4,2
<i>Husholdninger²⁾</i>	75,9	13,1
• Personligt ejede virksomheder	18,3	3,2
• Lønmodtagere, pensionister m.fl.	57,6	9,9
Fonde mv.	65,4	11,3
Offentlig sektor	18,4	3,2
• Stat	6,8	1,2
• Amts- og primærkommuner	11,6	2,0
Udland	160,4	27,6
Uoplyst	31,3	5,4
I alt	580,2	100

Anm: Tallene er baserede på en specialkørsel fra Danmarks Statistik (samt oplysninger fra ATP) og har endnu foreløbig karakter og kan derfor afvige fra den aktiemarkedsstatistik, Danmarks Statistik planlægger at offentliggøre senere på året.

1) Enkelte børsnoterede selskaber er ikke med i statistikken, da de ikke er registrerede i Værdipapircentralen.

2) Incl. kapital- og ratepensionsdepoter (men ikke kapital- og ratepensionskonti).

Kilde: Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet og Økonomiministeriet (maj 1999) "Debatoplæg om aktivt ejerskab".

Livs- og pensionsforsikringsselskaber, ATP og pensionskasser ejede hver 7-9 pct. af aktiekapitalen og var dermed de tre største "aktionærer" blandt de finansielle institutioner. Godt 20 pct. af den finansielle sektors aktiebesiddelser var placeret i finansielle selskaber.

Udlandet ejede næsten 28 pct. af aktiekapitalen, hvilket er en noget større andel end vurderet i tidligere undersøgelser. Udlandets aktiebesiddelser er fordelt med ca. 75 pct. i private ikke-finansielle selskaber og ca. 25 pct. i finansielle selskaber.

Hvis der ses bort fra personligt ejede virksomheder, ejede *husholdningerne* ca. 10 pct. af aktiekapitalen ved udgangen af 3. kvartal 1998. Husholdningerne har en relativt stor andel (35 pct.) placeret i finansielle selskaber, hvilket formentlig blandt andet skal ses isammenhæng med muligheden for at opnå en højere forrentning ved opsparing på aktionærkonti.

Den resterende del af aktiekapitalen ejedes af fonde mv. (11 pct.), erhvervsvirksomheder (4 pct.) og den offentlige sektor (3 pct.). Hertil kommer de personligt ejede virksomheder (3 pct.) og den andel, der ikke foreligger oplysninger for (5 pct.).

De *institutionelle investorer* har samlet set haft en faldende andel af aktiekapitalen på Københavns Fondsbørs fra 1992 til 1997, hvilket umiddelbart strider mod billedet af de institutionelle investorers stigende betydning. En del af forklaringen er, at de har omlagt porteføljen, så en større del er placeret i udenlandske aktier. Kun en lille del af de institutionelle investorers aktiver er placeret i unoterede aktier. Med en andel på ca. 2 pct. af aktiverne lå LD og de tværgående pensionskasser højest på dette område i 1998, jf. tabel 7.2.

Investeringsforeninger giver mindre investorer mulighed for risikospredning ved beløbsmæssigt ret beskedne investeringer. Investeringsforeningerne forvaltede en medlemsformue på 124 mia. kr.

ultimo 1998 for skønsmæssigt 575.000 medlemmer. Omkring halvdelen af formuen er placeret i obligationer og kun 7 pct. i danske aktier - og andelen har været faldende i de senere år. Investeringsforeningernes tilførsel af risikovillig kapital rettes således primært mod udenlandske selskaber (38 pct. af formuen er placeret i udenlandske aktier), da investorernes efterspørgsel efter investeringsbeviser i afdelinger med danske aktier har været begrænset.

Tabel 7.2 Livsforsikringsselskabers og pensionskassers investeringer i unoterede danske aktier

	1995 pct.	1996 pct.	1997 pct.	1998 pct.	1998 mia. kr.
Livsforsikringsselskaber	0,5	0,4	0,5	0,4	2,2
Tværgående pensionskasser . . .	2,8	2,5	2,1	1,8	4,1
ATP	0,3	0,1	0,2	0,2	0,4
LD	2,4	2,0	2,2	2,0	1,0
I alt					7,7

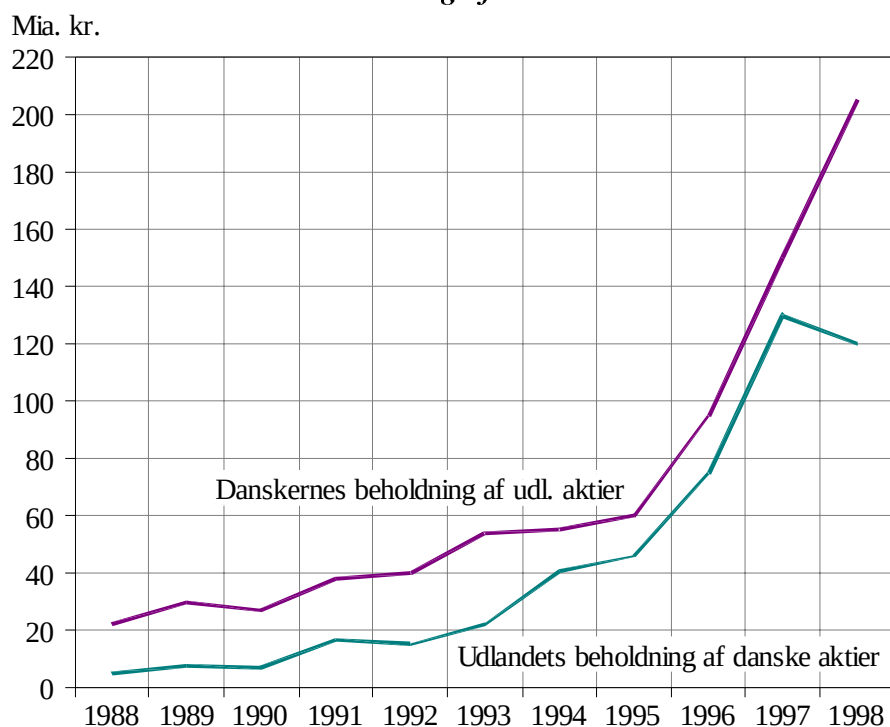
Kilde: Finanstilsynet (1999): *"Beretning fra Finanstilsynet 1998"*.

Anm.: For årene 1995-1998 anføres de unoterede danske aktiers procentvise andel af de samlede aktiver (opgjort til markedsværdi).

Med ca. 10 pct. af aktiebeholdningen er *ATP* og *LD* den gruppe blandt de institutionelle investorer, der ejer den største andel af aktierne på Fondsbørsen, og dermed står for den største tilførsel af risikovillig kapital. Både *ATP* og *LD* er medejere af ventureselskaber, og navnlig *LD* satser på investeringer i små og mellemstore virksomheder med udviklingspotentiale.

Der har i de senere år været en markant stigning både i danskernes (valutaindlændinges) beholdning af *udenlandske aktier* og i udlandets beholdning af danske aktier, jf. figur 7.3. Det kan skyldes afviklingen af restriktioner på de internationale kapitalmarkeder, øget udbredelse af pensionsopsparing (porteføljespredning) og et generelt større informationsniveau vedrørende internationale forhold. Ved udgangen af 1998 ejede danskerne udenlandske aktier for 205 mia. kr. ifølge

Figur 7.3 Danskernes beholdning af udenlandske aktier samt udlandets beholdning af danske aktier 1988 - 1998



Kilde: Danmarks Statistik (1988 - 1990) og Danmarks Nationalbank (1991 - 1998).

Anm.: Opgjort til kursværdi. Databrud i 1991.

Nationalbankens opgørelse. Fordelingen på lande afspejler primært landenes økonomiske betydning (med den største andel til USA og UK), men finansieringstraditioner spiller også en rolle. Siden 1996 har beholdningen af udenlandske aktier oversteget beholdningen af udenlandske obligationer. Udlandets beholdning af danske aktier udgjorde 120 mia. kr. ultimo 1998 - et lille fald i forhold til 1997 (der findes ingen landefordeling for udlandets aktiebeholdning).

7.5 Er markedet for risikovillig kapital effektivt ?

Kapitalmarkedets primære opgave er at fordele kapitalen mellem forskellige projekter ved at fastsætte en pris på kapitalen, der afspejler projektets forventede afkast og risiko. Et velfungerende kapitalmar-

ked er ikke i modstrid med, at der findes projekter, som ikke kan opnå finansiering og dermed ikke kan gennemføres. Tværtimod er det netop kapitalmarkedets opgave at frasortere de projekter, der ud fra en samfundsøkonomisk synsvinkel ikke bør realiseres og derfor ikke tilføres kapital. Da kapital er en knap faktor, bør den tildeles de mest rentable formål. Overinvesteringer i risikable projekter er ikke hensigtsmæssige.

Investors opgave er at placere formuen i forskellige aktiver ud fra hensyn til risiko og afkast. Der er imidlertid en række yderligere forhold, som i større eller mindre grad påvirker fordelingen af kapital.

For det første kan der være tale om ufuldkommenheder med hensyn til informationen på kapitalmarkederne (imperfekt information). For det andet kan der være tale om, at private investorers frembringelse af information, erfaringer og kompetence kan spredes til andre investorer (ekstern effekt).

7.5.1 Ufuldkommen information

En mulig årsag til, at projekter kan få afslag på kapitaltilførsel, er relativt høje *informationsomkostninger*. Hvis omkostningerne ved at vurdere et givet projekt er uafhængige af projektets størrelse, vil de veje relativt tungt for små projekter, som dermed kan blive nedprioriterede. Sådanne projekter - hvor informationsomkostningerne ikke står mål med det forventede afkast - bør ikke gennemføres ud fra et samfundsøkonomisk synspunkt. Øget erfaring og kompetence hos investor kan over tid medvirke til at nedbringe informationsomkostningerne.

Ufuldkommen information kan være forårsaget af, at investor har en begrænset information i forhold til entreprenøren (såkaldt *asymmetrisk information*).

Entreprenøren vil ofte have bedre information om - og indflydelse på - den risiko, som et projekt indebærer. Investoren har sjældent fuld information om projekternes sandsynlighed for succes og kan endvidere stå over for en række projekter, som ikke umiddelbart kan skelnes fra hinanden. Derfor vil det være vanskeligt at differentiere afkastkravet mellem projekterne efter deres risiko. Hvis investor på den baggrund vælger generelt at hæve afkastkravet, løbes den risiko, at det kun er de mest risikovillige entreprenører med de mest risikofyldte projekter, der vil efterspørge investorens kapital. Dermed kan der opstå *kreditrationering*, hvor projekter ikke får tilført kapital og derfor ikke bliver gennemført, selvom de ville give et højt afkast, hvis de kunne opnå finansiering.

Asymmetrisk information kan endvidere være årsag til *interessekonflikter* mellem investor og den daglige ledelse af virksomheden (såkaldte *principal-agent problemer*). Virksomhedens ledelse kan have en interesse i at afholde udgifter, som kommer ledelsen til gode, mens omkostningerne bæres af aktionærerne. Over for kreditorer kan der være en tilsvarende konflikt, idet ledelsen/ejeren kan have fordel ved at tage en uhensigtsmæssig stor risiko, hvor et forventet merafkast alene tilfalder ejeren, hvis satsningen lykkes, hvorimod kreditor vil kunne komme til at bære en del af tabet, hvis den ikke lykkes. Som følge af disse incitamentsproblemer vil investor kræve en yderligere risikopræmie. Der er tale om en reel risiko, som investorerne bør have dækket.

Forudsætningen for, at de nævnte mangler vedrørende informationsforhold kan reduceres ved *offentlig intervention*, er, at den offentlige sektor har en fordel i forhold til den private sektor i frembringelsen af information. Det kan enten være i form af lavere informationsomkostninger eller bedre information end markedet.

Det er ikke nødvendigt, at alle støttede projekter efterfølgende viser sig at være bæredygtige og giver et højere privat- og samfunds-

økonomisk afkast. De faktiske søgeomkostninger - herunder tab på de ikke bæredygtige projekter - skal imidlertid medregnes ved vurderingen af ordningernes samfundsøkonomiske rentabilitet. Ikke desto mindre er det en meget restriktiv forudsætning, at det offentlige skal have relative fordele med hensyn til information. Der findes da heller ikke eksempler på danske støtteordninger på kapitalmarkedet, som er begrundet i en relativ fordel med hensyn til information.

7.5.2 Eksterne effekter ved information og kompetence

Der kan opstå eksterne effekter, hvis der er høje transaktionsomkostninger forbundet med vurderingen af projekter, og hvis de erfaringer, som de første investorer opnår, kan bruges omkostningsfrit af andre. Dermed vil det privatøkonomiske afkast for de "initiativrige" investorer være mindre end det samfundsøkonomiske afkast ved tilvejebringelsen af den pågældende viden (en såkaldt "*first-mover disadvantage*"). Der er basis for offentlig intervention, hvis en sådan ekstern effekt er prohibitiv for private investorer, og det kan sandsynliggøres, at de samfundsøkonomiske gevinster overstiger omkostningerne.

For nogle virksomheder er kapitaltilførsel ikke nok. Der er også behov for, at kapitalen ledsages af ledelsesmæssig kompetence (såkaldt *kompetent kapital*). Da både ledelse og kapital er knappe ressourcer, kan det være samfundsøkonomisk optimalt, at de største virksomheder får de bedste ledere i det omfang, der er tale om ledelsesressourcer, som kan anvendes i både små og store virksomheder. Det skyldes, at ledelsesressourcernes produktivitet må antages at stige ved indsatsen af andre produktionsfaktorer samt, at ledelsesressourcerne vil søge derhen, hvor produktiviteten og dermed aflønningen er højest. På den baggrund er det alt andet lige økonomisk-teoretisk velbegrundet, at mindre virksomheder har vanskeligere ved

at tiltrække ledelsesmæssige ressourcer, da det viser, at markedet fordeler den knappe ledelsesmæssige ressource effektivt.

Ledelsesopgaverne i små nye og i store etablerede virksomheder er imidlertid ikke nødvendigvis de samme, og ledelsesressourcerne vil derfor heller ikke nødvendigvis være perfekte substitutter mellem små og store virksomheder.

Venturebranchen er et forsøg på at kanalisere såvel kapital som kompetence til små innovative virksomheder. Venturebranchen var ganske ekspansiv i starten af 1980'erne, men resultaterne var dårlige, og kun en mindre del af disse ventureselskaber eksisterer i dag. Det er muligt, at vanskelighederne ved at opbygge en bæredygtig venturebranche netop er et eksempel på en "first-mover disadvantage", og at erfaringerne fra 1980'erne virker afskrækkende. En midlertidig offentlig indsats vil i denne situation muligvis kunne løse op for en fastlåst situation i markedet.

7.5.3 Eksterne effekter ved innovation

Der kan være eksterne effekter i økonomien i øvrigt, som kapitalmarkedet i princippet kunne bidrage til at afhjælpe. Der tænkes i den forbindelse særligt på de mulige positive eksterne effekter ved innovation. Gevinsterne ved innovation er ikke altid begrænset til den innovative virksomhed, men kan forplante sig til resten af økonomien (den eksterne effekt).

Der er imidlertid to modsatrettede hensyn. På *den ene side* er der hensynet til, at støtten skal kanaliseres derhen, hvor det samfundsøkonomiske afkast er størst. Indrettes støtteordningerne, så udmøntningen af støtten bliver foretaget af private investorer gennem kapitalmarkedet, vil investorerne kanalisere støtten til de projekter, som giver det højeste privatøkonomiske afkast og ikke nødvendigvis det største samfundsøkonomiske afkast. På *den anden side* er det

vigtigt at udnytte den kompetence, der findes i markedet, gennem markedskonforme ordninger.

7.5.4 Principper for offentlig intervention

De ovenfor anførte hensyn fører frem til, at der kan opstilles følgende generelle kriterier for økonomisk effektivitet, som bør lægges til grund ved offentlig støtte:

- Der kan være basis for intervention, såfremt der er væsentlige informationsomkostninger på kapitalmarkedet. Der kan være mulighed for at reducere sådanne informationsproblemer gennem offentlig intervention, *hvis* den offentlige sektor har en fordel i forhold til den private sektor i frembringelsen af information. Det kan enten være i form af lavere informationsomkostninger eller bedre information end markedet. Forekomsten af informationsproblemer er dermed ikke i sig selv en tilstrækkelig betingelse for offentlig intervention.
- Der kan ligeledes være basis for intervention, såfremt der kan *identificeres* eller er *formodning* om et markedsbrist i kapitalmarkedet. Det sidstnævnte tilfælde kan give basis for at gennemføre *midlertidige forsøgsordninger*, som har til formål at skubbe en bæredygtig udvikling i gang. Det er en nødvendig betingelse, at det forventede samfundsøkonomiske afkast overstiger det offentlige samfundsøkonomiske finansieringsomkostninger, herunder en risikopræmie.
- Støtteordninger bør i størst mulig udstrækning være *markedskonforme* og tilstræbe at udnytte de kompetencer, der findes i kapitalmarkedet.
- Der kan være eksterne effekter i økonomien i øvrigt, som kapitalmarkedet i princippet kunne bidrage til at afhjælpe. Der tænkes

her fx på innovation. De gevinster, som er forbundet med innovation, er ikke altid begrænset til den innovative virksomhed, men kan forplante sig til resten af økonomien. Over for identificerede *eksternaliteter* bør der sætte ind over *en bred front*, ikke blot via kapitalmarkedet (fx i form af offentlige forskningsinstitutioner eller de erhvervspolitiske tiltag med Teknologiske Informationscentre). Det generelle ønske om markedskonforme støtteordninger, som baserer sig på privat-økonomiske interesser, kan være i konflikt med et overordnet samfundsøkonomisk hensyn. Det er vigtigt at tage hensyn til denne konflikt.

7.6 Kan rammebetingelserne forbedres ?

Nogle af elementerne i Pinsepakken og den kommende afskaffelse af aktieomsætningsafgiften tilgodeser en række af de hensyn til reguleringen af kapitalmarkedet, som omtales nedenfor.

- Placeringsreglerne for pensionsopsparingen bør være rummelige under hensyntagen til sikkerheden for opsparingen. Pinsepakkens lempelse af grænsen for aktieinvestering imødekommer dette hensyn.

Det er blevet fremført, at *placeringsreglerne* for de institutionelle investorer er med til at hæmme markedet for venturekapital. Enhver form for regulering af de institutionelle investorers investeringer udgør selvsagt en potentiel forvridning i efterspørgslen efter aktiver og dermed kapitalformidlingen. Men disse mulige forvridninger skal vejes imod de hensyn til sikkerheden for pensionsopsparingen, som reguleringen skal tilgodese.

Begrænsningen på, hvor stor en andel af aktiverne der må placeres i aktier, har til formål at beskytte pensionsopsparerne mod for stor risikoeksponering ikke mindst i de tilfælde, hvor der ikke er fri

flyttemulighed mellem forskellige forvaltere af pensionsopsparing. Traditionelt anses placeringer i aktier for at være mere risikofyldte end obligationsopsparing. Det forudsætter dog, at der ikke forekommer markante, uforudsete stigninger i inflationen eller ændres fundamentalt ved beskatningen.

I forbindelse med Pinsepakken blev placeringsreglerne lempet, idet det såkaldte aktieloft blev hævet til 50 pct. mod hidtil 40 pct. (35 pct. for ATP og LD). Denne lempelse vil isoleret set øge tilførslen af risikovillig kapital på aktiemarkedet i det omfang, det hidtidige aktieloft har udgjort en bindende restriktion. Før Pinsepakkens lempelse havde ca. 20 pct. af forsikringsselskaberne og pensionskasserne en aktieandel af de samlede forsikringsmæssige hensættelser på mere end 34 pct. Det betyder, at en forholdsvis stor del af pensionsinstitutterne lå tæt på det tidligere aktieloft. For ATP og LD var aktieloftet effektivt før lempelsen af placeringsreglerne.

Det er en overordnet målsætning, at *skattesystemet* skal skabe så få forvriddninger som muligt. Derfor bør det blandt andet tilstræbes, at opsparing i forskellige typer af aktiver beskattes nogenlunde ensartet. Det er af særlig relevans at undersøge, om skattesystemet forvrider investorernes beslutninger til ugunst for erhvervsinvesteringer.

Derfor sammenlignes beskatningen af *afkastet* på henholdsvis aktier og obligationer. Fokus er i den forbindelse på beskatningen af det løbende afkast af forskellige typer af aktiver for forskellige investorer. Der tilstræbes ikke en egentlig analyse af skattesystemets betydning for den samlede opsparing i samfundet.

Den reelle byrdefordeling af skatter på forskellige aktiver er meget afhængig af, hvor åben økonomien er blandt andet med hensyn til kapitalbevægelser over grænserne. I en *lukket økonomi*, hvor der ikke er adgang til at handle med værdipapirer på tværs af landegrænserne, vil det være afgørende for byrdefordelingen, hvordan en krones afkast

på en indenlandsk obligation samlet beskattes i forhold til den samlede beskatning af en kroners afkast af en indenlandsk aktie.

Set fra investors synspunkt vil den samlede beskatning af afkastet på en aktie i en lukket økonomi skulle udregnes som den sammensatte skat af selskabsskat og efterfølgende beskatning hos ejeren. Den indenlandske investor vil kræve samme afkast *efter* skat af obligationer og aktier. En højere sammensat beskatning af aktier end obligationer vil derfor slå igennem på kravet til forrentningen af virksomhedens egenkapital *før* skat - uanset om det skyldes højere selskabsskat eller højere skat på aktieejerne. Det samme er ikke tilfældet i en åben økonomi med frie kapitalbevægelser.

De sammensatte skattesatser for aktieindkomst var i 1970'erne klart højere end beskatningen af obligationer. Det skyldes bl.a., at der før 1983 ikke skete beskatning i pensionsinstitutterne af hverken aktie- eller obligationsafkast. Derimod har der hele tiden forekommet selskabsbeskatning. Med indførelsen af realrenteafgiften i 1984 blev der skabt større overensstemmelse mellem den sammensatte beskatning af aktier og beskatningen af afkast på obligationer.

Den danske økonomi har imidlertid siden midten af 1980'erne gradvist udviklet sig fra en forholdsvis lukket økonomi til en mere åben økonomi, også hvad angår de finansielle markeder. Det har haft en markant virkning på byrdefordelingen af beskatningen af henholdsvis aktier og obligationer.

I en *åben* økonomi kan en indenlandsk investor vælge mellem indenlandske og udenlandske aktier. Hertil kommer, at afkastkravet til de udenlandske aktier er bestemt på de internationale kapitalmarkeder. En indenlandsk investor vil derfor som udgangspunkt kun investere i en indenlandsk aktie, hvis afkastet svarer til afkastet på en udenlandsk aktie. Da beskatningen hos den indenlandske investor er ens, uanset om der investeres i en udenlandsk eller en indenlandsk

aktie, vil beskatningen af afkastet hos investorerne ikke på samme måde som i en lukket økonomi påvirke afkastkravet til danske virksomheder.

Den danske selskabsskat får derimod betydning for afkastkravet til danske aktier *før* selskabsskat. En relativt høj indenlandsk selskabsskat vil alt andet lige gøre det mindre fordelagtigt at drive virksomhed i Danmark. Danske virksomheders efterspørgsel efter kapital vil derfor falde og føre til et lavere investeringsomfang. I en åben økonomi med frie kapitalbevægelser vil den reelle byrde af selskabsskatten derfor på længere sigt blive båret af de immobile skattebaser - navnlig arbejdskraften. Det skyldes, at det lavere investeringsomfang resulterer i, at arbejdskraftens produktivitet og dermed dens aflønning bliver reduceret.

I en åben økonomi er det således afgørende at skelne mellem beskatning af opsparing (ejerbeskatning) og beskatning af investeringer (selskabsbeskatning). Det skal understreges, at ingen af de to teoretiske ydertilfælde - den lukkede økonomi og den åbne økonomi - giver en fyldestgørende beskrivelse af Danmark i dag. Liberaliseringen af kapitalmarkederne og den stigende økonomiske integration gør dog, at Danmark i højere grad kan karakteriseres ved den åbne økonomi end den lukkede, hvilket begrundes, at beskatningen af opsparing og beskatning af investeringer behandles adskilt i fremstillingen.

7.6.1 Beskatning af opsparing

Gennemførelsen af Pinsepakken betyder, at spændet mellem beskatningen af de forskellige opsparingstyper er indsnævret, og der er således efter regeringens opfattelse skabt bedre sammenhæng i skattesystemet. Trods Pinsepakkens skærpelse af beskatningen af pensionsafkast er pensionsopsparing fortsat relativt lempeligt beskattet, og under givne antagelser om økonomiens åbenhed og markeder-

nes effektivitet fører skattereglerne til, at aktier er lempeligere beskattet end obligationer, jf. figur 7.4⁶⁾.

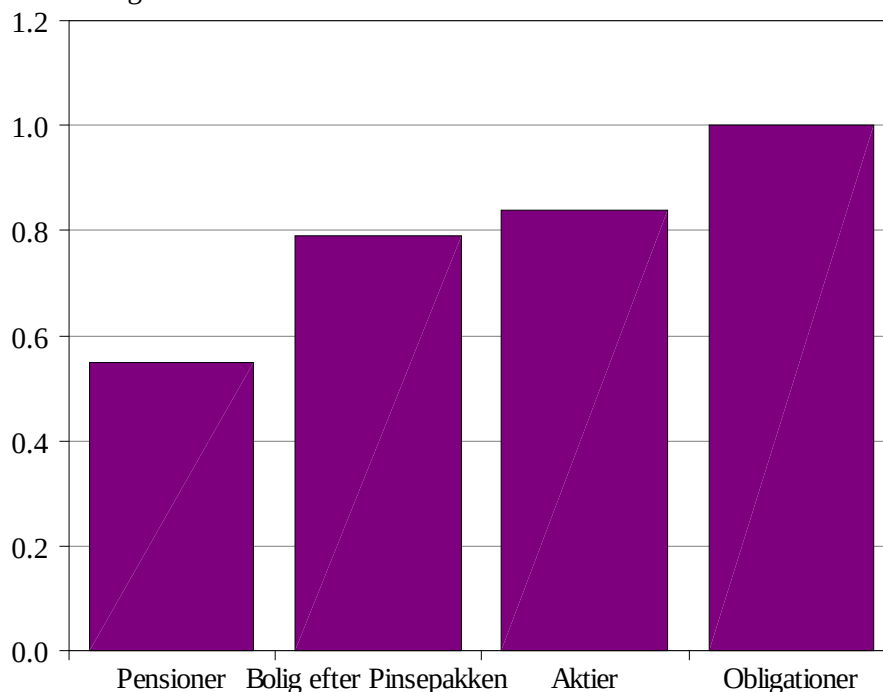
Beskatningen af afkastet af opsparing i *pensionsinstitutter* blev justeret i forbindelse med Pinsepakken. For det første blev beskatningen af afkastet af obligationer ændret fra et reelt til et nominelt princip med en fast nominel sats på 26 pct. Som følge af de senere års udvikling i rente og inflation har der været et ganske kraftigt fald i den effektive beskatning af pensionsopsparing. Hvis realrenteafgiftsbeskatningen var blevet opretholdt, ville pensionsafkast ved yderligere rentefald efter regeringens opfattelse være blevet uholdbart lavt beskattet sammenlignet med beskatningen af kapitalindkomst.

For det andet blev der indført en afgift på 5 pct. af afkastet af aktier i pensionsordninger. Når afkast af aktier i sin tid blev friholdt for realrenteafgift, skyldes det primært et ønske om at stimulere tilførslen af aktiekapital til danske aktieselskaber gennem en bedre aktiekurs (end det ville være tilfældet med aktiebeskatning). Med frie kapitalbevægelser vil kursen på en dansk aktie imidlertid svare til kursen på en tilsvarende aktie i udlandet. Dermed opnår de danske aktieselskaber ikke længere nogen fordel ved afgiftsfritagelsen. Fordelen er således blevet flyttet fra aktieselskaberne til pensionsopsparerne. Med Pinsepakkens aktieafgift inddrages en del af denne fordel, men der vil stadig være en skattemæssig tilskyndelse til placeringer i aktier frem for obligationer, jf. figur 7.4.

6) Beregningen af den effektive reale beskatning er gennemgået i appendiks 1 til kapitel 6 i delrapport 4: "Risikovillig kapital".

Figur 7.4 Effektiv real beskatning af forskellige opsparingsformer

Indeksobligationer = 1



Den danske beskatning af aktieavancer hos *privatpersoner* er kompliceret og i visse situationer høj i en international sammenhæng. Beskatningen af aktieavancer hos privatpersoner afhænger både af aktiebeholdningens kursværdi og af, om aktierne har været ejet i mere end tre år. Endvidere er der forskel i beskatningen af noterede og noterede aktier, jf. tabel 7.3. Hertil kommer reglerne for beskatning af aktieudbytter.

Tabel 7.3 Aktiebeskatning hos privatpersoner

Ejertid over tre år		Ejertid under tre år
Noterede aktier		Avancer beskattes som kapitalindkomst. Udbytte beskattes som aktieindkomst. ¹⁾
Kursværdi under 113.300 kr.	Kursværdi mindst 113.300 kr.	
Avancer er skattefri. Udbytter beskattes som aktieindkomst	Både avancer og udbytte beskattes som aktieindkomst. ¹⁾	Både avancer og udbytter beskattes som aktieindkomst ¹⁾

1) Aktieindkomst beskattes med en skattesats på 25 pct. for de første 36.000 kr., hvorefter skattesatsen er 40 pct.

- Aktiebeskatningen for privatpersoner er relativt kompliceret. Udvalget anbefaler derfor, at der ses nærmere på mulighederne for at gøre det lettere for private investorer at placere deres opsparing i aktier, fx ved at harmonisere beskatningen af noterede og unoterede aktier eller ved afskaffelse af 3-årsreglen. Det må dog indgå i overvejelserne, at der ikke skal kunne spekuleres i reglerne. Der er i Skatteministeriet igangsat et arbejde vedrørende aktieavancebeskatning, herunder reglerne for private investorer. Det anbefales, at denne gruppe giver hensynet til kapitalmarkedet en central placering og fremkommer med en konkret model til forenkling⁷⁾.

For at imødegå eventuelle omgåelsesmuligheder vil forslaget gøre det nødvendigt med en ensartet opgørelse af tab og gevinster. Det vil indebære en markedsværdibaseret lagerbeskatning, svarende til systemet for institutionelle investorer.

Tab kan som hovedregel kun fradrages i fortjeneste på aktier. For investorer, der kun placerer i enkelte projekter, er der derved en risiko for, at et eventuelt tab aldrig vil kunne fradrages helt.

Ud fra en kapitalmarkedssynsvinkel forekommer det stærkt hensigtsmæssigt at forenkle og skabe større symmetri i beskatningen af private aktieejere.

Ved udformningen af skattereglerne skal der dog også tages hensyn til andet end kapitalmarkedsforhold. De forholdsvis komplicerede regler for beskatningen af fortjeneste på aktier hænger sammen med, at der tilstræbes en ensartet beskatning af indkomst, som optjenes via et selskab, og de indkomstformer, der er alternativer hertil.

7) Børsmæglerforeningen har foreslået, at 3-årsreglen og bagatelgrænsen på 110.200 kr. (1998-niveau) fjernes samt, at der indføres én fast skatteprocentsats med et skattefrit bundfradrag. Endvidere mener Børsmæglerforeningen, at tab bør kunne fradrages i 5 år.

I Sverige har man et eksempel på en kapitalindkomstbeskatning, som (normalt) omfatter renteindtægter, aktieudbytter og kursgevinster på såvel aktier som obligationer. Kapitalindkomst i Sverige beskattes endvidere med 30 pct. uanset anden indkomst. Sverige har dog ganske komplicerede regler for, hvornår dette regelsæt finder anvendelse, og hvornår man i stedet beskattes efter reglerne for "aktive ejere", hvorefter udbytter og kursgevinster delvis beskattes som personlig indkomst.

7.6.2 Beskatning af investeringer

Forskelle i selskabsbeskatningen mellem forskellige lande kan påvirke fordelingen af kapital mellem landene. Selskabsskatten kan endvidere være med til at stille et særligt afkastkrav til egenkapitalen i danske virksomheder og dermed påvirke virksomhedernes kapitalstruktur.

Dette skyldes, at afkastet af egen- og fremmedkapital ikke beskattes ensartet. Afkast af *egenkapital* beskattes med selskabsskatten. Afkast af *fremmedkapital* beskattes derimod ikke i virksomheden, idet renteudgifter på fremmedkapitalen er fradragsberettigede i selskabsbeskatningen.

Denne asymmetri udgør således en særlig skat på egenkapitalfinansiering. Det stiller et særligt krav til afkastet af egenkapitalen. Inden for de seneste ti år er der i en række lande, herunder Danmark, gennemført skattereformer, som har udvidet skattebasen for selskabsskatten. Samtidig er de nominelle skattesatser blevet reduceret. Også i Danmark er der siden 1986 sket en ganske kraftig reduktion i den nominelle selskabsskat. Den nominelle selskabsskattesats ligger med nedsættelsen til 32 pct. i år lidt under middel.

7.6.3 Afgifter på finansielle transaktioner

Aktieomsætningsafgiften hæmmer omsætningen af værdipapirer på det danske aktiemarked, hvilket reducerer effektiviteten og likviditeten på markedet til skade for tilførslen af risikovillig kapital. På den baggrund er det i forbindelse med finansloven for 1999 besluttet, at aktieomsætningsafgiften afskaffes med virkning fra 1. oktober 1999. Dermed forbedres rammevilkårene for aktiemarkedet i Danmark.

7.6.4 Autoriserede markedspladser

Muligheden for etablering af autoriserede markedspladser har forbedret rammevilkårene for kapitaltilførslen til mindre virksomheder. En autoriseret markedsplads er en alternativ handelsplads for aktier, der ikke er noteret på en fondsbørs. Skattemæssigt behandles aktier på sådanne markedspladser som unoterede aktier. Det kan anses for en ulempe, idet kursgevinster beskattes lempeligere for noterede aktier ved mindre beholdninger. Modstykket er, at der er gunstigere regler ved tab i forbindelse med unoterede aktier.

På baggrund af de ønsker, der har været fremsat om ændring af *skattereglerne*, vurderer myndighederne aktuelt mulighederne for at udvide aktieavancebeskatningslovens definition af børsnoterede aktier. Skatteministeriet er positivt indstillet over for en eventuel udvidelse af definitionen under forudsætning af, at der kan etableres en godkendelsesordning for de omfattede markedspladser.

- Økonomiministeriet overvejer derfor, om der kan etableres en godkendelsesordning, så aktier, der handles på en autoriseret markedsplads i videre omfang kan opnå status som børsnoterede aktier. Beskatningen af aktier på autoriserede markedspladser skal dog ses i sammenhæng med andre mulige ændringer af aktiebeskatningen (jf. ovenfor), så beskatningsreglerne for aktier på

Fondsbørsen og autoriserede markedspladser i givet fald bliver de samme.

Begrundelsen for at harmonisere skattereglerne for aktier på en markedsplads med reglerne for børsnoterede aktier må være, at de gunstigere skatteregler ved kursgevinster vurderes at veje tungest for investorerne. Dette er dog ikke entydigt. Baseret på erfaringer fra udlandet er der også argumenteret for, at gunstigere regler for fradrag ved tab er at foretrække frem for lempeligere beskatning af kursgevinster.

Med den i april 1999 vedtagne ændring af værdipapirhandelsloven vil reglerne for *beskyttelse af mindretalsaktionærer* (overtagelsestilbud) også omfatte selskaber på autoriserede markedspladser. Endvidere ser Økonomiministeriet positivt på ønsket om, at værdipapirhandelslovens regler for *oplysningsforpligtelser* (ved erhvervelse og afhændelse af betydelige aktiebesiddelser) også kommer til at gælde for autoriserede markedspladser.

Kapitel 8

Udviklingen i informationsteknologien og den finansielle sektor

Udviklingen i informationsteknologien (IT-udviklingen) vil i vid udstrækning påvirke markedsbarriererne for udbuddet af finansielle tjenesteydelser.

Den finansielle sektor har fulgt med udviklingen, og der er sket en forøgelse af anvendelsen af informationsteknologi. Sektoren har på visse områder haft en førerposition i forhold til udlandet, men denne er i vidt omfang indhentet.

Udskilningsløbet vil fortsætte mellem de store internationale udbydere af finansielle tjenesteydelser. IT-udviklingen vil også betyde, at et stadig større antal arbejdsopgaver kan in- eller outsources.

IT-udviklingen vil medføre øget efterspørgsel efter højtuddannet arbejdskraft. Det rutinemæssige og manuelle arbejde vil blive yderligere mindsket.

IT-udviklingen indebærer nye eller forøgede risici for den finansielle sektor. Samtidig bringer udviklingen bedre styringsredskaber. Når risiciene ændres, er det en udfordring for både de finansielle virksomheder og myndighederne.

Øget anvendelse af IT vil fremme såvel udbud som distribution af finansielle tjenesteydelser. Kunderne vil dermed få en stærkere forhandlingsposition. Det er vurderingen, at erhvervskunder hurtigt vil anvende ny IT, mens privatkunder vil være længere tid om at acceptere nye produkter.

8.1 Indledning

Den finansielle sektor er stærkt informationsintensiv. En meget stor del af de funktioner, sektoren udfører, baserer sig på indsamling, opbevaring, behandling, salg og/eller distribution af større eller mindre informationsmængder. Fremtidens finansielle sektor bliver et resultat af et samspil mellem en lang række forhold. Men det vil næppe være for meget at sige, at IT-udviklingen i sig selv vil være det væsentligste af disse forhold. Eksempelvis er udviklingen inden for international værdipapirhandel og børssamarbejde drevet af IT-udviklingen. Derfor gælder det, at de udfordringer, som sektoren og de ansvarlige myndigheder står over for nu og i fremtiden, i meget høj grad tager udgangspunkt i den hurtige udvikling inden for den moderne informationsteknologi.

For den enkelte finansielle virksomhed vil IT i fremtiden medføre ændringer for virksomhedens aktiviteter og funktioner, hvilket er temaet for dette kapitel. Ændringerne er i dette kapitel beskrevet ud fra følgende fem punkter:

- IT indebærer både strukturelle og organisatoriske ændringer. IT vil betyde større muligheder for udnyttelse af stordriftsfordele med hensyn til visse tjenesteydelser, samtidig med at IT vil nedbryde nogle markedsbarrierer. Endvidere vil IT muliggøre in- og outsourcing i større omfang. IT vil også have betydning for arbejdsstyrkens sammensætning i den finansielle sektor. Dette er emnerne i afsnit 8.2 og 8.3.
- IT-udviklingen har bibragt nye teknologiprodukter, som ikke kunne eksistere uden teknologien, fx elektroniske penge. IT har også bibragt andre "nye produkter", der mere har karakter af udnyttelse af teknologien, således at det bliver lettere at tilbyde eksisterende produkter. Disse aspekter behandles i afsnit 8.4.

- Internettet er i gang med at indtage en central position som markedsføringsredskab og distributionskanal. Sammen med andre elektroniske produkter som bl.a. "tast-selv"-telefonservice vil Internettet supplere de eksisterende distributionskanaler. Dette forhold berøres i afsnit 8.5.
- Et element, som i fremtiden vil få større betydning på grund af IT, er håndtering af finansielle risici. Det skyldes, at IT både løser og skaber problemer i relation til risiko. Dette er emnet for afsnit 8.6.
- IT-udviklingen kan ventes at få betydning for relationerne mellem den finansielle sektor og kunderne. I afsnit 8.7 ses der på forholdet til erhvervs- og privatkunderne.

8.2 Ændringer i sektorens struktur og organisation

Udviklingen i informationsteknologien får i fremtiden stor betydning for antallet af udbydere af visse tjenesteydelser, samtidig med at IT muliggør en ændret arbejdsdeling i den finansielle sektor. Yderligere vil informationsteknologi også få betydning for virksomhedernes interne organisation.

Udgangspunktet for ændringerne er, at konkurrencen på de markeder, hvor de finansielle virksomheder skal afsætte deres produkter, bliver stadig skarpere. Det skyldes, at IT giver mange aktører mulighed for at udbyde finansielle tjenesteydelser, samt at udbuddet og efterspørgslen bliver endnu mere grænseoverskridende end i dag. Dertil kommer, at konkurrencen om at skaffe kvalificeret arbejdskraft ligeledes bliver hårdere pga. et - i hvert fald i en overgang - begrænset udbud af tilstrækkelig fagligt højt kvalificeret personale.

8.2.1 Markedsbarrierer og den fremtidige konkurrence

Da den finansielle sektor er stærkt informationsintensiv, vil IT-udviklingen såvel på kortere som på længere sigt være en væsentlig parameter i den dynamiske proces, som sektoren vil gennemløbe.

IT-udviklingen vil i vid udstrækning påvirke markedsbarriererne for udbud af finansielle tjenesteydelser. Hvis man betragter det samlede produktudbud under ét, er det ikke muligt at konkludere noget generelt om, hvorvidt markedsbarriererne vil være stigende eller faldende som følge af IT-udviklingen. Hvert enkelt produkt/produktområde må vurderes for sig.

Generelt kan det siges, at IT er god til at udføre den samme opgave mange gange med stor præcision og hurtighed. Inden for de områder, hvor der hurtigt og sikkert skal udføres mange beregninger, kræves der ofte store investeringer i en lang række forhold lige fra softwareudvikling til efteruddannelse af personale. Når disse investeringer er på plads, er omkostningen ved den enkelte opgave - i sig selv - meget lille. Opgaver, hvor der kræves store og dyre anlæg, som kan foretage et næsten uendeligt antal beregninger, vil give mulighed for stordriftsfordele.

Hvor IT-udviklingen genererer den beskrevne form for stordriftsfordele, vil der blive tale om en betydelig konkurrence på internationalt plan. Der må forventes et kapløb om at opnå en tilstrækkelig kritisk masse til at kunne opretholde rentabiliteten på de pågældende forretningsområder. I dette udskilningsløb vil overlevelse afhænge af, hvem der har evnen til effektivt at trænge igennem på markedet samt evnen til at indgå de rigtige alliancer på det rette tidspunkt. Under et sådant forløb vil konkurrencen være intens såvel nationalt som internationalt. Den igangværende udvikling inden for områder som fx værdipapirhandel, clearing, afvikling og betalingsformidling peger entydigt i retning af, at fremtidige markeder vil have et betydeligt mindre antal udbydere.

Der, hvor IT ikke kan skabe stordriftsfordele, vil konkurrencen se anderledes ud. De manglende stordriftsfordele skyldes typisk, at IT ikke kan erstatte arbejdskraft, eller at IT-udviklingen medfører et prisfald på den anvendte teknologi. Et prisfald på IT kan altså på nogle områder nedbryde eksisterende markedsbarrierer.

8.3 Eksempel på betydningen af stordriftsfordele: værdipapirhandel

IT og de dertil knyttede stordriftsfordele er en væsentlig årsag til det internationale børssamarbejde, der ses i Europa. Samarbejde blandt børser vil bl.a. nedbringe de enkelte børser omkostninger til systemudvikling og drift. IT har samtidig gjort det muligt for andre end de traditionelle børser at stille handelssystemer til rådighed - endda til lavere priser.

Udviklingen på børsområdet vil i de kommende år gå hurtigt. Der indgås alliancer på kryds og tværs. Såvel en øget grad af regelharmonisering som den øgede standardisering ved hjælp af IT bidrager til at øge gennemsigtigheden i og tilgængeligheden af produktudbudet. Dette medfører igen en stærkt forøget konkurrence.

Indførelsen af euroen bidrager til denne proces ved, at flere af de produkter, der i dag adskiller sig på valuta, vil blive identiske. På længere sigt vil der ikke længere være samme rationale i at handle og/eller afvikle disse produkter i forskellige nationale systemer.

Resultatet kan blive om ikke én børs i Europa så dog ét europæisk børsmarked, hvor de fleste europæiske børser er koblet sammen i et handelsnetværk.

I USA domineres markedet af en lille håndfuld meget store børser. Meget tyder på, at udviklingen i Europa vil gå i samme retning.

På længere sigt er det sandsynligt, at antallet af finansielle kraftcentre på verdensplan vil skrumpe ind til tre - ét i henholdsvis USA, Europa og Asien. Børsmarkedet vil tilpasse sig denne struktur ved, at alle de ultralikvide værdipapirer i hvert af de tre områder vil samle sig på én dominerende børs i området. De tre dominerende børser vil sandsynligvis blive i New York, Tokyo og Frankfurt/London.

Investorer vil - på grund af IT - i større udstrækning, end det kendes i dag, selv have mulighed for at handle værdipapirer. Selv om (private) investorer ikke får direkte adgang til børserne, vil et stigende antal Internet-brokers tilbyde at dirigere investors ordrer til børserne. Herved vil konkurrencen på kurtag øges.

Internettet vil bl.a. åbne nye markeder uden om de traditionelle nationale reguleringer. Her vil investorer helt uden mellemmand kunne handle værdipapirer direkte med hinanden. Kreditrisikoen samt behovet for standardisering kan dog være begrænsende faktorer for likviditeten i disse systemer. De officielle fondsbørser vil på denne måde blive udsat for konkurrence på en helt anden måde, end det kendes i dag.

IT-udviklingen og internationaliseringen medfører tilsammen, at den traditionelle nationale regulering af værdipapirvirksomhed kommer til at miste dele af sin værdi. Investorer kan bevidst eller ubevidst bevæge sig rundt i et antal jurisdiktioner. Dette kan for det første gøre det vanskeligt at afgøre, hvor og efter hvilket regelsæt eventuelle tvister skal afgøres. For det andet kan det udnyttes til at lægge delaktiviteter dér, hvor reguleringen er mest hensigtsmæssig set ud fra, hvad investor ønsker at opnå.

8.3.1 Potentialet for in- og outsourcing

Selvom IT i fremtiden bliver billigere, vil overvejelser om rentabilitet medføre, at ikke alle aktører i den finansielle sektor vil satse på indkøb af de nyeste landvindinger inden for IT. Det vil kunne betale

sig at lade andre varetage en del af IT-opgaverne eller udføre opgaverne i fællesskab. Sådant en udvikling er allerede i gang. For eksempel går banker og forsikringsselskaber sammen om en fællesjet edb-central (insourcing), således som det har været i en årrække i Danmark. Et andet eksempel kan være pensionsinstitutter, som overlader deres omfattende bogholderi til IT-selskaber (outsourcing).

Mulighederne for billigt at overføre meget store mængder af information inden for meget kort tid bevirker for det første, at lokaliseringen i forhold til den potentielle kundekreds er af mindre betydning. For det andet betyder det langt større muligheder for at dele den samlede produktion op på et større antal forskellige og uafhængigt placerede produktionsenheder, der alligevel nemt, hurtigt og billigt er knyttet sammen elektronisk. IT har på denne måde gjort det muligt at strukturere processerne i finansielle virksomheder, så de enkelte dele kan være geografisk og systemmæssigt adskilt og alligevel gennemføres økonomisk rationelt.

Disse muligheder kan give både udenlandske og mindre, finansielle virksomheder muligheder på markedet. Det kan ske ved, at administrative opgaver varetages af en udbyder, samtidig med at der anvendes en anden udbyder, som eksempelvis varetager et kundecenter eller et taksatorkorps. I den forbindelse vil indførelse af EDIFACT-standarder¹⁾ gøres grænseoverskridende aktiviteter lettere, og dermed øge muligheden for, at udenlandske selskaber kan etablere sig i Danmark, ligesom danske selskaber får nemmere ved at appellere til udenlandske kunder.

Udviklingen peger i retning af, hvad der i den engelsksprogede litteratur betegnes som "contract banking". Det vil sige, at den finansielle virksomhed indgår en "kontrakt", dels med kunden om at

1) EDIFACT er "Electronic Data Interchange for Administration, Commerce and Trade". Det er en fælles standard, som giver ens gengivelse af information sendt fra én computer til en anden. Dermed bliver informationer uafhængige af, hvilken kommunikationsform eller -medie der anvendes.

aflevere nærmere definerede finansielle tjenesteydelser, dels med eksterne (eller interne) leverandører om at levere dele af produktionsprocessen. Virksomhedens opgave bliver at styre disse "kontrakter" på den bedst mulige måde.

8.3.2 Medarbejderne

I fremtiden vil IT-udviklingen indebære, at der i den finansielle sektor tilknyttes flere medarbejdere, der kan håndtere de stadig mere komplekse opgaver. De ændrede behov for arbejdskraft vil stille betydelige krav til hurtig og effektiv tilpasning af organisationerne. Ændringerne skyldes, at visse kvalifikationer bliver forældede, mens der må ske opkvalificering af medarbejderne, således at de kan møde nye udfordringer.

Det bliver nødvendigt for de finansielle virksomheder at være mere bevidst om konkurrencedygtighed både teknisk og med hensyn til aflønning af medarbejdere. Men (især) for den vidensbaserede medarbejdertype vil tiltrækningen og fastholdelsen til arbejdet ikke udelukkende være bestemt af løn. Andre faktorer som et godt arbejdsmiljø, virksomhedens image, faglige og personlige udviklingsmuligheder osv. vil vokse i betydning. Dette er naturligvis ikke et nyt fænomen, men tendensen vil formentlig øges kraftigt. Det må også forventes, at den teknologiske udvikling - som i andre erhverv - vil ændre på organisationsformerne i de finansielle virksomheder. Udviklingen på dette område peger i retning af en opbrydning af hierarkiske strukturer samt større frihed og ansvar til den enkelte medarbejder.

8.4 IT's betydning for produktudviklingen af finansielle tjenesteydelser

Udviklingen på området for IT har allerede inden for de seneste 25 år medført store ændringer med hensyn til de finansielle tjenesteydel-

ser. I fremtiden vil IT-udviklingen (fortsat) medføre, at der opstår helt nye produkter, samtidig med at eksisterende produkter bliver lettere at håndtere.

8.4.1 Betalingsformidling

Den teknologiske udvikling har været en forudsætning for udviklingen af betalingsformidlingssystemerne.

Med hensyn til engrosbetalingsformidling har informationsteknologien muliggjort store og tidskritiske betalinger mellem primært pengeinstitutterne gennem udviklingen af de såkaldte realtidsafviklingssystemer. Det drejer sig bl.a. om afvikling af pengepolitiske transaktioner, pengemarkedstransaktioner og valutahandler. Det har samtidig ført til markante stigninger i såvel antallet af transaktioner som værdien af de enkelte transaktioner (fra et allerede højt niveau), en betydelig internationalisering, samt øget fokus på sikkerhed.

I et fremadrettet perspektiv er der ingen tvivl om, at Den Europæiske Centralbanks realtidsafviklingssystem vil bidrage væsentligt til internationaliseringen af engrosbetalingsformidlingen.

Detailbetalingsformidling har ikke i samme omfang haft international bevågenhed. Fokus har her indtil videre været rettet mod at effektivisere og billiggøre systemerne. Dette er gjort ved at indføre en større grad af automatisering og selvbetjening. Udviklingen inden for detailbetalingsformidling har i høj grad været præget og drevet af den betydelige teknologiske udvikling.

Der ses også tendenser til opbrydning af detailbetalingsformidling som forretningsområde, idet nye aktører og nye konkurrenceparametre. Adgang til softwareudviklingskapacitet kan blive en væsentlig parameter, mens den fysiske tilstedeværelse og personalet til at håndtere manuelle forretningsgange bliver en mindre vigtig parameter. Det vil svække pengeinstitutternes konkurrencesituation.

På den anden side vil pengeinstitutterne have en fordel som følge af deres historiske rolle som den tredje part, der bekræfter, at de handlende parter opfylder deres forpligtelser.

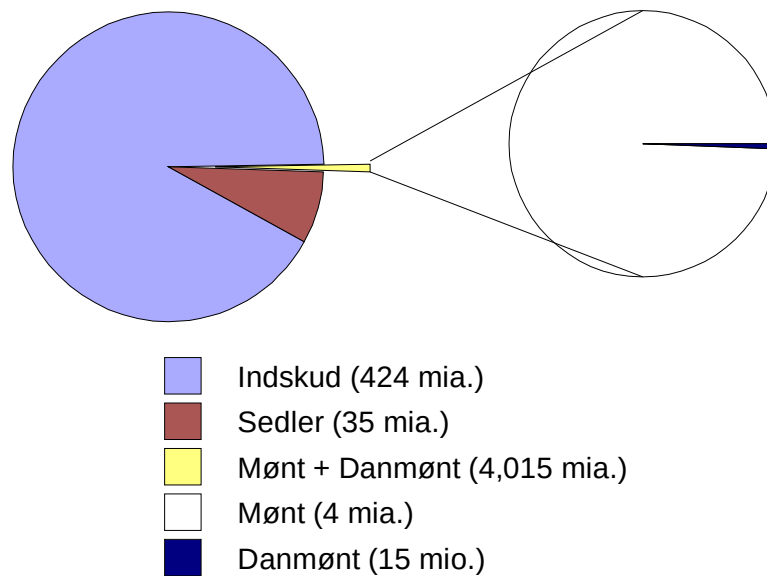
Ved elektronisk handel er levering af vare og betaling i mange tilfælde adskilt, hvilket kan forudsætte en tredje part. I Danmark er der indtil videre kun i begrænset omfang set eksempler på, at pengeinstitutter fungerer som tredje part i elektroniske handler.

I Danmark har PBS en væsentlig rolle som central betalingsformidler, og inden for nogle betalingsformidlingsprodukter har pengeinstitutterne valgt at lade PBS være eneste udbyder. Det skyldes, at de omkostninger, som var forbundet med at opstarte et sådant system, ikke kunne bæres individuelt af den enkelte aktør i den danske finansielle sektor. PBS blev etableret for at sikre et effektivt og pålideligt system for betalingsformidling i Danmark. PBS' position har været med til at bestemme udbredelsen af forskellige betalingskort i Danmark, idet pengeinstitutterne har skullet indgå samarbejdsaftaler med de internationale kortudstedere, før end betalingskortene kunne anvende PBS' system. I fremtiden vil udenlandske kortudstedere formentlig være i stand til at oprette selvstændige betalingsformidlingssystemer, som kan matche PBS.

8.4.2 Eksempel på produktudvikling: elektroniske penge

IT har betydet, at der er sket en radikal forandring af betalingsformidling i forbindelse med nye elektroniske betalingsmidler. Det, som startede med kortbaserede betalingsmidler á la Dankort, har fået et supplement i form af elektroniske penge, jf. nedenfor. Elektroniske penge er endnu i sin vorden. I Danmark kendes produktet bedst fra Danmønt, hvis udestående kun kan måles i promiller af det samlede udestående af sedler og mønt, som vist i figur 8.1. Tilsvarende gælder i andre lande.

Figur 8.1 *Udestående fra Danmønt i forhold til mønter, sedler og øvrig pengemængde*

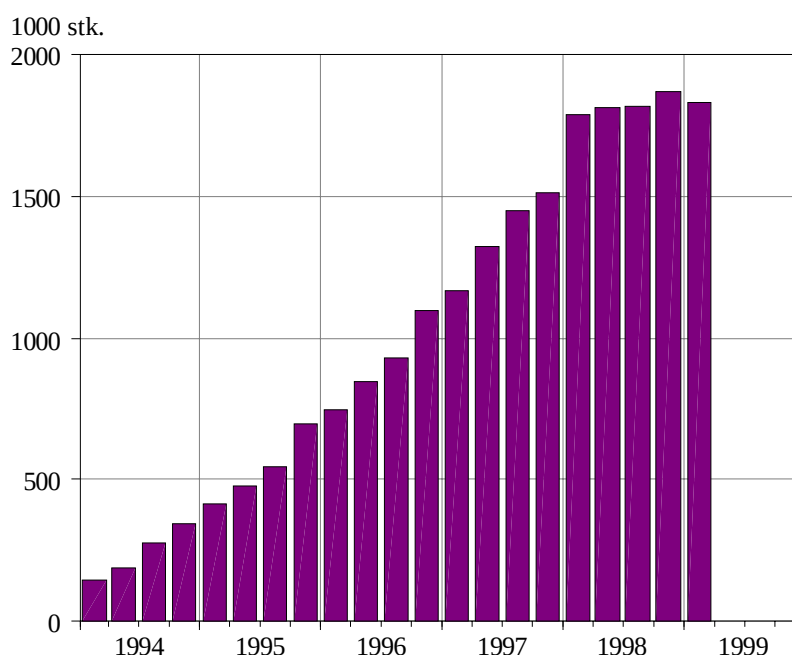


Kilde: "Blue Book on Payment Systems" (1997, addendum), ECB, 1999, samt "Beretning og regnskab", Danmarks Nationalbank, 1997.

Uanset produktets relativt ringe udbredelse har der været stor interesse for denne type produkter. Der har dog været tale om en pæn stigning i antallet af transaktioner med Danmønt siden introduktionen i 1994, jf. figur 8.2

Elektroniske penge kan bredt defineres som elektronisk registrering af en værdi, der kan anvendes bredt til betaling, uden at den er knyttet til en individualiseret konto. Elektroniske penge er et forudbetalt kort, hvor værdien er lagret på en chip på et fysisk kort. Elektroniske penge kan også være netværkspenge, hvor værdien er lagret på en harddisk.

Forudbetalte kort vil typisk være en erstatning for sedler og mønter, og vil dermed være af begrænset værdi. Derimod kan netværkspenge i princippet have en meget høj værdi. Der er imidlertid allerede koncepter, hvor de to former blandes sammen. Det gælder systemer, hvor kortet kan sættes ind i en pc, og hvor der overføres værdi mellem pc og kortet.

Figur 8.2 *Danmønttransaktioner fordelt på kvartaler*

Kilde: Danmønt/PBS.

Danmark har hidtil været med længst fremme med at anvende systemer for elektroniske penge. I Europa findes få eksempler på netværkspenge, mens de er lidt mere udbredte i USA. Det betyder imidlertid ikke, at disse nye former for betalingsmidler ikke har et potentiale til langt større udbredelse.

Elektroniske penge har en række træk, der karakteriserer sedler og mønter. Samtidig har elektroniske penge en række andre træk, der sædvanligvis karakteriserer andre former for elektroniske betalingsmidler, som for eksempel kreditkort. Kombinationen af disse karakteristika har givet anledning til nærmere overvejelser hos en række internationale organisationer og myndigheder med ansvar for finansielle forhold. En del af diskussionen har drejet sig om finansiell stabilitet. I forlængelse heraf er det drøftet, om retten til at udstede elektroniske penge skal forbeholdes pengeinstitutter eller endda kun centralbanker. Danmark stiller i dag ikke krav om, at udstedere af elektroniske penge er pengeinstitutter. I stedet er der særlige regler

om finansielt tilsyn med andre udstedere af forudbetalte betalingskort, samt et loft på 1.200 kr. pr. forudbetalt kort²⁾.

En videre drøftelse af overvejelser om regulering af elektroniske penge findes i kapitel 13. Endelig skal der henvises til delrapport 2: "Regulering af visse betalingsmidler og adgangskoder" samt delrapport 1: "IT-udviklingen og den finansielle sektor".

8.5 Markedsføring og distributionskanaler

IT-udviklingen har åbnet mulighed for en række nye distributionskanaler for de finansielle tjenesteydelser. I første omgang gjorde dette sig primært gældende for de mere simple transaktioner. Eksempler herpå er betalinger, kontanthævninger og kontoforespørgsler. Senere er også mere avancerede funktioner som værdipapirhandel og kreditgivning kommet til.

Der har været flere drivkræfter bag denne udvikling, der formentlig har haft forskellig vægt gennem tiden:

- Kundernes behov for større fleksibilitet,
- Reduktion af omkostningerne ved kundebetjeningen,
- Opnåelse af konkurrencefordele og derved tiltrækning af flere kunder igennem nye distributionskanaler,

8.5.1 Alternativer til filialnettet

Det stadigt stigende antal alternativer til filialnettet har åbnet for en ny dimension i den mængde af strategiske valg, den finansielle sektor stilles over for. Hver enkelt udbyder må foretage strategiske valg med hensyn til, hvilke distributionskanaler man ønsker at satse på. Disse

2) Det maksimale beløb gælder for genopladelige kort. Uden genopladelighed er grænsen 1.000 kr.

valg har afgørende betydning for den enkelte udbyders konkurrenceevne, primært fordi tilgængeligheden af produktudbuddet forventes at blive en vigtig konkurrenceparameter.

Sektoren skal ikke nødvendigvis forvente en reduktion i omkostninger pga. alternative og billige distributionskanaler. Dette skyldes blandt andet, at de finansielle institutter ikke entydigt satser på de nicher, hvor der forekommer store omkostningsbesparelser. De finansielle institutter ønsker at tilbyde kunderne et stort udvalg af service, hvilket indebærer, at der også skal anvendes ressourcer på forretningsområder, som er omkostningstunge. Kunderne vil dog kunne se frem til en fortsat udbygning af tilgængeligheden af finansielle tjenesteydelser.

8.5.2 Internetbanking/-insurance

Et af de største alternativer til filialnettet er "internetbanking/-insurance". Som navnet siger, er der tale om bank- eller forsikringsforretning over Internettet. Internetbanking er næste skridt på vejen fra homebanking/-insurance-systemer, som inden for de sidste 5-10 år er blevet mere og mere udbredte.

Finansielle institutter på Internettet har en række fordele fremfor de "traditionelle" homebanking/-insurance-systemer.

For det første er kunden ikke længere afhængig af at skulle anvende sin egen computer for at kontakte sit finansielle institut. Kunden kan overalt, hvor der er placeret en pc, eller inden længe en mobiltelefon med internetadgang, logge sig på og undersøge, hvad der måtte have interesse for kundens egen økonomi.

For det andet bliver markedsføringen og distributionen lettere for de finansielle virksomheder. Kunden vil i endnu højere grad end i dag være orienteret om, hvad der tilbydes, og hvad der kan betale sig. I

den forbindelse kan oplysningerne til kunden designes efter kundens ønsker i langt højere grad end tidligere.

Yderligere giver anvendelse af Internettet større indsigt gennem links til andre relevante hjemmesider. Dette vil indebære en betydelig besparelse i kundens søgeomkostninger og dermed give incitament til at få større indblik i markedet. Al den information, som forekommer på markedet gennem Internettet, kan skabe mulighed for, at mæglere kan bistå kunderne med at sortere og håndtere informationerne. Dermed kan kunderne let tilegne sig viden og overblik over mange forskellige produkter. Endelig er der den fordel for de finansielle institutter, at kunden ved at anvende links kan være opdateret konstant, uden at det finansielle institut selv skal opdatere informationerne på de hjemmesider, der er links til.

Internetbanking/-insurance skulle være en åbenlys mulighed for etablering af nye finansielle virksomheder. Erfaringer fra USA viser dog imidlertid, at banker - som kun virker på Internettet - har en svær opstart. En del af forklaringen på den manglende succes skyldes, at kunderne ikke har fuld tillid til institutter uden en forhistorie. Derfor er det også primært de eksisterende pengeinstitutter, som har succes med lancering af internetbanking som supplement til de eksisterende produkter. En anden forklaring kan være, at kunderne i mere komplekse forretninger stadig kan have behov for mere personlig rådgivning.

8.6 Håndtering af risici

Den øgede kapacitet i kommunikations- og informationssystemer muliggør udvikling af mere komplekse finansielle produkter. Finansielle tjenesteydelser vil i videre omfang end hidtil leveres grænseoverskridende takket være IT.

Boks 8.1 Kvantitative og kvalitative risici

De nye teknologiske muligheder har åbnet for en - i princippet - mere præcis styring af **kvantitative risici**. Generelt er kvantitative risici opdelt efter to hovedgrupper: kredit- og markedsrisici. Ved kreditrisici er der tale om, at der er en risiko for, at et tilgodehavende ikke kan indfries. Markedsrisici vedrører bl.a. ændringer i rente, valuta- og aktiekurs og likviditet. IT medfører næppe nye markedsrisici.

Styring af de kvantitative risici sker ofte ved hjælp af stadig mere komplekse modeller. Denne udvikling indebærer dog samtidig en risiko for, at overblikket tabes, og at der stoles for meget på modellerne.

Den teknologiske udvikling har med hensyn til de **kvalitative risici** på nogen områder en reducerende effekt på risici, mens den samtidig får andre risici til at træde kraftigere frem. Den præcise afvejning mellem de risici, der øges, og de risici, der mindskes, er vanskelig at foretage. Men blot det, at der sker en omfordeling af, hvordan forskellige risici skal vægtes, udgør i sig selv en udfordring, som institutionerne skal være opmærksomme på.

Kvalitative risici indebærer en lang række forhold, der strækker sig lige fra fejlhåndtering af et produkt eller programmeringsfejl til bevidst manipulation og økonomiske forbrydelser.

I forbindelse med de to typer af risici er der den generelle risiko for, at eventuelle fejl i forbindelse med IT kan medføre tab af tillid til det finansielle institut eller system.

Som led i denne udvikling har fokus hos institutioner og myndigheder de seneste år været rettet mod kvantitativ risikostyring (se boks 8.1), herunder særligt hos globale finansielle institutter. Den teknologiske udvikling har forstærket behovet for styring af risici. Derfor er der udviklet mere sofistikerede redskaber til måling af og kontrol med en række finansielle risici.

I den forbindelse spiller det også ind, at det med afledte produkter er muligt at opbygge og flytte risici væsentligt hurtigere end tidligere. En række internationale fora har givet anbefalinger vedrørende den markedsrisiko, som de finansielle virksomheder løber, når omsætningsvolumen på grund af IT stiger kraftigt. Med udgangspunkt i disse anbefalinger sker der løbende tilpasninger af regelgrundlaget vedrørende opgørelse, styring mv. af de finansielle virksomheders markedsrisici. Endelig har et eksempel som Barings Bank, hvor der som følge af en enkelt medarbejders kompetencemisbrug opstod tab i forbindelse med afledte produkter, skærpet interessen for risi-

kostyring. Denne og tilsvarende begivenheder har bidraget med stof til eftertanke - også uden for den finansielle sektor.

De ændrede forretningsformer og mere komplekse produkter indebærer samtidig nye eller forøgede risici for den finansielle sektor. Omvendt har IT-kapacitetsforøgelsen også muliggjort udvikling af bedre styringsredskaber.

Den mest omtalte operationelle risiko vedrører årsskiftet år 2000. Det er vurderingen, at den finansielle sektor i Danmark yder en stor indsats for at imødegå dette problem. Hertil kommer, at Finanstilsynet har pålagt de finansielle virksomheder at gennemgå og sikre, at deres systemer efterkommer internationale anbefalinger³⁾. Både sektoren og Finanstilsynet har efter prøver af systemet meddelt, at der ikke er problemer med årsskiftet år 2000.

Et andet eksempel på ændringer i IT-systemerne vedrører introduktionen af euroen. Den medfører en vis indkøringsfase med hensyn til at få justeret IT-systemerne i de finansielle virksomheder. Det er vurderingen, at den finansielle sektor formentlig i større udstrækning end andre erhvervsvirksomheder vil beskæftige sig med den nye valuta, og dermed også hurtigere vil tilpasse deres IT-systemer til anvendelse af valutaen. Også de offentlige myndigheder vil skulle foretage justeringer, såfremt de tillader indberetning i euro⁴⁾.

De ændrede forhold stiller store krav til planlægning af produktudvikling, særligt hvor det er umuligt eller meget omkostningskrævende

3) Finanstilsynet har af to omgange henvendt sig til de finansielle virksomheder. Udgangspunkt for henvendelserne samt deres udformning er the Joint Year 2000 Council on "Supervisory Guidance on the Independent Assessment of Financial Institution Year 2000 Preparations".

4) Det skal anføres, at indberetning i euro ikke er ensbetydende med afregning i euro. Det skyldes for det første, at staten - hvis det var muligt at afregne i euro - ville overtage den valutakursrisiko, der eksisterer mellem danske kroner og euroen. For det andet vil det være nødvendigt at afklare, om afregning i euro er forenelig med Danmarks forbehold over for Maastricht-aftalen på dette område.

senere at ændre beslutningen. Udviklingen af danske finansielle IT-produkter finder i stort omfang sted i virksomhedernes egne edb-afdelinger eller i fællesejede edb-centraler. Det kan være ganske omkostningskrævende efterfølgende at skifte til en anden leverandør. Der kan også være problemer med indbyrdes programkompatibilitet, som forhindrer eller vanskeliggør samarbejde. Med andre ord har IT betydning for den strategiske risiko, som de finansielle virksomheder står overfor.

De finansielle risici stiller også krav til myndighedernes håndtering af disse, bl.a. som følge af mulighederne for misbrug. FATF⁵⁾ har anbefalet sine medlemslande at være særligt opmærksomme på - og efter behov reagere på - risici for hvidvaskning ved ny teknologi, der tilbyder anonyme transaktioner (FATFs rekommandation nr. 13⁶⁾).

FATFs overvejelser vedrører såvel anonymitet gennem manglende registrering af transaktionsforløb som "anonymitet" gennem fravær af manuel kontakt ved betalinger⁷⁾.

FATF har senest i november 1998 opregnet en række forslag til, hvordan risikoen for misbrug af elektroniske penge kan reduceres, eksempelvis krav om maksimal værdi per transaktion eller restriktioner mod grænseoverskridende betalinger.

5) Financial Action Task Force (FATF) er et internationalt organ, der udarbejder rekommandationer omkring imødegåelse af hvidvaskning. En række lande, herunder de fleste OECD-lande, har forpligtet sig til at følge FATFs anbefalinger.

6) Rekommandation nr. 13 er nærmere omtalt af statsadvokatfuldmægtig Jens Madsen i Ugeskrift for Retsvæsen 1997, side 70-75.

7) Som eksempel på betalinger uden manuel kontakt kan nævnes "homebanking" betalinger via telefonnettet (Internet m.v.). Sådanne betalinger giver som udgangspunkt ikke anledning til særlige overvejelser omkring hvidvaskning, eftersom betaleren har en bankkonto, og kundeforholdet dermed er registreret.

Lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvaskning af penge (hvidvaskloven) fastsætter bl.a. handlepligt for finansielle institutter, der har mistanke om, at en transaktion har tilknytning til hvidvaskning af penge, jf. delrapport 1: "IT-udviklingen og den finansielle sektor".

FATF har taget initiativ til at etablere et forum, der kan koordinere og fremme dialogen mellem udbydere af nye betalingsformer, retshåndhævelsesmyndigheder og berørte internationale organisationer⁸⁾.

Udvalget anbefaler, at de nævnte forslag om tiltag til imødegåelse af misbrug af anonyme betalingsteknologier nærmere bør overvejes i en teknisk arbejdsgruppe under Økonomiministeriet.

8.7 IT-udviklingen og kunder

I offentligheden er der størst fokus på de utrolige muligheder, som IT kommer til at medføre for den almindelige privatkunde. Der, hvor udviklingen formentlig vil komme til at gå hurtigst, er på erhvervskundesiden.

8.7.1 Erhvervskundesiden

IT-udviklingen har allerede givet betydelige fordele til de store erhvervskunder, men også øgede udfordringer. Disse kunder efterspørger bl.a. internationale cashpool-systemer, valutarisikostyring, international betalingsformidling, clearing-/ og afviklingsfaciliteter etc. Gennemsigtigheden på markedet er stor for denne kundetype. Det skyldes de ressourcer, som store erhvervskunder råder over til at

8) Kommissionen anfører i sin anden rapport af 1. juli 1998 om gennemførelsen af direktivet om hvidvaskning af penge (KOM (1998) 401), s. 17, at hvidvaskning via elektroniske penge ikke aktuelt er noget problem, men at det vil blive aktuelt i den nærmeste fremtid. Kommissionen vil derfor fortsat nøje overvåge udviklingen inden for nye betalingsteknologier.

kunne orientere sig nationalt og internationalt. Kunden kan på den baggrund vælge den udbyder, der har et "state-of-the-art"-produkt. Kunden kan også stille krav til eksisterende leverandører om hurtigt at være i stand til at levere noget tilsvarende. IT-udviklingen vil forstærke denne tendens.

Samtidig er der hos erhvervskundesegmentet kun begrænsede barrierer over for nye IT-baserede produkter. Kriterierne for accept er anvendelighed/rentabilitet, hvorimod tilvænning af mere psykologisk tilsnit, som det gør sig gældende på privatkundesiden, ikke spiller samme rolle. For de produkter, der retter sig mod de større erhvervskunder, er der derfor grund til at tro, at der fortsat vil være kort fra IT-landvindinger til konkret implementering. Udviklingen i IT-anvendelsen og de deraf afledte konsekvenser for konkurrencen vil således i vid udstrækning være drevet af de muligheder, IT-udviklingen løbende tilbyder.

8.7.2 Privatkundesiden

På privatkundesiden vil IT-udviklingen - og herunder formentlig især den stærkt stigende anvendelse af Internettet som distributionskanal - ligeledes betyde en stærkt forøget gennemsigtighed i markedet. Samtidig vil produkter fra et langt større antal udbydere blive umiddelbart tilgængelige. Dette vil ændre det eksisterende styrkeforhold mellem udbyderen og efterspørgeren. Sidstnævnte kan vælge at erhverve finansielle tjenesteydelser direkte over Internettet eller anvende den øgede og let tilgængelige informationsmængde før personlig henvendelse.

For de produkter, der udbydes og efterspørges via elektroniske distributionskanaler, vil kundernes loyalitet over for udbyderne sandsynligvis blive mindre. I fremtiden vil kunderne i langt højere grad shoppe mellem de forskellige udbud. Det skyldes den større markedsgennemsigtighed, den større grad af anonymitet, og den hurtige og lette adgang til alternative udbydere.

Som følge af den store mængde af information på Internettet, samt kompleksiteten i de finansielle ydelser må det forventes, at der i fremtiden vil dukke en række mæglere op, der indsamler og håndterer informationen fra Internettet og tilbyder den i tilgængelig form til kunderne. Denne type virksomhed vil nedbringe søgeomkostningerne på markedet betydeligt og dermed fremme markedets gennemsigtighed.

En undersøgelse foretaget af Niels Peter Mols (1998)⁹⁾ viser, at kunder som benytter IT - i form af pc og telefon - er mere tilfredse, end kunder som ikke anvender IT. Undersøgelsen¹⁰⁾ peger også på, at kunder, der anvender IT til deres bankforretninger, er mindre prisfølsomme og er mere tilbøjelige til at blive hos pengeinstitut. Men samtidig klager disse personer mere end personer, der ikke anvender IT. Med andre ord er der tale om en type forbruger, som ikke kun "stemmer med fødderne", men bruger deres "stemme" overfor instituttet. Disse IT-kunder vil i fremtiden også give deres mening til kende og på den vis få indfriet deres ønsker over for det finansielle institut.

Den teknologiske udvikling alene betyder, at der ikke kan sættes grænser for, hvilke produkter som i fremtiden kan udbydes. Men da salg af finansielle tjenesteydelser i stor udstrækning bygger på tillid, vil der være et vist efterslæb. Udbredelse af IT-baserede produkter på privatkundesiden vil overvejende blive bestemt af det tempo, hvormed kunderne accepterer nye produkter.

9) "Telefon- og PC-Bankkunder er mest tilfredse", Finansfokus, nr. 2, 1998, pp. 4-7.

10) Resultaterne i undersøgelsen skal naturligvis tages med et vist forbehold for det statistiske materiale. Endvidere skal det påpeges, at der på dette område ikke er foretaget mange undersøgelser, hvorfor denne undersøgelses resultater står noget alene.

8.7.3 Rådgivning af fremtidens kunde

Der vil altid være behov for rådgivning. Spørgsmålet er blot, hvilken type af rådgivning og under hvilke former rådgivningen udbydes. Den elektroniske rådgivning kendes allerede i dag fra homebanking/-insurance. Her kan kunden sidde derhjemme og sætte forskellige talværdier ind i et skema for på den måde at få indblik i sine egne privatøkonomiske muligheder. Denne form for rådgivning kan overføres til Internettet. Kunden kan på baggrund af indtastede talværdier ikke alene få indblik i sin økonomiske situation med hensyn til produkterne hos én udbyder men hos et stort antal udbydere over hele verden.

Den personlige rådgivning bliver ikke nødvendigvis udkonkurreret af elektronisk rådgivning. For det første er der elementer i personlig rådgivning, der ikke kan erstattes med elektronisk selvrådgivning. For det andet vil den personlige kontakt formentlig i endnu højere grad end i dag blive udslagsgivende for valget af finansielle udbydere. Endelig oplever den finansielle sektor i disse år generelt en stigende efterspørgsel efter rådgivning.

Når efterspørgslen efter personlig rådgivning altid vil være til stede, skyldes dette ikke alene, at der skal være medarbejdere til at vejlede i brugen af nye produkter og distributionskanaler. Mange privatkunder vil heller ikke på længere sigt selv kunne anvende eller drage de rette konklusioner fra elektronisk baserede kunderådgivningssystemer. Privatkunderne som kan anvende elektroniske kunderådgivningssystemer vil dog fortsat have et behov for personlig rådgivning. Det er vurderingen, at personlig rådgivning vil blive anvendt inden beslutninger om privatøkonomiske forhold af større betydning, fx boligfinansiering og pensionsordninger.

På baggrund af dette ræsonnement synes den største fordel med hensyn til den elektroniske rådgivning at være, at den giver gennemsigtighed og overblik over markedet. Gennemsigtigheden og over-

blikket kan dernæst - om nødvendigt - anvendes til mere indgående undersøgelser, hvor den personlige rådgivning spiller en rolle.

Spørgsmålet er, om det i fremtiden er nødvendigt at yde personlig rådgivning med personlig kontakt. Allerede i dag kan kunder via deres Internettet være i dialog med deres finansielle rådgiver. IT-udviklingen betyder, at mulighederne for at skabe virtuelle rum forbedres. Kunder kan holde møder med deres rådgivere over Internettet med visuel kontakt. En lignende service kan i dag leveres over telefonen.

Den elektroniske rådgivning kan som nævnt medvirke til at udvide markedet for finansielle tjenesteydelser til hele verden. Spørgsmålet er, om dette vil blive tilfældet for personlig rådgivning. Umiddelbart forekommer der at være store både sproglige og kulturelle forskelle, der vil tale imod en sådan udvikling. På den anden side kan den teknologiske udvikling nedbryde disse barrierer.

Med hensyn til den sproglige barriere har der i længere tid inden for softwareudviklingen været arbejdet på at skabe oversættelsesprogrammer, som vil kunne håndtere samtaler. Om end denne teknologi ikke er færdigudviklet, er det muligt, at oversættelsesprogrammer om 10-15 år vil være en realitet.

Den kulturelle barriere er straks vanskeligere at opstille et scenario for. En mulighed er at gøre kunderådgivningen landespecifik. En sådan strategi kendes i dag fra centralisering af mindre avancerede opgaver. Et eksempel er ét fælles telefonomstillingsbord for den transnationale virksomhed, hvor telefonister fra hele verden arbejder samlet et sted men er tilknyttet omstilling til det sprogområde, som er deres modersmål (populært kaldet et "call center"). Denne løsning vil kunne klare såvel den sproglige som den kulturelle barriere.

Kapitel 9

Forholdet til ikke-finansiell virksomhed

Den finansielle sektor møder meget begrænset konkurrence fra virksomheder, der ikke er under tilsyn af Finanstilsynet. I Danmark har detailhandlen dog optrådt på kreditmarkedet og - som formidler - på forsikringsområdet, mens detailhandlen i enkelte andre europæiske lande også tilbyder indlånslignende ordninger. Interne opsparingsordninger er meget lidt udbredte blandt danske virksomheder.

Erhvervsobligationer er ikke særlig udbredte i Danmark. Muligvis vil udviklingen af et euro-obligationsmarked på sigt få betydning for specielt større danske virksomheders finansieringsmuligheder.

Hertil kommer, at den offentlige sektors ejerskab i den finansielle sektor er relativt begrænset sammenlignet med en række andre lande.

9.1 Indledning

Nationalt såvel som internationalt ændres konkurrenceforholdene i den finansielle sektor til stadighed. Det skyldes ikke blot ændringer i styrkeforholdet mellem finansielle delsektorer, men også i et vist omfang pres fra virksomheder uden for eller på randen af den finansielle sektor.

Som beskrevet i de foregående kapitler kan de ændrede konkurrenceforhold i vid udstrækning tilskrives internationaliseringen og den teknologiske udvikling. Denne udvikling har fx gjort det muligt for

andre sektorer, herunder især detailhandlen, at udvikle og markedsføre finansielle produkter.

Den finansielle sektor oplever på to måder konkurrencen udefra. Den mest direkte konkurrence stammer fra ikke-finansielle virksomheder, som i stigende grad udbyder traditionelle finansielle produkter som fx udlån og indlån. Ved ikke-finansielle virksomheder forstås i dette kapitel virksomheder, som ikke kræver godkendelse for at udøve aktiviteter, der er nært beslægtet med almindelige finansielle virksomheders aktiviteter. Almindelige finansielle virksomheder er således underlagt en godkendelsesprocedure (af Finanstilsynet eller anden myndighed) for at få adgang til at udøve sine aktiviteter.

Derudover oplever den finansielle sektor en mere indirekte konkurrence i form af erhvervskunder, der selv udbyder og aftager nogle af de finansielle produkter, de tidligere ville have erhvervet i den finansielle sektor. Det typiske eksempel på dette er, at virksomheder selv sørger for finansiering i form af udstedelse af erhvervsobligationer på kapitalmarkedet. På forsikringsområdet findes selvforsikring og såkaldte captives, som indebærer, at virksomhederne etablerer eget forsikringsselskab.

Finansielle virksomheder har ligeledes en grænseflade til den offentlige sektor. Der vil derfor også i dette kapitel blive fokuseret på grænseområdet mellem ydelser leveret af den offentlige sektor og ydelser leveret på markedsbaserede vilkår af finansielle virksomheder.

Kapitlet er opbygget således, at afsnit 9.2 indeholder en beskrivelse af konkurrencen fra den ikke-finansielle sektor på det danske marked ud fra et rent nationalt perspektiv, mens afsnit 9.3 belyser erfaringer fra udviklingen i Sverige og England. Afsnit 9.4 behandler grænsefladen mellem finansiell og offentlig virksomhed.

9.2 Konkurrence fra ikke-finansiell virksomhed i Danmark

En nærmere undersøgelse viser, at det i Danmark er i den direkte konkurrence, at den finansielle sektor står over for den største udfordring.¹⁾ Der er derfor i det følgende lagt særlig vægt på at beskrive denne del af konkurrencen, men først beskrives den indirekte konkurrence kort.

Den indirekte konkurrence på forsikringsområdet giver sig primært udslag i en intensiveret konkurrence inden for den finansielle sektor. Det skyldes, at captives ligesom andre forsikringsselskaber er en del af den finansielle sektor og derfor bl.a. er under tilsyn. Men det er klart, at den intensiverede konkurrence inden for sektoren er påvirket af initiativer foretaget uden for sektoren.

Den indirekte konkurrence fra erhvervsobligationer er ikke særlig betydelig i Danmark. Det kan bl.a. forklares med den danske erhvervsstruktur med mange små og mellemstore virksomheder. Samtidig er det et særligt træk for Danmark, at det har et meget veludbygget realkreditsystem, som erhvervsvirksomhederne også betjener sig af. Der er derfor ikke noget, der tyder på, at brugen af erhvervsobligationer vil ændre sig nævneværdigt inden for den nærmeste fremtid. ØMU'en kan med tiden føre til opbygning af et fælles europæisk marked for erhvervsobligationer. Det kan muligvis på sigt få betydning for specielt større danske virksomheders finansieringsmuligheder.

Den direkte konkurrence i Danmark er umiddelbart mest tydelig fra detailhandlens kreditordninger. I nogle andre lande er det også muligt at foretage indlån, herom senere. På forsikringsområdet optræder

¹ Undersøgelsen fremgår nærmere af delrapport 5: "Nye aktører på det finansielle marked?"

detailhandlen i markedsføringen, men producerer ikke disse produkter. Forsikringssektoren oplever derfor ikke nogen reel konkurrence fra den ikke-finansielle sektor, men samarbejder med den med det formål at åbne alternative distributionskanaler.

Tilbage står to områder, hvor der er tale om reel konkurrence fra den ikke-finansielle sektor. Det gælder modtagelse af indlån samt kreditgivning, som begge er traditionelle kerneområder for pengeinstitutssektoren.

9.2.1 Indlånsordninger

Pengeinstitutter har ifølge loven eneret til ved henvendelse til offentligheden at tilbyde sig som modtagere af indlån. I praksis er der kun få eksempler på indlånslignende ordninger uden for den finansielle sektor. Der er som nævnt ingen indlånslignende ordning i detailhandlen, og en undersøgelse foretaget af LO i foråret 1999 viser, at interne opsparingsordninger er meget lidt udbredt blandt danske virksomheder²⁾. I udlandet kendes dog indlånslignende ordninger fra detailhandlen, hvor indlån f.eks. er knyttet til betalingskort. I afsnit 9.3 gives en beskrivelse af erfaringerne fra Sverige og England på dette område.

Inden der ses nærmere på internationale og nationale erfaringer, gennemgås indlånsbegrebet, herunder de overvejelser, der ligger bag reguleringen af indlån. Da der er udenlandske eksempler på ikke-bank indlån, og da det ikke kan udelukkes, at disse indlånsordninger også vil blive aktuelle i Danmark, må det vurderes, under hvilke forhold modtagelse af indlån bør kræve tilladelse fra Finanstilsynet. Spørgsmålet er ikke kun relevant i forhold til de i dette kapitel behandlede typer indlånsordninger, men også set i lyset af udviklingen af elektroniske penge, jf. kapitel 8.

2) Undersøgelsen er ikke offentliggjort.

9.2.2 Indlånsbegrebet

Pengeinstitutters eneret til at henvende sig til offentligheden som modtagere af indlån hænger tæt sammen med det overordnede formål med reguleringen af den finansielle sektor. Der kort kan beskrives som sikring af finansiell stabilitet og beskyttelse af indskydere.

Pengeinstitutter er traditionelt blevet reguleret for at sikre finansiell stabilitet. Det skyldes deres særlige balancestruktur, som gør dem sårbare over for en samtidig indløsning af alle deres indlånskontrakter. Sårbarheden forstærkes af, at et enkelt bankkrak kan føre andre med sig. Det kan enten ske ved pengeinstitutternes indbyrdes eksponering gennem pengemarkedet og betalingssystemet, eller ved at indskydernes tillid til banksystemet som helhed svækkes.

Beskyttelseshensynet er primært knyttet til husholdninger, som i sagens natur typisk vil være forholdsvis dårligt informerede om pengeinstituttets økonomiske tilstand. Indskyderbeskyttelsen opnås dels ved at sikre, at pengeinstitutterne drives ansvarligt gennem tilsynslovgivningen, dels ved at indskyderen får kompensation fra indskydergarantiordningen, hvis vedkommendes pengeinstitut går konkurs.

En indskydergarantiordning har yderligere den fordel, at den kan være med til at sikre finansiell stabilitet. Fuldt dækkede indskydere har ikke noget incitament til at hæve deres indlån i utide, og "runs" undgås. En fuldt dækkende indskydergarantiordning har dog samtidig negative incitamentspåvirkninger på både pengeinstitutterne og indskyderne (såkaldt "moral hazard"), der i sig selv kan virke destabiliserende på pengeinstitutsektoren. I praksis er "moral hazard"-problemet forsøgt løst ved at give en begrænset dækning (i Danmark på 300.000 kr.). Dette indebærer, at større - og dermed udækkede - indskydere stadig vil have et incitament til at flytte deres indskud til de mere velkonsoliderede pengeinstitutter.

I en vurdering af hensigtsmæssigheden af indlånsbegrebet er der to forhold som skal undersøges. På den ene side de to overordnede formål med regulering af indlån. På den anden side udviklingen af indlånslignende produkter uden for den finansielle, regulerede sektor.

I forbindelse med hensynet til finansiell stabilitet er det vigtigt at bemærke, at pengeinstitutsektorens underliggende sårbare struktur skyldes sammenkoblingen af indlåns- og udlånsaktivitet. Ved en vurdering af hvorvidt en ikke-finansiell virksomheds indlånsaktivitet bør reguleres, bør man derfor også tage højde for udbyderens andre aktiviteter. Hvis der ikke er nogen (eller begrænset) udlånsaktivitet, vil indlånsordninger ikke nødvendigvis kunne destabilisere virksomheden. Derudover skal det bemærkes, at ikke-pengeinstitutter ikke deltager direkte i betalingsformidlingen, hvorfor problemer i én virksomhed typisk ikke i samme omfang og med samme hastighed forplantes til andre virksomheder.

Det må derfor vurderes, at hensynet til finansiell stabilitet ikke i sig selv er tilstrækkeligt til at retfærdiggøre regulering af indlånsordninger i den ikke-finansielle sektor.

Enhver form for indlånsaktivitet vil på et ureguleret marked indebære en vis risiko for indskyderen. I den nuværende danske lovgivning er denne risiko forsøgt begrænset på to måder. For det første er der i pengeinstitutsektoren, som anført, etableringen obligatorisk indskydergarantiordning samt indført krav til kapitaldækning mv. For det andet har pengeinstitutsektoren, som nævnt, eneret på at henvende sig til offentligheden efter indlån. På denne måde begrænses muligheden for at modtage ikke-beskyttede indlån, uden at dette forbydes. I modsætning til en situation, hvor pengeinstitutterne har et egentligt indlånsmonopol, åbner reglerne derfor principielt mulighed for, at mere risikovillige indskydere vil kunne placere deres indlån til en højere forrentning mod at løbe en større risiko.

Indlånsbegrebet i Danmark er tilstrækkeligt fleksibelt til, at virksomheder uden for den finansielle sektor kan modtage indlån. Dette giver forbrugerne mulighed for at vælge mellem afkast og risiko. Indskyderbeskyttelsen kan og bør sikres (indirekte) ved, at indskyderne får tilstrækkelig information om den risiko, de påtager sig ved forskellige former for indlån.

9.2.3 Indlån i ikke-finansiell virksomhed

I Danmark tilbyder et meget begrænset antal virksomheder indlånsliggende opsparingsordninger for de ansatte. Opsparingselementet kan eksempelvis bestå i en vis lønindeholdelse til forrentning over pengeinstitutternes indlånsstørrelser. Afkastet har således form af rente som på pengeinstitutindlån. Sådanne ordninger minder derfor meget om disse indlån.

LO har udarbejdet en omfattende undersøgelse³⁾ til belysning af, om der er etableret indlånsordninger for de ansatte i virksomheder, som har overenskomster på LO-området. Resultatet af undersøgelsen er, at LO kun er bekendt med én indlånsordning i en stor - og velkonsolideret - dansk virksomhed. LO fraråder generelt sine organisationer og medlemmer at indgå aftale om indlånsordninger, da der ikke er sikkerhed for de indskudte midler i tilfælde af virksomhedens konkurs.

Forbrugeren opnår ingen beskyttelse ved at anvende sådanne ordninger. Hvis de fungerer som egentlige opsparingsordninger, kan der blive tale om betydelige beløb. Virksomhedens konkurs kan derfor få ubehagelige konsekvenser for de ansattes indeståender. På den anden side kan ordningerne betragtes som et gode for de ansatte, der ønsker en højere forrentning mod at løbe en større risiko.

3) Undersøgelsen er ikke offentliggjort.

9.2.4 Kreditmarkedet i Danmark

Kreditmarkedet i Danmark er afgjort domineret af finansielle institutter, der er under tilsyn af Finanstilsynet. Detailhandlen foretager også kreditgivning, men størstedelen af denne kreditgivning sker via finansieringsselskaber, som ikke er under tilsyn.

Finansieringsselskabernes udlånsaktiviteter er steget betydeligt i absolutte termer over de sidste ti år, jf. tabel 9.1. Målt i forhold til pengeinstitutternes udlånsmasse er der dog tale om små beløb, om end med en klart stigende tendens. Udlånene fra finansieringsselskaberne steg fra 8 mia. kr. i 1988 til 18 mia. kr. i 1997. I forhold til pengeinstitutternes udlån er der i samme periode tale om en stigning fra en andel på knap 3 pct. til 5½ pct. ved udgangen af 1997.

Tabel 9.1 Større finansieringsselskabers udlån

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Udlån, mia. kr.	8,2	9,1	8,2	8,9	7,3	7,6	10,2	12,0	13,0	18,3
Pct. af pengeinstitutternes udlån	2,8	2,8	2,3	2,7	2,2	2,5	3,7	4,1	4,3	5,5

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Ved en vurdering af betydningen for den finansielle sektor må det tages med i betragtning, at en betydelig del af de finansieringsselskaber, der forestår kreditgivning via detailhandlen, enten direkte eller indirekte er pengeinstitutejede virksomheder og dermed indgår i finansielle koncerner. Derudover er en stor del af finansieringsselskabernes aktiviteter finansieret ved optagelse af pengeinstitutlån.

Foruden detailhandlen er der eksempler på, at traditionelle pengeinstitutprodukter bliver markedsført og distribueret uden for den finansielle sektor. I samarbejde med en bank har et ejendomsmægler oprettet en ordning, som tilbyder kunderne en lønkonto med tilknyttet kassekredit. Der skal stilles fuld sikkerhed enten i form af pant i fast

ejendom eller i børsnoterede danske obligationer eller aktier. Banken står for kreditvurderingen og bærer eventuelle tab og er også ansvarlig for administrationen. Da ordningen således hører under den finansielle sektor, er der ikke tale om konkurrence udefra, men om en alternativ distributionskanal.

Kreditgivning kræver som sådan ikke tilladelse fra Finanstilsynet, da der ikke er samme hensyn at tage, jf. diskussionen af de overvejelser, der ligger bag reguleringen af indlån. Udviklingen på kreditmarkedet giver derfor ikke anledning til at sætte spørgsmålstejn ved hensigtsmæssigheden af afgrænsningen mellem den finansielle og den ikke-finansielle sektor.

9.3 Internationale tendenser

I Sverige begyndte en række detailhandelskæder og benzinselskaber i starten af 1990'erne at tilbyde deres kunder at foretage indskud i et tilknyttet kontokortselskab. Da der i henhold til den såkaldte Bankrörelseslagen (herefter BRL) er tale om bankvirksomhed, hvis det er *"...verksamhet i vilken ingår inlåning på konto om behållningen är nominellt bestämd och tillgänglig för insättaren med kort varsel"* (BRL § 2 stk. 1), rejste spørgsmålet sig, om de nye produkter hørte under denne definition. Hvis det var tilfældet, henhørte de pågældende virksomheder under BRL, og dermed under det svenske finanstilsyn (Finansinspektionen).

Spørgsmålet blev analyseret i en delbetænkning fra Finansdepartementet (SOU 1994:66), som lagde op til lovændringer på området. I henhold til denne betænkning er muligheden for betaling med kort et gode for både kunderne og detailhandlen. Af fordele for kunden nævnes bl.a., at et kontokort letter betalingen, at der ofte er rabatter tilknyttet, og at kunden får et kontoudtog, af hvilket indkøb fremgår. Dette giver husholdningerne mulighed for bedre at kunne planlægge

deres økonomi. Af fordele for udstederen nævnes, at indlånsaktiviteten muliggør fremskaffelse af billig kapital, at den skaber loyale kunder, og at den giver information om kundernes indkøbsmønstre. Det blev derfor vedtaget, at selvom kontoindbetalinger i en detailvirksomhed normalt vil være at betragte som indlån fra offentligheden og dermed opfattes som pengeinstitutvirksomhed, burde denne aktivitet undtages fra BRL.

Med den gennemførte lovændring blev det præciseret, at indlånsordningen ikke må kunne anvendes som alternativ til opsparing i traditionelle bankindsud. Formålet med ordningen er i al sin enkelthed, at den del af husholdningernes midler, der anvendes til dagligvarer, knyttes tættere til detailhandelsforretningen. Kortet skal med andre ord kun anvendes til transaktionsformål.

En anden årsag til, at man ønsker at begrænse disse indlån, er at beskytte indskyderne. Da der ikke er tale om bankvirksomhed, er ordningerne ikke omfattet af den svenske indskydergarantiordning. For at sikre, at kunderne er opmærksomme på den risiko, de derved påtager sig, er det pålagt udbyderne at oplyse, at indskuddene ikke er dækket af indskydergarantien. Informationen skal dels foreligge ved annoncering, skiltning og anden markedsføring, dels skriftligt i forbindelse med hver enkelt kontoaftale.

Den første udbyder af den såkaldte "husholdningskonto", som ordningen populært bliver kaldt, var supermarkedskæden ICA, der lancerede produktet i 1990. Som fastsat i BRL er de grundlæggende betingelser for ICA-kortet, at kunden maksimalt kan have 15.000 SEK stående på kontoen, og at de indsatte midler kun kan anvendes til køb af varer i forretninger, der tilhører ICA-kæden. Derudover er midlerne tilgængelige ved kontoforholdets ophør. For at kunne konkurrere med traditionelle bankindlån er renten mere favorabel end på en almindelig lønkonto.

Indlånsordningen må betragtes som en succes set fra ICA's synspunkt, men da der er tale om et begrænset beløb, kan der sættes spørgsmålstegn ved, om ordningen kan betragtes som en konkurrent til bankerne. Indlånsloftet og den begrænsede frihed i anvendelsen gør kortet til et rent transaktionsprodukt og ikke et alternativt opsparingsprodukt.

Udviklingen på det svenske marked, siden lovændringen trådte i kraft for lidt over to år siden, tyder dog på, at det kan være svært at håndtere undtagelsesparagraffen i praksis. En af betingelserne for, at en sådan ordning accepteres, er, at kortet har meget begrænset anvendelse. Der eksisterer imidlertid en indlånsordning, hvor det tilknyttede betalingskort både kan anvendes i en supermarkeds kæde og i et benzinselskab. Denne ordning er tilsyneladende i strid med det, der er lovens hensigt. Med den bredere anvendelse kommer kortet til at minde mere om et egentligt betalingsmiddel, og indlånsordningen til at minde mere om et egentligt bankindlån.

I lyset af denne udvikling er der i forbindelse med et større udredningsarbejde om regulering af og tilsyn med banker og finansieringsvirksomheder (Finansdepartementets betænkning SOU 1998:160) stillet forslag om at ophæve denne undtagelsesparagraf og samtidig ophæve indlånsmonopolet. For at sikre en tilstrækkelig beskyttelse af indskyderne anbefales det at gøre det lovpligtigt for udbyderen at gøre opmærksom på, hvis produktet ikke er dækket af indskydergarantien. Motivationen for at ophæve indlånsmonopolet er, at det fremmer konkurrencen og produktudbuddet på indlånsmarkedet. Dette medfører, at forbrugerne får en bedre service og en større valgfrihed mellem afkast og risiko. Man kan dog rejse spørgsmålet - som Finansdepartementet gør i betænkningen - om forslaget er i overensstemmelse med EU-retten.

I England ses der to forskellige modeller. Enten har bankerne åbnet egne filialer i detailhandlens forretninger, eller også har detailhandlen

etableret egne banker. I begge tilfælde bruges detailhandlen som distributionsnet for salg af finansielle tjenesteydelser, uden at salget sker i direkte tilknytning til den pågældende virksomheds produkter. Dette kan derfor ikke betragtes som egentlig konkurrence fra ikke-finansielle virksomheder.

De to største supermarkeds kæder i England, Tesco og Sainsbury, har i samarbejde med henholdsvis Royal Bank of Scotland og Bank of Scotland etableret deres egne banker. Da de to skotske banker har få filialer i England, er det for dem en billig måde at opnå en større geografisk spredning på.

Som i Sverige kan ordningen betragtes som en succes for kortudstederen, men da indlånsmassen er begrænset, har det næppe berørt de allerede etablerede banker nævneværdigt.

Ordninger i de to lande adskiller sig på ét afgørende punkt. I England er der blevet etableret en bank, der er underlagt den samme regulering og det samme tilsyn som resten af banksektoren. I Sverige derimod er der tale om et finansielt produkt, der udbydes af en ikke-finansiell og dermed ikke-tilsynsbelagt virksomhed. På den baggrund virker den svenske ordning umiddelbart som en (marginalt) større konkurrent til de traditionelle banker end den engelske ordning.

Beskrivelsen af indlån som produkt og de hensyn, der knytter sig hertil, samt beskrivelsen af de praktiske erfaringer fra henholdsvis Sverige og England giver ikke anledning til at sætte spørgsmålstejn ved det hensigtsmæssige i den i Danmark gældende afgrænsning mellem finansiell og ikke-finansiell virksomhed. Især fremstår muligheden for, at detailhandlen kan oprette et pengeinstitut - på i øvrigt lige reguleringsmæssige vilkår som de allerede eksisterende pengeinstitutter - som en hensigtsmæssig sikring af et rimeligt "level playing field".

9.4 Grænsefladen mellem finansiell og offentlig virksomhed

Danmark har i modsætning til flere andre europæiske lande traditionelt ikke haft større direkte statsligt engagement i den finansielle sektor. Igennem 1990'erne er det statslige engagement endvidere reduceret, herunder gennem privatisering af Postgiro og dele af eksportkreditforsikringen samt derved, at Hypotekbankens udlåns- og indlånsvirksomhed er ophørt med virkning fra den 1. januar 1999.

Den offentlige sektor gør endvidere øget brug af udbud og udliciteringer af opgaver. Det gælder også på det finansielle område. I forlængelse af Postgiros omdannelse til aktieselskab i 1991 blev det meste af statens betalingsformidling således udliciteret både på indbetalingssiden (herunder opkrævning af kildeskat, merværdiafgift, personskatter og andre skatter og afgifter) og på udbetalingssiden (statens lønninger, a-dagpenge, børnefamilieydelse mv.). Disse opgaver varetages i dag af private pengeinstitutter.

Der har endvidere været og er fortsat visse offentlige finansieringsordninger vedrørende risikovillig kapital og finansiering af bistandsorienterede investeringsaktiviteter. De vigtigste i dag er Vækstfonden samt IFU/IØ-Fonden. Formidling af risikovillig kapital og kriterier for offentlig involvering i denne forbindelse er behandlet i kapitel 7.

Endelig har udbygning af det offentlige velfærdssystem lagt begrænsninger på markedet for private forsikringer sammenlignet med fx USA.

9.4.1 Pensions- og livsforsikringsområdet

Med den stigende pensionsopsparing, der kan konstateres i samfundet, og den stigende betydning, der tillægges et fondet pensionssystem, vil de individuelle og arbejdsmarkedsbaserede pensionsordning-

ger få en relativt stigende økonomisk betydning i forhold til det skattefinansierede system.

Forvaltningen af de store og stigende pensionsformuer giver samtidig sektoren en vigtig samfundsmæssig rolle, herunder også formidlingen af risikovillig kapital til erhvervslivet i øvrigt. Som eksempel kan nævnes, at Lønmodtagernes Dyrtidsfond forvaltede en formue med en markedsværdi på ca. 48 mia. kr og ATP ca. 198 mia kr. Tilsammen ca. 246 mia. kroner i 1998.

Sektorens samfundsmæssige betydning understreges af, at ca. 1.000 mia. kr. er placeret i pensionsinstitutterne (inkl. pensionsopsparing i pengeinstitutterne), jf. også kapitel 6. Det svarer til knap ét års bruttonationalprodukt i Danmark.

Det må derfor også tillægges stor vægt, at der sker en effektiv forvaltning af denne opsparing. Udviklingstendensen på dette område går i retning af at stimulere gennemsigtighed, konkurrence og medlemsindflydelse. Der er i kapitel 15 bl.a. set på spørgsmålet om øget gennemsigtighed.

9.4.2 Skadesforsikring på bl.a. sundhedsområdet

Inden for sundhedsområdet lægges der i Danmark i lighed med flere andre europæiske lande stor vægt på gratisprincippet. I de senere år har der imidlertid vist sig en øget interesse fra såvel kunder som udbydere for forsikringsordninger på sundhedsområdet.

Det er også værd at bemærke, at der inden for visse områder er tale om en ikke ubetydelig egenfinansiering. I tabel 9.2 er det skitseret, hvad den gennemsnitlige brugerbetalingsandel udgør i Danmark og en række andre lande i 1993. Det ses af tabellen, at Danmark er relativt højt placeret med en gennemsnitlig brugerbetalingsandel på 16 pct., hvilket ligger betydelig over lande, såsom Tyskland, Norge

og Sverige. Lande med en høj grad af egenfinansiering har et tilsvarende større potentiale for sundhedsforsikringer. Det skyldes, at husholdninger som selv skal betale, vil ønske at forsikre sig imod pludselig opståede udgifter.

Tabel 9.2 Skønnet gennemsnitlig andel brugerbetaling i pct., 1993

	Danmark	Sverige	Norge	Finland	Tyskland	Storbritannien
Gennemsnit af alle sundhedsydelser	16	12	10	19	9	7
Sygehusydelser	0	1	0	18	2	1
Medicin	55	31	42	55	50	10

Anm.: Tabellen viser meget grove skøn, der af OECD betegnes som "guesstimates".

Kilde: Gengivet efter "brugerbetaling i sundhedsvæsenet - kortlægning og analyse", fra DSI 1995, der er baseret på tal fra OECD Health Data Base, 1993.

På områder med brugerbetaling kan der som eksempler nævnes kiropkorydelser, medicin og tandlæge. Forsikringserhvervet har på denne baggrund udviklet forsikringsprodukter til dækning af denne brugerbetaling. Dertil kommer, at produkter til dækning af ydelser på dele af sundhedsområdet, hvor der er opstået private alternativer til de offentlige ydelser. endelig tilbyder forsikringserhvervet produkter som supplement til områder, hvor borgerne har egenudgifter. Som eksempel på en sådan type forsikring kan nævnes Sygeforsikringen "danmark", der er et gensidigt forsikringsselskab ejet af de nu 1,5 millioner medlemmer. Formålet med "danmark" er at sikre medlemmerne de størst mulige erstatninger til deres sundheds- og sygdoms-udgifter.

Der er ikke udsigt til gennemgribende ændringer i den nuværende opgavefordeling på dette område. Det grundlæggende princip i Danmark er stadig, at det offentlige system tilvejebringer de basale velfærdsydelser til alle borgere. Det private forsikringserhverv kan i tilknytning hertil tilbyde supplerende produkter. Afhængig af, hvor

det offentlige system fremover vælger at lægge sit produktudbud, kan der opstå nye potentielle markeder for det private forsikringserhverv, eventuelt i en form for samarbejde med de offentlige udbydere. I boks 9.1 vises eksempler på sådanne forsikringsprodukter på sundhedsområdet leveret af den private forsikringssektor som supplement eller alternativ til det offentlige produktudbud.

Boks 9.1 Ydelser udbudt af den private forsikringssektor på sundhedsområdet

- Forsikringer, der dækker indkomstbortfald med sygdom som forsikringsbegivenheden. Denne type forsikringer er ganske udbredt og er ofte en integreret del af en pensionsforsikring.
- Forsikring mod større helbredsudgifter. Denne type forsikringer dækker udgifterne til relativt dyre behandlinger, typisk på private hospitaler og klinikker, enten i Danmark eller i udlandet. I nogle tilfælde udbydes produktet til arbejdsgivere, der forsikrer enten nøglemedarbejdere eller en større kreds af medarbejdere (eventuelt alle), men produktet kan også tegnes individuelt.
- Forsikring på områder med brugerbetaling. Dette marked er domineret af skadesforsikringsselskabet "danmark". Produkterne er udformet som supplerende tilbud til den offentlige sygesikring og dækker udgifter til medicin, kiropaktor, tandlæge, briller, kosmetiske operationer mv., samt i visse tilfælde udgifter til private hospitaler og klinikker.
- Forsikringer ved kritisk sygdom. Disse forsikringer tegnes som led i gruppelivsforsikring og har ikke til formål at dække bestemte omkostninger til behandling men er et pengebeløb, som efter eget valg kan anvendes til fx et rekreationsophold.
- Rejsesygeforsikringer. Der er et eksisterende marked for private rejsesygeforsikringer, der som et væsentligt element dækker de økonomiske følger af sygdom på rejsen.
- Sygeforsikringer for udstationerede medarbejdere. I takt med den stigende internationalisering og dermed følgende udstationering af medarbejdere er der fundet behov for sygeforsikring af udstationerede medarbejdere, således at der sker en forsikringsmæssig afdækning af de omkostninger, medarbejderne og eventuelt dennes familie måtte få i tilfælde af sygdom.
- Plejesikring. Denne forsikringsform kan indeholde en udbetaling ved brug for pleje ud over, hvad det offentlige kan tilbyde. Dertil kan der også være et rådgivningselement, hvor forsikringsselskabet ansætter specialister som kan vejlede forsikringstageren, hvis der opstår et plejebestand.

Også på andre områder er der skabt nye forsikringsprodukter i samarbejde mellem forsikringserhvervet og det offentlige. Som eksempler kan nævnes olieforureningsordningen og ejerskifteforsikringer.

Det er vurderingen, at en eventuel ændret grænseflade mellem ydelser leveret af det offentlige henholdsvis det private forsikringserhverv som udgangspunkt ikke kræver ændringer i den finansielle lovgivning.

9.4.3 Finansiering af offentlige projekter

For at sikre et effektivt kapitalmarked er det centralt, at aktørerne sikres konkurrencedygtige vilkår med respekt for de forskelle, der er en følge af variationer i forretningskoncepter mv. Dette gælder også i relation til den offentlige sektors finansieringsvirksomhed, som bør udformes på en måde, der ikke favoriserer visse virksomheder eller en enkelt virksomhed.

Langt størsteparten af den finansielle aktivitet i Danmark varetages af den private sektor. De største offentlige finansielle aktører på lånemarkedet er Danmarks Nationalbank, der varetager finansieringen af statens gæld, og KommuneKredit, der på det kommunale område yder obligationslån til kommunernes anlægsprojekter.

Udvalget har valgt at fokusere på grænsefladen mellem private långivere og KommuneKredit ved finansiering af offentlige projekter.

KommuneKredit er et en fælleskommunal virksomhed (forening) reguleret ved lov nr. 35 af 19. marts 1898 om Begunstigelser for en Kreditforening af Kommuner i Danmark. KommuneKredit har samtlige Danmarks 275 kommuner og 14 amtskommuner som medlemmer og kan yde lån direkte til kommuner og amtskommuner, herunder kommunale fællesskaber. KommuneKredit kan derudover i forbindelse med lån til kommunale formål yde lån til andre mod kommunal eller amtskommunal garanti. KommuneKredit er afskåret fra at deltage i konkurrence om udlån til private formål. Medlems -

kommunerne hæfter solidarisk for alle KommuneKredits forpligtelser.

KommuneKredit yder lån ved udstedelse af både nominelle og indekserede obligationer på det danske obligationsmarked eller ved udenlandsk lånoptagelse. Ejere af obligationerne er først og fremmest pensionskasser, forsikringsselskaber, offentlige fonde samt kommuner og amtskommuner.

Lånene ydes ikke mod pant i omsættelige aktiver men alene mod udstedelse af gældsbrev. Den solidariske hæftelse, kundekredsens betalingsevne og eventuelt en kommunegaranti, såfremt låntager hverken er en amtskommune eller kommune, samt i sidste ende den kommunale skatteudskrivningsret er det egentlige sikkerhedsgrundlag, som giver mulighed for en billig kapitalfremskaffelse. KommuneKredit er således internationalt kreditvurderet på linie med den danske stat.

KommuneKredit er underlagt et balanceprincip, hvorefter de udstedte gældsbreve beløbsmæssigt skal svare til de udstedte obligationer, ligesom der er et reservekrav på $\frac{1}{2}$ pct af foreningens gæld. Det lave reservekrav for KommuneKredit hænger sammen med sikkerhedsgrundlaget for instituttets udlån. Såfremt EU's kapitaldækningsregler skulle finde anvendelse på KommuneKredit, ville der de facto ikke blive stillet kapitalkrav til instituttet (dog bortset fra minimumskapitalkrav), da dets udlånsportefølje - som følge af, at der udelukkende ydes lån til kommuner og amtskommuner eller mod 100 pct. kommunegaranti - risikovægtes med faktoren "nul". Dette indebærer, at instituttets aktivitet som nævnt reelt støtter sig på kommunernes skatteudskrivningsret.

Større offentlige projekter er i dag genstand for udbud. Igennem udbudsrunder intensiveres konkurrencen om den bedste og billigste finansiering af offentlige anlægsprojekter. Det er en forudsætning, at

det offentlige vælger den billigste og bedste løsning (inkl. mulig egenfinansiering).

Kommuner og amtskommuner kan frit vælge andre former for finansiering end via KommuneKredit. Der er således ikke noget til hinder for, at pengeinstitutter, FIH mv. kan yde lån til kommuner mod samme sikkerhed som KommuneKredit.

For realkreditinstitutterne gælder, at deltagelse i sådanne finansieringsopgaver skal opfylde realkreditlovens regler, som kræver, at der er tale om pant i fast ejendom, og det er i relation til amts-/kommunale projekter kun sjældent tilfældet. Realkreditinstitutternes kapitalfremskaffelsesmetode, som er kendetegnet ved udstedelse af obligationer i serier, og deres ekspertise til løsning af større finansieringsopgaver, kan derfor normalt ikke direkte stilles til rådighed i forbindelse med sådanne projekter.

Realkreditinstitutterne har dog mulighed for at oprette et datterselskab, der yder lån til kommuner og amtskommuner eller mod amts-/kommunal garanti, finansieret ved obligationsudstedelse, og dermed deltage i konkurrence med KommuneKredit. Der vil imidlertid være en risiko for, at aktivitetsniveauet ikke alene kan berettige et selvstændigt selskab, ligesom anvendelsen af tynde obligationsserier med deraf følgende fordyrelser i forhold til den gældende struktur kan gøre et sådant selskab mindre konkurrencedygtigt.

Såfremt KommuneKredit måtte ønske at udvide sit virksomhedsområde, for eksempel ved at yde lån mod pant i fast ejendom, ville dette (i et datterselskab under Finanstilsynets tilsyn) kun kunne ske ved ejendomme ejet af kommuner eller institutioner i tæt tilknytning hertil. I sidste tilfælde måtte der yderligere kræves kommunal garanti, hvilket der næppe kan siges at være et reelt behov for - også set i lyset af EU's regler om kapitaldækning. Der vil således næppe være nogen økonomisk begrundelse for, at KommuneKredit skulle ønske at yde

lån mod yderligere sikkerhed end den sikkerhed, der allerede ligger i den kommunale skatteudskrivningsret.

Hvis realkreditinstitutter direkte skulle udstede obligationer baseret på offentlige garantier, ville det svare til principperne i det tyske system.

I Tyskland skal de instrumenter, der anvendes ved finansieringen, holdes indbyrdes adskilt. De lån mod pant i fast ejendom, som de tyske hypothekbanker (realkreditinstitutter) yder, finansieres ved udstedelse af "Hypothekenpfandbriefe" (realkreditobligationer). De tyske hypo-thekbanker har også mulighed for at yde lån til kommuner uden pantsikkerhed. Disse lån finansieres ved udstedelse af "Öffentliche Pfandbriefe" (kommunalobligationer).

Både indehavere af "Hypothekenpfandbriefe" og "Öffentliche Pfandbriefe" er tillagt et konkursprivilegium i tilfælde af hypothekbankens konkurs. Når det drejer sig om "Hypothekenpfandbriefe", fyldestgøres kravene i det særlige "Hypothekenregister", der er en udskilt, særskilt bogført aktivmasse, der indeholder alle de pantebreve, "Hypotheken", som låntagerne har givet som sikkerhed for lån i deres ejendomme. Ved "Öffentlicher Pfandbriefe" fyldestgøres kravene i et tilsvarende register "Kommunaldeckungsregister", der ligeledes er en udskilt, særskilt bogført aktivmasse over de ydede kommunallån.

Der er således tale om en klar adskillelse af de to aktiviteter, selv om de foregår i samme juridiske enhed. I Danmark sikres en sådan adskillelse ved krav i lovgivningen om, at det foregår i adskilte juridiske enheder, og en ændring af dette vil kræve en justering af Realkreditloven. Det kan dog overvejes, om adskillelsen nødvendigvis skal være i selskabsform. Tilsvarende bør det overvejes, om de danske realkreditinstitutter inden for rammerne af udstedelse af realkreditobligationer kan belåne anlægsprojekter, hvortil der er knyttet offentlig garanti. Hensynet til realkreditinstitutsystemets

særkende må indrages i forbindelse med disse overvejelser, og det må vurderes, om realkreditobligationerne kunne opretholde den EF-retlige status de hidtil har haft i tilfælde af, at muligheden for at yde lån alene mod kommunalgaranti blev introduceret.

Udvalget finder, at der allerede er en række muligheder for, at finansielle institutter direkte eller indirekte kan deltage i finansieringen af offentlige projekter. Det kan dog overvejes at inddrage ovennævnte vurdering med hensyn til realkreditinstitutter og offentlig garanti i tilknytning til arbejdet om realkreditinstitutternes balanceprincip og produktudvikling, jf. afsnit 13.4.1.

9.4.4 Udbud af offentlige støtteordninger

I relation til lige konkurrencevilkår på kapitalmarkedet er det vigtigt, at offentlige finansieringsordninger til erhvervslivet tilrettelægges, så de drives på så kommercielle vilkår som muligt. Dette kan bl.a. opnås ved, at der er konkurrence om varetagelse af forvaltningsopgaven. Der er en række eksempler på, at offentlige støtteordninger til erhvervslivet gennem tiderne har været kanaliseret ud til brugerne via private finansielle institutioner. Dette gælder FIH og DLR. Udvalget anbefaler, at offentlige ordninger så vidt muligt udbydes, så de finansielle institutter kan byde på opgaverne.

Kapitel 10

Fremtidige rammevilkår

Rammebetingelser som en afbalanceret økonomisk udvikling og et velfungerende skattesystem er grundlæggende for en stabil udvikling i den finansielle sektor. Hertil kommer, at den finansielle regulering bør sigte mod at fremme velfungerende kapitalmarkeder, konkurrencedygtige finansielle virksomheder samt gennemsigtige kundeforhold.

Det er vurderingen, at reguleringen i Danmark af den finansielle sektor i det store hele ligger på linje med en række andre EU-lande.

De fremtidige udfordringer for den finansielle sektor stiller imidlertid krav til tilpasninger af rammevilkårene på en række områder. Det drejer sig om et bedre tilsyn med finansielle koncerner, en ny lovstruktur, fremtidsorientering af det finansielle tilsyn, fjernelse af barrierer for strukturtilpasning og velfungerende kapitalmarkeder, skatteregler, gennemsigtighed og kundeforhold.

10.1 Målsætning

Den finansielle sektors forhold påvirkes dels af de generelle rammevilkår for erhvervslivet, dels af den særlige regulering af den finansielle sektor.

De generelle rammevilkår vedrører først og fremmest de makroøkonomiske forhold samt skatte-, konkurrence- og selskabsreguleringen.

Den finansielle regulering skal ses i lyset af, at der knytter sig særlige samfundsmæssige hensyn til den finansielle sektors aktiviteter. Det drejer sig, jf. kapitel 3, bl.a. om de finansielle markeders betydning for den økonomiske vækst og behovet for at sikre finansiell stabilitet og tillid gennem beskyttelse af indskydere, obligationsejere og forsikringstagere.

Samtidig lægges i de fleste lande - herunder Danmark - vægt på, at finansiell virksomhed drives mest effektivt i privat regi.

Det medfører, at der skal findes en balance mellem de samfundsmæssige hensyn og det faktum, at finansielle virksomheder er erhvervs- virksomheder, der drives på forretningsmæssige vilkår.

Disse forhold bevirker, at målsætningen for den offentlige regulering må være at tilvejebringe rammevilkår, der bidrager til velfungerende finansielle markeder, konkurrencedygtige finansielle virksomheder samt gennemsigtige kundeforhold.

Det er vigtigt at sikre velfungerende kapitalmarkeder, således at der opnås kapitalformidling og risikoafdækning til konkurrencedygtige priser. Hvis markederne fungerer uhensigtsmæssigt, kan det føre til dårligere kvalitet af de finansielle tjenesteydelser, manglende omkostningsbevidsthed i virksomhederne samt utilstrækkelig innovation. Velfungerende kapitalmarkeder er bl.a. afhængige af en velfungerende finansiell infrastruktur, herunder velorganiserede markedspladser, betalingssystemer og klageinstanser.

Tilliden til den finansielle sektor bevares bl.a. gennem markedskonform lovmæssig regulering og tilsyn, der beskytter indskydere, obligationsejere og forsikringstagere. Ligeledes bør det sikres, at der er en forsvarlig risikoprofil i den enkelte finansielle virksomhed og koncern.

Gennemsigtighed er nødvendig, for at markedet kan fungere effektivt, og gør det samtidig nemmere for kunderne at forholde sig til de ofte komplicerede finansielle produkter.

Det er virksomhedernes eget ansvar, at de er konkurrencedygtige på priser og produkter. Den vigtigste opgave for myndighederne er i denne sammenhæng at sikre konkurrencedygtige rammevilkår.

For at leve op til dette er det vigtigt, at rammevilkårene ikke stiller de danske finansielle virksomheder dårligere end de vilkår, som de udenlandske finansielle virksomheder er omfattet af. Det er vigtigt med høje finansielle standarder. En forsvarlig lovgivning suppleret med et effektivt tilsyn skaber grundlaget for tillid til de finansielle markeder. Denne tillid er en af grundbetingelserne for at drive finansiell virksomhed.

Velfungerende finansielle markeder og konkurrencedygtige virksomheder afhænger således ikke kun af markedsbestemte forhold men også af omfanget og kvaliteten af den offentlige regulering. Sigtet må være, at den finansielle lovgivning skal skabe sikkerhed, stabilitet og effektivitet på markederne uden at påføre de finansielle virksomheder unødige byrder.

Grundlæggende bør der kun reguleres, såfremt der er en beskyttelsesværdig interesse samt et beskyttelsesbehov. Bl.a. OECD har gjort sig tanker om, hvilke generelle krav der bør stilles til lovgivningen se, boks 10.1.

Boks 10.1 OECD regulatory reform

OECD har i de senere år arbejdet med en "regulatory reform". OECD fremhæver, at kvalitet i lovgivningen er af stor betydning for mulighederne for økonomisk vækst, og betydningen øges i takt med den stigende internationalisering.

Arbejdet har ført til, at OECD i marts 1995 opstillede følgende principper/retningslinier for god lovgivningspraksis:

1. Det problem, lovgivningen skal løse, skal være korrekt identificeret.
2. Der skal være et behov for at gribe ind.
3. Det skal undersøges, om der er bedre alternativer end lovgivning.
4. Reguleringen skal ske i Folketinget eller lokalt.
5. Det skal vurderes, om gevinsterne ved lovgivning opvejer omkostningerne herved.
- 6 Det skal være synligt, hvilken effekt lovgivningen får i alle dele af samfundet.
7. Lovgivningen skal være klar, sammenhængende, forståelig og tilgængelig for "brugerne".
8. Interessenter skal høres.
9. Det skal sikres, at lovgivningen bliver efterlevet.

10.2 Hvor står Danmark reguleringsmæssigt i dag?

Den finansielle sektor i Danmark er ligesom i andre lande kendetegnet ved at være en af de mest regulerede erhvervssektorer. Grunden til dette er, at den finansielle sektor i høj grad er med til at påvirke samfundets øvrige sektorer og dermed den generelle økonomiske udvikling i landet. Det er derfor af fælles interesse for sektoren, kunderne og myndighederne, at den finansielle stabilitet opretholdes.

Da det ikke kun er i Danmark, at der er en åbenlys interesse i at sikre den finansielle stabilitet, har EU i stigende grad indført fælles regler for den finansielle sektor. De fælles regler skal ses i lyset af indførelsen af det finansielle indre marked og ønsket om at skabe et marked uden konkurrenceforvridende nationale regler. Med fælles regler vil regelarbitrage mindskes, og sikkerheden vil være ens i det fælles marked.

Udvalget finder det derfor vigtigt, at der bl.a. i EU-samarbejdet søges frembragt mere præcise og dækkende internationale data for den finansielle sektor samt reguleringen hermed.

Boks 10.2 EU-regulering

EU-direktiver om den finansielle sektor omfatter

- kreditinstitutter, dvs. banker, sparekasser, andelskasser og realkreditinstitutter,
- investeringsservicevirksomheder (fondsmæglerselskaber),
- investeringsforeninger,
- forsikringselskaber,
- fondsbørser.

EF-direktiverne regulerer (først og fremmest)

- reglerne om start og drift af virksomhed som "finansielt institut", fx krav om minimumskapital,
- krav til egenkapital, solvens, nøgletal, kapitalgrundlag mv.,
- aflæggelse af års- og koncernregnskab mv.,
- krav om tilsyn med regulerede virksomheder,
- udstedelse af og handel med værdipapirer,
- beskyttelsen af værdipapirmarkedets integritet (oplysningspligt om "store aktionærer" og forbud mod insiderhandel),
- beskyttelsen af indskydere i kreditinstitutter og kunder i investeringsserviceselskaber og
- forbud mod hvidvaskning af penge.

Opfyldelse af kravene i direktiverne gør det muligt for de finansielle institutter at **udføre grænseoverskridende tjenesteydelser** i alle EU-landene. Denne ret betegnes "**det europæiske pas**".

En betydelig del af den finansielle regulering i Danmark har baggrund i EF-direktiver, jf. boks 10.2 og bilag 10.1. Der er i betydeligt omfang tale om minimumsdirektiver, som stort set alle lande har implementeret. Generelt er det vurderingen, at de danske regler ligger på linie med de andre EU-landes.

Reguleringen af *pengeinstitutsektoren* har til formål at bidrage til en effektiv og velfungerende kreditformidling og samtidig sikre en god og forsvarlig forvaltning af midlerne.

Der er i delrapport 6: "Den finansielle sektors internationale position" foretaget en nærmere sammenligning af reguleringen i en række lande. Den mest begrænsede regulering og tilsynsvirksomhed findes

i Storbritannien og Holland, mens Japan og USA har den mest omfattende regulering og tilsynspraksis. Danmark og Tyskland har overordnet et moderat reguleringsniveau, som er noget mere omfattende end i Storbritannien og Holland men mere lempeligt end i Japan og USA. Samtidig er den danske indskydergarantiordning relativt omfattende.

Pengeinstitutternes primære forretningsområde er ind- og udlån. Samtidig kan pengeinstitutterne have en interesse i at kunne indgå forretningsmæssige alliancer med virksomheder i beslægtede sektorer, fx forsikringsselskaber og realkreditinstitutter. På samme måde kan institutternes kunder have en interesse i at kunne købe flere forskellige finansielle produkter i det samme institut.

I en række af de betragtede lande er der imidlertid lovgivningsmæssige begrænsninger for pengeinstitutternes muligheder for at drive forretningsmæssige aktiviteter uden for institutternes kerneområder. Den mindst omfattende lovgivning på området findes i Storbritannien og Holland. Samtidig kan det konstateres, at pengeinstitutterne også i Danmark har udvidede beføjelser til at drive virksomhed uden for kerneområderne. Dette kan både ske som accessorisk virksomhed, fx salg af regnskabs- og edb-ydelser mv. eller igennem dattervirksomhed, hvorved realkredit- og forsikringsvirksomhed er tilladt. Modsat har pengeinstitutterne i Japan og USA yderst begrænsede muligheder for at drive ikke-pengeinstitutvirksomhed.

Der er relativt stor forskel fra land til land med hensyn til tilsynspraksis, hvilket gør det vanskeligt at sammenligne mellem forskellige lande. De britiske og hollandske tilsynsmyndigheder foretager eksempelvis færre årlige tilsynsbesøg i pengeinstitutterne men modtager i stedet flere indberetninger. Det er dog vurderingen, at tilsynspraksis i Danmark er på niveau med de øvrige nordiske lande, jf. den nordiske tilsynsundersøgelse i bilag 10.2. Samtidig er det vurderingen, at tilsynspraksis i Storbritannien og Holland er mere

lempelig. Det har ikke været muligt at afse tid og ressourcer på en vurdering af tilsynspraksis i Tyskland.

Det er i forbindelse med tilsynspraksis vigtigt at understrege, at denne skal ses i lyset af den øvrige regulering på det finansielle område. Således er en lidt mere omfattende tilsynspraksis ofte en "erstatning" for mere omfattende regler på andre områder.

På *realkreditområdet* finansieres fast ejendom vidt forskelligt fra land til land, hvilket gør en sammenligning af finansieringsreglerne mellem landene vanskelig. I nogle lande (fx Danmark og Tyskland) er der tale om en relativt detaljeret lovgivning, mens der i andre lande alene eksisterer en generel lovgivning for kreditinstitutter, der ikke er særlig detaljeret (fx i Holland).

Den detaljerede danske lovgivning er fra begyndelsen af 1970'erne. De hensyn, der lå bag lovgivningen, kan opdeles i tre hovedkategorier: sikkerhedsmæssige hensyn, økonomisk-politiske hensyn, herunder hensynet til kreditallokeringen, samt sektorpolitiske hensyn.

Det sikkerhedsmæssige aspekt tager sigte på at tilvejebringe forudsætninger for, at udstedelse af de obligationer, der danner grundlag for långivningen, sker så betryggende som muligt. Hensigten hermed er således at varetage obligationejernes sikkerhed. Dette kommer fx til udtryk i krav om pantesikkerhed, fastsættelse af lånegrænser med dertil knyttede værdiansættelsesregler, balanceprincip osv.

Tilsvarende regler findes også i udlandet, fx i Tyskland, der lovgivningsmæssigt ligger tættest på de danske regler, og hvor obligationsudstedelse ligeledes er grundlaget for udlånet. I Tyskland eksisterer der dog ikke som i Danmark nogen videre lovgivning om løbetider, og den maksimale lånegrænse på 60 pct., der er gældende for alle ejendoms kategorier, kan i et vist omfang hæves uden maksimum ved udstedelse af andre værdipapirer end realkreditobligationer. I Norge, hvor realkreditobligationer kun spiller en marginal rolle som finansi-

eringskilde, er lånegrænser ikke lovreguleret men fastsat i realkreditinstitutternes vedtægter, der skal godkendes af myndighederne. I England, hvor midlerne til finansiering af fast ejendom som hovedregel tilvejebringes via indlån, om end udstedelse af værdipapirer også i et vist omfang finder sted, eksisterer hverken lovgivningsmæssigt fastsatte regler om lånegrænser, løbetider, værdiansættelse eller lignende. Det vil sige, at udmøntningen heraf er et virksomhedsanliggende.

De økonomisk-politiske hensyn kom i Danmark først for alvor ind i realkreditloven i 1970 og dominerede lovgivningen i ca. 20 år, hvorefter disse hensyn gradvist er blevet nedtonet. De kendes stort set ikke i udlandet. I den danske lovgivning er kravet om, at lån til ejerboliger skal indeholde et afdragselement, et eksempel på sådanne hensyn.

I Danmark har realkreditinstitutterne adgang til at belåne erhvervs-ejendomme, en tradition der ikke kendes i samme omfang i andre lande. I Tyskland er det eksempelvis ikke tilladt at yde lån mod pant i industriejendomme, hvilket imidlertid er tilfældet i Danmark.

I takt med udstedelsen af EF-direktiver har der i EU kunnet spores en tendens til opgivelse af speciallovgivning for realkreditvirksomhed. Dette gælder fx i Italien. De senere år synes imidlertid at være præget af den modsatte tendens. Således har Luxembourg fået en realkreditlov à la den dansk-tyske model, og i juni 1999 er der vedtaget en tilsvarende lov i Frankrig. I Central- og Østeuropa er der i flere lande gennemført en realkreditlovgivning efter dansk-tysk model - dette gælder således i Ungarn, Tjekkiet, Polen og Letland.

På *forsikringsområdet* gælder, at Danmark i lighed med de andre EU-lande har en række krav i lovgivningen, der skal beskytte forsikrings-tagernes og pensionsopsparernes midler.

Det er som følge af dataproblemer vanskeligere end for kreditinstitutter at sammenligne regulering og tilsynspraksis mellem landene for forsikringsvirksomhed. Grundlæggende regler for forsikringsvirksomhed er dog dækket af EF-direktiver. EU-regulering af området omhandler etablering, tjensteydelsesvirksomhed, regnskaber, rentegarantier mv. hvilket bevirker, at der er en betydelig lighed i reguleringen inden for EU.

Rentegarantier reguleres i EF-direktiverne ud fra maksimumskrav. Efter EF's 3. livsforsikringsdirektiv må en eventuelt rentegaranti på tegningstidspunktet ikke overstige 60 pct. af statsobligationsrenten. (En sådan regel giver ikke nogen garanti for, at selskabet i perioder med faldende rente kan opnå det garanterede afkast.) Direktivet stiller i øvrigt ikke krav om, at selskaber skal udstede en rentegaranti.

Regler om rentegaranti findes i de fleste andre EU-lande. Rentegarantien har indflydelse på placeringsreglerne, hvilket kan ses ved, at opsparingsordninger uden rentegaranti - eksempelvis i en livsforsikringsinvesteringsforening - ikke er omfattet af placeringsreglerne, jf. kapitel 12.

I Danmark foreskrives der placeringsregler for forsikringsselskaber, pensionskasser, ATP og LD. Der er grundlæggende tale om to krav: Et samlet loft for adgangen til at investere i aktier mv. og grænser for omfanget af forskellige typer af enkeltengagementer.

I Danmark er placeringer i enkeltsselskaber som ejer- eller lånekapital som hovedregel begrænset til max. 3 pct. af livsforsikringshensættelserne, og højst 50 pct. i alt må være "ikke-guldrandede" aktiver, herunder aktier ("guldrandede" aktiver omfatter især stats- og real kreditobligationer).

Skadesforsikringsselskaber har også begrænsninger med hensyn til de forsikringsmæssige hensættelser, idet de ikke må placere mere end 50 pct. i aktier mv. og max. 4 pct. i et enkelt engagement. I EF-direktiverne er grænsen for sidstnævnte op til 5 pct., mens der ikke er

foreskrevet et loft for de samlede placeringer i ikke-guldrandede aktiver.

Placeringsreglerne i de enkelte EU-lande er meget varierende. Danmark ligger i midtergruppen. Tabel 12.6 i kapitel 12 viser de forskellige landes regler på området. Ved udgangen af 1997 havde danske livsforsikringsselskaber i gennemsnit 25 pct. af deres aktiver placeret i aktier, hvilket ligger over de andre EU-lande med undtagelse af Storbritannien, hvor aktieandelen er 75 pct.

Reguleringen vedrørende bestemmende indflydelse i virksomheder, der ikke er underlagt et finansielt tilsyn, varierer inden for EU-området.

De andre nordiske lande har ligesom Danmark et forbud mod, at institutionelle investorer udøver bestemmende indflydelse.

Hollands regulering af forsikringsselskaber er baseret på et princip om "prudent-man"¹⁾. Derfor tillades det i Holland, at institutionelle investorer udøver bestemmende indflydelse. Det gælder dog, at der skal indhentes tilladelse hos den hollandske finansminister, såfremt indflydelsen sker fra en institutionel investor, som er koncernforbundet med eksempelvis et pengeinstitut.

Storbritannien opererer også med "prudent-man"-konceptet i reguleringen af forsikringsselskaber. I Storbritannien tillades det, at institutionelle investorer må have bestemmende indflydelse, også sammen med kreditinstitutter.

I Tyskland er det ikke tilladt for institutionelle investorer at have bestemmende indflydelse. Dette gælder også for institutionelle investorer, som er koncernforbundne med pengeinstitutter.

1) "Prudent-man"-princippet indebærer, at det i højere grad end i det danske system overlades til pensionsinstitutternes ledelser at forvalte de forsikringsmæssige hensættelser under hensyn til sikkerhed, kvalitet, likviditet og profitabilitet.

Med hensyn til opbygningen af det supplerende pensionssystem²⁾ er der også visse forskelle mellem de europæiske lande. Danmark skiller sig ud ved at have en større grad af opsparingsbaserede ("fundede") ordninger end de øvrige europæiske lande. I Danmark finansieres den supplerende pension ved, at den enkelte sparer op til sin egen alderpension gennem bidragsdefinerede ordninger. Det vil sige, at ydelserne afhænger af de præsterede bidrag og forrentningen af disse. Danmark regulerer således langt den største del af de arbejdsmarkedsbaserede supplerende pensionsordninger efter 3. livsforsikringsdirektiv. I de fleste andre europæiske lande er den supplerende pension ikke omfattet af denne regulering, idet ordningerne er tilsagnsbaserede. En tilsagnsbaseret ordning karakteriseres ved, at der ikke sker opsparing i ordningen - dette system kaldes også "pay-as-you-go".

10.2.1 Sammenligning af finansielt tilsyn i de nordiske lande

Når man skal vurdere, hvordan reguleringen virker, er det nødvendigt også at tage højde for den administrative tilsynspraksis.

Finanstilsynet har foretaget en undersøgelse af, i hvilket omfang den regulering og tilsynspraksis, som danske finansielle virksomheder er underlagt, måtte afvige fra den tilsvarende regulering i Norge, Sverige og Finland med særlig fokus på tilsynet med interne kontroller og forretningsgange.

Undersøgelsen er gennemført i to niveauer. Dels blev der foretaget en overordnet sammenligning af lovgrundlag, bekendtgørelser, vejledninger og praksis med henblik på at få afdækket ligheder og forskelle til de øvrige lande, dels blev der foretaget en mere detaljeret gennemgang af delområdet markedsrisici. En sådan niveauopdelt undersøgelse

2) "Det supplerende pensionssystem" betyder pensionsordninger ud over de sociale pensioner: folke- og førtidspensionen mv.

se vurderedes at give et mere dækkende og nuanceret billede af problematikken.

Resultatet af undersøgelsen er, at der ikke umiddelbart er større forskelle mellem Danmark, Norge, Sverige og Finland i relation til den samlede reguleringsintensitet. Der henvises til bilag 10.2 for en nærmere gennemgang.

10.2.2 Sammenligning af udgifter ved tilsyn

Der er omkostninger forbundet med regulering og tilsyn. I flere lande afholdes disse omkostninger ofte direkte eller indirekte af virksomhederne under tilsyn og er derfor af betydning for de finansielle virksomheders internationale konkurrencestilling. Af denne årsag er det derfor interessant at se på omkostningerne ved det danske tilsyn sammenlignet med andre lande.

Omkostningerne kan i princippet henføres til 2 grupper. For det første de direkte omkostninger i tilsynsenhederne og for det andet de omkostninger i de finansielle virksomheder, der er direkte forbundet med tilsyn og regulering, fx indberetningsforpligtelser, revisionsforpligtelser, uddannelse af personale og forpligtelser vedrørende den organisatoriske opbygning. Sidstnævnte omkostningsgruppe vil i sig selv være vanskeligt kvantificerbar selv på nationalt eller endog på virksomhedsniveau.

Der er foretaget en undersøgelse af de direkte udgifter ved tilsyn i de nordiske lande, jf. tabel 10.1. I denne undersøgelse er udgifterne ved tilsyn forsøgt fordelt på de forskellige delsektorer: pengeinstitutter mv., realkreditinstitutter og forsikringsselskaber, ligesom der er foretaget en samlet udgiftsberegning, som dækker tilsynets samlede udgifter set i forhold til de samlede balancer under tilsyn. Når der er foretaget begge typer beregninger, skyldes det, at sektormålene og det samlede udgiftsmål hver for sig har sine svagheder.

Opdelingen i delsektorer de enkelte lande imellem er på den ene side ikke entydig. Således er realkreditinstitutter i Sverige eksempelvis afgrænset noget bredere end i Danmark, og for Finlands vedkommende er der tale om 2 hypotekinstitutter, som tillige er inkluderet i beregningen for pengeinstitutter mv. Afgrænsningen af én delsektor får således også betydning for afgrænsningen af de andre delsektorer. Man må således være varsom med fortolkningen på delsektorniveau.

På den anden side indebærer anvendelsen af en samlet udgiftsberegning i forhold til de samlede balancer under tilsyn en risiko for, at man kommer til at foretage en sammenligning af forskellige situationer. For eksempel har Kredittilsynet i Norge også tilsynsopgaver vedrørende ejendomsmæglere og forretningsførere mv., hvilket vil trække et samlet udgiftsmål pr. balancekrone i vejret. Tilsvarende vil forskelle i afgrænsninger af tilsynsopgaverne til andre offentlige myndigheder, revisorer, aktuarer etc. spille en rolle for sammenligneligheden de enkelte lande imellem. Sidstnævnte forhold har også betydning for sammenligneligheden på delsektorniveau.

Endelig må man være opmærksom på, at beregninger som er baseret på balancer under tilsyn også må ses i lyset af strukturen og koncentrationsgraden på de forskellige markeder. Der er for eksempel således ikke nødvendigvis en lineær sammenhæng mellem tilsynets udgifter pr. virksomhed og virksomhedens størrelse.

På denne baggrund er det vanskeligt at foretage en entydig vurdering af udgiftsbelastningen for danske finansielle virksomheder i en international sammenhæng. Umiddelbart vurderet på basis af de foretagne beregninger anført i tabel 10.1 forekommer Danmark dog at ligge på niveau med de øvrige nordiske lande set under ét.

En forsigtig konklusion må derfor være, at der ikke er noget, der tyder på, at danske finansielle virksomheder under tilsyn af Finanstilsynet som følge af omkostninger forbundet hermed generelt skulle være ringere stillet end deres udenlandske konkurrenter.

Tabel 10.1 Udgifter ved tilsyn i de nordiske lande 1998, opgjort som basispoint af den samlede balance¹⁾

	Danmark	Sverige	Norge	Finland ²⁾
Pengeinstitutter mv.	0,35	0,18	0,24	0,68
Realkreditinstitutter	0,11	0,05	0,12	0,66
Forsikringsselskaber mv.	0,29	0,26	0,60	0,69
I alt	0,25	0,23	0,44	N.a.

Anm.: Data i tabellen er i nogle tilfælde baseret på senest foreliggende opkrævninger til de forskellige delsektorer, medens der i andre tilfælde er tale om udgifter for 1999 realiseret i 1999 og fremskrevet til årsniveau på grundlag af budgetter.

1) Udregningen er sket ved at tage de samlede udgifter til finanstillsynene (inden for hver sektor) i forhold til den samlede balance (inden for hver sektor).

2) Det bemærkes, at der ikke i Finland er etableret et enhedstillsyn, og at tallene således dækker 2 tilsynsenheder. Data til at foretage en sammenvejet samlet udgiftsberegning foreligger ikke.

Kilde: Finanstillsynet.

Også uden for de nordiske lande er der foretaget sammenligninger. Den australske Wallis-rapport³⁾ fra 1997 har for nogle lande beregnet de direkte omkostninger ved finanstillsyn som en del af den finansielle sektors balance udtrykt i basispoint. Beregningerne er foretaget på basis af 1995-tal, jf. tabel 10.2.

Til sammenligning er Finanstillsynets samlede omkostninger på ca. 87 mio. kr. i 1995 tilsvarende beregnet som en andel af sektorbalancen dette år. Resultatet af denne beregning udgør 0,31 basispoints.

3) I 1996 blev der i Australien nedsat en kommission til at foretage en undersøgelse af forholdene for den finansielle sektor og fremkomme med anbefalinger til eventuelle forbedringer i regulering og tilsyn. Kommissionens formand, Stan Wallis, afleverede en rapport til den australske regering i marts 1997. Som et led i kommissionens arbejde blev der foretaget en beregning af omkostningerne ved finanstillsynet som en del af sektorens balance i en række lande udtrykt i basispoint.

Tabel 10.2 Udgifter ved tilsyn opgjort som basispoints af samlede balancer i 1995

AUS	US	CAN	NZ	FRA	HK	UK	DK
1,13	0,99	0,98	0,91	0,69	0,51	0,40	0,31

Kilde: Financial System Inquiry. Final Report March 1997 (udenlandske tal). Finanstilsynet (danske tal).

Danmark kommer i denne sammenligning ud som det land, der har de laveste direkte omkostninger forbundet med tilsynsfunktionen. Det skal dog som nævnt bemærkes, at sådanne beregninger er forbundet med usikkerhed bl.a. på grund af forskelle i tilsynspraksis og opbygning af tilsynsrutiner mv. Dertil kommer, at det anførte mål ikke udtrykker noget om kvaliteten af tilsynsarbejdet, som også meget vel delvist kan være udliciteret til revisorer mv.

De foreliggende oplysninger peger imidlertid på, at danske finansielle virksomheder ikke er dårligt stillet internationalt med hensyn til tilsynsomkostninger.

10.3 De fremtidige udfordringer

Udsigterne til større internationalisering af de finansielle markeder kombineret med øget udnyttelse af informationsteknologiens potentielle gør, at der vil være behov for en række tilpasninger af rammevilkårene, jf. kapitel 11-15.

Det drejer sig bl.a. om at vurdere, om der skal ske en tilpasning af rammevilkårene på en række områder.

Den finansielle tilsynslovgivning skal således tage højde for udviklingen med finansielle koncerner, at der skal ske en fremtidsorientering af det finansielle tilsyn, større gennemsigtighed for professionelle aktører og differentierede kapitalkrav.

Hertil kommer forslag til sikring af strukturtilpasning og velfungerende kapitalmarkeder. Det drejer sig om værdipapirmarkedsområdet, kapitalforvaltning, betalingskort, balanceprincip, rentegarantier, tilpasning af skatteregler, aktivt ejerskab samt offentligt og privat samspil. Endelig er der en gennemgang af en række spørgsmål på kundeområdet.

Regelfastsættelsen for de finansielle virksomheder sker såvel herhjemme som i andre europæiske lande under stigende indflydelse af, hvad der fastsættes i EF-direktiver, og hvad der udstedes af retningslinier og vejledninger i internationale finansielle fora fx. Basel-komitéen (kreditinstitutter), International Association of Insurance Supervisors, IAIS (forsikring) og International Organization of Securities Commissions, IOSCO (børsområdet).

Den øgede internationale regelfastsættelse medvirker til at skabe mere fælles internationale rammevilkår, om end de fortsat er forskellige.

10.3.1 Udviklingen i EU

Som opfølgning på Det Europæiske Råds møde i Wien i december 1998 har EU-Kommissionen med bistand af en departementschefgruppe fra Økonomi-/ Finansministerierne (FSPG) udarbejdet en handlingsplan⁴⁾ med forslag til, hvorledes arbejdet med EU-lovgivningen inden for den finansielle sektor bør tilrettelægges i de kommende år. Dette skal også ses i lyset af ØMU'en og det fælles eurokapitalmarked.

Handlingsplanens målsætning er at sikre, at den finansielle sektor får den fulde gavn af indførelsen af euroen og af et optimalt fungerende finansielt indre marked. Dette skal bl.a. ske ved, at vigtige udestående EU-initiativer gennemføres snarest. Herudover pointeres vigtigheden

4) COM(1999)232, 11.05.99.

af, at EU's beslutningsprocedure gøres så hurtig og smidig som mulig, idet den finansielle sektors konkurrenceevne også må ses i lyset af forandringer i vilkårene for den finansielle sektor uden for EU.

Handlingsplanen opstiller en prioritering af de eksisterende og fremtidige initiativer for den finansielle sektor i EU. Dette sker bl.a. ved en tidsplan for de enkelte initiativer. Kommissionen nævner bl.a. i handlingsplanen, at den vil arbejde videre med initiativer, der sigter mod styrkelse af finansielt tilsyn, herunder EU-regler om tilsyn med finansielle koncerner og harmonisering af reglerne for sikkerhedsstillelse i forbindelse med betalings- og værdipapirafviklingssystemer. Endelig lægges der vægt på øget forbrugerbeskyttelse på det finansielle område.

Der er tale om 4 hovedmål, som udmønter sig i en række initiativer, der skal gennemføres inden for de næste år. I boks 10.3-10.6 er gengivet hovedelementerne:

Boks 10.3 Mål 1: Et fælles engrosmarked i EU

Indsatsområder:

- Gøre det muligt for udstederne at skaffe kapital på konkurrencedygtige vilkår i hele EU.
- Sikre at investorer og mellemhandlere får adgang til de finansielle markeder i hele EU, når adgangen er opnået i ét EU-land.
- Tillade grænseoverskridende udbud af investeringsservice uden unødvendige hindringer, hverken administrative eller lovgivningsmæssige.
- Skabe en tilsynsmæssig ramme med henblik på at forvaltere af investeringer kan disponere på en produktiv måde.
- Skabe juridisk sikkerhed for betalings- og værdipapirafviklingssystemer.

Boks 10.4 Mål 2: Åbne og sikre detailmarkeder

Initiativer:

- Sikre forbrugere bedre information og rettigheder.
- Identificere og fjerne ubegrundede hindringer for grænseoverskridende udbredelse af finansielle tjenesteydelser.
- Fremme mekanismer til fjernelse af markedsbrister i det indre finansielle detailmarked, som skyldes forskelle i de enkelte EU-landes lovgivning.
- Skabe lovmæssige betingelser for nye distributionskanaler for finansielle tjenesteydelser gennem nye kanaler og afstandsuaafhængige teknologier.
- Opfordre til udvikling af omkostningsbesparende og sikre grænseoverskridende betalingssystemer.

Boks 10.5 Mål 3: State-of-the-art ledelsesregler og tilsyn

Initiativer:

- Sikre at de finansielle tilsynsregler er "up to date" som følge af udviklingen af nye finansielle forretningsområder eller globaliseringen.
- Skabe høje globale standarder for regulering af tilsyn med bl.a. finansielle koncerner.
- Opstille passende standarder, således at EU's kreditinstitutsektor kan klare den stigende konkurrence.
- Bidrage til udviklingen af tilsynsstrukturer i EU, der kan sikre stabilitet i forbindelse med globalisering og ændringer af markedsstrukturer.
- Udvikle en regulerings- og tilsynsmæssig tilgang, som kan tjene som basis for en succesfuld udvidelse af EU.

Boks 10.6 Mål 4: Mere omfattende betingelser for et optimalt indre marked

For at opnå dette mål skal der:

- Forholdes til forskelle i landenes skatteregler.
- Sikres et effektivt og gennemsigtigt juridisk system for "corporate governance".

Handlingsplanen har været forelagt Rådet bestående af medlemslandenes økonomi- og finansministre (ECOFIN) den 25. maj 1999 samt Det Europæiske Råd den 3.- 4. juni 1999. Der er blandt EU-landene enighed om, at man relativt hurtigt skal søge handlingsplanen ført ud i livet, herunder fortsætte bestræbelserne på at opnå enighed om de

udestående centrale lovgivningsinitiativer til skabelse af et europæisk finansielt marked. Kommissionen skal inden årets udgang aflægge rapport til ECOFIN.

I EU-Kommissionens handlingsplan for forbrugerpolitikken 1999-2001 fremhæves bl.a., at tjenesteydelsernes - herunder de finansielle tjenesteydelsers - stigende kompleksitet vil få betydelige virkninger for forbrugerne. Der er behov for yderligere initiativer under hensyntagen til det forhold, at forbrugere køber finansielle tjenesteydelser, der efter Kommissionens vurdering i stigende grad er komplekse.

Handlingsplanen peger på nødvendigheden af et forbrugervenligt indre marked for finansielle tjenesteydelser. EU-Kommissionen har i den forbindelse til hensigt bl.a. at fremsætte forslag, der kan bringe den eksisterende forbrugercreditlovgivning "up to date". Derudover vil muligheden for forbedringer af den eksisterende lovgivningsramme for forsikringsselskaber blive overvejet med henblik på at lette den grænseoverskridende handel og styrke forbrugerbeskyttelsen.

10.3.2 Basel-komitéen og internationale kapitaldækningsregler

EU's Rådgivende Bankudvalg (BAC) er i gang med at vurdere, om kapitalkravene til kreditinstitutterne i EU bør revideres. BAC's initiativ skal ses i sammenhæng med tilsvarende tanker, som gøres i Bank of International Settlements' (BIS) banktilsynskomité, bedre kendt som "Basel-komitéen".

Basel-komitéen sendte i april 1999 et forslag til ændringer af "The Capital Accord" fra 1988 i høring. De endelige ændringer kan først forventes et stykke tid efter høringsfristens udløb i marts 2000. BAC har planer om at sende et tilsvarende papir i høring i løbet af efteråret 1999.

Med "Capital Accord" blev der indført et minimumskrav til bankernes kapitalgrundlag på 8 pct. af deres risikovægtede aktiver. Kapitalkravene har været med til at styrke det finansielle systems stabilitet, men er ikke blevet ændret i takt med udviklingen på de finansielle markeder det sidste årti. Der er derfor behov for en modernisering af det eksisterende regelsæt.

Boks 10.7 Basel-komitéens forslag til nye kapitaldækninger

Basel-komitéens forslag er bygget op omkring tre søjler: Minimumskapitalkrav, tilsynsrollen og markedsdisciplin.

- *Minimumskapitalkrav.* Det overordnede formål med denne søjle er at sikre, at kapitalkravene afspejler den faktiske risiko. Dette forsøges primært opnået ved at forbedre den måde, hvorpå kapitalkravene til kreditrisiko beregnes. Det foreslås, at solvensvægtene i fremtiden skal afhænge af debitorernes/låntagernes rating fra eksterne ratingbureauer. Dette vil imidlertid give virksomheder, som allerede er rated, en fordel, hvorfor andre modeller også overvejes. Derudover foreslås det at indføre metoder til behandling af nye finansielle instrumenter som fx kreditderivater og sikkerhedsstillelse og endelig at indføre kapitalkrav til dækning af andre risici end kredit- og markedsrisici (fx operationelle risici).
- *Tilsynsrollen.* For at sikre, at bankernes kapitalgrundlag reelt afspejler deres overordnede risikoprofil, stilles der forslag om, at tilsynsmyndighederne skal have mulighed for at sætte et kapitalkrav, der er højere end minimumskravet på 8 pct. (differentierede kapitalkrav), samt at tilsynsmyndighederne skal have mulighed for at intervenere tidligt.
- *Markedsdisciplin.* Basel-komitéen understreger vigtigheden af en effektiv markedsdisciplin og dermed gennemsigtighed på markederne. Dette kræver, at markedsdeltagerne har adgang til troværdig og rettidig information, som gør dem i stand til selv at foretage fornuftige kreditvurderinger.

Basel-komitéens forslag er bygget op omkring tre søjler: Minimumskapitalkravene, tilsynsrollen og markedsdisciplin. Forslaget er nærmere beskrevet i boks 10.7.

Det er vigtigt, at udformningen af de nye kapitaldækningsregler både i EU og i BIS-regi sikrer et "level playing field". Samtidig bør små niche- og regionalbanker ikke stilles over for for komplicerede

kapitalkrav, som giver unødige administrative byrder. Da små, regionale banker ikke opererer på de samme markeder som store, internationalt aktive banker, vil forskellige kapitalkrav til de to typer banker ikke nødvendigvis være inkonsistent med ønsket om et "level playing field".

10.3.3 Internationale regnskabsregler

På internationalt plan er harmoniseringen af regnskabspraksis blevet intensiveret de seneste år. Drivkraften i harmoniseringen har været internationaliseringen af kapitalmarkederne og store virksomheders behov for at rejse kapital på globalt plan.

Den internationale sammenslutning af børstilsyn (IOSCO) lavede i 1995 en aftale med den private, London-baserede organisation, International Accounting Standards Committee (IASC) om, at denne inden udgangen af 1998 skulle have fastlagt et sæt af regnskabsstandarder på en række kerneområder.

EU-Kommissionen besluttede at søge at påvirke processen, for at store europæiske virksomheder skulle undgå at aflægge to regnskaber efter forskellige regelsæt, samt de meget omfattende amerikanske regnskabsregler der blev lagt til grund ved udviklingen af en international regnskabspraksis. Kommissionen har i øjeblikket - som et led i denne strategi - et forslag til ændring af 4. direktiv (78/660/EØF) under udarbejdelse.

Flere europæiske lande har i 1998 vedtaget en lovgivning, der muliggør, at de største virksomheders koncernregnskaber - men ikke enkeltselskabernes regnskaber - kan efterleve IASC's standarder. Dette gælder for Tyskland, Italien, Frankrig og Belgien.

Med hensyn til regnskabsreguleringen henvises der endvidere til bilag 10.3.

10.3.4 Andre forandringer i den internationale rammeregulering

Som opfølgning på den finansielle krise i Sydøstasien og dens hurtige spredning til store dele af verdensøkonomien overvejer internationale finansielle organisationer for tiden, hvorledes kriser af denne art kan undgås.

Den finansielle krise viste, at der er områder, hvor de eksisterende standarder for lovgivning af den finansielle sektor er utilstrækkelige. For at nævne et eksempel kunne man stille større kapitalkrav, hvis en bank låner ud til hedgefonde og finansielle institutioner i off-shore centre, der *ikke* føres tilsyn med. For at afdække "huller" i de eksisterende standarder er der nedsat et såkaldt "Financial Stability Forum". Den administrerende direktør for BIS (Bank of International Settlements) Andrew Crockett er formand for dette forum, som skal rapportere til G7-landenes finansministre og centralbankguvernører.

For at kunne imødegå fremtidige kriser blev medlemmerne på IMF's årsmøde i oktober 1998 enige om at styrke Valutafondens overvågning af medlemslandenes økonomier. IMF skal øge opmærksomheden mod de økonomier, som viser svaghedstegn, og se mere på styrken af landenes finansielle sektor. Ved en stærk finansiell sektor forstås her velkapitaliserede finansielle institutioner, stærkt finanstillsyn, der efterlever internationale standarder, en politik for nødlidende finansielle institutioner og velfungerende betalingssystemer, konkurslovgivning mv.

Derudover viste den finansielle krise, at der er behov for at øge åbenheden og gennemsigtigheden i medlemslandenes økonomier. Et skridt i denne retning er at offentliggøre resultaterne af IMF's overvågning. Offentliggørelse vil lægge større pres på medlemslandenes regeringer om at føre en fornuftig økonomisk politik og dermed mindske risikoen for finansielle kriser. Flere lande herunder Danmark medvirker allerede til, at IMF's vurderinger offentliggøres.

Med samme formål har IMF udarbejdet en standard for produktion og offentliggørelse af økonomiske oplysninger. Det drejer sig bl.a. om opgørelse af et lands valutareserve, udlandsgæld og kapitalbevægelser. Endvidere har IMF udformet nogle retningslinjer for god regnskabspraksis i den offentlige administration og principper for at bekæmpe korruption. Endelig arbejder IMF også med, hvad man bør informere om med hensyn til pengepolitik og finansielt tilsyn. Alle medlemslandene opfordres til at følge principperne i disse standarder og retningslinjer, hvilket blandt andre Danmark allerede gør.

Endelig besluttede medlemmerne på IMF's møde i april 1999 at indføre en ny lånefacilitet. Den ny facilitet skal beskytte lande med en sund økonomisk udvikling mod at blive smittet af en finansiell krise i et andet land. Fremskridt med hensyn til at efterleve IMF's standarder og retningslinjer for åbenhed og gennemsigtighed må forventes at blive en forudsætning for at komme i betragtning til IMF's nye lånefacilitet.

I EU-regi har ECOFIN udarbejdet en rapport om forbedringer af det internationale finansielle system, som blev forelagt Det Europæiske Råd i Köln i juni 1999. Finansministrene i G7 drøftede på deres efterfølgende møde ligeledes i juni i Köln nye forslag til, hvordan den private sektor - og især de private banker - bedre kan inddrages i forebyggelse og løsning af finansielle kriser, hvordan den finansielle sektor kan styrkes, og hvordan IMF's Interimskomiteé kan styrkes. På IMF's årsmøde i september 1999 må man forvente, at drøftelserne især vil koncentrere sig om, hvordan man bedre inddrager den private sektor.

10.4 Fremtidsorientering af den finansielle tilsynsvirksomhed

Det er vigtigt - også i lyset af den internationale udvikling - at der sker en fortsat tilpasning af den finansielle tilsynsvirksomhed i

Danmark. Det drejer sig bl.a. om bedre tilsyn med finansielle koncerner, jf. kapitel 11, men også om en række af de nedenfor omtalte forhold.

10.4.1 Øget samarbejde med udenlandske tilsynsmyndigheder

Den højere grad af internationalisering i den finansielle sektor giver nogle afledte problemstillinger. For eksempel vil der hyppigere kunne opstå den situation, at en finansiell virksomhed har sit hovedsæde i ét land men hovedparten af sin aktivitet i et eller flere andre lande. Tilsvarende vil det kunne forekomme, at en markedsledende finansiell virksomhed på fx et dansk delmarked bliver udenlandsk ejet og dermed underlagt tilsyn i hjemlandet for den pågældende finansielle virksomhed.

Sammenhængen mellem tilsynsinteresserne på et givet marked på den ene side og den finansielle virksomhed på den anden side kan således i en vis grad blive udvisket. Tilsynsmyndigheden vil kunne få vanskeligere ved at skaffe sig et tilstrækkeligt overblik over den enkelte finansielle virksomheds risici og koncernrelationer. Dette skyldes, at ansvaret ved tilsyn ikke nødvendigvis vil blive båret af de lande, hvor den finansielle virksomhed har sine væsentligste aktiviteter. Endelig vil det kunne være uklart, hvem der har hovedinteressen i at redde den pågældende finansielle virksomhed i tilfælde af en krise.

Disse problemstillinger eksisterer allerede. Efter EF-direktiverne på det finansielle område er der hjemlandstilsyn med en finansiell virksomheds aktiviteter inden for EU/EØS, såfremt virksomheden har vedtægtsmæssigt hjemsted inden for EU/EØS.

EF-direktiverne fastslår dog også, "at principperne om gensidig anerkendelse og hjemlandstilsyn forudsætter, at de kompetente myndigheder i hver medlemsstat undlader at meddele tilladelse eller inddrager denne i de tilfælde, hvor det af sådanne forhold som drifts-

planen, den geografiske placering eller de faktiske transaktioner klart fremgår, at den finansielle virksomhed udelukkende har valgt den pågældende medlemsstats retssystem for at unddrage sig de strengere bestemmelser, der gælder i den medlemsstat, hvor den agter at drive eller allerede driver størstedelen af sin virksomhed" (Europa Parlamentets og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995), jf. bilag 1.

Finansielle virksomheder hjemmehørende uden for EU/EØS-området men med aktiviteter i EU vil fortsat være underlagt tilsyn af tilsynsmyndigheden på det pågældende marked, hvor der udøves aktiviteter. Tilsvarende vil EU-virksomheder ved aktiviteter uden for EU/EØS-området som udgangspunkt tillige være underlagt tilsyn af de stedlige tilsynsmyndigheder.

Den stigende internationalisering aktualiserer diskussionen om øget samarbejde mellem tilsynsmyndighederne i EU-landene, (idet en eventuel fælles EU-tilsynsmyndighed ikke er på dagsordenen), og sætter samtidig fokus på behovet for fortsat at arbejde for acceptable minimumsstandarder for tilsynsudøvelse.

Opmærksomheden bør i den forbindelse rettes mod tilsynsmæssigt samarbejde på tværs af landegrænser og i internationale fora, og det er vigtigt løbende at vedligeholde og udbygge det internationale kontaktnet. Ved samarbejde med andre tilsynsmyndigheder kan bl.a. markedskendskabet øges, og mulighederne for at påvirke eller blive påvirket vedrørende udviklingen af regulerings- og tilsynsmetoder forbedres.

Kendskabet til andre markeder vil bl.a. være en væsentlig forudsætning for udøvelsen af tilsynet med egne finansielle virksomheders aktiviteter på disse markeder. Ved samarbejdet med andre tilsynsmyndigheder vil der også kunne ske en konkret udfyldning af principperne for de forskellige tilsynsmyndigheders opgaver. Dette kan fx ske i forbindelse med finansielle grupper, der har aktiviteter i flere forskellige lande; ikke kun i forbindelse med krisesituationer men

også i forbindelse med den løbende tilsynsindsats over for sådanne grænseoverskridende gruppestrukturer. Dette sker blandt andet for at forebygge, at krisesituationer opstår.

Endvidere vil det kunne være hensigtsmæssigt for Finanstilsynet i et vist omfang at benytte udstationering af medarbejdere hos udenlandske tilsynsmyndigheder, som fører tilsyn med virksomheder, der har aktiviteter inden for forretningsområder, hvor kun en enkelt eller få danske virksomheder har aktiviteter.

Der lægges i det internationale samarbejde i Den internationale Valutafond, IAIS, BIS mv. vægt på at udvikle metoder og praksis, der underbygger et effektivt tilsyn og sunde virksomhedsstandarder. Bl.a. den finansielle krise i Asien har sat fokus på nødvendigheden heraf. Det er i den forbindelse vurderingen, at Finanstilsynet lever op til samtlige de minimumsstandarder, der i forskellige fora er fastsat på de forskellige finansielle virksomhedsområder.

10.4.2 Øget markedsorientering af det finansielle tilsyn

Et konkurrencedygtigt finansielt marked forudsætter stor gennemsigtighed, hvilket bl.a. er forudsætningen for at tiltrække investorer. Samtidig vil øget gennemsigtighed også indebære en øget markeds-mæssig overvågning af de finansielle virksomheder foretaget af de professionelle investorer. Denne form for markeds-mæssigt tilsyn kan med fordel supplere den almindelige tilsynsvirksomhed foretaget af Finanstilsynet.

Der er derfor nedsat et udvalg under Finanstilsynet med det formål at opbygge et sæt af nøgletal rettet mod de professionelle aktører (virksomhedernes ledelse og professionelle investorer). Nøgletallene kan offentliggøres i forbindelse med virksomhedernes årsregnskaber og i femårsoversigter belyse de finansielle virksomheders økonomiske styrke og risikoprofil.

Selve udformningen af de relevante nøgletal bør dels ske under hensyntagen til en tværgående sammenlignelighed i videst mulige omfang, dels under hensyntagen til ikke at hæmme institutternes konkurrencemæssigstilling som følge af oplysningsforpligtelserne. Sådanne nøgletal findes allerede inden for forsikringssektoren samt investeringsforenings- og specialforeningsområdet men bør som nævnt udstrækkes til at omfatte hele den finansielle sektor.

Endvidere kan der nedsættes en arbejdsgruppe, der skal overveje regler om regnskabstal inkl. henholdsvis ekskl. puljeordninger - herunder regnskabsmeddelelser.

10.4.3 Mere fleksible kapitalkrav

I 1996 blev der indført en bestemmelse i bank- og sparekasseloven om, at hvis Finanstilsynet finder, at et pengeinstitut har en særlig risikofyldt porteføjlje, kan tilsynet foretage en værdiansættelse af låneporteføljen, der afviger fra det almindelige going concern-princip. Dette indebærer, at Finanstilsynet fx kan forlange en yderligere nedskæring af værdien af udlånsporteføljen (kræve ekstraordinære hensættelser), selv om den aktuelle risiko på de enkelte lån ikke tilsiger dette. Sådanne ekstraordinære hensættelser bevirker en reduktion af den ansvarlige kapital, således at solvens-kravet bliver vanskeligere at opfylde for pengeinstituttet. Denne bestemmelse er imidlertid vanskelig at anvende i praksis, da det er vanskeligt at fastsætte operationelle kriterier for, hvordan de ekstraordinære hensættelser skal foretages.

I stedet for regler om ekstraordinære hensættelser kan der tænkes anvendt kapitaldækningskrav, som er højere end de normale 8 pct. Et sådant krav vil skulle afspejle en højere risikoprofil i forbindelse med instituttets udlånsporteføjlje. Denne praksis kendes fra Storbritannien. Mere differentierede kapitalkrav, der i højere grad afspejler det enkelte instituts risici end det nuværende system, falder ligeledes godt i tråd med de indledende drøftelser i Basel-komitéen, jf. afsnit 10.3.3.

Med regler om mere differentierede kapitalkrav vil der kunne tages hensyn til de særligt høje risici uden at bryde med princippet om, at regnskabet skal aflægges ud fra et going concern-princip. Det er vigtigt, at det stadig er muligt at sammenligne det pågældende pengeinstituts regnskab med andre pengeinstitutter, hvilket kræver, at værdiansættelsesprincipperne er de samme.

De differentierede kapitalkrav giver mulighed for mere direkte at sikre den nødvendige overensstemmelse mellem risikoprofil og økonomisk styrke, idet et øget kapitalkrav normalt vil indebære, at der bliver behov for tilførsel af yderligere kapital til selskabet. Samtidig skal en eventuel ændring tage højde for, at valget af risikoprofil er instituttets eget, således at der ikke sker indgriben i ledelsesansvaret.

Disse overvejelser i Basel-komiteén vil i den kommende tid blive drøftet i EU-regi med henblik på overvejelser om, hvorvidt de skal implementeres i EU's regelsæt.

En eventuel indførelse af differentierede kapitalkrav bør bygge på en nærmere vurdering af implikationerne heraf.

Et andet spørgsmål, der også ved tidligere lejligheder er blevet rejst, er den supplerende kapitalers stilling i forbindelse med en krise i et pengeinstitut.

Den supplerende kapital udgør sammen med (primært) kernekapitalen pengeinstitutternes økonomiske stødpude og er som sådan et helt centralt element i sikringen af finansiell stabilitet og beskyttelse af indskyderen. Dette understøttes af et lovmæssigt krav om, at kapitalgrundlaget til enhver tid skal udgøre minimum 8 pct. af instituttets risikovægtede aktiver mv.

Adgangen til at opfylde indtil halvdelen af et pengeinstituts kapitalkrav med supplerende kapital er fastsat i EU's egenkapitaldirektiv og er i øvrigt et internationalt anvendt princip.

Ved gennemførelsen i dansk lovgivning af bestemmelserne om supplerende kapital var det ønsket at få en kapitaltype, som kunne medgå til dækning af tab i tilfælde af rekonstruktion uden for konkurs eller likvidation af pengeinstituttet. Med de nugældende regler for supplerende kapital hersker der imidlertid en vis usikkerhed om kapitalens stilling i forbindelse med en krise i et pengeinstitut.

Det er uklart, om indehavere af supplerende kapital kan indgive konkursbegæring mod pengeinstituttet. På den baggrund har Økonomiministeriet ved tidligere lejligheder anbefalet en afklaring af lovteksten⁵), enten ved eksplicit at fratage indehaverne af supplerende kapital retten til at indgive konkursbegæring eller alternativt ved at foretage en præcisering af insolvensbegrebet, hvorefter den supplerende kapital ikke indgår ved insolvensbedømmelsen.

Det er i den sammenhæng blevet fremført, at det bør overvejes, om det er muligt at kombinere tiltaget med muligheden for i en krisesituation at tvangskonvertere supplerende kapital til aktiekapital. Dette vil bidrage til at lette en rekonstruktion, da et af de største problemer i forbindelse hermed ofte vil være at fremskaffe tilstrækkelig kernekapital. Konverteringen kan eventuelt ske på et tidligere tidspunkt, end når kapitalen efter de gældende regler nedskrives. Konverterbar efterstillet kapital er et instrument, som i forskellige former kendes internationalt.

Fordelen for indehaverne af den supplerende kapital ved en konvertering vil bl.a. være øget indflydelse samt mulighed for udbytte afhængig af instituttets fremtidige resultater. Det kan dog ikke udelukkes, at det vil blive betragtet som en forringelse af investorers

⁵ Se Økonomiministeriets publikationer "Den danske pengeinstitutsektor" (1994) og "Håndtering af pengeinstitutkriser" (1997).

nes vilkår, hvilket igen vil kunne påvirke lånevilkårene for nogle kreditinstitutter.

Udvalget anbefaler, at problemstillingen vedrørende supplerende kapital undersøges nærmere. Undersøgelsen bør indeholde analyser af:

- Rettighederne for indehaverne samt kravene til supplerende kapital, herunder at en række bestemmelser bliver ufravigelige.
- Muligheden for i en krisesituation at tvangskonvertere den supplerende kapital til aktiekapital.
- De skattemæssige aspekter.

I forbindelse med overvejelserne om disse ændringer skal der foretages en undersøgelse og vurdering af, om danske pengeinstitutters vilkår bliver afvigende fra, hvad der er internationalt gældende. Såfremt dette er tilfældet, vil der være en risiko for, at danske kreditinstitutter enten ikke kan fremskaffe denne type kapital eller kun kan fremskaffe den til en højere pris.

10.4.4 Finanstilsynet og konkurrencereglerne

Konkurrenceforhold får stadig stigende betydning, og derfor er det vigtigt med et godt samspil mellem tilsyns- og konkurrencemyndighederne.

I medfør af Konkurrencelovens § 14 varetager Konkurrencestyrelsen den daglige administration af Konkurrenceloven, medens Konkurrencerådet har ansvaret for den overordnede administration af loven og regler udstedt i medfør heraf. Formålet med Konkurrenceloven er at fremme et effektivt marked ved bl.a. at forbyde konkurrencebegrænsende aftaler.

Tidligere var både hensynet til konkurrence og hensynet til stabilitet i den finansielle sektor samlet under ét i Finanstilsynet. Adskillelsen af de to hensyn i to styrelser skete ud fra et ønske om en arbejdsdeling, som betød øget kompetence til den enkelte myndighed. Endvidere skete adskillelsen for at forhindre interessekonflikter.

I Norge er konkurrenceregler i højere grad end i EU-landene indarbejdet i den finansielle tilsynslovgivning og dermed under Kredittilsynet. Der er i Norge foretaget en nærmere præcisering af grænsefladen de to tilsyn med hensyn til de juridiske kompetencer.

I Sverige kan arbejdsdelingen mellem det finansielle tilsyn og konkurrencemyndigheden sammenlignes med Danmark. Der afholdes ca. 3 møder om året mellem de to myndigheder, hvor emner med relevans for de respektive myndigheder diskuteres. Lignende arbejdsdeling mellem myndighederne med uformelle kontakter og konsultationer kendes også fra Finland, Island og Tyskland.

Det er vurderingen, at arbejdsdelingen mellem Finanstilsynet og Konkurrencestyrelsen er fornuftig. Internationalt lægges der også vægt på, at de to myndigheder er selvstændige og uafhængige, samtidig med at der foregår et samarbejde.

Bilag 1 Direktiver mv. for det finansielle område

Direktiver mv. - kreditinstitutområdet

73/183/EØF	Rådets direktiv af 18. juni 1973 om ophævelse af begrænsninger i etableringsfriheden og den fri udveksling af tjenesteydelser ved selvstændig virksomhed inden for banker og andre pengeinstitutter.
77/780/EØF	Rådets første direktiv af 12. december 1977 om samordning af lovgivningen om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (1. bank) som ændret ved Rådets direktiver 85/345/EØF af 8. juli 1985, 86/524/EØF af 27. oktober 1986, 89/646/EØF af 15. december 1989 og 96/13/EF af 11. marts 1996, berigtigelse til 89/646/EØF af 15. december 1989 samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiver 95/26/EF af 29. juni 1995 og 98/33/EF af 22. juni 1998
86/137/EØF	Rådets direktiv af 17. april 1986 om tilladelse til visse medlemsstater til yderligere udsættelse af gennemførelsen af direktiv 77/780/EØF for så vidt angår visse kreditinstitutter
86/635/EØF	Rådets direktiv af 8. december 1986 om bankers og andre penge- og finansieringsinstitutters årsregnskaber og konsoliderede regnskaber
89/117/EØF	Rådets direktiv af 13. februar 1989 om de forpligtelser med hensyn til offentliggørelse af årsregnskabsdokumenter, der påhviler de i en medlemsstat etablerede filialer af kreditinstitutter og

finansieringsinstitutter med hjemsted uden for denne medlemsstat

- | | |
|------------|---|
| 89/299/EØF | Rådets direktiv af 17. april 1989 om kreditinstitutters egenkapital som ændret ved Rådets direktiver 91/633/EØF af 3. december 1991, 92/16/EØF af 16. marts 1992 og 92/30/EØF af 6. april 1992 |
| 89/646/EØF | Rådets andet direktiv af 15. december 1989 om samordning af lovgivningen om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut og om ændring af direktiv 77/780/EØF (2. bank) som ændret ved Rådets direktiv 92/30/EØF af 6. april 1992, berigtigelse til 92/30/EØF af 6. april 1992 samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995 |
| 89/647/EØF | Rådets direktiv af 18. december 1989 om solvensnøgletal for kreditinstitutter som ændret ved Rådets direktiver 92/30/EØF af 6. april 1992 og 96/10/EF af 21. marts 1996, Kommissionens direktiver 91/31/EØF af 19. december 1990, 94/7/EF af 15. marts 1994, 95/15/EF af 31. maj 1995 og 95/67/EF af 15. december 1995 samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/32/EF af 22. juni 1998 og 98/33/EF af 22. juni 1998 |
| 91/308/EØF | Rådets direktiv af 10. juni 1991 om forebyggende foranstaltninger mod anvendelse af det finansielle system til hvidvaskning af penge |
| 92/30/EØF | Rådets direktiv 92/30/EØF af 6. april 1992 om tilsyn med kreditinstitutter på et konsolideret grundlag samt berigtigelse hertil |

92/121/EØF	Rådets direktiv 92/121/EØF af 21. december 1992 om overvågning af og kontrol med store engagementer
93/6/EØF	Rådets direktiv 93/6/EØF af 15. marts 1993 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/31/EF af 22. juni 1998 og 98/33/EF af 22. juni 1998
94/19/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 94/19/EF af 30. maj 1994 om indskudsgarantiordninger
97/5/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/5/EF af 27. januar 1997 om grænseoverskridende pengeoverførsler samt berigtigelse hertil

Direktiver mv. - forsikringsområdet

64/225/EØF	Rådets direktiv af 25. februar 1964 om ophævelse af begrænsningerne i etableringsfriheden og den fri udveksling af tjenesteydelser inden for genforsikring og retrocession
73/239/EØF	Rådets første direktiv af 24. juli 1973 om samordning af de administrativt eller ved lov fastsatte bestemmelser om adgang til udøvelse af direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring som ændret ved Rådets direktiver 76/580/EØF af 29. juni 1976, 84/641/EØF af 10. december 1984, 87/343/EØF af 22. juni 1987, 87/344/EØF af 22. juni 1987, 88/357/EØF af 22. juni 1988, 90/618/EØF af 8. november 1990, 90/619/EØF af 8. november 1990 og 92/49/EØF af 18. juni 1992

samt Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995 (1. skade)

- | | |
|------------|---|
| 73/240/EØF | Rådets direktiv af 24. juli 1973 om ophævelse af begrænsninger i etableringsfriheden inden for direkte forsikring bortset fra livsforsikring |
| 77/92/EØF | Rådets direktiv af 13. december 1976 om foranstaltninger med henblik på at lette den faktiske udøvelse af etableringsfriheden og den fri udveksling af tjenesteydelser inden for virksomhed som forsikringsagent eller forsikringsmægler (fx gruppe 630 CITI), herunder navnlig overgangsforanstaltninger for disse former for virksomhed |
| 78/473/EØF | Rådets direktiv af 30. maj 1978 om samordning af administrativt eller ved lov fastsatte bestemmelser vedrørende coassurancevirksomhed inden for Fællesskabet |
| 79/267/EØF | Rådets første direktiv af 5. marts 1979 om samordning af de administrativt og ved lov fastsatte bestemmelser om adgang til og udøvelse af direkte livsforsikringsvirksomhed som ændret ved Rådets direktiver 90/619/EØF af 8. november 1990 og 92/96/EØF af 10. november 1992 samt Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995 (1. liv) |
| 87/344/EØF | Rådets direktiv af 22. juni 1987 om samordning af de ved lov eller administrativt fastsatte bestemmelser om retshjælpsforsikring |
| 88/357/EØF | Rådets andet direktiv af 22. juni 1988 om samordning af love og administrative bestemmelser ved- |

rørende direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring, om fastsættelse af bestemmelser, der kan lette den faktiske gennemførelse af den fri udveksling af tjenesteydelser, og om ændring af direktiv 73/239/EØF som ændret ved Rådets direktiver 90/618/EØF af 8. november 1990 og 92/49/EØF af 18. juni 1994 (2. skade)

90/619/EØF Rådets andet direktiv af 8. november 1990 om samordning af love og administrative bestemmelser vedrørende direkte livsforsikringsvirksomhed, om fastsættelse af bestemmelser, der kan lette den faktiske gennemførelse af den fri udveksling af tjenesteydelser, og om ændring af direktiv 79/267/EØF som ændret ved Rådets direktiv 92/96/EØF af 10. november 1992 (2. liv)

1534/91 Rådets forordning (EØF) nr. 1534/91 af 31. maj 1991 om anvendelse af Traktatens artikel 85, stk. 3, på visse kategorier af aftaler, vedtagelser og samordnet praksis på forsikringsområdet

91/370/EØF Rådets afgørelse af 20. juni 1991 om indgåelse af aftalen mellem Det Europæiske Økonomiske Fællesskab og Schweiz om direkte forsikring bortset fra livsforsikring

91/371/EØF Rådets direktiv af 20. juni 1991 om gennemførelse af aftalen mellem Det Europæiske Økonomiske Fællesskab og Schweiz om direkte forsikring bortset fra livsforsikring

2155/91 Rådets forordning (EØF) nr. 2155/91 af 20. juni 1991 om fastsættelse af særlige gennemførelsesbestemmelser til artikel 37 og 39 og 40 i aftalen

mellem Det Europæiske Økonomiske Fællesskab og Schweiz om direkte forsikring bortset fra livsforsikring

91/674/EØF Rådets direktiv af 19. december 1991 om forsikringsselskabers årsregnskaber og konsoliderede regnskaber

91/675/EØF Rådets direktiv af 19. december 1991 om nedsættelse af en forsikringskomité

92/49/EØF Rådets direktiv 92/49/EØF af 18. juni 1992 om samordning af love og administrative bestemmelser vedrørende direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring og om ændring af direktiv 73/239/EØF og 88/357/EØF som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995 (3. skade)

92/96/EØF Rådets direktiv 92/96/EØF af 10. november 1992 om samordning af love og administrative bestemmelser vedrørende direkte livsforsikringsvirksomhed og om ændring af direktiv 79/267/EØF og 90/619/EØF som ændret ved Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995 (3. liv)

3932/92 Kommissionens forordning (EØF) nr. 3932/92 af 21. december 1992 af Traktatens artikel 85, stk. 3, på visse kategorier af aftaler, vedtagelser og samordnet praksis på forsikringsområdet

98/78/EF Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/78/EF af 27. oktober 1998 om supplerende tilsyn med forsikringsselskaber i en forsikringsgruppe

Direktiver mv. - børsområdet

79/279/EØF	Rådets direktiv af 5. marts 1979 om samordning af betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs som ændret ved Rådets direktiver 82/148/EØF af 3. marts 1982 og 88/627/EØF af 12. december 1988
80/390/EØF	Rådets direktiv af 17. marts 1980 om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres med henblik på optagelse af værdipapirer til officiel notering på en fondsbørs som ændret ved Rådets direktiver 82/148/EØF af 3. marts 1982, 87/345/EØF af 22. juni 1987, 90/211/EØF af 23. april 1990 og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 94/18/EF af 30. maj 1994
82/121/EØF	Rådets direktiv af 15. februar 1982 om periodiske oplysninger, der skal offentliggøres af selskaber, hvis aktier er optaget til officiel notering på en fondsbørs
88/627/EØF	Rådets direktiv af 12. december 1988 om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab
89/298/EØF	Rådets direktiv af 17. april 1989 om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udstedelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden

89/592/EØF	Rådets direktiv af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insiderhandel
93/22/EØF	Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer som ændret ved Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995
98/26/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/26/EF af 19. maj 1998 om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer

Direktiver mv. - fondsmæglerselskabsområdet

93/6/EØF	Rådets direktiv 93/6/EØF af 15. marts 1993 om kravene til investeringsselskabers og kreditinstitutters kapitalgrundlag som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiver 98/31/EF af 22. juni 1998 og 98/33/EF af 22. juni 1998
93/22/EØF	Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer som ændret ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995
97/9/EF	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 97/9/EF af 3. marts 1997 om investorgarantiordninger

Det tilføjes, at en række af de direktiver, der er nævnt i notatet "Direktiver mv. - Bankområdet", tillige finder anvendelse på fondsmæglerselskaber, selv om de er vedtaget før investeringsservicedirektivet.

Direktiver mv. - investeringsforeningsområdet

85/611/EØF	Rådets direktiv af 20. december 1985 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) som ændret ved Rådets direktiv 88/220/EØF af 22. marts 1988 samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 95/26/EF af 29. juni 1995
------------	---

Bilag 10.2 Resultat af undersøgelsen "Tilsynet med den finansielle sektor - en nordisk undersøgelse"

Finanstilsynet har foretaget en undersøgelse af, i hvilket omfang den regulering og tilsynspraksis, danske finansielle virksomheder er underlagt, måtte afvige fra den tilsvarende regulering i Norge, Sverige og Finland med særlig fokus på tilsynet med interne kontroller og forretningsgange.

Der har i denne forbindelse været fokuseret på området interne kontroller og forretningsgange foranlediget af specielt en debat om forholdet mellem tilsyn og virksomhedsledelse i forlængelse af Finanstilsynets udnyttelse af en hjemmel i bank- og sparekasseloven til at udstede nærmere retningslinier for pengeinstitutters forretningsgange og interne kontroller. Af tidsmæssige årsager har det været nødvendigt at begrænse den undersøgte landekreds til at omfatte de nordiske lande Norge, Sverige og Finland.

Undersøgelsen omfattede også regulering og tilsynspraksis for så vidt angår forsikringsselskaber. En mere fyldestgørende undersøgelse ville for forsikringsselskabers vedkommende formentlig også skulle omfatte det engelske og tyske marked. For realkreditinstitutterne er det formentlig de tyske virksomheder, som udgør de nærmeste konkurrenter i en international sammenligning. Det er dog vurderingen, at en nordisk sammenligning også er relevant for forsikringsselskaber henset til de aktiviteter, der gennem længere tid har kunnet konstateres på det nordiske forsikringsmarked.

Resultatet af undersøgelsen er, at der ikke umiddelbart er forskelle af betydning mellem Danmark, Norge, Sverige og Finland for så vidt angår den samlede reguleringsintensitet på området interne kontroller og forretningsgange. Der kan være forskel på, hvorledes den nationale regulering umiddelbart fremtræder, dvs. i finansiell lovgivning eller anden lovgivning, i bekendtgørelser, i vejledninger eller ved undersøgelser, men i praksis har tilsynsmyndighederne i de nordiske lande en

meget ensartet opfattelse af, hvad der skal til, for at den organisatoriske opbygning i en finansiell virksomhed kan karakteriseres som betryggende.

Generelt gælder, at der i alle de nordiske lande er fastsat regler vedrørende interne kontroller og forretningsgange i finansielle virksomheder. Der er dog kun meget få eksplicitte bestemmelser i de finansielle love om interne kontroller og forretningsgange, og i alle landene henvises der herom til den almindelige aktieselskabslovgivning. På konkrete områder er der dog tillagt tilsynsmyndighederne hjemmel til at fastsætte nærmere regler. På denne baggrund er der i varierende omfang fastsat regulering i form af henholdsvis bekendtgørelser og vejledninger, eller reguleringen udtrykkes ved undersøgelser på stedet, eventuelt i henhold til inspektionshåndbøger.

Internationale sammenligninger af reguleringsintensiteten på et område, dvs. summen af lovregulering, forskrifter udstedt i medfør heraf, vejledninger, nyhedsbreve, undersøgelser på stedet og lignende, kan være hensigtsmæssige af mange årsager, men vanskeliggøres af kulturelle forskelle, forskellig sprogbrug eller endda forskellig betydning af umiddelbart ens sprogbrug, hvor "bør" i nogle tilfælde eksempelvis betyder "skal". Tilsvarende vil det forekomme, at der ved undersøgelser på stedet og ved tilbagemeldinger på disse til de finansielle virksomheder i praksis sker en regulering, som ikke er nedfældet i love, forskrifter eller lignende, og hvorfor det følgelig ikke nødvendigvis på baggrund af en tekstsammenligning vil være muligt at afgøre, hvorvidt reguleringsintensiteten i det ene land måtte overstige den tilsvarende regulering i et andet land. Det mest betydnende forhold synes at skulle findes i de tilsynsmæssige grundholdninger hos den enkelte tilsynsmyndighed og institutternes opfattelse af og reaktion på tilsynets udmeldinger.

I denne forbindelse bemærkes det for eksempel, at en væsentlig del af reguleringen på det finansielle område i Sverige, herunder interne kontroller og forretningsgange, fastsættes i form af "almene råd" fra

Finansinspektionen. Disse almene råd er ikke umiddelbart retsligt bindende, men den udbredte anvendelse skal ses på baggrund af, at det er nemt løbende at foretage ændringer heri, når der er et behov for dette. De almene råd vil ofte være udtrykt i en "bør"-form, men afspejler langt henad vejen Finansinspektionens praksis ved undersøgelser. I Norge vil Kredittilsynet som i Sverige oftest benytte sig af sprogbrugen "bør" ved udstedelse af vejledninger mv., og også her bliver sådanne anbefalinger i praksis fulgt. I Finland anvender Finansinspektionen i en vejledning for kreditinstitutter om intern kontrol og intern revision sprogbrugen "skal". Finanstillstyret har i den tidligere omtalte vejledning vedrørende forretningsgange og interne kontroller i pengeinstitutter anvendt sprogbrugen "skal".

Revisionsområdet

Finanstillstyret foreskriver ofte, at revisionen i en finansiel virksomhed skal erklære sig eksplicit om konkrete forhold eller dispositioner i eller vedrørende den finansielle virksomhed. Dette genfindes ikke i de øvrige nordiske lande. I Sverige har Finansinspektionen ikke hjemmel til at stille krav til den valgte eksterne revision. Der er endvidere heller ikke i Sverige fastsat eksplicitte krav om intern revision. Tilsvarende gør sig gældende i Norge, hvor Kredittilsynet ikke kræver erklæringer vedrørende revision af andre forhold end de rent regnskabsmæssige, og hvor Kredittilsynet alene modtager revisionens erklæringer vedrørende årsregnskabet. Heller ikke i Finland stilles der krav til revisionens eksplicitte erklæringer på specifikke virksomhedsområder.

Til en fyldestgørende beskrivelse af situationen på revisionsområdet i Sverige hører dog bl.a., at Finansinspektionen på baggrund af en hjemmel hertil udnævner sin egen revisor i de enkelte finansielle virksomheder med de samme rettigheder som de af virksomheden valgte revisorer.

I Norge er der krav om såkaldte kontrolkomiteer i de enkelte finansielle virksomheder, hvis opgave er at føre tilsyn med den finansielle

virksomhed, herunder om den drives hensigtsmæssigt, betryggende og i overensstemmelse med love, forskrifter, vedtægter og retningslinier fastsat af repræsentantskab og generalforsamling. Der er udstedt forskrifter om instruks for disse kontrolkomiteers arbejde, hvoraf det bl.a. fremgår, at komiteen skal opnå en begrundet overbevisning om, at bestyrelse og direktion har foranstaltet etablering af styrings- og kontrolsystemer, som sætter dem i stand til at føre en effektiv kontrol med virksomheden. Kontrolkomiteen skal i denne forbindelse opnå en begrundet overbevisning om, at bestyrelsen påser, at kontrollerne virker som forudsat, og at bestyrelsen fastsætter nødvendige tiltag for at begrænse væsentlige tabsrisici.

I Finland arbejdes der på at få etableret et lovgrundlag som i Sverige med tilsynets egen revisor. Hvor Danmark umiddelbart fremstår med en relativt vid regulering på revisionsområdet, viser det sig således i realiteten, at man i de øvrige nordiske lande går noget videre end i Danmark.

Kreditområdet

For kreditinstitutter svarer reguleringen i de øvrige nordiske lande i store træk til reguleringen i Danmark udtrykt ved udkastet til vejledning efter bank- og sparekasselovens § 18a, stk. 2, hvilket i øvrigt svarer til reguleringsniveauet efter internationale anbefalinger, jf. fx rapporten Internal Control Systems of Credit Institutions fra juli 1997 udarbejdet af The Banking Supervisory Sub-Committee under European Monetary Institute. I Finland er reguleringen på dette område dog noget mere detaljeret, men vejledningen på området, som i store træk svarer til systemerne i de største institutter, er afhandlet med branchen, således at der er bred accept heraf.

Generelt er der i Finland stor opmærksomhed på, hvem reglerne henvender sig til. Blandt de mindre institutter udtrykkes der ofte ønske om mere præcise retningslinier/regler, således at man ved, hvad man har at rette sig efter, medens specielt de større institutter ønsker en mindre detaljeringsgrad. Finansinspektionen forsøger at udfærdige

reglerne med størst mulig hensyntagen hertil og med tilskyndelse til, at ledelserne selv aktivt skal overveje og håndtere problemstillingerne.

Markedsrisikoområdet

Markedsrisikoområdet har som nævnt været underkastet en særskilt gennemgang. Konklusionerne på dette område er stort set de samme som de konklusioner, der kan drages for reguleringen og tilsynsvirk-somheden som helhed.

Der skønnes således ikke at være væsentlig forskel på reguleringsintensiteten på markedsrisikoområdet de nordiske lande imellem.

Det må dog vurderes, at de danske solvensregler indebærer lidt højere solvenskrav end de øvrige nordiske landes solvensregler. Dette skyldes primært den forskellige definition af handelsbeholdningen.

Vedrørende markedsrisikoundersøgelser afviger disse i de øvrige nordiske lande lidt fra de danske, idet undersøgelserne i de øvrige lande primært har karakter af målrettede undersøgelser, hvor nogle få specifikke områder gennemgås. De danske markedsrisikoundersøgelser er hidtil primært blevet foretaget som bredere undersøgelser, hvor en del områder er blevet gennemgået. Til gengæld foretages undersøgelserne hyppigere i de øvrige nordiske lande end i Danmark. Den samlede ressourceanvendelse til markedsrisikoundersøgelser i Danmark skønnes således ikke at afvige væsentligt fra ressourceanvendelsen i de øvrige nordiske lande. Det er desuden vurderingen, at materialet gennemgået ved undersøgelserne er stort set det samme i alle landene, om end der er lidt forskel på, hvad der indkaldes i forvejen, og hvad der gennemlæses på stedet.

Særligt vedrørende forsikringsselskaber

Generelt synes reguleringen af forsikringsselskaber at være mindre omfattende og detaljeret udformet end for kreditinstitutter. Dette gælder i alle nordiske lande. Sammenholdt med Danmark er regu-

leringssituationen mindre omfattende i Finland, medens der i Sverige skriftligt er fastsat meget detaljerede retningslinier (herunder almene råd) på konkrete virksomhedsområder, eksempelvis håndtering af tegningsrisici og genforsikringsrisici. I Sverige omfatter kravene til registrering af aktiver til dækning af de forsikringsmæssige hensættelser også skadesforsikringsselskaber, og i Norge er der for kapitalforvaltningsområdet udstedt specifikke forskrifter for fastsættelse af forretningsgange svarende til reguleringen på kreditinstitutområdet.

Generelt er det dog vurderingen, at det ved undersøgelser af forsikringsselskaber er de samme forhold, som tages op og de samme holdninger, der udtrykkes hertil i Danmark, Norge og Sverige.

Spekulationsbestemmelser

På området for spekulationsbestemmelser synes reguleringen for finansielle virksomheder i Danmark at gå videre end i de øvrige nordiske lande. I Norge er der dog fremsat et lovforslag om tilsvarende forhold, som omhandlet i de danske bestemmelser. Der foreligger i Norge allerede en forskrift om spekulationsvirksomhed, men denne er mindre omfattende end reguleringen i den danske lovgivning.

EF-direktiverne indeholder ikke regler om spekulation eller ledelsens adgang til at varetage andre hverv. De fastsatte regler i Danmark i lov nr. 475 af 10. juni 1997 om spekulation og ledelsens adgang til at varetage andre hverv har således ikke sit udspring i EF-direktiverne, men er en præcisering af de regler om spekulation og ledelsens andre hverv, som har eksisteret i dansk ret siden banklovgivningen af 1930, og som løbende har undergået ændringer.

Bilag 10.3 International harmonisering af regnskabspraksis

Harmoniseringen af regnskabspraksis er på internationalt plan intensiveret de seneste år. Drivkraften i harmoniseringen har været internationaliseringen af kapitalmarkederne og store virksomheders behov for at rejse kapital på globalt plan. Manglen på fælles regnskabspraksis har vist sig at være en hæmsko for denne udvikling. Specielt rejste der sig vanskeligheder for europæiske virksomheder, når de ønskede at lade sig børsnotere på amerikanske børser. De amerikanske børser mente ikke, at traditionel europæisk regnskabspraksis levede op til amerikanske krav og krævede som en forudsætning for børsnotering, at regnskaberne blev aflagt efter amerikanske standarder.

Regnskabsregulering i EU og international harmonisering af regnskabspraksis

EU's forsøg på at nå frem til en aftale på basis af gensidig anerkendelse af den eksisterende regnskabspraksis strandede i 1995. I stedet indgik den internationale sammenslutning af børstilsyn (IOSCO) i 1995 en aftale med den private, London-baserede organisation, International Accounting Standards Committee (IASC) om, at denne inden udgangen af 1998 skulle have fastlagt et sæt af regnskabsstandarder på en række kerneområder. Regnskaber aflagt efter disse standarder skulle herefter anerkendes af samtlige børser omfattet af IOSCO.

Kommissionen besluttede derfor at søge at påvirke processen med udarbejdelse af regnskabsstandarder i IASC-regi, samt at EU's regnskabsdirektiver løbende måtte tilpasses. Formålet med denne strategi var at undgå, at store europæiske virksomheder skulle aflægge to regnskaber efter forskellige regelsæt, samt at undgå, at de amerikanske regnskabsregler blev lagt til grund ved udviklingen af en international regnskabspraksis.

Kommissionen har i øjeblikket - som et led i denne strategi - et forslag til ændring af 4. direktiv (78/660/EØF) under udarbejdelse. Ændringsforslaget har til formål at skabe mulighed for, at finansielle instrumenter kan optages i regnskabet til dagsværdi ("fair value") i lighed med, hvad der gælder efter IASC's standard fra 1998 om finansielle instrumenter (IAS 39).

Flere europæiske lande har i 1998 vedtaget en lovgivning, der muliggør, at de største virksomheders koncernregnskaber - men ikke enkeltsekskabernes regnskaber - kan efterleve IASC's standarder. Dette gælder for Tyskland, Italien, Frankrig og Belgien.

Regnskabsreguleringen i Danmark

I 1998 har der i Regnskabsrådets regi været gennemført et udvalgsarbejde, som har haft til formål at udarbejde grundlaget for en ny årsregnskabslov. Det er planen, at der på grundlag af udvalgets rapport skal udfærdiges et forslag til en ny årsregnskabslov, som skal fremsættes i Folketinget i begyndelsen af år 2000.

De overvejelser, der er indeholdt i rapporten, er i høj grad præget af udviklingen i international regnskabspraksis, herunder udviklingen fra transaktionsbaseret regnskabsteori til værdibaseret regnskabsteori. Det er tanken, at forslaget til en ny årsregnskabslov - såvidt EF-direktiverne tillader det - skal tage udgangspunkt i målingen af virksomhedernes aktiver og forpligtelser til disses aktuelle værdi (dagsværdi eller "fair value").

Regnskabsregler og den finansielle sektor

Regnskabsinformation er af afgørende betydning for kapitalmarkederne, fordi den danner beslutningsgrundlag for de økonomiske agents handlinger i relation til virksomhederne. Det drejer sig eksempelvis om investeringsbeslutninger, kreditgivning, etablering af kundeforbindelse eller samarbejde mellem virksomheder.

Jo mere relevante og pålidelige regnskaberne er, jo bedre grundlag har beslutningstagerne for at træffe de rigtige beslutninger i relation til virksomhederne. God regnskabspraksis er derfor afgørende for et gennemsigtigt og velfungerende finansielt marked.

Det er disse sammenhænge, der har været drivkraften i udviklingen af en international regnskabsregulering de senere år. Det har specielt været investorers behov for relevant og pålidelig information om virksomhederne til brug for investeringsbeslutninger, der har været udgangspunkt for udviklingen.

De finansielle virksomheder er i deres egenskab af investorer og kreditgivere afhængige af pålidelig og relevant regnskabsinformation og dermed af en god regnskabspraksis i almindelighed. Samtidig er de finansielle virksomheder selv leverandører af regnskabsinformation om deres egen virksomhed.

Udviklingen mod stadig mere relevante og pålidelige regnskaber af hensyn til et gennemsigtigt og velfungerende finansielt marked er ikke modsigelsesfri. Virksomhedsledelserne kan således have en interesse i at lade udarbejde regnskaber med skjulte sikkerhedsmargener, som kan opfange og dække over en ugunstig udvikling og uventede tab i en periode.

Ligeledes har de finansielle tilsynsmyndigheder traditionelt haft den opfattelse, at fuld gennemsigtighed om de finansielle virksomheders økonomiske situation i en række tilfælde kan være skadelig for de enkelte virksomheders overlevelsesmuligheder. Dette skyldes, at offentlighed om en ugunstig økonomisk udvikling i en virksomhed kan være selvforstærkende og føre til sammenbrud, hvis omverdenen som følge heraf mister tilliden til virksomheden.

Kapitel 11

Det fremtidige tilsyn med finansielle koncerner

Udviklingen på de finansielle markeder, herunder den øgede tendens til dannelse af finansielle koncerner, stiller nye krav til den fremtidige finansielle tilsynslovgivning.

Hvis der skal sikres et fortsat effektivt tilsyn med alle dele af den finansielle sektor, er der behov for ændringer af den finansielle lovgivning, således at holdingselskaber, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsageligt består i at eje kapitalandele i finansielle virksomheder, kommer under tilsyn.

Udvalget har på baggrund heraf opstillet en række krav til et forbedret tilsyn med finansielle koncerner, hvoraf dele allerede er gennemført ved en lovændring i foråret 1999.

Det er samtidig fundet vigtigt at indføre en ny lovgivningsstruktur, der tager højde for koncernudviklingen, herunder at der sker en regelforenkling.

Samtidig er det hensigtsmæssigt, at hele den finansielle sektor kommer under samme tilsyn, herunder at Finanstilsynet fremover også fører tilsyn med Dansk Landbrugs Realkreditfond (DLR).

11.1 Tilsynslovgivningen vedrørende finansielle koncerner

Tilsynslovgivningen på det finansielle område er baseret på en arbejdsdeling mellem de enkelte finansielle institutter. Pengeinstitutvirksomhed, forsikringsvirksomhed og realkreditvirksomhed kan således af sikkerhedsmæssige grunde ikke drives i samme selskab. Dog er der mulighed for at udøve aktiviteter på andre finansielle områder gennem datter- og søstervirksomheder. Herved sikres en adskillelse baseret på typer af risici samtidig med, at forskellige former for finansiell virksomhed kan finde sted inden for fx en koncern.

Den nuværende tilsynsmæssige regulering af finansielle koncerner er resultatet af en historisk udvikling. Der findes ikke en lov, der regulerer finansielle koncerner som sådan. Holdingselskaber, dvs. moderselskaber i koncerner, er ikke under et tilsyn af Finanstilsynet svarende til tilsynet med de finansielle datterselskaber.

Der er imidlertid en klar tendens til, at finansielle koncerner får stadig større betydning såvel i udlandet som herhjemme. Deres andel af den samlede balance i Danmark er steget fra knap halvdelen i 1989 til godt tre fjerdedele i dag.

Lovene om pengeinstitutter, forsikringsselskaber, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber indeholder bestemmelser for finansielle virksomheder i koncernforhold. Disse koncernregler har til formål at regulere nogle af de særlige risici, der opstår for selskaber under tilsyn, som indgår i en koncern med andre selskaber.

I koncerner vil der imidlertid også være andre hensyn, som gør sig gældende. Moderselskabet vil naturligvis kunne påvirke en række forhold i koncernen. Hvis dette ikke var tilfældet, kunne de synergief-

fekter, som er en del af baggrunden for koncernopbygningen, ikke udnyttes.

Det, at en finansiell virksomhed indgår i en koncern, kan betyde, at den - ud over de "normale" risici i finansielle virksomheder, fx kreditrisici, markedsrisici, likviditetsrisici og forsikringsrisici - udsættes for risici, som alene er forårsaget af koncernrelationerne. Disse koncernrisici kan udgøre en fare for indskydere, forsikrings-kunder osv. og er dermed en fare for de beskyttelseshensyn, som ligger bag reguleringen af de enkelte virksomheder. De væsentligste koncernrisici er beskrevet i bilag 11.1, ligesom det nuværende tilsyn med koncernrisici gennemgås i bilag 11.2.

De forskellige typer af finansielle koncerner er beskrevet i bilag 11.3, og bilag 11.4 indeholder en gennemgang af de mest betydende danske finansielle aktørers opbygning og de tilsynsmetoder, som anvendes på dem.

11.1.1 Behandling af koncerner i andre fora

Tilsynsmæssige problemer og andre aspekter vedrørende finansielle koncerner er tidligere behandlet i betænkning nr. 1108/1987 om "Brancheglidning i den finansielle sektor". I betænkningen blev der anbefalet forskellige justeringer af den gældende lovgivning, men betænkningen fremkom ikke med forslag til regler om solvens eller opgørelse af store engagementer for holdingselskaber eller for koncernen som helhed.

I 1987 eksisterede der forholdsvis få - overvejende forsikringsdominerede - finansielle koncerner. Siden da har der været en stigning i antallet af finansielle koncerner, ligesom koncernerne har udvidet deres aktivitetsområder til bl.a. at omfatte flere typer af finansiell virksomhed.

I betænkning nr. 1232/1992 om "Fremtidens finansielle sektor" konstateredes det således, at store finansielle koncerner nu var blevet en realitet i Danmark, og at en kriseramte finansielle koncern kunne få store samfundsmæssige konsekvenser. Efter en gennemgang af de risici, der kan opstå i en koncern, hvori der indgår både finansielle og ikke-finansielle virksomheder, understregede betænkningen vigtigheden af, at der åbnes for Finanstilsynets adgang til information vedrørende alle koncernselskaber.

Siden offentliggørelsen af denne betænkning har den tilsynsmæssige erfaring vist, at der er behov for yderligere regulering af holdingselskaber i finansielle koncerner for bl.a. at imødegå lånefinansiering af kapitalindskud i dattervirksomhed.

The Joint Forum on Financial Conglomerates har udarbejdet en række anbefalinger om tilsyn med finansielle koncerner. The Joint Forum består af repræsentanter fra Basel-komiteen om Banktilsyn (G 10-landene), Den Internationale Sammenslutning af Forsikringstilsynsmyndigheder (IAIS) og Den Internationale Organisation for Børstilsynsmyndigheder (IOSCO). En af disse anbefalinger er, at moderselskaber, herunder holdingselskaber, skal have tilstrækkelig kapitalstyrke til at dække alle de kapitalkrav, der stilles til selskaber under tilsyn i koncernen. En anden anbefaling fra the Joint Forum er vigtigheden af at vurdere store engagementer på koncernbasis.

Endvidere har EU vedtaget et direktiv om forsikringsgrupper¹⁾, hvorefter der skal udarbejdes en test af kapitalstyrken i et holdingselskab i spidsen for en forsikringskoncern.

Der er generelt stor international fokus på forbedringer af tilsynet med finansielle koncerner. Således fremlagde EU-Kommissionen på ECOFIN-mødet den 25. maj 1999 og på Det Europæiske Råds møde

1) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/78/EF om supplerende tilsyn med forsikringsselskaber i en forsikringsgruppe.

den 3.-4. juni 1999 en rapport - udarbejdet på baggrund af en departementchefgruppe fra Økonomi- eller Finansministerierne (FSGP). Rapporten peger bl.a. på vigtigheden af, at der udarbejdes EU-regler om tilsyn med finansielle koncerner, jf. i øvrigt kapitel 10.

Danmark er internationalt set langt fremme med henblik på at forbedre tilsynsreglerne for finansielle koncerner. Danmark var med til at sikre, at det blev præciseret i rapporten, at dette emne har meget høj prioritet i fremtiden.

11.1.2 Fremtidigt koncerntilsyn

Udviklingen inden for den finansielle sektor med hensyn til den stigende tendens til, at de finansielle virksomheder organiserer sig som koncerner, bevirker, at der er behov for en egentlig regulering af finansielle koncerner.

Uanset, at der indføres en regulering af holdingselskaberne, kan koncernrisiciene ikke fuldstændigt fjernes. Specielt smittefaren kan ikke fjernes helt. Desuden vil en koncern stadig kunne være udsat for kreditrisici, forsikringsrisici, markedsrisici og likviditetsrisici.

1. *Kapitalkrav til holdingselskaber²⁾.*

En regulering af kapitalkrav til holdingselskaber bør indeholde ensartede regler for alle holdingselskaber, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsageligt består i at eje finansiell virksomhed, således at holdingselskaberne uanset koncernens opbygning er undergivet samme regler om kapitalkrav og samme begrænsninger i mulighederne for lånefinansiering af kapitalindskud i de finansielle virksomheder.

2) Jf. i øvrigt nedenfor vedrørende lov nr. 328 af 31. maj 1999, hvorved ledelsesreglerne for finansielle koncerner blev ændret, samtidig med at der blev indført kapitalkrav for finansielle koncerner.

Dette kan ske ved at forlange, at holdingselskabet skal opfylde samme kapitalkrav som et pengeinstitut. Der kommer således til at gælde et 8 pct. kapitalkrav til både holdingselskabet alene og til koncernen. Kapitalkravet kan opfyldes med ansvarlig kapital, således som det er tilfældet for pengeinstitutter.

Den eneste finansielle virksomhedstype, der ikke kan indpasses 100 pct. i et sådan system, er forsikringsselskaberne. Dette skyldes, at kapitalkravene til et forsikringsselskab beregnes på en helt anden måde end for andre finansielle virksomheder. De forskellige kapitalkrav skyldes, at de dækker forskellige typer risici. Finanstilsynet kan dog efter bank- og sparekasseloven beslutte, at datterforsikringsselskaber skal indgå i konsolideringen på samme måde som et pengeinstitut. For alle typer selskaber gælder, at kapitalkravet kan opfyldes med samme typer kapital.

På koncernniveau fastsættes kapitalkravet også til 8 pct. Dette skal dog ikke gælde, når holdingselskabet er et forsikringsselskab. I dette tilfælde skal holdingselskabet være i stand til at dække både egne og datterselskabernes kapitalkrav.

Indførelsen af sådanne kapitalkrav medfører, at koncernens selskaber, uanset om de er under tilsyn eller ej, bortset fra forsikringsselskaber, indgår i dette konsoliderede kapitalkrav. Dette krav dækkes med den konsoliderede ansvarlige kapital, som er formindsket med forsikringsselskabernes kapitalkrav.

Det vil ikke give mening at stille kapitalkrav til et holdingselskab, der ikke udelukkende eller hovedsageligt ejer kapitalandele i finansiell virksomhed. I sådanne koncerner vil der i stedet kunne være behov for, at Finanstilsynet kan forlange udskillelse af de finansielle virksomheder i en delkoncern med et holdingselskab som moderselskab. Dette holdingselskab vil derefter være omfattet af kapitalkravet.

Kapitalkrav kan ikke stilles til udenlandske holdingselskaber, da disse ikke er omfattet af dansk lovgivning. Der er dog EU-lovgivning vedrørende konsolideret tilsyn med kreditinstitutter (finansielle holdingselskaber) og forsikringsgrupper (forsikringsholdingselskaber). Udenlandske kapitalejere er i øvrigt omfattet af aktionærreglerne.

I henhold til forsikringsgruppedirektivet skal der foretages en beregning af holdingselskabets kapitalstyrke med henblik på at bedømme, om holdingselskaber, hvis aktivitet udelukkende eller hovedsageligt består i at eje kapitalandele i forsikringsvirksomheder, har tilstrækkelig kapital til at dække den forholdsmæssige andel af kapitalkravene i dattervirksomhederne og de associerede virksomheder³⁾. Dette vil medføre, at lånefinansiering af kapitalindskud i forsikringsdattervirksomheder og associerede forsikringsvirksomheder begrænses.

2. *Indførelse af mulighed for, at direktører i finansielle virksomheder kan være direktører i moderselskabet (harmonisering af ledelsesreglerne)*⁴⁾.

Der har i praksis vist sig behov for en harmonisering af ledelsesreglerne, således at lovgivningen sikrer en ligelig behandling af finansielle virksomheder. Dette betyder, at direktører i alle former for finansielle virksomheder under tilsyn af Finanstilsynet skal kunne være direktører i moderselskabet, hvis det udelukkende eller hovedsageligt ejer kapitalandele i finansielle virksomheder.

3) Art. 10 og Bilag II i forsikringsgruppedirektivet, jf. fodnote 1.

4) Se fodnote 2.

3. *Indførelse af mulighed for, at Finanstilsynet kan forlange, at de finansielle virksomheder udskilles i en delkoncern.*

Alle finansielle virksomheder har i dag en begrænsning i deres aktivitetsområde. Sådanne regler gælder ikke for holdingselskaber.

Holdingselskabet kan således eje fx et værft eller en skofabrik samtidig med, at det ejer de finansielle virksomheder, således at det ikke udelukkende eller hovedsagelig ejer finansielle virksomheder. Konsekvensen er, at holdingselskabet ikke er omfattet af kapitalkrav efter lov nr. 328 af 31. maj 1999. Disse ikke-finansielle aktiviteter vil kunne påføre de finansielle virksomheder koncernrisici.

En mulig løsning kunne her være, at Finanstilsynet gives mulighed for at kræve udskillelse af de finansielle virksomheder i en delkoncern under et nyt holdingselskab, der herefter udelukkende ejer finansielle virksomheder. Det betyder, at der efter de regler, der er blevet indført med lov nr. 328 af 31. maj 1999, stilles kapitalkrav til holdingselskabet og delkoncernen.

4. *Indførelse af mulighed for at Finanstilsynet kan forlange afhændelse af holdingselskabets kapitalandele i finansielle virksomheder.*

Såfremt et holdingselskab modvirker den forsvarlige drift af en finansiell virksomhed, har Finanstilsynet forskellige sanktionsmuligheder, herunder muligheden for at ophæve stemmeretten på aktieposten.

Denne sanktion er imidlertid ikke altid tilstrækkelig. For det første kan det være moderselskabets dårlige økonomiske situation - og ikke dets handlinger - der umuliggør en forsvarlig drift af den finansielle virksomhed. Dernæst kan en ophævelse af stemmeretten bevirke, at beslutningsprocessen i den finansielle virksomhed vanskeliggøres, da man så kan risikere, at der

ikke er nok stemmeberettigede til at træffe beslutninger på generalforsamlingen.

Finanstilsynet kan efter bank- og sparekasseloven, realkreditloven og fondsmæglerselskabsloven trække tilladelsen tilbage, hvis et holdingselskab eller betydende aktionærer skønnes at modvirke en forsvarlig drift. Reglen er ikke direktivbestemt, og en tilsvarende bestemmelse findes ikke i lov om forsikringsvirksomhed. Det forekommer mindre indgribende og mere logisk at have muligheden for at adskille dattervirksomhed fra moderselskabet.

Det bør derfor overvejes, om der som en yderligere sanktionsmulighed skal indføres en mulighed for, at Finanstilsynet kan forlange, at holdingselskabet afhænder kapitalandelene i den finansielle virksomhed. Sådanne regler kendes fra andre EU-lande, fx Belgien.

5. *Indførelse af regler om krav om godkendelse af holdingselskabets aktionærer.*

De gældende regler i tilsynslovgivningen foreskriver indberetning til Finanstilsynet af direkte eller indirekte erhvervelse af kvalificerede andele i virksomheder under tilsyn. Hvis holdingselskaber kommer under tilsyn, vil det være naturligt, at der indføres en direkte regel om indberetning og godkendelse af holdingselskabers større aktionærer.

6. *Indførelse af regler om krav til ledelsens (i et holdingselskab) egnethed og hæderlighed.*

Alle de finansielle love indeholder bestemmelser om, at ledelsen - dvs. medlemmerne af bestyrelsen og direktionen - skal opfylde visse krav om egnethed og hæderlighed. Den skal være "fit and proper".

Koncerner stiller betydelige krav til koncernledelsens evner, herunder dens evne til at overvåge de forskelligartede virksom-

heders risici. En regulering af holdingselskaber kunne derfor indeholde krav om, at medlemmer af bestyrelse og direktion i holdingselskabet skal besidde tilstrækkelig erfaring og indsigt til, at de kan varetage den overordnede ledelse af koncernen.

Konsekvensen af, at medlemmer af bestyrelse og direktion ikke har tilstrækkelig erfaring og indsigt, vil være et krav om afhængelse af de finansielle virksomheder, jf. punkt 4 ovenfor.

7. *Harmonisering af bestemmelserne om koncerninterne lån og garantier.*

I koncerner, hvori der indgår selskaber under tilsyn, er det muligt at overføre midler mellem selskaberne ved hjælp af koncerninterne transaktioner. Finanstilsynet har udstedt en bekendtgørelse om koncerninterne transaktioner, som gælder for alle finansielle virksomheder under tilsyn.

De finansielle love indeholder desuden bestemmelser, hvorefter Finanstilsynet på forhånd skal give tilladelse til koncerninterne lån og garantier (sikkerhedsstillelse). Bestemmelserne er imidlertid forskellige, og tilladelserne gives på et forskelligt grundlag. Forskellene er historisk begrundede, og der kan derfor være et behov for at harmonisere bestemmelserne om koncerninterne lån og garantier.

En harmonisering vil kunne ske ved at fastsætte udlånsmulighederne med udgangspunkt i det enkelte selskabs kapitalstyrke i forhold til solvenskravet.

8. *Udveksling af kundeoplysninger inden for koncerner (og i forbindelse med "outsourcing").*

Den finansielle lovgivning indeholder tavshedspligtsbestemmelser, hvorefter der kun kan videregives sædvanlige oplysninger om kundeforhold til koncernvirksomheder, der er underlagt

tavshedspligt i medfør af den finansielle lovgivning, såfremt dette er erhvervsmæssigt begrundet.

Bestemmelsen medfører, at der ikke kan videregives oplysninger fra et af de nævnte institutter til et holdingselskab, da holdingselskabet ikke er omfattet af den finansielle lovgivning, og de ansatte i holdingselskabet derfor ikke via ansættelsen er underlagt tavshedspligt i medfør af lov.

Der vil dog kunne ske videregivelse af oplysninger til et finansielt holdingselskab, hvis videregivelse er en forudsætning for at opfylde lovkrav, fx vedrørende konsolidering.

Hvis holdingselskaber og disses datterselskaber skal have mulighed for i videre omfang at modtage oplysninger fra koncernselskaber under tilsyn, vil dette kræve ændring af de gældende finansielle love.

En mulighed vil kunne være at indføre bestemmelser, hvorefter der inden for samme koncern kan ske videregivelse af flere kundeoplysninger, end tilfældet er i dag.

For at sikre koncernens kunder mod, at oplysninger bliver videregivet til personer uden for koncernen, vil det være nødvendigt at kombinere en sådan lempelse med en bestemmelse om, at modtagere af kundeoplysninger pålægges tavshedspligt i medfør af loven.

Dette princip gælder allerede i dag, når der videregives fortrolige oplysninger til et finansielt holdingselskab og i forbindelse med videregivelse af fortrolige oplysninger til Finanstilsynet.

Endvidere vil det kunne overvejes, om der skal ske en indskrænkning af de koncernvirksomheder, der må modtage kundeoplysninger, ligesom det vil skulle overvejes, hvilke oplysninger der skal kunne videregives samt til hvilke formål.

Ifølge lov om private registre må virksomheder som hovedregel ikke videregive registrerede oplysninger om forbrugere til andre virksomheder til brug ved markedsføring. I en koncern, der fx omfatter en bank og et forsikringsselskab, vil det således ikke være muligt for forsikringsselskabet at videregive fortrolige kundeoplysninger til banken til brug for markedsføring af forsikringsselskabet produkter over for bankens kunder og omvendt. De to virksomheder kan således ikke benytte en fælles kundedatabase til at udvælge potentielle kundeemner til markedsføring, som fx fælles kunder, eller kunder i den virksomhed, der ikke er kunder i den anden. Dette er begrundet i hensynet til kunderne, som derved er sikret imod, at de afgivne personoplysninger ikke anvendes til et andet og bredere formål end tiltænkt fra kundens side.

Der er under udvalgsarbejdet udtrykt bekymring over for en udvidet anvendelse af persondata. Et flertal i udvalget har på den baggrund fastslået, at en udvidet adgang til at videregive kundeoplysninger ikke bør omfatte videregivelse som led i markedsføring.

På baggrund af ovenstående anbefales det, at adgangen til inden for samme koncern (og i forbindelse med "outsourcing") at videregive kundeoplysninger udvides, samtidig med at modtagere af kundeoplysninger pålægges tavshedspligt i medfør af loven. Med hensyn til anvendelsen af de videregivne oplysninger finder udvalget, at hensynet til kunderne tilsiger, at disse ikke bør være følsomme eller anvendes som led i markedsføring.

Forsikring & Pension samt Realkreditrådet kan dog ikke tilslutte sig anbefalingen om, at videregivne oplysninger ikke kan anvendes til markedsføring. Organisationerne finder det fx uacceptabelt, at simple oplysninger om kundeforhold til én af koncernens virksomheder ikke kan anvendes i andre koncern-

selskaber til at undgå at markedsføre produkter, som kunden allerede har i forvejen.

I forbindelse med ændringer i adgangen til at videregive kundeoplysninger vil det være nødvendigt nærmere at vurdere forholdet til EU-retten, jf. bl.a. direktivet om behandling af personoplysninger.

9. *Præcisering af anvendelse af indgrebsmulighederne over for betydelige kapitalejere.*

I den gældende lovgivning om, at betydelige kapitalejere ikke må modvirke en forsvarlig drift af den finansielle virksomhed, kan Finanstilsynet fratage kapitalejere stemmeretten på aktier i et selskab under tilsyn, hvis kapitalejerne modvirker en forsvarlig drift af selskabet. Hvis den finansielle virksomhed er helejet datterselskab i en koncern, vil Finanstilsynet påbyde bestemte retningslinier, da fratagelse af stemmeretten i dette tilfælde ikke vil have den ønskede virkning. Finanstilsynet har endnu ikke anvendt muligheden for at påbyde bestemte retningslinier. Det har dog været overvejet, og muligheden herfor har været meddelt til de pågældende virksomheders ledelser. Omstændighederne, under hvilke bestemmelserne kan tages i anvendelse, er imidlertid ikke ganske klare.

Finanstilsynet har fået udarbejdet en juridisk redegørelse⁵⁾ om rækkevidden af denne bestemmelse med henblik på at styrke bestemmelsens forebyggende virkning. Redegørelsen omhandler bl.a. en vurdering af, hvor meget der skal til, før det kan siges, at kapitalejere modvirker en forsvarlig drift, i hvilke situationer det ville være hensigtsmæssigt at ophæve stemmeretten, samt i hvilke situationer det ville være hensigtsmæssigt at påbyde retningslinier. Ved en præcisering af reglerne vil der skulle skaffes hjemmel til, at Finanstilsynet kan

5) Erik Werlauff (1998): "Indgrebsmuligheder over for betydende kapitalejere i finansielle virksomheder", Beretning fra Finanstilsynet, side 13-89.

- udstede påbud om salg af aktierne,
- afskedige eller udskifte bestyrelses- og direktionsmedlemmer, og
- sætte den finansielle virksomhed under administration⁶⁾.

Reglerne i dette afsnit er ikke relevante for holdingselskaber, som udelukkende eller hovedsagelig ejer finansielle virksomheder, jf. punkt 3 og 4 ovenfor.

En sammenfattende oversigt over de ovennævnte 9 forslag er angivet i boks 11.1.

Allerede i foråret 1999 viste der sig behov for ændring af reglerne for finansielle koncerner. På baggrund af udvalgets arbejde blev der udarbejdet et lovforslag, som blev vedtaget i maj 1999. Med vedtagelsen af lovforslaget blev der indført kapitalkrav til finansielle koncerner, samtidig med at ledelsesreglerne blev harmoniseret (lov nr. 328 af 31. maj 1999).

Det vedtagne lovforslag er med til at sikre et bedre tilsyn med finansielle koncerner, idet der med loven indføres minimumskapitalkrav til holdingselskaber, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsageligt består i at eje kapitalandele i finansiell virksomhed, således at holdingselskaberne uanset koncernens opbygning er undergivet samme regler om kapitalkrav som pengeinstitutter og samme begrænsning i mulighederne for lånefinansiering af kapitalindskud i de finansielle virksomheder. Samtidig er der mulighed for at fastsætte engagementsgrænser for en finansiell koncern.

6) Selv om en tilsynsmyndighed skal være yderst tilbageholdende med at påtage sig nogen form for driftsansvar, kan det ifølge Werlauff ikke afvises, at det i ekstreme tilfælde ville være betryggende som en sidste udvej.

Boks 11.1 Initiativer der forbedrer tilsynet med finansielle koncerner

- *Kapitalkrav til holdingselskaber*
- *Mulighed for, at direktører i finansielle virksomheder kan være direktører i moderselskabet (harmonisering af ledelsesreglerne).*
- *Mulighed for, at Finanstilsynet kan forlange, at de finansielle virksomheder udskilles i en delkoncern.*
- *Mulighed for, at Finanstilsynet kan forlange afhændelse af holdingselskabets kapitalandele i finansielle virksomheder.*
- *Regler om krav om godkendelse af holdingselskabets aktionærer.*
- *Regler om krav til ledelsens (i et holdingselskab) egnethed og hæderlighed.*
- *Harmonisering af bestemmelserne om koncerninterne lån og garantier.*
- *Udvidelse af adgangen til inden for samme koncern (og i forbindelse med "outsourcing") at videregive kundeoplysninger. De videregivne oplysninger må dog ikke være følsomme eller anvendes som led i markedsføring, ligesom modtagere af kundeoplysninger skal pålægges tavshedspligt i medfør af loven.*
- *Præcisering af anvendelse af indgrebsmulighederne over for betydelige kapitalejere.*

Det skal bemærkes, at kapitalkrav til visse holdingselskaber og harmonisering af ledelsesreglerne, på baggrund af udvalgets arbejde, allerede er gennemført i den finansielle tilsynslovgivning i foråret 1999.

11.2 Lov om finansiell virksomhed kombineret med sektorlove

Den gældende tilsynslovgivning tager ikke tilstrækkelig hensyn til den øgede aktivitet i finansielle koncerner, samt at ens produkter bør behandles ens i tilsynslovgivningen. Desuden har Folketinget i de senere år i forbindelse med lovgivningen inden for den finansielle sektor lagt vægt på regelforenkling.

Med en fælles lov om finansiell virksomhed vil en række fælles bestemmelser fra de nuværende finansielle love kunne overflyttes til

en generel tilsynslov for finansielle virksomheder, mens de nuværende sektorlove vil indeholde den særlige regulering af de forskellige virksomhedstypers virksomhed, der er velbegrundede ud fra de enkelte delsektorerens egenart/produkter. Det er ikke hensigten at ændre ved de gældende karakteristika for fx pengeinstitut-, realkreditinstitut- og forsikringsvirksomhed.

Fordelene ved en sådan lovgivningsstruktur er, at de bestemmelser, der gælder for alle virksomhedstyper, samles ét sted, således at en gentagelse af ens regler i forskellige love undgås, samtidig med at overskueligheden af de enkelte love bevares ved ikke at blande forskellige lovregler for forskellige virksomhedstyper sammen i én lov. Denne fordel skal naturligvis afvejes over for det faktum, at der bliver én finansiell lov mere, og at det ikke længere for de enkelte sektorer vil være muligt i én enkelt lov at få overblik over den samlede lovregulering. Imidlertid er sidstnævnte allerede i dag ikke muligt, da anden relevant erhvervsregulering (selskabsret, skatteret osv.) er indeholdt i en række andre love, ligesom der alene på det finansielle område er udstedt en lang række bekendtgørelser, der udmønter lovgivningen over for "brugerne".

En lov om finansielle virksomheder vil kunne indeholde almindelige tilsynsmæssige bestemmelser, herunder regulere Finanstilsynets virksomhed, tavshedspligt og partsbegreb, godkendelsesprocedurer, inddragelse af tilladelse og andre lovgivningsområder, der i dag i vidt omfang er harmoniserede, fx ledelsesregler. Nye områder, der senere måtte blive harmoniseret, herunder koncernreglerne, vil ligeledes kunne flyttes over i en sådan lov. Ligeledes kunne outsourcing-problematikken reguleres her, herunder en regulering, der hindrer, at Finanstilsynets muligheder for at føre tilsyn med de finansielle virksomheder udhules af, at virksomhederne outsourcer stadig større dele af deres aktiviteter til selskaber, der ikke er under tilsyn.

Sektorlovene vil indeholde den særlige regulering af de forskellige virksomhedstypers virksomhed (som eksempel kan nævnes realkre-

dittens udlånsregler, balanceprincippet i realkreditloven, investeringsregler for forsikringsselskaber, regler om genforsikring osv.) samt ikke-harmoniserede regler. Alle sektorlovene bør i videst muligt omfang have den samme opbygning. Herved vil ligheder og forskelle i de respektive sektorlove tydeliggøres. Dette vil samtidig kunne fremme regelsanering.

I samme forbindelse kan det overvejes at lægge lov om firmapensionskasser sammen med lov om forsikringsvirksomhed, idet disse love har mange lighedspunkter.

Endelig bør det vurderes, om den nuværende snitflade mellem love og bekendtgørelser forekommer hensigtsmæssig. En større vægt på bekendtgørelser vil på den ene side i højere grad gøre det enklere løbende at tilpasse de detaljerede regler i lovgivningen, så lovgivningen svarer til markedsudviklingen på det finansielle område. På den anden side må det erkendes, at der på det finansielle område i forvejen findes et stort antal bekendtgørelser og vejledninger, hvorfor overskueligheden næppe øges, hvis der i endnu højere grad lægges vægt på denne type regulering.

Det bør ligeledes overvejes, om der er mulighed for en regelforenklings. I dag findes der 66 bekendtgørelser på forsikrings- og pensionsområdet, 25 bekendtgørelser på pengeinstitutområdet, 25 bekendtgørelser på realkreditområdet samt 18 bekendtgørelser på værdipapirområdet.

I forbindelse hermed bør det også ud fra hensynet til lige konkurrencevilkår tilstræbes, at hele den finansielle sektor kommer under samme tilsyn. Dette er ikke tilfældet på landbrugsområdet, hvor Strukturdirektoratet fører tilsyn med Dansk Landbrugs Realkreditfond (DLR), mens de andre realkreditinstitutter er under tilsyn af Finanstilsynet. DLR er et realkreditinstitut, hvis virksomhed består i at yde lån mod pant i fast ejendom baseret på obligationsudstedelse. Instituttet, der alene yder lån til landbrugsejendomme mv., er imidlertid ikke omfattet af realkreditloven men har sin egen lov. På mange felter er

der dog tale om en parallelitet i regelfastsættelsen, og denne er blevet forstærket efter ændringen af realkreditloven og DLR-loven i december 1998, hvorefter lånegrænserne på landbrugsområdet er blevet harmoniseret. Det anbefales derfor, at Finanstilsynet fremover også fører tilsyn med DLR.

På baggrund af ovenstående anbefales det, at der igangsættes et lovudredningsarbejde, der får til formål at udarbejde forslag til en ny lovgivningsstruktur efter ovennævnte overvejelser og principper.

Bilag 11.1 Koncernrisici.

De væsentligste koncernrisici er:

- Dobbelt gearing. Kapitalen i et moderselskab kan anvendes til kapitalinvesteringer i datterselskaber. Datterselskabernes egenkapital medgår i moderselskabets egenkapital, uden at datterselskabernes forpligtelser indgår i moderselskabets regnskab, men kun i koncernregnskabet. Med andre ord kan den kapital, som anvendes til at dække kapitalkrav i moderselskabet, derved samtidig helt eller delvis blive til kapital i datterselskaber og anvendes til at dække kapitalkrav her. Det betyder, at den samme kapital kan anvendes til at dække kapitalkrav i flere selskaber. Koncernens samlede kapitalstyrke kan således være ringere, end den umiddelbart ser ud til at være.
- Lånefinansieret kapital. Uanset et moderselskab er omfattet af de gældende regler om konsolideret tilsyn, vil moderselskabet kunne lånefinansiere kapitalindskud i datterselskaber. Dog kun i begrænset omfang. Hvis moderselskabet ikke tjener tilstrækkeligt til at betale renter og afdrag på lånene, kan der opstå et pres på datterselskaberne for at skaffe likviditet til moderselskabet, fx ved forøget udbytte.
- Koncerninterne transaktioner. Der er mulighed for at overføre midler mellem selskaber ved hjælp af koncerninterne transaktioner, hvor pris og vilkår ikke svarer til markedsmæssige vilkår, således at reglerne om udbytte til aktionærerne, reglerne om nedsættelse af aktiekapitalen og reglerne om solvent likvidation omgås.
- Ugennemsigtighed. Komplicerede koncernstrukturer kan både vanskeliggøre et effektivt tilsyn og vanskeliggøre offentlighedens, herunder investorernes, mulighed for at vurdere de økonomiske forhold i de enkelte koncernselskaber og i koncernen.

- Smittefare. Der er en risiko for, at problemer et andet sted i koncernen breder sig til det selskab, som er under tilsyn, også selv om der som udgangspunkt ikke er problemer i selskabet. Smittefare kan medføre likviditetsproblemer ved, at markedet reagerer på problemer i et koncernselskab fx ved at trække indlån ud af en koncernbank.
- Selskabernes selvstændighed. Moderselskabet i en koncern eller store kapitalejere vil som udgangspunkt have en betydelig indflydelse på alle koncernselskaberne. Det er dog nødvendigt, at ledelsen af selskaber under tilsyn har den tilstrækkelige selvstændighed, således at de ikke bliver påført en risiko, som de ellers ikke ville have påtaget sig, eller således at moderselskabet ikke på anden måde modvirker en forsvarlig drift. Denne mulighed kan især blive aktuel i pressede situationer for koncernledelsen. Ledelsen i selskaber under tilsyn skal opfylde krav om erfaring og hæderlighed, og der er begrænsninger for deres virke. Disse krav gælder ikke for ledelsen i de koncernselskaber, som ikke er under tilsyn.

Bilag 11.2 Tilsyn med koncernrisici

Tilsynet med koncernrisici bygger i vidt omfang på de samme regler for alle typer af koncerner.

Dobbelt gearing. Tilsynslovgivningen indeholder to metoder til at hindre dobbelt gearing.

1. Konsolideret tilsyn, der gælder for pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber, hvor solvenskrav, kapital- og engagementsgrænser også opgøres for koncernen som helhed.
2. Solo-plus fradragsmetoden, der gælder for forsikringsselskaber, hvor moderselskabets kapital skal være tilstrækkelig til at dække summen af kapitalkravene i alle koncernselskaber under tilsyn.

Lånefinansieret kapital. Problemet med lånefinansierede kapitalindskud i dattervirksomheder kan kun opstå i moderselskaber, som ikke selv skal opfylde et kapitalkrav.

Hvis moderselskabet er omfattet af reglerne om finansielle holdingselskaber og derved af reglerne om konsolideret tilsyn, vil moderselskabets mulighed for at lånefinansiere køb af aktier i dattervirksomheder være begrænset, fordi moderselskabet som finansielt holdingselskab mindst skal have en kapital, der svarer til kapitalkravene i de finansielle virksomheder.

Der er netop vedtaget et direktiv⁷⁾ om forsikringsgrupper, som indeholder bestemmelser om, at der skal ske en test af kapitalstyrken i moderselskabet i en forsikringsgruppe for at bedømme, om moderselskabet har tilstrækkelig kapitalstyrke til at dække den forholdsmæssige andel af datterforsikringsvirksomheders og associerede forsikringsvirksomheders kapitalkrav.

7) Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 98/78/EF om supplerende tilsyn med forsikringsselskaber i en forsikringsgruppe.

Direktivets gennemførelse vil have samme virkning på lånefinansiering af kapitalindskud som reglerne om konsolidering.

I koncerner, som ikke kan betegnes som enten en forsikringskoncern eller en pengeinstitutkoncern, kan moderselskabet lånefinansiere sine kapitalindskud uden begrænsning.

Koncerninterne transaktioner. Finanstilsynet har udstedt en bekendtgørelse om koncerninterne transaktioner, som gælder for alle finansielle virksomheder under tilsyn. Efter bekendtgørelsen skal transaktionerne indgås på markedsvilkår eller i visse tilfælde på omkostningsdækkende basis.

Finanstilsynet skal på forhånd give tilladelse til koncerninterne lån og garantier (sikkerhedsstillelse). Det gælder dog ikke lån til datterselskaber.

Bestemmelserne er forskellige, og tilladelserne gives på et forskelligt grundlag.

For så vidt angår pengeinstitutter gives efter Finanstilsynets praksis tilladelse til lån mellem koncernselskaber, såfremt pengeinstituttet kan dokumentere, at transaktionen har et legitimt formål. Endvidere skal det dokumenteres, at den virksomhed eller person, der søger om et engagement i pengeinstituttet, er kreditværdig, således at vedkommende ville kunne opnå det samme engagement i et andet pengeinstitut. Endelig er det en forudsætning, at engagementet ydes til normale markedsvilkår.

Når der er tale om lån mellem koncernselskaber, og ovennævnte betingelser er opfyldt, har Finanstilsynet af praktiske årsager tilladt, at der fastsættes en ramme for lån og garantier som en procentdel af den ansvarlige kapital.

Finanstilsynet giver tilladelse til en ramme til forsikringsselskabers koncerninterne lån ud fra en betragtning om, hvad selskabet kan tåle at tabe, før Finanstilsynet skal gribe ind. Det understreges over for forsikringsselskabernes ledelser, at de har ansvaret for at vurdere forsvarligheden af, at forsikringsselskabet påtager sig kreditrisikoen. Finanstilsynet kan give et forsikringsselskab tilladelse til lån og sikkerhedsstillelse til et moderselskab, der enten er et forsikringsselskab eller et pengeinstitut. Der ikke er tilsvarende lovmæssige begrænsninger for tilladelse til et pengeinstitut til at yde lån til moderselskabet.

Disse regler om koncerninterne transaktioner og lån har bl.a. til formål at imødegå smittefaren. Smittefaren kan dog ikke helt fjernes.

Ugennemsigtighed. Alle tilsynslovene indeholder en bestemmelse om, at virksomheder under tilsyn ikke må indgå i snævre forbindelser, som vil kunne vanskeliggøre varetagelsen af Tilsynets opgaver.

Selskabernes selvstændighed. Den finansielle lovgivnings regler om, at kapitalejere ikke må skønnes at ville modvirke en forsvarlig drift af den finansielle virksomhed, gælder for alle ejere af betydelige kapitalandele i selskaber under tilsyn.

Bilag 11.3 Koncerntyper

Ved en finansiell koncern forstås i denne sammenhæng en koncern med et moderselskab, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsageligt består i at eje kapitalandele i finansielle virksomheder.

Ved "udelukkende eller hovedsagelig" forstås, at enten hele aktiviteten (balancen) eller langt størstedelen af aktiviteten består i at eje kapitalandele i finansielle virksomheder.

Ved finansiell virksomhed forstås forsikringsvirksomhed, pengeinstitutvirksomhed, realkreditvirksomhed, fondsmæglervirksomhed og virksomhed, som derudover fremgår af den aktivitetsliste, som er bilag til bank- og sparekasseloven, samt virksomheder, der er accessoriske til disse virksomheder.

Virksomheder under Finanstilsynets tilsyn kan tillige være moderselskab for finansielle virksomheder. Fondsmæglerselskaber kan dog kun være moderselskab for andre fondsmæglerselskaber.

Moderselskaber kan således være:

- holdingselskaber,
- juridiske personer, hvis rolle er historisk begrundet,
- andre selskaber, som ikke er under tilsyn, fx finansieringsselskaber,
- pengeinstitutter,
- skadesforsikringsselskaber,
- livsforsikringsselskaber,
- realkreditinstitutter.

I bilag 11.4 gennemgås de mest betydende danske finansielle aktørers opbygning og de tilsynsmetoder, som anvendes på dem.

Som det fremgår af beskrivelsen i bilaget indgår et antal danske pengeinstitutter, forsikringsselskaber, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber i koncerner med et holdingselskab som moderselskab.

Ved lov nr. 328 af 31. maj 1999 blev taget et første skridt mod indførelsen af tilsyn med holdingselskaber, hvis virksomhed udelukkende eller hovedsageligt består i at eje kapitalandele i finansielle virksomheder. Med loven blev der indført kapitalkrav til disse holdingselskaber, engagementsgrænser herfor samt ændrede ledelsesregler, hvorefter direktører i virksomheder under tilsyn af Finanstilsynet tillige kan være direktører i et holdingselskab, der udelukkende eller hovedsageligt ejer kapitalandele i finansielle virksomheder.

For alle holdingselskaber i koncerner, hvori der indgår virksomheder under tilsyn, gælder, at "i det omfang det er nødvendigt for at bedømme en finansiell virksomheds økonomiske stilling", kan Finanstilsynet indhente oplysninger om holdingselskaber, som er moderselskaber for virksomheder under tilsyn.

I praksis forekom den omvendte situation i forbindelse med opløsningen af Baltica-koncernen i 1993. Baltica-koncernen bestod indtil da af et holdingselskab, Baltica Holding, som var moderselskab for et antal forsikringsselskaber, en bank og Baltica Finans.

Før Baltica-koncernen blev brudt op, var der ingen regulering af Baltica Holding eller af Baltica Finans. Konstruktionen betød, at der var mulighed for at sætte sig ud over engagementsgrænserne i tilsynslovgivningen ved at flytte engagementer fra selskaber omfattet af regulering til selskaber, som ikke var omfattet af regulering. Den betød desuden, at der var mulighed for dobbeltgearing og lånefinansiering af moderselskabets kapitalindskud i datterselskaberne.

Efter at forsikringsselskaberne var solgt ud af koncernen, var situationen den, at koncernen, som nu bestod af holdingselskabet, banken og Baltica Finans, blev omfattet af det konsoliderede tilsyn efter bank-

og sparekasseloven. Da koncernen ikke tidligere havde været omfattet af kapitalkrav og risikogrænser på konsolideret grundlag, kunne den nu på grund af den valgte strategi ved koncernkonstruktionen ikke opfylde disse krav.

Opbygningen af en koncern har således betydning for, hvilke tilsynsregler der finder anvendelse.

På tidspunktet for Hafnia-koncernens og Baltica-koncernens sammenbrud stilledes der ikke krav om en minimumskapital til holdingselskaberne, hvilket betød, at holdingselskaberne uden begrænsning kunne lånefinansiere kapitalindskud i dattervirksomheder mv.

Bilag 11.4 De største finansielle aktører på det danske marked - opbygning og tilsynsmetoder

Den Danske Bank-koncernen.

Moderselskabet er en børsnoteret bank. De øvrige koncernselskaber driver realkreditvirksomhed, kapitalforvaltning, virksomhed som er accessorisk til pengeinstitutvirksomhed og forsikringsvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at opfyldelsen af kapitalkrav skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1).

Koncernens forsikringsselskaber indgår dog ikke i beregningen. Kapitalkravet i forsikringsselskaberne fradrages i koncernens ansvarlige kapital (dobbelt gearing metode 2).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

Unidanmark-koncernen.

Moderselskabet er et børsnoteret holdingselskab. De øvrige koncernselskaber driver pengeinstitutvirksomhed, realkreditvirksomhed, fondsmæglervirksomhed, virksomhed som er accessorisk til pengeinstitutvirksomhed og forsikringsvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at opfyldelsen af kapitalkrav skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1). Moderselskabet indgår i beregningen. Koncernens forsikringsselskaber indgår derimod ikke i beregningen. Kapitalkravet i forsikringsselskaberne fradrages i koncernens ansvarlige kapital (dobbelt gearing metode 2).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

Kapital Holding-koncernen.

Modervirksomheden, Foreningen RealDanmark, hvis rolle er historisk begrundet, ejer aktiemajoriteten i et børsnoteret holdingselskab, Kapital Holding (et mellemliggende holdingselskab). De øvrige koncernselskaber driver realkreditvirksomhed, pengeinstitutvirksomhed, forsikringsvirksomhed samt virksomhed som er accessorisk til realkreditvirksomhed og pengeinstitutvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at opfyldelsen af kapitalkrav skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1).

Holdingselskabet er omfattet af reglerne om finansielle holdingselskaber efter realkreditloven.

Koncernens forsikringsselskab indgår derimod ikke i beregningen af kapitalkravet på konsolideret grundlag, men kapitalkravet i forsikringsselskabet fradrages i koncernens ansvarlige kapital (dobbelt gearing metode 2).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

Jyske Bank-koncernen.

Moderselskabet er en børsnoteret bank. De øvrige koncernselskaber driver virksomhed, som er accessorisk til pengeinstitutvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at opfyldelsen af kapitalkrav skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for banken.

Sydbank-koncernen.

Moderselskabet er en børsnoteret bank. De øvrige koncernselskaber driver virksomhed, som er accessorisk til pengeinstitutvirksomhed.

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

Spar Nord-koncernen.

Moderselskabet er en børsnoteret bank. De øvrige koncernselskaber driver pengeinstitutvirksomhed og virksomhed, som er accessorisk til pengeinstitutvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at opfyldelsen af kapitalkrav skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

Codan-koncernen.

Det danske moderselskab er et børsnoteret skadesforsikringselskab. De øvrige koncernselskaber driver forsikringsvirksomhed, virksomhed som er accessorisk til forsikringsvirksomhed, pengeinstitutvirksomhed og virksomhed, som er accessorisk til pengeinstitutvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at kapitalkravet i koncernens forsikringsselskaber og det konsoliderede kapitalkrav i banken fradrages i forsikringsmoderselskabets kapital (dobbelt gearing metode 2).

Opfyldelsen af kapitalkrav i banken og dens datterselskaber skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

Alm. Brand-koncernen.

Moderselskabet er et gensidigt skadesforsikringsselskab. Moderselskabet ejer aktiemajoriteten i et børsnoteret holdingselskab (et mellemliggende holdingselskab). De øvrige koncernselskaber driver forsikringsvirksomhed, virksomhed som er accessorisk til forsikringsvirksomhed, pengeinstitutvirksomhed og virksomhed, som er accessorisk til pengeinstitutvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at kapitalkravet i koncernens forsikringsselskaber og det konsoliderede kapitalkrav i den mellemliggende holdingkoncern inklusive banken fradrages i forsikringsmoderselskabets kapital (dobbelt gearing metode 2).

Opfyldelsen af kapitalkrav i det mellemliggende holdingselskab og selskaberne i denne koncern inklusive banken skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

Topdanmark-koncernen.

Moderselskabet er et børsnoteret holdingselskab. De øvrige koncernselskaber driver forsikringsvirksomhed og virksomhed, som er accessorisk til forsikringsvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at opfyldelsen af kapitalkrav skal ske på konsolideret grundlag (dobbeltgearing metode 1). Koncernens forsikringsselskaber indgår ikke i beregningen. Kapitalkravene i forsikringsselskaberne fradrages i koncernens ansvarlige kapital (dobbelt gearing metode 2).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

PFA Pension-koncernen.

Moderselskabet er et livsforsikringsselskab. De øvrige koncernselskaber driver forsikringsvirksomhed og virksomhed, som er accessorisk til forsikringsvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at kapitalkravet i koncernens forsikringsselskaber fradrages i forsikringsmoderselskabets kapital (dobbelt gearing metode 2).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

Nykredit-koncernen.

Modervirksomheden, Foreningen Nykredit, hvis rolle er historisk begrundet, ejer et holdingselskab (et mellemliggende holdingselskab). Dette holdingselskab ejer et realkreditselskab. De øvrige koncernselskaber driver realkreditvirksomhed, pengeinstitutvirksomhed, forsikringsvirksomhed samt virksomhed som er accessorisk til realkreditvirksomhed og pengeinstitutvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at opfyldelsen af kapitalkrav skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1).

Holdingselskabet er omfattet af reglerne om finansielle holdingselskaber efter realkreditloven.

Koncernens forsikringsselskab indgår derimod ikke i beregningen af kapitalkravet på konsolideret grundlag, men kapitalkravet i forsikringsselskabet fradrages i koncernens ansvarlige kapital (dobbelt gearing metode 2).

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

BRFkredit-koncernen.

Modervirksomheden, BRFfonden, hvis rolle er historisk begrundet, ejer et holdingselskab (et mellemliggende holdingselskab). Dette holdingselskab ejer et realkreditselskab. De øvrige koncernselskaber driver realkreditvirksomhed og pengeinstitutvirksomhed samt virksomhed, som er accessorisk til realkreditvirksomhed.

Dobbelt gearing hindres ved, at opfyldelsen af kapitalkrav skal ske på konsolideret grundlag (dobbelt gearing metode 1).

Holdingselskabet er omfattet af reglerne om finansielle holdingselskaber efter realkreditloven.

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for alle de koncernselskaber, som er under tilsyn.

DIFKO-koncernen.

Modervirksomheden er et holdingselskab, Dansk Investeringsfond af 1. juli 1976. Modervirksomheden ejer en række selskaber, som driver finansieringsvirksomhed, og som ikke er under tilsyn. I koncernen indgår et børsmæglerselskab.

Modervirksomheden, Dansk Investeringsfond af 1. juli 1976, og det mellemliggende holdingselskab, Difko Administration A/S, er for tiden ikke omfattet af konsolideret tilsyn.

Der gælder regler for koncerninterne lån og garantier, ligesom de øvrige koncernregler gælder for børsmæglerselskabet.

Kapitel 12

Ejerskabsforhold

Den finansielle sektor i Danmark er karakteriseret ved en række forskellige ejerskabsforhold, og det har ikke i de seneste 10 år kunnet påvises, at enkelte typer af ejerskab indebærer større rentabilitet end andre.

Det er vigtigt, at den finansielle sektor uanset ejerskabsforhold kan tilpasse sig strukturudviklingen. Dette er en af betingelserne for, at sektoren kan være konkurrencedygtig også i fremtiden. Derfor bør der ikke fastholdes barrierer for ejerskabsforhold i den finansielle lovgivning. Dette taler for, at de tilbageværende ejerskabsbegrænsninger i realkreditloven, ligesom det tidligere er sket for sparekasserne, ophæves.

For de finansielle virksomheder er fastsat en række begrænsninger i deres muligheder for at investere og have bestemmende indflydelse i andre virksomheder. Dette skal ses i sammenhæng med, at de forvalter betroede midler. For forsikringsselskaber og pensionskasser mv. gælder, at de forvalter en betydelig del af den langfristede opsparing og dermed har en vigtig rolle som kapitalforvaltere.

Udvalget har i forbindelse hermed også set på reglerne om bestemmende indflydelse og på to punkter fundet anledning til at anbefale en smidiggørelse af det nuværende regelsæt på området.

12.1 Indledning

Vurderingen af ejerskabsforhold og dets betydning for virksomhedernes drift har tiltrukket sig øget opmærksomhed. Således har et tværministerielt udvalg under Finansministeriet publiceret en analyse af ejerskabsforhold generelt¹⁾. OECD og Det Økonomiske Råd har også arbejdet med problemstillingen²⁾.

Afhængig af ejerskabsformen kan der være mere eller mindre direkte forbindelse mellem ejere og den daglige ledelse af en virksomhed.

Boks 12.1 Bestemmelser vedrørende ejerskabsform i den finansielle sektor

- Banker skal være aktieselskaber.
- Sparekasser skal være selvejende institutioner men kan omdannes til aktieselskaber.
- Andelskasser skal være andelsselskaber men kan omdannes til aktieselskaber.
- Skadesforsikringsvirksomhed kan drives af aktieselskaber og gensidige selskaber.
- Livsforsikringsselskaber kan drives som aktieselskaber, gensidige selskaber eller pensionskasser.
- Realkreditinstitutter dannet efter 1990 skal være aktieselskaber. Fonds-/foreningsbaserede realkreditforninger er omfattet af en stemmeretsbegrænsning.

Den daglige ledelse og ejerne kan have forskellige målsætninger, og derfor er det nærliggende at analysere, om ejerskabsformen har indflydelse på virksomhedens drift.

Der ses i det følgende på ejerskabsstrukturen i den finansielle sektor og lovmæssige begrænsninger vedrørende bestemmende indflydelse.

1) Kilde: Erhvervs-, Finans-, Skatte- og Økonomiministeriet (1999): Debatoplæg om aktivt ejerskab

2) Det Økonomiske Råd (1999): Dansk Økonomi 1999. OECD (1999): Principles of Corporate Governance.

12.2 Ejerskabsstrukturen i den finansielle sektor

Ejerskabsforhold for den finansielle virksomhed er lovgivningsmæssigt reguleret, jf. boks 12.1).

Muligheden for, at sparekasser og andelskasser kan vælge at omorganisere sig til et aktieselskab, blev indført i slutningen af 1988. Formålet med loven var at give disse lettere institutter mulighed for kapitaltilførsel. Tilsvarende blev der på realkreditområdet i 1990 givet fri adgang til at oprette realkreditaktieselskaber.

Typisk vil de fleste finansielle virksomheder af en vis størrelse vælge at være aktieselskaber. Eksempelvis er de fire største pengeinstitutter i Danmark aktieselskaber ligesom de tre største forsikringsselskaber. Aktieselskabsformen er hensigtsmæssig i forbindelse med kapitaltilførsel, hvilket kan være forklaringen på den udprægede anvendelse af denne selskabstype for koncerner, som fremgår af tabel 12.1.

Tabel 12.1 Organisationsform for de 26 største finansielle koncerner 1996-97

	Antal	Antal, pct. vis fordeling	Ansatte, pct. vis fordeling	Andel af balance, pct.	Gns. ba- lance, mia kr.
Interessentskab, kommanditselskab, kommanditaktieselskab	0	0	0	0	-
Anpartsselskab	0	0	0	0	-
Aktieselskab	20	76,9	88,7	94,3	111
Andelsselskab	0	0	0	0	-
Anden organisationsform	6	23,1	11,3	5,7	22
I alt	26	100	100	100	90

Kilde: Erhvervs-, Finans-, Skatte- og Økonomiministeriet (1999): Debatoplæg om aktivt ejerskab.

Hertil kommer, at aktieselskabsloven indeholder et klart selskabsretsligt system, ligesom aktieselskabsformen er internationalt velkendt.

Realkreditinstitutterne har en mere sammensat ejerskabsstruktur end de øvrige finansielle institutter. Således er de tre største realkreditinstitutter fonds- eller foreningsbaserede. Det vil sige, at aktierne ejes af en fond/forening. De nyoprettede realkreditinstitutter er, som krævet i lovgivningen, aktionærbaserede og indgår i pengeinstitutkoncerner.

Aktieselskabernes dominerende position blandt finansielle koncerner bliver mere markant, når den samlede balance betragtes. Hele 94 pct. af den samlede balance blandt de største koncerner er indeholdt i aktieselskaber.

12.3 Ejerformens betydning for rentabiliteten i den finansielle sektor

Der sættes i disse år øget fokus på spørgsmålet om, hvilken betydning ejerstrukturen har for virksomhedernes drift og indtjening.

En måde at analysere ejer- og selskabsformens betydning på kan bestå i at sammenligne afkastgraden mellem finansielle virksomheder

Boks 12.2 Gruppeinddelingen af institutter

For pengeinstitutter foretages beregningen for de 50 største. Disse opdeles i henholdsvis bankaktieselskaber (gruppe A) og sparekasser (gruppe B), hvor Nykredit Bank og BRF Bank henregnes til sparekasserne som følge af moderselskabernes selskabsform.

Realkreditinstitutter opdeles ligeledes i to grupper, hvor gruppen af aktionærbaserede institutter består af Unikredit, Danske Kredit og FIH Realkredit (gruppe A), mens gruppen af fonds- eller foreningsbaserede institutter består af Nykredit, BRFkredit, Realkredit Danmark, Totalkredit, LRF og DLR (gruppe B).

For skadesforsikring opdeles de 50 største selskaber i henholdsvis aktieselskaber (gruppe A) og gensidige forsikringsselskaber (gruppe B), dog indgår arbejdsskadeselskaber og reassuranceselskaber ikke i analysen.

med forskellig ejerstruktur. En sådan analyse er foretaget³⁾ for tre finansielle delsektorer, pengeinstitutter, skadesforsikringsselskaber og realkreditinstitutter. Inden for disse delsektorer er de største institutter opdelt i to grupper efter ejer- og selskabsform, jf. boks 12.2.

Som et udtryk for rentabiliteten beregnes afkastet før skat i forhold til den gennemsnitlige egenkapital, dvs. gennemsnittet af egenkapitalen primo året og egenkapitalen ultimo året.

Tabel 12.2 Gennemsnitlig afkastsprocent efter ejerforhold

Pct.	Pengeinstitutter		Skadesforsikring		Realkreditinstitutter	
	A ¹	B ²	A ³	B ⁴	A ⁵	B ⁶
1988	17,85	6,44	-	-	-	-
1989	5,45	-5,67	21,69	26,11	-	-
1990	-4,77	2,88	-5,25	9,56	-	-
1991	-0,27	11,21	5,30	4,22	-	-
1992	-18,66	2,74	-28,58	-21,39	-	-
1993	10,34	21,92	10,44	10,51	-0,93	14,43
1994	-0,56	5,84	-5,93	-5,69	3,15	4,13
1995	21,13	19,39	16,29	13,97	10,12	16,74
1996	18,26	16,36	13,70	13,62	7,51	13,79
1997	16,97	8,99	14,82	9,19	7,18	14,59
Gennemsnit	5,85	8,71	3,54	5,85	5,33	12,65

Noter: 1) Omfatter bankaktieselskaber.

2) Omfatter sparekasser (ikke-aktieselskab) samt BRF Bank og Nykredit Bank.

3) Omfatter skadesforsikringsselskaber, der er aktieselskaber.

4) Omfatter gensidige skadesforsikringsselskaber (ikke-aktieselskab).

5) Omfatter Unikredit, Danske Kredit og FIH Realkredit (aktieselskab).

6) Omfatter Nykredit, Realkredit Danmark, BRFkredit, Totalkredit, LRF og DLR (forenings-/fondsbaserede).

3) Undersøgelsen er foretaget og gengivet i delrapport 3: "Udviklingen i den finansielle sektor".

Den foretagne sammenligning indikerer ikke, at ikke-aktionærbaserede finansielle institutter skulle være mindre fokuseret på indtjening end de aktionærbaserede virksomheder.

Sammenligningen viser for alle delsektorer, at den gennemsnitlige afkastsprocent for perioden som helhed er lavere for de aktionærbaserede institutter end for de ikke-aktionærbaserede institutter. En hypotese om en højere grad af afkastmaksimerende adfærd i de aktionærbaserede selskaber kan således ikke bekræftes af den foretagne analyse, jf. tabel 12.2.

Der er dog en række forhold i forbindelse med analyseformen, som man skal være opmærksom på.

Generelt skal det tages i betragtning, at der er en vis sandsynlighed for, at der i koncerner foretages en rentabilitetsbetragtning på helkunderniveau, således at priser i ét koncerninstitut vil kunne være afhængige af kundens øvrige engagementer i andre koncernselskaber. Derfor burde en ideel sammenligning alene foretages mellem selvstændige koncerninstitutter.

For pengeinstitutter kan afkastforskellene formentlig til en vis grad tilskrives, at andelen af erhvervskunder er noget højere i de aktionærbaserede end i de ikke-aktionærbaserede pengeinstitutter. I den forbindelse er det værd at nævne, at der blev realiseret store tab på erhvervsengagementer under den seneste lavkonjunktur. En analyse som den, der her er gennemført, vil derfor være følsom over for den valgte periode, hvorfor man ikke kan konkludere, at aktionærbaserede pengeinstitutter generelt har en lavere afkastprocent end ikke-aktionærbaserede.

For realkreditinstitutter kan analysen kun foretages for perioden 1993-97, da de nye realkreditinstitutter i aktieselskabsform først påbegyndte deres virksomhed i 1993. Den betragtede periode er derfor forholdsvis kort, hvilket gør, at resultatet for denne instituttype er

mere usikkert end for de øvrige instituttyper. Yderligere er der for de aktionærbaserede selskaber tale om nystartede virksomheder, hvorfor der må antages at være relativt store startomkostninger, som vil kunne påvirke afkastprocenten i nedadgående retning, om end en del af disse omkostninger kan være afholdt af moderselskaberne.

Ejerindflydelsen i den finansielle sektor er ikke kun bestemt ved behovet for kapitaltilførsel og indtjeningsniveau. Den finansielle lovgivning kan også være bestemmende for strukturudviklingen i sektoren. I afsnit 12.6 ses nærmere på, hvorvidt den finansielle lovgivning er en hindring for ejerskabsudviklingen i den finansielle sektor.

12.4 De finansielle virksomheders ejerindflydelse

Muligheden for, at finansielle virksomheder kan eje anden ikke-finansiell virksomhed, er begrænset af en generel bestemmelse om, at de finansielle virksomheder ikke må udøve bestemmende indflydelse i ikke-finansielle virksomheder.

Bestemmende indflydelse er som udgangspunkt fastlagt efter aktieselskabslovens definition af, hvornår der foreligger et koncernforhold (se boks 12.3).

Boks 12.3 Aktieselskabslovens definition af koncernforhold

Der foreligger "bestemmende indflydelse", når en aktionær

- 1) besidder flertallet af stemmerettighederne i selskabet, medmindre der vedtægtsmæssigt er stemmeretsbegrænsninger eller
- 2) har ret til at udnævne eller afsætte flertallet af medlemmerne i selskabets bestyrelse eller
- 3) har ret til at udøve bestemmende indflydelse over selskabet på grundlag af vedtægterne eller aftaler med dette i øvrigt eller
- 4) på grundlag af aftaler med andre aktionærer råder over flertallet af stemmerettighederne i selskabet eller
- 5) besidder stemmerettigheder i selskabet og i øvrigt udøver bestemmende indflydelse over dette.

I praksis kan en finansiel virksomhed have lige så store ejerandele, som den ønsker, blot den frasiger sig muligheden for at udøve bestemmende indflydelse, eksempelvis gennem en aktionæroverenskomst.

Finansielle virksomheder kan samtidig reelt deltage i alle former for virksomhed, såfremt der stiftes et ikke-finansielt selskab i toppen af konstruktionen.

Ser man på den finansielle sektors beholdning af aktier mv. noteret på Københavns Fondsbørs, fremgår det, at sektorens relative andel af samtlige aktier noteret på Fondsbørsen har ligget bemærkelsesværdigt konstant på ca. 30 pct. over den betragtede periode, jf. tabel 12.3⁴⁾. De største investorer i denne forbindelse er Arbejdsmarkedets Til-lægspension og Lønmodtagernes Dyrtidsfond tilsammen, livsforsik-ringsselskaberne og de tværgående pensionskasser.

Når den finansielle sektors relative andel af kapitalandele noteret på Københavns Fondsbørs ikke er steget trods en generelt stigende andel af de respektive institutters balancer anbragt i kapitalandele, kan det bl.a. hænge sammen med, at investeringerne i stigende grad er blevet orienteret mod udlandet, jf. kapitel 6.

Faldet fra 1996 til 1997 i andelen af de finansielle virksomheders be-holdning af kapitalandele noteret på Københavns Fondsbørs kan formentlig tilskrives flere forhold. For det første er en stor og stigende andel af nyplaceringerne som nævnt i udenlandske aktier. For det andet har nogle investorer valgt at afhænde aktier i deres portefølje til de meget høje kursniveauer i 1997. For det tredje kan der være tale om en undervægtning i de aktier, der udviste de største stigninger i

4) Det skal dog bemærkes, at den nominelle størrelse, som de finansielle institutter ejer af den fondsbørsnoterede aktiekapitel, er steget støt igennem perioden. Det er andelen, der er forblevet næsten uændret.

løbet af 1997, jf. rederibranchen med en indeksstigning på 96 pct. og pengeinstitutter med en stigning på 76 pct.

Tabel 12.3 De finansielle virksomheders beholdning af kapitalandele¹ noteret på Københavns Fondsbørs

	1988	1990	1992	1994	1996	1997	1997
	Mio. kr.						Pct.
Pengeinstitutter	12.495	12.764	12.637	16.514	15.944	21.146	10,9
Fonds- og børsmæglerselsk.	-	356	390	52	6	13	0,0
Investeringsforeninger	2.686	1.935	1.711	3.841	5.494	8.245	4,1
Skadesforsikringselskaber	4.771	8.778	4.820	5.375	5.589	6.282	3,1
Livsforsikringselskaber	11.996	14.654	13.895	23.000	37.344	54.716	27,2
Tværgående pensionskasser	9.294	13.486	19.948	21.462	28.147	35.681	17,7
Firmapensionskasser	1.789	1.929	2.105	2.438	2.831	3.226	1,6
ATP og LD	20.359	25.277	24.232	35.212	52.909	71.993	38,5
I alt	63.390	79.179	73.738	107.894	148.264	201.302	100
Cirk.mgd.aktier og inv.beviser	207.024	264.327	246.804	345.399	499.275	775.451	
Kapitalandele i % af cirk.mgd.	30,6	30,0	29,9	31,2	29,7	26,0	

1) Kapitalandele og den cirkulerende mængde aktier og investeringsbeviser er angivet til kursværdi.
Kilde: Finanstilsynet.

De finansielle selskaber i Danmark har en ejerandel af den børsnoterede aktiekapital, der svarer til Holland, Tyskland og USA, jf. tabel 12.4. I Tyskland er det hovedsageligt banker og sparekasser, som ejer de største andele af aktiekapitalen. I Danmark og USA er det hovedsageligt de institutionelle investorer, som ejer store dele af den børsnoterede aktiekapital.

Tabel 12.4 Børsnoteret aktiekapital fordelt på ejerkategorier i udvalgte lande, pct.

	Dan- mark (1998)	Tysk- land (1993)	Fran- krig (1993)	Italien (1993)	Stor- britan. (1993)	Hol- land (1992)	USA (1990)	Japan (1990)
Finansielle virksomh.	35,2	29,0	8,4	11,3	61,8	24	30,4	48,0
Heraf:								
Pengeinstitutter	9,9	14,3	4,3	9,9	0,6	2	0,0	18,9
Skadesforsikringsselskaber	1,5	7,1	2,2	0,8	17,3		4,6	19,6
Pensionskasser og livsforsikringsselskaber mv.	23,8	7,7	1,9	0,6	43,9	22 ¹⁾	25,8	9,5
Ikke-fin.virksomheder	64,8	71,0	91,6	88,7	38,2	76	69,6	52,0
Heraf:								
Erhvervsvirksomheder	4,2	38,8	54,5	23,0	3,1	19	14,1	24,9
Husholdninger mv. ²⁾	18,5	16,6	20,7	33,9	17,7	19	50,2	22,4
Offentlige sektor	3,2	3,4	4,5	27,0	1,3	-	0,0	0,7
Udland	27,6	12,2	11,9	4,8	16,3	37	5,4	4,0
Andet ³⁾	11,3	-	-	-	-	-	-	-

Anm.: Der kan være forskelle i grupperingen mellem landene, men det har ikke været muligt at afdække disse.

- 1) Både forsikringsselskaber og pensionskasser.
- 2) Mv. dækker over uidentificerede ejerbesiddelser.
- 3) Andet dækker over erhvervsdrivende fonde mv.

Kilde: Erhvervs-, Finans-, Skatte- og Økonomiministeriet (1999): Debatoplæg om aktivt ejerskab.

Som nævnt må danske finansielle virksomheder ikke udøve bestemmende indflydelse. Det betyder, at de finansielle virksomheder ved investering i virksomheder med mange små aktionærer kan komme i konflikt med bestemmelsen - selv ved moderate ejerandele. Dette skyldes, at ejerandele alene ikke er nok til at afgøre, hvorvidt der er tale om bestemmende indflydelse. Heroverfor står bl.a., at reglerne om hæftelsesgennembrud ikke er afklarede, hvorfor en finansiell virksomhed, der har bestemmende indflydelse (dvs. er hovedaktionær) i værste fald vil kunne hæfte for ansvarspådragende begivenheder i et ikke-finansielt datterselskab.

Det kan være problematisk, fordi en dominerende aktionær har større fordele ved at disciplinere ledelsen, end den lille aktionær har. Det skyldes, at en dominerende aktionær ikke har omkostninger ved at koordinere sin indsats over for ledelsen. De små aktionærer vil i tilfælde af et øget afkast også blive belønnet, om end det ikke er dem, som foretager presset på ledelsen⁵⁾.

Den ovennævnte tværministerielle rapport har gennemgået en række internationale analyser (jf. bilag 12.1). Det generelle billede er, at der synes at være en vis overvægt af analyser, der viser, at institutionelle investorer kan medvirke til større afkast i virksomhederne⁶⁾.

I afsnit 12.5 og 12.6 diskuteres, hvorvidt de nuværende regler vedrørende aktieplaceringer, enkeltengagementer samt bestemmende indflydelse, er hensigtsmæssige.

Endelig er det væsentligt for en effektiv kapitalformidling, at markedet for værdipapirer er gennemsigtigt. Derfor ses der i afsnit 12.7 på forøgelse af informationen på Københavns Fondsbørs.

12.5 De institutionelle investorers mulighed for opkøb af ejerandele

12.5.1 Regler i Danmark og andre EU-lande

I Danmark er der placeringsregler for forsikringsselskaber, pensionskasser, ATP og LD, det vil sige de institutionelle investorer. Der er grundlæggende tale om to krav: Et samlet loft for adgangen til at

5) I økonomisk teori tales der om free-rider problemer.

6) Det skal anføres, at det ikke er entydigt i undersøgelserne, at de institutionelle investorer har en komparativ fordel over for andre investorer.

investere i aktier mv. og grænser for omfanget af forskellige typer af enkeltengagementer.

Placeringsregler er indført for at begrænse risikoen for de forsikredes og medlemmernes midler. Reglerne begrænser forskellige risici, som er forbundet med investering. Selskabernes ledelse har ansvaret for, at reglerne overholdes.

Tabel 12.5 Uddrag af placeringsregler for skades-, livs- og investeringslivsforsikrings-selskaber

Anbringelse af midler (maks.)	Skadesforsikringsselskaber	Livsforsikringsselskaber og investeringslivsforsikringsselskaber med rentegaranti	Investeringslivsforsikringsselskaber uden rentegaranti
Direktivkrav	Maks. 5 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser i en enkelt virksomhed som ejer- eller lånekapital	Maks. 5 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser i en enkelt virksomhed som ejer- eller lånekapital ⁴⁾	Ingen begrænsninger
Lovkrav i Danmark	Min. 50 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser i særligt sikre aktiver	Min. 50 pct. af livsforsikringshensættelser i særligt sikre aktiver	Ingen begrænsninger
	Maks. 4 pct af hensættelser i en enkelt virksomhed som ejer- og lånekapital	Maks. 3 pct. af livsforsikringshensættelser i en enkelt virksomhed som ejer- eller lånekapital ¹⁾	Ingen begrænsninger
	Maks. 20 pct. i unoterede aktier ²⁾	Maks. 20 pct. af livsforsikringshensættelserne i unoterede aktier ²⁾	Ingen begrænsninger

- 1) 3 pct. er under forudsætning af, at selskabet er etableret i zone A (dvs. medlemsstaterne i EU/EØS og alle andre lande, der er fulde medlemmer af OECD samt Saudi-Arabien), samt at selskabet er børsnoteret og har en egenkapital på minimum 250 mio.kr.
- 2) I december 1998 blev lovgivningen ændret således, at det gennem autoriserede markedspladser eller andet reguleret marked er muligt at placere maks. 20 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser i unoterede aktier. For unoterede aktier handlet på et ureguleret marked gælder som i 3. livsforsikringsdirektiv art. 22 litra e, at maks. 10 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser må placeres i disse aktiver.

Kilde: Finanstilsynet

Placeringsreglerne skal også ses på baggrund af, at den enkelte forsikringstager enten ikke har mulighed for, eller ikke uden store omkostninger, kan flytte sin forsikring til et andet institut.

Loftet for aktieinvesteringer tilsigter dels at begrænse kursrisikoen generelt, dels at begrænse engagementsrisikoen, det vil sige risikoen for, at et forsikringsselskab eller en pensionskasse påvirkes væsentligt af en porteføljevirksohmheds konkurs.

Som følge af, at der normalt forventes en positiv sammenhæng mellem afkast og risiko, har beskyttelse imod risiko indebåret en sænkning af det potentielle afkast. Placeringsreglerne er gradvist blevet liberaliseret inden for de seneste ti år. Reglerne er angivet i tabel 12.5.

I Danmark er placeringer i enkeltsselskaber som ejer- eller lånekapital begrænset til maks. 3 pct. af livsforsikringshensættelserne. Højest 50 pct. af livsforsikringshensættelserne i alt må være "ikke-guldrandede" aktiver, herunder aktier ("guldrandede" aktiver omfatter især stats- og realkreditobligationer).

Skadesforsikringsselskaber har også begrænsninger med hensyn til de forsikringsmæssige hensættelser, eftersom de ikke må placere mere end 50 pct. i aktier mv. og maks. 4 pct. i et enkelt engagement. I EF-direktiverne er grænsen for førstnævnte op til 5 pct., mens der ikke eksisterer et loft for de samlede placeringer i ikke-guldrandede aktiver. De danske regler er med hensyn til enkeltengagementer ikke implementeret med minimumsdirektivets grænser som i andre EU-lande (se tabel 12.6).

Ønsker danske livsforsikringsselskaber imidlertid større frihed til at disponere, kan de etablere investeringslivsforsikringsselskaber uden rentegarantier - forudsat at kunderne vil købe disse produkter - da disse ikke er underlagt placeringsregler, jf. tabel 12.5. Det er i sådanne tilfælde op til pensionsinstituttet selv at regulere deres

investeringsportefølje. Her er bestyrelse og direktion - ligesom det gælder for livsforsikringsselskaber og pensionskasser - forpligtet til at anbringe selskabets kapital på en hensigtsmæssig og for forsikringstagerne tjenlig måde.

Placeringsreglerne i de enkelte EU-lande er meget varierende, jf. tabel 12.6. Danmark ligger i midtergruppen.

Tabel 12.6 Placeringsregler for livs- og skadesforsikringsselskaber i OECD, 1996

Procenter af de forsikringsmæssige hensættelser	Aktier (skade)	Aktier (liv)	Unoterede aktier (skade)	Unoterede aktier (liv)	Enkelt invest. (liv)
Danmark	50	50	20 ¹⁾	20 ¹⁾	maks. 3
Belgien	-	-	10a	10b	5
Finland	50	50	10	10	5
Frankrig	65a	65b	65a	65b	5-10
Tyskland	30	30	10	10	5 ²⁾
Holland	-	-	10	10	5-10
Sverige	25a	25b	25a	25b	-
Storbritannien	- ³⁾	-	10a	10b	5
Japan	30a	30b	30a	30b	10
Norge	35a	35b	35a	35b	15
USA (NJ)	-	15b	-	15b	2
USA (Delaware)	40a	1	40a	1	10

Anm: a) Sammenlagt.

b) Sammenlagt mht. én investering.

c) Fra ikke-OECD-lande.

d) Må ikke overstige værdien af udestående policer i udlandet.

e) 5 pct. aggregeret og 2 pct. i udlandet.

- 1) I december 1998 blev lovgivningen ændret således, at det gennem autoriserede markedspladser eller andet reguleret marked er muligt at placere maks. 20 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser i unoterede aktier. For unoterede aktier handlet på et ureguleret marked gælder som i 3. livsforsikringsdirektiv art. 22 litra e, at maks. 10 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser må placeres i disse aktiver.
- 2) Maks. 2 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser og 25 pct. af egenkapitalen, men et generelt maks. på 5 pct. af de forsikringsmæssige hensættelser.
- 3) Tilsynet har en diskretionær ret til at bestemme, til hvilken værdi en investering skal bogføres i et regnskab.

Kilde: OECD 1998 samt Finanstilsynet.

Holland og Storbritannien har ingen grænser for aktieinvesteringer bortset fra en grænse på 10 pct. i unoterede aktier. Begge lande støtter sig til "prudent man"-konceptet, der bredt formuleret overlader det til pensionsinstitutternes ledelser at forvalte de forsikringsmæssige hensættelser under hensyn til sikkerhed, kvalitet, likviditet og profitabilitet. Dette kan indebære, at der ikke gives rentegaranti, såfremt kunderne ønsker det.

I forbindelse med "prudent man"-konceptet skal det bemærkes, at det kan indebære, at tilsynsmyndighederne er tillagt en diskretionær ret til at bestemme, til hvilken værdi en investering kan bogføres i regnskabet. Således kan der være tilsvarende begrænsninger på aktieinvesteringer, som ikke fremgår af den skematiske fremstilling i tabel 12.6.

12.5.2 Aktieloft

Ved udgangen af 1997 havde danske livsforsikringsselskaber i gennemsnit placeret 25 pct. af deres aktiver i aktier, hvilket ligger over de andre EU-lande med undtagelse af Storbritannien, hvor aktieandelen er på 75 pct.

Pensionsinstitutternes investeringshorisont er ofte meget lang, hvilket gør det muligt også at investere langsigtet. Som det fremgår af delrapport 4: "Risikovillig kapital", peger flere danske og udenlandske analyser på, at aktier over længere perioder giver et højere afkast end obligationer ^{7) 8)}. Yderligere fremgår det af rapporten, at det efter

7) Se bl.a. Nielsen, S. og Risager, O. (1997): "Macroeconomic perspectives on Danish equity premium", EPRU; Christensen, J. og Lystbæk, B. (1994): "Afkast og risiko på aktier og obligationer 1915-1993", Finans/Invest, 3/94, pp.10-13; Timmerman, A. (1992): "Udviklingen i danske aktiekurser 1914-1990", National-økonomisk Tidsskrift, 130, pp. 473-82.

8) Se Siegel og Thaler (1997): "Anomalies: The Equity Premium Puzzle", Journal of Economic Perspectives, vol. 11, no. 1 pp. 191-200.

Pinsepakkens indførelse fortsat er skattemæssigt attraktivt at placere midler fra pensionsordninger i aktier.

På den anden side er der også hensynet til, at pensionsbranchen til enhver tid kan overholde forpligtelserne over for kunderne. Hvis et livsforsikringsselskab fx havde investeret alle sine aktiver i aktier, ville den årlige pension være faldet med over 26 pct. for en kunde, der gik på pension i 1992 som følge af faldet i aktiekurserne det år⁹⁾.

I Danmark og flere andre EU-lande, er der derfor fastsat loft over institutternes aktiebeholdning, der begrænser pensionsinstitutternes risiko.

Aktielloftet kan også ses i forbindelse med, at livsforsikringsselskaberne yder rentegarantier. Som det fremgår, er der ingen placeringsregler for investeringslivsforsikringsselskaber, så længe de ikke udsteder rentegaranti.

Grænsen for den andel af investeringsaktiverne, der kan placeres i aktier, blev den 1. januar 1999 forhøjet til 50 pct.

Udvalget finder på ovenstående baggrund ikke, at der er behov for at ændre investeringsloftet for aktier.

12.5.3 Enkeltengagementsgrænser

Ligesom ved aktielloftet er grænserne for enkeltengagementer et resultat af en afvejning af afkasthensyn og hensyn til risikoeksponering for forsikringsselskaber og pensionskasser.

En højere grænse end de nuværende 3 pct. vil kunne fremme pensionsinstitutternes investeringer i større virksomheder. Samtidig vil

9) Kilde: Pensionsmarkedsrådet.

en investeringsgrænse på 5 pct. sikre et "level playing field" over for udenlandske livsforsikringsselskaber.

En tilnærmelse af de danske regler til reglerne i de lande, vi normalt sammenligner os med, kan blive aktuel. Danmark fremstår ud fra de formelle regler som havende mere restriktive regler end de øvrige lande. Der foreligger ikke oplysninger om, hvorledes de andre lande i praksis håndterer dette område.

Pga. livsforsikringsselskabers og pensionskassers store livsforskringshensættelser vil en forøgelse af enkelt-engagementsgrænsen indebære en potentiel risiko. Eksempelvis vil en pensionskasse, der kun opfylder lovgivningens mindstekrav om solvens, vil der uden bonusudjævningshensættelser ikke være nogen egenkapital tilbage, hvis selskabet taber alle pengene på et enkeltengagement i en størrelsesorden, der svarer til 5 pct. af hensættelserne. Dette forhold taler dels for, at der må udvises forsigtighed, dels for at det er mere logisk med en grænse, som knytter sig til selskabets egenkapital.

De pensionskasser og livsforsikringsselskaber, som har den mindste buffer, har for nærværende dobbelt så store frie reserver i relation til det solvenskrav, som lovgivningen stiller til dem¹⁰⁾.

Udvalget finder ikke, at der er behov for på nuværende tidspunkt at ændre ved den gældende engagementsgrænse.

12.6 Bestemmende indflydelse og finansielle virksomheder

Placeringsregler og regler for engagementsgrænser er i den finansielle lovgivning er kædet sammen med et generelt forbud om bestemmen-

10) Med frie reserver menes egenkapital, bonusudjævningshensættelser, merværdier mv.

de indflydelse i anden ikke-finansiell virksomhed. I dette afsnit vil der blive set på reglerne om bestemmende indflydelse under forudsætning af, at placeringsregler og regler for engagementsgrænser er overholdt.

Begrundelserne for, at finansielle virksomheder ikke må drive anden ikke-finansiell virksomhed er bl.a. afhængige af virksomhedstypen. Overordnet set kan de finansielle virksomheder opdeles efter, om virksomheden driver udlånsvirksomhed eller investeringsmæssig virksomhed¹¹⁾.

Kreditinstitutter

Et kreditinstitut driver primært långivning, hvilket vil sige, at det primært udlåner fremmedkapital til virksomheder.

Reglerne for kreditinstitutter er i Danmark i lighed med de angelsaksiske lande baseret på, at kreditinstitutter er långivere og derfor ikke skal udfylde en dobbeltrolle som långiver og ejer. Ved at forhindre, at långiver kan udøve bestemmende indflydelse gøres det klart, at myndighederne ønsker, at kreditinstitutter primært skal levere fremmedkapital.

Det er vurderingen, at det kan være forbundet med samfundsøkonomiske problemer at lade kreditinstitutter udøve bestemmende indflydelse i en virksomhed på baggrund af lån. Det skyldes, at et lån skal tilbagebetales med det oprindelige beløb plus renter. En investering skal derimod give maksimalt afkast¹²⁾ (se boks 12.4).

11) Denne opdeling stammer fra bemærkningerne til arbejdet vedrørende B13, der indebar en harmonisering af ledelsesreglerne i de finansielle institutter. B13 er gennemført ved lov nr. 475 af 10. juni 1997.

12) Fremstillingen er noget forenklet, eftersom en investor kan vælge mere risikobetonede projekter end en kreditor, pga. ønsket om et højere afkast.

Boks 12.4 Eksempler på afkastskrav for en långiver og en investor

Er projekterne 1 til 3 til rådighed, vil et kreditinstitut vælge projekt 3. Dette projekt giver kreditinstituttet mest nytte i form af tilbagebetalt gæld. Dette projekt giver til gengæld mindst samlet forventet afkast. Dog kan der være projekter, hvor långivers valg indebærer det samfundsøkonomisk mest optimale. Såfremt projekt 4 er til rådighed, er det ligegyldigt for långiver, om projekt 3 eller 4 vælges. Projekt 4 er det samfundsøkonomisk mest optimale.

Afkast i periode 2	Projekt 1	Projekt 2	Projekt 3	Projekt 4
Maks. afkast	22.000	18.000	11.000	15.000
Min. afkast	2.000	4.000	10.000	11.000
Investors forventet afkast	8.000	6.000	4.500	7.000
Långivers forventet afkast	4.000	5.000	6.000	6.000
Samlet forventet afkast	12.000	11.000	11.000	13.000

Anm: Tabellen bygger på en forudsætning om to perioder, hvor virksomheden i periode 1 har investeret 9.000 kr. Investeringen bygger på et lån på 6.000 kr. og en aktiekapital på 3.000 kr. For nemheds skyld er lånet uden renter. Der er to udfald for projekterne, og sandsynligheden for udfaldet er lige stort. Det antages, at agenterne søger optimalt afkast.

Note: Boksen er lavet med inspiration fra Mathiesen (1999): www.dcg.dk.

Pengeinstitutter kan dog midlertidigt drive anden virksomhed til afvikling af forudgåede engagementer eller med henblik på medvirken ved omstrukturering af erhvervsvirksomheder. Realkreditinstitutterne kan ligeledes overtage en ejendom som led i en tabsbegrænsende foranstaltning.

Vedrørende realkreditinstitutter er der ikke tale om helt samme argumenter for risikobegrænsning som for pengeinstitutter. Det skyldes, at realkreditinstitutter yder lån, der har sikkerhed i fast ejendom under særlige regler.

Blandt andet som følge af balanceprincippet er realkreditinstitutters aktivitet mere sikker end pengeinstitutternes. Når realkreditinstitutterne ikke har mulighed for at udøve bestemmende indflydelse, er det - i lighed med pengeinstitutter - udtryk for et ønske om, at realkreditinstitutter primært skal levere fremmedkapital.

Investeringsforeninger

Investeringsforeninger driver investeringsvirksomhed for medlemmernes midler. På trods af denne kendsgerning er der ved et EF-direktiv¹³⁾ fastlagt en bestemmelse, hvorefter en investeringsforening ikke kan udøve "betydelig indflydelse"¹⁴⁾. Specialforeninger er ikke omfattet af det nuværende direktiv. I den danske lovgivning om specialforeninger gælder, at disse ikke må udøve betydelig indflydelse.

EU-Kommissionens forslag¹⁵⁾ vedrørende specialforeninger vil formentlig indebære, at reglen om "betydelig indflydelse" også kommer til at gælde disse investeringsforeninger. Erhvervsudviklingsforeninger vil formentlig være undtaget, da de ikke er omfattet af direktivforslaget.

Forsikringsselskaber og pensionskasser mv.

Forsikringsselskaber og pensionskasser mv., der også går under betegnelsen institutionelle investorer, driver i vidt omfang investeringsvirksomhed¹⁶⁾. Der er en række grunde til at overveje reguleringen, der bevirker, at én institutionel investor ikke kan udøve bestemmende indflydelse.

Det ovennævnte tværministerielle udvalg har gennemgået en række internationale analyser, der empirisk viser, at de institutionelle investorer har en positiv rolle at spille med henblik på at disciplinere ledelsen til at opnå højere afkast. De institutionelle investorer ser med andre ord ud til at drive aktiv investeringspolitik.

13)85/611/EØF om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektive investeringer i værdipapirer.

14)Betydelig indflydelse indebærer en begrænsning i relation til bestemmende indflydelse. Bestemmelsen har indtil videre ikke været i anvendelse i Danmark.

15)UCITS-direktivforslaget.

16)Skadesforsikringsselskaber driver primært forsikringsvirksomhed.

Der ser ikke ud til at være belæg for overvejelserne om, at øgede institutionelle investeringer medfører negative konsekvenser for virksomhedernes effektivitet. Det har været fremført, at en stigende indflydelse gennem arbejdstageres midler på virksomhederne vil føre til begunstiggelse af arbejdstagere på den konkrete virksomhed på bekostning af virksomhedens indtjening.

Det bør dog nævnes, at der kan være tale om forskel mellem at udøve bestemmende indflydelse og at udøve indflydelse på virksomhedens strategi og dermed afkast. Enhver investor med en stor ejerandel har naturligvis en vis ejerindflydelse på ledelsen. Investoren kan således trække sig ud af engagementet. Dette kan have indflydelse på kursdannelsen på virksomhedens aktier og på virksomhedens mulighed for fremtidige kapitaltilførsler, såfremt kravene fra investoren ikke imødekommes.

I realiteten kan de institutionelle investorer, der er organiseret som aktieselskaber, udøve bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder. Det kan ske ved en koncerndannelse, hvor den finansielle virksomhed omdannes til et holdingselskab. Her bliver det finansielle selskab datterselskab, og de ikke-finansielle selskaber gøres til søsterselskaber til det finansielle selskab.

Endelig skal den stigende pensionsformue - se kapitel 6 - også ses i sammenhæng med de muligheder, de institutionelle investorer har for at foretage risikospredning. De institutionelle investorer forvalter således store formuer i forhold til de enkelte husholdninger og har derfor gode muligheder for at sprede deres investeringer og samtidig opnå høje ejerandele.

Internationalt er reglerne vedrørende de institutionelle investorers mulighed for bestemmende indflydelse reguleret forskelligt (jf. bilag 12.2). De nordiske lande har ligesom Danmark forbud mod, at institutionelle investorer må udøve bestemmende indflydelse.

Tyskland tillader ikke institutionelle investorer at udøve bestemmende indflydelse. Dette gælder også for institutionelle investorer, som er koncernforbundne med pengeinstitutter.

Holland anvender "prudent man"-konceptet som grundlag for reguleringen der af institutionelle investorer, tillader, at disse investorer må udøve bestemmende indflydelse. Der skal dog indhentes tilladelse hos den hollandske finansminister, såfremt indflydelsen sker fra en institutionel investor, som er koncernforbundet med eksempelvis et pengeinstitut.

Storbritannien opererer også med "prudent man"-konceptet i reguleringen af forsikringsselskaber. Storbritannien tillader, at institutionelle investorer må udøve bestemmende indflydelse. Denne gælder sammen med såvel individuelle som koncernforbundne kreditinstitutter.

12.6.1 Mulige ændringer med hensyn til bestemmende indflydelse

En lempelse af regelsættet vedrørende bestemmende indflydelse rejser en række spørgsmål.

Det første er, om en lempelse nødvendigvis giver anledning til højere risikoeksponering i det enkelte selskab. Dette er ikke nødvendigvis tilfældet. Risikoen begrænses som nævnt ovenfor af aktieloftet samt 3 pct.-reglen for enkeltengagementer, samt de frie midler, der ikke medgår til dækning af forsikringsmæssige forpligtelser, mens der ikke er et eksplicit loft over, hvor stor en andel af et selskabs egenkapital, der må ejes af en finansiell virksomhed. Det afgørende er, at der afstås fra at *udøve* bestemmende indflydelse.

Reelt kan man imidlertid godt forestille sig, at risikoeksponeringen øges. Dette skyldes, at udsigten til at kunne udøve bestemmende indflydelse kan betyde en koncentration af enkeltengagementer -

naturligvis inden for 3 pct.-reglen og de frie midler, der ikke medgår til dækning af de forsikringsmæssige forpligtelser. En større koncentration inden for 3 pct.-reglen kan herudover føre til mindre likvide aktiebeholdninger.

I den situation er det naturligvis et problem, hvis 3 pct.-reglen, som ovenfor antydet, ikke yder tilstrækkelig sikkerhed. Der foreligger dog mulighed for at supplere denne grænse med en grænse, der knytter sig til egenkapitalen. Reglen, der knytter enkeltengagementer til de forsikringsmæssige hensættelser, følger af et EF-direktiv. Anvendelsen af egenkapital som udgangspunkt for en kvantitativ ramme kendes fra kreditinstitutternes engagementsgrænser.

Endvidere kan der være et arbitrageproblem forbundet med drift af anden virksomhed i finansielle koncerner. Hvis reglerne om bestemmende indflydelse blev afskaffet for forsikringsselskaber og pensionskasser, men ikke for kreditinstitutter, ville der være mulighed for omgåelse af reglerne.

Dette vil eksempelvis kunne ske, hvis et pengeinstitut som moderselskab i en koncern opretter et forsikringsselskab som datterselskab. På denne måde vil pengeinstituttet gennem ejerskabet af forsikringsselskabet kunne opnå bestemmende indflydelse i ikke-finansielle virksomheder, fordi forsikringsselskabet i denne situation ikke vil være omfattet af de ejerbegrænsninger, der er gældende for pengeinstituttet som moderselskab.

Endelig er det af betydning, om en finansiell virksomhed på grund af ejerskab løber en risiko for at hæfte for mere end aktiekapitalen i en ikke-finansiell virksomhed.

Derfor er det interessant at belyse spørgsmålet om hæftelsesgennembrud, dvs. situationen, hvor ejeren af et aktieselskab bliver identificeret med selskabet. Udgangspunktet i den danske selskabsret er, at

ejeren af et aktieselskab ikke hæfter for selskabet. Samtidig er der store ligheder mellem dansk og europæisk koncernret.

På den anden side er der af bl.a. professor Erik Werlauff sat spørgsmålstegn ved, om der de facto finder hæftelsesgennembrud sted også i dansk ret. Hertil kommer særlige regler i bl.a. Tyskland og USA vedrørende hæftelsesgennembrud. Ud over selve hæftelsesgennembruddet løber ejeren af en virksomhed en risiko for at ifalde et ansvar for datterselskabets virksomhed. Hæftelsesproblemet vil derfor kunne variere, alt efter hvilken virksomhed, der er tale om.

Herudover kan der opstå en de facto-hæftelse, såfremt en koncern beslutter at lade et enkelt selskab i koncernen gå konkurs, kan omverdenen miste tilliden til resten af koncernen.

Det er svært at vurdere risikoen for hæftelsesgennembrud i den situation, hvor en finansiel virksomhed ejer en ikke-finansiel virksomhed. Usikkerheden kan endvidere forstærkes af, i hvilket land den pågældende virksomhed er beliggende. Graden af de facto-hæftelse må imidlertid formodes at være lille i de tilfælde, hvor et pengeinstitut, som reglen er i dag, midlertidigt driver en erhvervsvirksomhed, som instituttet har overtaget fx med henblik på medvirken ved en omstrukturering.

Endelig er der spørgsmålet, om en lempelse af reglerne om bestemmende indflydelse også bør omfatte LD, ATP og de obligatoriske arbejdsmarkedspensionsordninger. Fælles for disse er, at medlemmerne ikke kan vælge at flytte deres ordninger. Muligheden for at udøve bestemmende indflydelse kan også kædes sammen med investeringsvalgmuligheder for opsparerne i de obligatoriske arbejdsmarkedspensionsordninger.

Generelt kan en mere generel udvidelse af reglerne om bestemmende indflydelse overvejes. Dette vil imidlertid kræve en nærmere vurdering af bl.a. problemstillingen om hæftelsesgennembrud.

Derimod kan der efter udvalgets opfattelse være grundlag for at anbefale ændringer på to områder:

1. Omstrukturering af erhvervsvirksomheder

Som anført ovenfor vurderes graden af de facto hæftelse at være lille i de tilfælde, hvor et institut midlertidigt driver en anden virksomhed, som instituttet har overtaget fx på henblik på medvirken ved en omstrukturering.

Dette kunne tale for at give de institutionelle investorer mulighed for at medvirke mere aktivt fx ved en nødvendig omstrukturering af en erhvervsvirksomhed, hvori den institutionelle investor har en væsentlig interesse.

I denne situation kunne man give den institutionelle investor mulighed for at opnå bestemmende indflydelse med henblik på at gennemføre en omstrukturering, herunder eventuelt fusion af virksomhederne. Da formålet er gennemførelse af en omstrukturering, bør den institutionelle investors bestemmende indflydelse være midlertidig. Dette vil svare til de tilsvarende regler på pengeinstitutområdet.

Finanstilsynet kan i denne sammenhæng påse, at den institutionelle investors bestemmende indflydelse ikke fortsætter længere, end hvad der er rimeligt i forhold til den aktuelle situation. Finanstilsynet vil samtidig kunne sætte krav til egenkapitalen som følge af den forøgede risiko.

2. Ophævelse af sektorforbuddet mod samejerskab

Efter gældende lovgivning må to finansielle virksomheder inden for samme lovområde (eksempelvis to pengeinstitutter) ikke tilsammen udøve bestemmende indflydelse. To virksomheder inden for forskellige lovområder (eksempelvis et pengeinstitut og et forsikringsselskab) må tilsammen udøve bestemmende indflydelse. Som en undtagelse fra disse regler gælder, at to forsikringsselskaber kan udøve bestemmende indflydelse i et kapitalformidlingsaktieselskab, men hvert af

forsikringsselskaberne kan højst besidde 50 pct. af stemmerettighederne i kapitalformidlingsaktieselskabet (se boks 12.5).

Det er, som det fremgår, svært at begrunde opretholdelsen af denne retstilstand. Det skyldes bl.a., at det ikke er mere risikabelt for to selskaber inden for samme lovområde, eksempelvis to pengeinstitutter, at udøve bestemmende indflydelse, end for to virksomheder inden for forskellige lovområder, eksempelvis et forsikringsselskab og et pengeinstitut.

Boks 12.5 Baggrunden for kapitalformidlingsaktieselskaber

I gennem 1980'erne har der været omfattende politiske overvejelser om, hvorledes forsikringsselskabers midler kunne anbringes mere aktivt, uden at man samtidig gav køb på forbuddet om, at forsikringsselskaber ikke måtte udøve en ejers indflydelse eller i øvrigt en bestemmende indflydelse på en erhvervsvirksomhed.

I 1981¹⁾ blev disse selskaber givet mulighed for en øget adgang til aktieinvesteringer. Det blev præciseret, at på trods af denne liberalisering måtte et forsikringsselskab fortsat ikke gennem det samlede engagement udøve bestemmende indflydelse i en erhvervsvirksomhed.

I 1983²⁾ introduceredes muligheden for at oprette kapitalformidlingsaktieselskaber. Livsforsikringsselskaber og pensionskasser havde mulighed for at besidde aktiemajoriteten i sådanne selskaber, hvis formål det er at erhverve ejerandele i erhvervsvirksomheder. Gennem kapitalformidlingsaktieselskabet kunne således erhverves aktiemajoriteten i erhvervsvirksomheder. Den enkelte institutionelle investors andel i kapitalformidlingsselskabet var begrænset til 15 pct. af aktiekapitalen, hvilket betød, at der skulle være mindst 7 selskabsdeltagere.

I øvrigt blev der indsat en bestemmelse, hvorefter et forsikringsselskab antages at drive anden virksomhed, når selskabet alene eller sammen med andre forsikringsselskaber etablerer et koncernforhold til eller udøver en ejers indflydelse eller i øvrigt kan udøve en bestemmende indflydelse på en erhvervsvirksomhed. Ved bestemmelsen blev det slået fast, at flere selskabers indflydelse altid skulle bedømmes samlet, uanset om det beroede på utilsigtede omstændigheder.

I 1989³⁾ indførtes de nugældende regler, idet selskaberne på grund af de begrænsninger, der fandtes i 1983-loven, ikke i praksis havde investeret i erhvervsvirksomheder gennem kapitalformidlingsaktieselskaber. Således er det nu muligt at oprette kapitalformidlingsaktieselskaber med 2 deltagere. Ligeledes ophævede man bestemmelsen om, at der også forelå bestemmende indflydelse, hvis flere forsikringsselskaber og pensionskasser utilsigtet fik bestemmende indflydelse.

¹⁾ Ved lov nr. 239 af 27. maj 1981.

²⁾ Ved lov nr. 631 af 21. december 1983.

³⁾ Ved lov nr. 325 af 24. maj 1989.

Hertil kommer, at hvis det er en tilfældighed, at eksempelvis to forsikringsselskaber tilsammen har mulighed for at udøve bestemmende indflydelse, og de ikke ved aftale eller anden kontakt samordner deres adfærd, er lovens udgangspunkt allerede i dag, at der ikke foreligger bestemmende indflydelse. Det bemærkes, at en regelændring vil gælde for det enkelte livsforsikringsselskab og den enkelte pensionskasse men ikke for et administrationsfællesselskab.

Udvalget anbefaler at gennemføre de to ovenfor beskrevne ændringer i mulighederne for at udøve bestemmende indflydelse samt at følge udviklingen på området. Disse ændringer vil samtidig overflødiggøre bestemmelsen om kapitalformidlingsaktieselskaber.

Et mindretal bestående af DI finder dog ikke, at disse regler skal ændres for så vidt angår ATP og LD.

12.7 Barrierer for strukturtilpasning

Det er centralt, at der i den finansielle lovgivning ikke er barrierer for, at finansielle virksomheder kan foretage strukturtilpasninger med henblik på at styrke konkurrenceevnen. Det er derfor vigtigt, at lovgivningen ikke er en unødigt hindring for nye ejerskabsstrukturer.

Baseret på en gennemgang af den selskabsretlige regulering af ejerskabsforholdene i den finansielle lovgivning kan det konstateres, at der på realkreditområdet fortsat findes en regulering, der indeholder stemmeretsbegrænsninger.

Med ændringen af realkreditloven i december 1989 blev der givet mulighed for, at eksisterende realkreditinstitutter, hvad enten disse var organiseret som en forening eller fond, kunne omdannes til aktieselskaber. I loven blev der indsat en særregel om stemmeretsbegrænsning, som sikrer foreningen/fonden indflydelse i realkreditaktie-

selskabet. Reglen¹⁷⁾ indebærer, at vedtægterne for realkreditaktieselskabet skal indeholde bestemmelse om stemmeretsbegrænsning for andre aktionærer end fonden eller foreningen, der sikrer, at fonden eller foreningen bevarer mere end halvdelen af stemmerettighederne i realkreditaktieselskabet.

Baggrunden for indførelsen af bestemmelsen var et ønske om at hindre, at nye aktionærer fik muligheden for at få bestemmende indflydelse på udmåling af udbyttet og dermed adgang til at udlodde de midler i form af opsparede reserver, der var tilvejebragt ved realkreditvirksomheden. Der blev argumenteret med, at realkreditinstitutterne havde opsparet store værdier og hidtil arbejdet som almennyttige foretagener.

I begyndelsen af 1990'erne oplevede realkreditinstitutterne imidlertid relativt store tab på deres udlånsportefølje, så ledes at en hel del af denne tidligere opsparing forsvandt.

I dag må hovedparten af de midler, der ligger ud over kapitalkravet, således antages at være indtjent efter, at realkreditinstitutterne er blevet omdannet til aktieselskaber. Det oprindelige beskyttelseshensyn kan således ikke siges at være til stede i samme grad, som da reglen blev indført.

Hertil kommer, at der, som vist i afsnit 12.3, ingen forskel er i den søgen efter afkast, som præger de oprindelige realkreditinstitutter, ejet af fonde og foreninger, og de nye aktionærbaserede institutter. Det oprindelige argument om at bevare det almennyttige aspekt har således fortonet sig i den mellemliggende periode.

Samtidig skal det bemærkes, at sådanne regler om stemmeretsbegrænsning går imod den overordnede målsætning, jf. kapitel 10, om

17) Jf. § 70, stk. 2, i realkreditloven.

ikke unødigt hindre en strukturtilpasning af den danske finansielle sektor, hvilket kan true konkurrencedygtigheden på sigt.

Der er set en tendens til, at foreningsbaserede virksomheder har slået sig sammen. Stemmeretsbegrænsningen kan gøre det vanskeligt bl.a. for disse virksomheder at foretage de strukturtilpasninger, som foreningerne ønsker.

Stemmeretsbegrænsningen på realkreditområdet kan samtidig gøre det vanskeligt for fonds-/foreningsdominerede realkreditinstitutter at hente aktiekapital - på lige fod med aktieselskaberne - i takt med væksten. For aktionærer må det være af central betydning, at ejerinteresser og indflydelse følges ad. En stemmeretsbegrænsning, som forhindrer nye aktionærer i at få flertallet af stemmerne i realkreditaktieselskaberne, vil gøre det mindre interessant at erhverve sådanne aktier.

Endvidere vil den lovgivningsmæssige stemmeretsbegrænsning forhindre en sammenlægning af fx et realkreditinstitut, en bank og et forsikringsselskab, hvis de sidstnævnte selskaber tilsammen har en større balance end realkreditinstituttet.

En ophævelse af stemmeretsbegrænsningen i realkreditloven vil sikre parallelitet til lovgivningen for den øvrige finansielle sektor. For sparekasser var det tidligere et krav, at vedtægterne indeholdt stemmeretsbegrænsninger for aktionærerne. Ved lov nr. 491 af 1. juli 1998 blev denne regel ændret, således at dette krav bortfalder 5 år efter omdannelsen til aktieselskab. På forsikringsområdet har der aldrig eksisteret en tilsvarende begrænsning.

Hertil kommer, at realkreditinstitutter også kan hindres i omdannelser som følge af § 70. Dette kan bl.a. berøre ekspansionsmulighederne for institutter, som ikke er organiseret som en forening, bag hvilket der står en kreds af mindre og mellemstore pengeinstitutter.

En ophævelse af lovens stemmeretsbegrænsninger berører i sig selv ikke demokratiet i de foreningsbaserede realkreditinstitutter. Det vil således til enhver tid være op til de eksisterende aktionærer at bevare, indføre eller ophæve en frivillig stemmeretsbegrænsning. Inden for den finansielle sektor findes der mange eksempler på stemmeretsbegrænsninger - det er blot ikke et lovkrav men en beslutning truffet af ejerne.

Ved at ophæve bestemmelsen vil det fremover være op til realkreditforeningens/-fondens valgte organer selv at beslutte, om foreningen/fonden skal bevare mere end halvdelen af stemmerettighederne i realkreditaktieselskabet eller ej.

Der er i øvrigt blevet rejst spørgsmålet om låntageres mulighed for at få udloddet en del af foreningens formue i form af aktier. I dag fremgår det af realkreditlovens § 76, at i tilfælde af opløsning af en forening som ejer et realkreditaktieselskab kan egenkapitalen ikke udloddes til medlemmerne. Hertil kommer, at en sådan ændring må forventes at kræve ændring af fondslovgivningen, og må i øvrigt ses i mere generel sammenhæng med mulighederne for at omdanne fonde og foreninger.

Endelig er det fremført, at den lovfastsatte stemmeretsbegrænsning må ses i sammenhæng med, at de demokratiske organer i de bagvedliggende foreninger ikke fungerer tilfredsstillende. Dette har der også tidligere været eksempler på. Dette dannede baggrunden for, at der i 1996 blev gennemført en opstramning af den af økonomiministeren fastsatte valgbekendtgørelse. Opstramningen indebærer, at låntagerrepræsentanter ikke kan nedstemmes af de øvrige bestyrelsesmedlemmer i foreningens bestyrelse. Ligeledes blev der indført en bedre mindretalsbeskyttelse ved indirekte valg plus en begrænsning af adgangen til at stemme med fuldmagter. Dette trækker også i retning af, at der ikke længere er behov for lovfastsatte regler om stemmeretsbegrænsning.

På den baggrund anbefales det at ophæve stemmeretsbegrænsningerne i realkreditlovens § 70, stk. 2.

12.8 Gennemsigtighed på værdipapirmarkedet

Niveauet for information på det enkelte værdipapirmarked er bestemt ved de oplysningsforpligtelser, de noterede selskaber på Fondsbørsen skal efterkomme¹⁸⁾.

Overvejelser vedrørende oplysningsforpligtelser har på det seneste tiltrukket sig opmærksomhed. Det førømtalte tværministerielle udvalg under Finansministeriet påpegede, at det i relation til aktivt ejerskab vil være en fordel med størst mulig gennemsigtighed på Københavns Fondsbørs.

Ønsket om større gennemsigtighed er forbundet med et ønske om et mere likvidt marked. Den øgede gennemsigtighed gør det således mere attraktivt at handle på værdipapirmarkedet, hvorfor markedet bliver mere likvidt.

Et argument for at ønske et likvidt marked i forbindelse med diskussionen af ejerskabsforhold er, at likviditeten tiltrækker de institutionelle investorer¹⁹⁾. De institutionelle investorer søger andre markeder, hvis der er for stor forskel mellem købs- og salgsprisen, hvis der er for få værdipapirer, som kan handles ved et givet niveau af købs- og salgspriser, hvis transaktioner er for langsomme eller hvis der sker for store udsving i markedspriserne pga. enkelte transaktioner.

18) Ifølge værdipapirhandelsloven er det Fondsrådet, der fastsætter de nærmere regler vedrørende oplysningsforpligtelser på Fondsbørsen.

19) H. Blommestein (1998): "Impact of institutional investors on financial markets", OECD.

En øget likviditet skabes ved handel med værdipapirerne. Men hvad får handlen med en given mængde værdipapirer til at stige? En fundamental forudsætning for handel med værdipapirer er information om de underliggende aktiver. Det skyldes, at investorerne skal være vidende om fortidig, nutidig og potentialet for fremtidig indtjening.

Københavns Fondsbørs har taget initiativ til at se nærmere på reglerne for oplysningsforpligtelser, som skal sikre større gennemsigtighed.

12.8.1 Flere informationer til Københavns Fondsbørs

Københavns Fondsbørs har strammet oplysningskravene til de børsnoterede selskaber. Fondsbørsen ønsker at være på niveau med international "best practice". De nye regler træder i kraft den 1. oktober 1999.

For investorerne betyder det flere og mere uddybende oplysninger, der kommer tidligere fra de børsnoterede selskaber end under de gældende regler. Selskaberne skal fremover løbende oplyse mere både kvantitativt og kvalitativt.

Formålet er at sikre, at danske og udenlandske investorer i forbindelse med investeringer i danske børsnoterede aktier generelt får informationer, der er på højde med, hvad der gives på udenlandske markeder. Interessen for at investere i danske børsnoterede aktier, både i forbindelse med introduktion af nye selskaber og i relation til det sekundære marked, afhænger bl.a. af informationsniveauet fra udstederne.

Fremover er det sandsynligt, at Københavns Fondsbørs vil se nærmere på prospektreglerne. Dertil kommer, at Fondsrådet i nær fremtid vil præcisere take-over-bestemmelserne som følge af en stadig stigende konkurrence om opkøb af børsnoterede virksomheder. Den stigende konkurrence har allerede givet et par enkelte sager, hvor

flere opkøbere har kæmpet om den samme virksomhed, hvilket har synliggjort behovet for en revision af reglerne.

Bilag 12.1 Ejerskabsforhold²⁰⁾

Især i England og Tyskland, hvor finansielle virksomheder ikke som fx i USA er underlagt et lovfastsat loft for køb af ejerandele i anden erhvervsvirksomhed, er der gennemført analyser af, om og hvordan finansielle virksomheder som kapitalejere påvirker virksomhedernes performance.

Det generelle billede er, at de institutionelle investorer synes at spille en rolle, og at der synes at være en vis overvægt af analyser, hvor de institutionelle investorer kan medvirke til bedre performance i virksomhederne.

Cable (1985), der analyserer på tyske data, finder, at tyske bankers medejerskab i andre erhvervsvirksomheder giver bedre performance, hvilket understøttes af Gorton & Schmid (1996), som også analyserer på tyske data.

I McConnell & Servaes (1990) gennemføres en analyse af hhv. knap 1.200 og knap 1.100 amerikanske virksomheder fra 1976 og 1986, hvor der skelnes mellem forskellige typer af ejere. Analysen viser, at der er en positiv sammenhæng mellem virksomhedernes performance og institutionelle investorers kapitalandele, og at det institutionelle ejerskab forstærker de positive effekter af ledelsesmedejerskab. Analysen har dog begrænset forklaringskraft, *jf. tabel 1*.

20) Uddrag fra "Debatoplæg om aktivt ejerskab", Erhvervs-, Finans-, Skatte- og Økonomiministeriet, 1999.

Tabel 1. Analyser af sammenhængen mellem virksomhedernes performance og institutionelt ejerskab.

	Cable (1985)	McConnell & Servaes (1990)	Gorton & Schmid (1996)	Perlitz & Seeger (1994)	Wenger & Kaserer (1996)	Short & Keasy (1997)	Brickley, Lease & Smith (1994)
Sammenhæng	Ja Positiv for bankejerskab	Ja Positiv for institutionelt ejerskab	Ja Positiv for bank- ejerskab	Ja Negativ for bankejerskab	Ja Negativ for bankejerskab	Ja	Ja Positivt, især for investeringsforeninger og pensionskasser, der forvalter off. ordninger
Data	De 100 største tyske virk. i 1970	1.173 og 1.093 amerikanske virk. i hhv. 1976 og 1986	88 og 57 tyske virk. i hhv. 1974 og 1985	Tyske virksomheder	Tyske virksomheder	Noterede selsk. på London Stock Exchange, 1988-92	-

Ligesom i McConnell & Servaes (1990) finder Short & Keasy (1997), at det institutionelle ejerskab kan understøtte den positive sammenhæng mellem ledelsesmedejerskab og virksomhedernes performance. Dette resultat kan skyldes, at institutionelle investorer har særligt komparative fordele i forhold til andre investorer, fx fordi de kan bære større tab end husholdningsaktionærer og har mulighed for at fordele udgifter til professionel porteføljemanagement og indsamling af information på mange investorer. Det kan også skyldes, at eksistensen af i hvert fald nogle større aktionærer virker befordrende på ledelsens og dermed virksomhedens præstationer. Den sidste udlægning hænger godt sammen med, at institutionelle investorers ejerskab har en særlig positiv effekt på resultaterne i de virksomheder, hvor der ikke er andre store ejere. Short & Keasy's analyse antyder, at betydningen af institutionelle investorer kan være kompleks.

Brickley, Lease & Smith (1994) undersøger de institutionelle investorers stemmeadfærd ved forsøg på virksomhedsovertagelser, hvor ledelsen på forskellig vis modsætter sig en overtagelse. Analysen viser, at de institutionelle investorers modstand er størst, hvis ledelsens forslag til værn fører til en dårligere forrentning af aktionærernes

kapitalindskud. Analysen viser også, at investeringsforeninger og pensionskasser, der forvalter offentlige pensionsordninger, synes at være bedre i stand til at modstå påvirkninger fra ledelsen end banker og forsikringsselskaber, der har eller kan få en mere direkte tilknytning til virksomhederne. Analysen understøtter således, at institutionelle investorer har en positiv rolle, men at de forskellige typer af institutionelle investorer ikke nødvendigvis har helt sammenfaldende interesser. Som fundet i Short & Keasy må flere aspekter inddrages ved analyser af de institutionelle investorers ejerrolle.

Bilag 12.2 International undersøgelse vedrørende bestemmende indflydelse

Finanstilsynet har anmodet tilsynsmyndighederne i Sverige, Norge, Finland, Holland, Tyskland og UK om at besvare række spørgsmål om reglerne for forsikringsselskabers og pensionskassers muligheder for at øve bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder. Svarene resumeres nedenfor.

Finland

I henhold til de gældende regler må forsikringsselskaber og pensionskasser ikke udøve anden virksomhed end forsikrings- og pensionsvirksomhed, hvilket indebærer, at de ikke må udøve bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder. Undtaget herfra er ejerskab af ejendomsselskaber og virksomheder, hvis aktiviteter er nært knyttet til forsikringsvirksomhed.

Ved afgørelsen af, om der foreligger bestemmende indflydelse, medregnes kapitalinteresser, der ejes af forsikringsselskaber eller pensionskasser, hvormed det pågældende forsikringsselskab er koncernforbundet.

Reglen gælder også for andre finansielle virksomheder - fx kreditinstitutter, der er koncernforbundet med forsikringsselskaber eller pensionskasser.

Begrebet "bestemmende indflydelse" er ikke specifikt defineret i lovgivningen, men det antages, at der foreligger bestemmende indflydelse, hvis mere end 50 pct. af selskabskapitalen eller stemmerettighederne ejes af et forsikringsselskab eller af en pensionskasse.

Der er ikke fastsat regler, der regulerer, at flere uafhængige finansielle virksomheder tilsammen udøver bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder.

Norge

I henhold til de gældende regler må forsikringsselskaber ikke udøve anden virksomhed end forsikringsvirksomhed, hvilket indebærer, at et forsikringsselskab ikke må udøve bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder. Undtaget herfra er ejerskab af virksomheder, hvis aktiviteter er nært knyttet til forsikringsvirksomhed.

Ovennævnte bestemmelse suppleres af en regel om, at et forsikringsselskab ikke må eje mere end 15 pct. af en ikke-finansiell virksomhed.

Ved afgørelsen af, om der foreligger bestemmende indflydelse - og ved håndhævelsen af ovennævnte begrænsning på 15 pct. - medregnes kapitalinteresser, der ejes af forsikringsselskaber, hvormed det pågældende forsikringsselskab er koncernforbundet eller associeret.

Reglen gælder også for andre finansielle virksomheder - fx kreditinstitutter, der er koncernforbundet eller associeret med forsikringsselskabet.

Begrebet "bestemmende indflydelse" er ikke specifikt defineret i lovgivningen, men det praktiseres således, at bestemmende indflydelse anses for opnået, hvis man har flertallet af stemmerne på generalforsamlingen eller kan udpege mere end halvdelen af medlemmerne af et besluttende organ.

Der er ikke fastsat regler, der regulerer, at flere uafhængige finansielle virksomheder tilsammen udøver bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder.

Sverige

I henhold til de gældende regler må forsikringsselskaber ikke udøve anden virksomhed end forsikringsvirksomhed, hvilket indebærer, at de ikke må udøve bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder. Undtaget herfra er fx ejerskab af ejendomsselskaber.

Ovennævnte bestemmelser har hidtil været suppleret af en regel om, at et forsikringsselskab ikke må eje mere end 5 pct. af stemmerettighederne i ikke-finansielle virksomheder.

5 pct.-begrænsningen er ved EF-domstolens kendelse af 20. april 1999 anset for uforenelig med forsikringsdirektiverne. I henhold til en regeringsbeslutning ophæves begrænsningen med virkning fra 1. januar 2000.

Finansinspektionen har oplyst, at reglerne i Sverige i øvrigt er parallelle med reglerne i Norge og Finland.

Tyskland

I henhold til de gældende regler må forsikringsselskaber ikke udøve anden virksomhed, hvilket indebærer, at de ikke må udøve bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder.

Reglen gælder også for andre finansielle virksomheder - fx kreditinstitutter²¹⁾, der er koncernforbundet med forsikringsselskaber.

Der er tale om bestemmende indflydelse, såfremt muligheden for bestemmende indflydelse såvel direkte som indirekte er til stede. Grænserne fastlægges i selskabslovgivningen. Der foreligger bestemmende indflydelse, hvis mere end 50 pct. af stemmerettighederne ejes af et forsikringsselskab, eller hvis sammensætningen af aktionærer og disses fremmøde indebærer en indflydelse på mere end 50 pct.

Såfremt de forsikringsmæssige hensættelser afdækkes med aktiekapital i en virksomhed, er det et krav, at investeringen maksimalt udgør 10 pct. af aktiekapitalen i den pågældende virksomhed. For de frie midler er der ikke tilsvarende krav.

21) Den type af tyske kreditinstitutter, som kan sammenlignes med danske pengeinstitutter, er den eneste type af finansiell virksomhed, som må udøve bestemmende indflydelse. Dette er under forudsætning af, at de ikke er koncernforbundne med andre finansielle virksomheder.

Holland

Ud fra en betragtning om, at forsikringsselskaber handler ud fra en investeringsstrategi og derfor viser tilbageholdende adfærd, samt at de aktiver, der dækker de forsikringsmæssige hensættelser, kontrolleres af tilsynsmyndigheden efter et "prudent man"-princip, er der ikke fastlagt forbud mod bestemmende indflydelse på ikke-finansielle virksomheder. Begrebet er ikke nærmere defineret i lovgivningen.

Lovningen indeholder et krav om tilladelse fra finansministeren, såfremt kreditinstitutter ønsker erhvervelse af mere end 10 pct. af aktierne eller 10 pct. af stemmerettighederne i et andet selskab. Som følge af denne forskel mellem forsikringsselskaber og kreditinstitutter har en eventuel koncernstruktur betydning for erhvervelsen af fælles bestemmende indflydelse.

Såfremt et forsikringsselskab ønsker at eje mere end 5 pct. af kapitalen eller 5 pct. af stemmerettighederne i et kreditinstitut, kræves en accept fra finansministeren.

Storbritannien

I Storbritannien er der med hensyn til bestemmende indflydelse ikke nogen lovgivningsmæssige begrænsninger. Det er dog en forudsætning, at de britiske livsforsikringsselskaberne og pensionskasser efterlever reglerne om spredning af aktiverne som foreskrevet i artikel 20 og 22 i tredje livsforsikringsdirektiv.

Det er således tilladt for britiske forsikringsselskaber at udøve bestemmende indflydelse sammen med kreditinstitutter, både som koncernforbundne enheder og som individuelle finansielle virksomheder.

Kapitel 13

Fremme af strukturtilpasning

Den stigende internationalisering af de finansielle markeder sætter fokus på områder, hvor der vil være behov for at ændre den finansielle lovgivning for at fremme strukturtilpasning og sikre effektive markeder. Dette omfatter også områder, der typisk er kendetegnet som en del af den finansielle infrastruktur, men hvor der nu åbnes for international konkurrence.

Der er i kapitlet foretaget en nærmere analyse af sådanne områder. På værdipapirmarkedsområdet er der set nærmere på adgangen til at handle på Fondsbørsen samt spørgsmålet om børspligt og "best execution". Endvidere ses på forhold for tilpasning af regelsættet vedrørende registrering og opbevaring af værdipapirer, herunder betalingsregler.

På pengeinstitut- og investeringsforeningsområdet er der fundet behov for at se nærmere på kapitalforvaltning af langfristet opsparing samt betalingskortområdet.

Inden for realkreditområdet peges på en lempelse af balanceprincippet, for at styrke produktudviklingen, og på forsikrings- og pensionsområdet drøftes problemstillinger i forbindelse med udstedelse af rentegarantier.

13.1 Værdipapirmarkedet

Det er forventningen, at udviklingen på de internationale værdipapirmarkeder vil gå stærkt, hvilket også vil berøre det danske marked. Lovgivningen bør bidrage til, at det danske værdipapirmarkeds effektivitet og gennemsigtighed har international standard. Der er gennem 1990'erne taget en række skridt - bl.a. med Børsreform II - for at tilpasse det danske værdipapirmarked til de internationale forhold. Det danske aktiemarkeds begrænsede omfang og likviditet lægger dog nogle begrænsninger på hvor høje standarder, der vil kunne fastsættes i forhold til fx markederne i London og Frankfurt.

Udvalget har set nærmere på en række mulige instrumenter, der vil kunne tages i anvendelse med henblik på at skabe mere konkurrence samt likviditet på det danske værdipapirmarked.

13.1.1 Adgang til at handle på en fondsbørs

I henhold til lovgivningen kan Danmarks Nationalbank, pengeinstitutter, fondsmæglerselskaber og realkreditinstitutter blive medlem af og dermed handle direkte på Københavns Fondsbørs. Både danske og udenlandske handlende kan få adgang, hvis de er blevet godkendt som værdipapirhandlere af Finanstilsynet eller den tilsvarende myndighed i det pågældende selskabs hjemland¹⁾ samt indgår medlemsaftale med Københavns Fondsbørs.

De nuværende regler er resultatet af Børsreform II fra 1995, som ophævede børsmonopolet og i højere grad overlod det til markedet selv at indrette sig på en mere konkurrencepræget situation. I den forbindelse blev betingelserne for et professionelt marked diskuteret.

1) Investeringsdirektivet og 2. bankharmoniseringsdirektiv giver som led i det indre marked investeringsselskaber og kreditinstitutter i EU-landene ret til at præstere investeringsservice på tværs af landegrænser på basis af hjemlandets tilladelse og tilsyn.

Betænkningen bag Børsreform II gav følgende begrundelser for værdipapirhandelslovens begrænsninger af handelsberettigede:

- Kredsen af handelsberettigede skal så vidt muligt svare til den kreds, der er omfattet af investeringsservicedirektivet (ISD) og kapitalkravsdirektivet (CAD).
- Deltagelse på børsen skal ske som led i udførelsen af det normale virksomhedsområde. Investeringsservice bør ikke kun ydes til virksomheden selv, men også til tredjemand.
- Det er et krav, at de handelsberettigede virksomheder er omfattet af Finanstilsynets tilsynsfunktion for at sikre tiltroen til virksomhederne og selve markedspladsens funktion.

I kapitel 5 og 8 blev det konstateret, at strukturerne og konkurrencen på værdipapirmarkedet i høj grad vil blive ændret som følge af den stigende internationalisering og den teknologiske udvikling. Lovgivningen må i den sammenhæng indrettes med henblik på, at det danske værdipapirmarked er konkurrencedygtigt internationalt set.

Som følge af den teknologiske udvikling ventes der inden for nær fremtid at opstå en reel konkurrence mellem de traditionelle børser og alternative elektroniske udbydere af børsydelser, hvor institutionelle investorer i mange tilfælde har lov til at handle direkte med andre deltagere. De nye elektroniske handelspladser er da også i høj grad et resultat af institutionelle investorers ønske om at handle direkte med andre investorer.

Det kan på den baggrund overvejes, om værdipapirhandelsloven skal ændres, så det overlades til børsen at bestemme, om også institutionelle investorer²⁾ skal have mulighed for at handle direkte på børsen. De institutionelle investorer bør i givet fald kun tillades at handle på børsen for egen regning, dvs. at investeringsservice for tredje mand

2) Ved institutionelle investorer forstås i denne sammenhæng ATP, Lønmodtager-nes Dyrtidsfond, livsforsikringsselskaber, pensionskasser, investerings- og specialforeninger, herunder tilsvarende udenlandske institutioner.

ikke bør tillades. Under den gældende lovgivning kan institutionelle investorer få indirekte adgang til børsen ved at etablere et børsrådgivningselskab.

En sådan lovændring vil bl.a. kunne forbedre Københavns Fondsbørs konkurrenceevne over for en række andre udbydere af børsydelse. Samtidig bør antallet af markedsdeltagere ikke begrænses af lovgivningen, hvis ikke der er tungtvejende grunde hertil, da flere markedsdeltagere giver en øget konkurrence og et mere effektivt værdipapirmarked.

Såfremt lovforbudet, ophæves vil det indebære en ændring i forhold til principperne bag Børsreform II, jf. to af pindene ovenfor. Børsreform II ophævede Københavns Fondsbørs' monopol og en lempelse af adgangsreglerne til børsen kan ses som en fortsættelse af denne liberaliseringsproces

I Sverige er det lovgivningsmæssigt blevet overladt til børsen at afgøre, om institutionelle investorer skal have en direkte handelsmulighed. De svenske regler er ikke et lovmæssigt påbud om, at de institutionelle investorer *skal* kunne deltage, men derimod betingelserne for, at de *kan* deltage, hvis børsen finder det forsvarligt.

I Sverige kan de institutionelle investorer kun få tilladelse til at handle for egen regning og kravet er, at der skal være tale om institutter og virksomheder med en betryggende kapitalstyrke, en forsvarlig organisation af virksomheden, sikre tekniske systemer, og at de i øvrigt er egnede til at deltage i handelen ved børsen, jf. boks 13.1. Den enkelte børs fastsætter nærmere regler for, hvorledes disse kriterier opfyldes og vurderer, om en ansøger kan blive medlem.

Den norske regering foreslår i dens "Udredning om børsvirksomhed mv.", at den norske lovgivning tilpasses den svenske, hvilket der forventes fremsat lovforslag om inden udgangen af i år.

En ændring af de danske regler kan forventes at indebære de samme reguleringsmæssige konsekvenser, som er blevet skitseret for Sverige i boks 13.1. Men da Stockholms Fondbørs endnu ikke har givet nogle institutionelle investorer tilladelse til at handle direkte, er der hidtil ikke nogen praktiske erfaringer at hente fra Sverige.

En ændring af de danske regler vil næppe på kort sigt give anledning til mærkbare forandringer på Københavns Fondsbørs. Det vil indebære omkostninger for de institutionelle investorer at blive medlemmer på Københavns Fondsbørs. Dette skyldes, at de skal opfylde kapitalkravene i EF's kapitalkravsdirektiv, deltage i clearing og afvikling mv., og investere i et handelssystem, der gør det muligt at handle på børsen.

Boks 13.1 Krav i det svenske lovforslag for institutionelle investorer deltagelse i handlen på en svensk børs (Proposition 1997/98:71)

Betryggende kapitalstyrke

En betryggende kapitalstyrke indebærer, at EF's kapitalkravsdirektiv skal opfyldes, hvorfor der stilles krav til både startkapital og basiskapital. Der kan stilles supplerende kapitalkrav til dækning af risici, der ikke er omfattet af kapitalkravsdirektivet, men dette må afgøres i hvert enkelt tilfælde.

Forsvarlig organisation

Med en forsvarlig organisation forstås eksempelvis, at "front office" og "back office"-funktionerne klart adskilles, og der opstilles faste rutiner for indrapportering, som følger det finansielle tilsyns og børsens regler. Ligeledes skal der opstilles faste rutiner, så den institutionelle investor kan deltage i clearing og afvikling.

Sikre tekniske systemer

Det skal sikres, at tekniske systemer er af god kvalitet og tilstrækkelig driftsikre. Ansatte med teknisk kompetence skal kunne håndtere systemet og evt. problemer, der måtte opstå.

Udenlandske børsmedlemmer

Alle udenlandske institutionelle investorer, som vil deltage i handlen på børsen, skal være underlagt et betryggende tilsyn i deres hjemland.

Institutionelle investorer har imidlertid udtrykt interesse for liberalisering af lovgivningen, ligesom nogle danske institutionelle investorer er i gang med at undersøge mulighederne for deltagelse i alternative markedspladser.

Ovenstående taler for, at et *lovfæstet* forbud for de institutionelle investorer mod at handle direkte på Københavns Fondsbørs principielt bør kunne erstattes af et regelsæt, der minder om det svenske, hvilket vil være passende henset til udviklingen på det skandinaviske marked. Udvalget anbefaler derfor, at ovenstående betingelser vurderes nærmere med sigte på, om Fondsbørsen skal have mulighed for at give tilladelse til handelsadgang for institutionelle investorer.

Hvad angår de private investorer, har svenskerne besluttet ikke at tillade handel på børsen på lige fod med kreditinstitutter og børsmæglere pga. problemer med modpartsrisiko og ejerskabsregistrering³⁾. Udvalget anbefaler at fastholde en tilsvarende afgrænsning for børser i Danmark.

I den forbindelse skal det fremhæves, at med indførelsen af det nye handelssystem på Københavns Fondsbørs i juni 1999 er det principielt blevet muligt for private investorer at få foretaget direkte ordreformidling, hvad angår handel med danske børsnoterede aktier. Det betyder, at hvis private investorer fx anvender internettet til at afgive deres ordre igennem, kan ordren formidles direkte elektronisk til børssystemet via et fondsbørsmedlem.

Den private investor får således teknisk set en direkte handelsmulighed, men da modpartsrisiko og ejerskabsregistrering sikres af fondsbørsmedlemmet, vil handelen finde sted under forsvarlige vilkår. Der er dog endnu ikke nogen dansk børsmægler, der tilbyder denne service.

3) Så vidt vides er der ingen lande, der indtil nu er gået så langt med liberaliseringer af børshandelen, at private har fået direkte adgang til at handle på lige fod med børsmæglere og kreditinstitutter.

13.1.2 Overvejelser om børspligt

I forlængelse af overvejelserne om adgang til at handle på Fondsbørsen er det blevet overvejet at indføre en lovmæssig børspligt. Baggrunden for overvejelserne er, at flere undersøgelser⁴⁾ viser, at prisinformationsniveauet på Københavns Fondsbørs er ringere end på mange andre europæiske børser, og at aktierne på Fondsbørsen ligeledes handles med et af de største kursspænd (forskel på bud- og udbudsprisen).

Den væsentligste enkeltstående årsag til det lave prisinformationsniveau og det store kursspænd er, at likviditeten i det danske aktiemarked er relativt lav set i forhold til de fleste andre europæiske børser, jf. kapitel 4. Kun et meget begrænset antal af de toneangivende aktier, der indgår i KFX-indekset, påkalder sig en væsentlig udenlandsk interesse. Dette kan bl.a. forklares med, at de danske børsnoterede selskaber generelt er relativt små set med internationale øjne, og at markedet som helhed betragtes som et randmarked af internationale investorer.

En anden årsag er, at kun en lille del af omsætningen på Københavns Fondsbørs gennemføres over de elektroniske handelssystemer. For aktiernes vedkommende er det kun omkring 22 pct. af handlerne, hvilket er lavt internationalt set. De resterende 78 pct. registreres gennem indberetninger fra de handelsberettigede, som har foretaget handlerne over deres egenbeholdning af værdipapirer. Disse andele skal dog tages med betydeligt forbehold, da de kan give et fortegnet

4) Danmarks Nationalbank, *Prisinformationsniveauet for danske aktier i Københavns Fondsbørs' elektroniske handelssystemer* (november 1998), Carsten Tanggaard, *Nye børssetiske regler for obligationshandel*, Finans/Invest 7 (1997) samt Goldman Sachs, *The European Equity Trading Day: When Should You Trade?* (april 1999).

billede af virkeligheden⁵⁾. For obligationernes vedkommende gennemføres stort set alle handler telefonisk.

Sigtet med at indføre børspligt - et krav om, at alle handler skal gennemføres via Fondsbørsens handelssystemer - er at forbedre prisinformationsniveauet på Fondsbørsen. Et større bud/udbud i handelssystemerne vil nedbringe kursspændet og dermed sikre en bedre prisfastsættelse til fordel for investorerne.

Det væsentligste i forbindelse med likviditetsmæssige problemer er imidlertid ikke, *hvor* der bliver handlet, men *om* der bliver handlet. Dette skyldes, at handler, som gennemføres uden for Fondsbørsens handelssystem, efterfølgende indrapporteres til Fondsbørsen, og derfor også er likviditetsskabende. Det vil derfor ikke løse likviditetsproblemet at tvinge til handel over Fondsbørsen. Det er således tvivlsomt, om indførelse af børspligt vil forbedre prisfastsættelsen på Københavns Fondsbørs væsentligt.

Indførelse af børspligt vil ikke nødvendigvis være en gevinst for investorerne. Lovgivningen vil i givet fald fratage den enkelte investor en række handelsmuligheder og udelukker således en evt. chance for at opnå en bedre pris uden for Fondsbørsens handelssystemer.

I Sverige eksisterer der ikke børspligt. Alligevel gennemføres omkring 95 pct. af aktiehandlerne gennem fondsbørsens handelssystemer. NOREX kan derfor også forventes at øge antallet af handler gennemført over Københavns Fondsbørs' handelssystemer, da den svenske handelstradition vil have en afsmittende effekt. Det er dog for tidligt på nuværende tidspunkt at vurdere, hvor stor denne effekt er og vil blive i fremtiden.

5) Dobbeltregistrering i Fondsbørsens tidligere handelssystem ELECTRA har overvurderet den "reelle" omsætning. Eksempelvis blev salg af aktiebeholdningen fra kunde til børsrådgiver til en anden børsrådgiver til ny kunde registreret tre gange. Omsætningshastigheden overvurderes dermed i forhold til andre lande med en anden opgørelsesmetode. Andelen af handler over børsen har aldrig kunne nå op på 100 pct.

Generelt er det opfattelsen, at den internationale udvikling er gået bort fra børspligt, hvorfor indførelsen af dette i Danmark ikke kan ses som en tilpasning til de fremtidige strukturer på værdipapirmarkederne.⁶⁾ Det vil også være betænkeligt at opstille regler i Danmark, der på væsentlige punkter adskiller sig fra de svenske og norske, samtidig med at det forsøges at skabe en fælles handelsplads for værdipapirer.

Samtidig ventes det nordiske børssamarbejde at fremme de samme mål, som ligger bag tanken om børspligt. En måde at øge likviditeten på er at skabe et større marked med et øget antal bud og udbud. Københavns Fondsbørs har indgået NOREX-samarbejdet med Stockholms Fondbörs, som også Oslo Børs ønsker at deltage i. Med samarbejdet er der blevet indført et nyt fælles handelssystem (SAXESS) samtidig med, at medlemsaftalerne og handelsreglerne er blevet ensartede. Alt i alt betyder dette, at markedspladsen på Københavns Fondsbørs er blevet udvidet betydeligt. Det må derfor forventes, at dette nordiske børssamarbejde på sigt vil øge likviditeten og effektivisere prisdannelsen på Københavns Fondsbørs. Dette skyldes dels, at den større likviditet på det svenske aktiemarked vil have en afsmittende effekt på det danske marked, dels at antallet af medlemmer på Københavns Fondsbørs vil blive forøget og konkurrencen skærpet.

Det forekommer derfor ikke hensigtsmæssigt at indføre børspligt i Danmark. Overgangen til det nye handelssystem (SAXESS) giver mulighed for ændrede handelskutymer og ændret indberetningspraksis, hvilket formentlig vil øge andelen af handler, der udføres over Fondsbørsens handelssystemer. Det bør dog nøje følges i hvilken udstrækning NOREX-samarbejdet bidrager til øget likviditet og dermed konkurrencedygtige markeder.

6) Undtagelserne er Holland og Finland, hvor der henholdsvis eksisterer børspligt for småhandler, og skattereglerne reelt tilskynder til børspligt.

13.1.3 "Best execution"

For et velfungerende værdipapirmarked er det vigtigt, at der er regler, som nedbringer problemer med asymmetrisk information mellem kunde og børsmægler.

Københavns Fondsbørs har i henhold til værdipapirhandelsloven udstedt regler om "best execution", der indebærer, at "Børsmedlemmerne ved udførelsen af modtagne ordrer skal sikre de efter omstændighederne bedste betingelser for deres kunder, herunder den under de givne omstændigheder, inklusive tid og mængde, bedst mulige pris,", jf. Københavns Fondsbørs' etiske regler § 4, stk. 2. "Best execution" er omtalt i bemærkninger til værdipapirhandelslovens §§ 19 og 83 og stammer fra den seneste børsreform.

Københavns Fondsbørs' etiske regler indebærer, at der på det danske marked findes tre hovedhandelsformer:

- Handel over børsen,
- strakshandel og
- gennemsnitkurshandel.

Kunden kan handle over børsen og eventuelt limitere sin handel i forhold til den aktuelle købs- og salgskurs. Ulempen er, at kunden ikke ved, om og i givet fald hvornår hans ordre bliver afregnet, herunder om det lykkedes at gennemføre hele ordren.

Ved strakshandel får kunden af værdipapirhandleren afregnet den konkrete ordrestørrelse med det samme til en kendt kurs. Kursen skal være mindst lige så god som den kurs, der kan opnås på børsen på samme tidspunkt. Dog er det kun i et begrænset antal aktier (fondskoder), at der løbende stilles priser på børsen. Hvis der på handelstidspunktet ikke forefindes en pris i Fondsbørsens elektroniske handelssystem pga. manglende bud eller udbud, kan fondsbørsmedlem-

met selv fastsætte en strakshandelskurs under hensyntagen til det overordnede princip om "best execution", jf. ovenfor.

Ved gennemsnitskurshandel bliver kunden af værdipapirhandleren afregnet til markedets gennemsnit og behøver ikke at bekymre sig om timing inden for dagen. Til gengæld kender kunden først afregningskursen ved dagens slutning.

De to sidstnævnte handelsformer er de mest udbredte på det danske marked, da det hidtidige handelssystem på Københavns Fondsbørs - ELECTRA - og de anvendte handelsregler har vanskeliggjort handel over børsen af små beløb.

Indførelsen af det svenske børshandelssystem SAXESS på det danske aktiemarked vil forbedre de praktiske muligheder for handel over børsen. Bl.a. vil det blive muligt at handle for mindre beløb, og det bliver muligt for et børsmedlem at handle med sin egen kunde ved handel over børsen ved, at SAXESS "matcher" kundeordren med børsmedlemmets købs- eller salgspris, hvis den svarer til den aktuelle markedspris. Der vil derfor være en reel valgmulighed for investor mellem de tre handelsformer, der hver især byder på fordele og ulemper.

Såfremt en værdipapirhandler beregner sig et tillæg eller fradrag til kurserne på Fondsbørsen, skal det tydeligt oplyses over for kunden, uanset om der er tale om gennemsnitskurshandel, strakshandel eller handel over børsen. Herudover indeholder Københavns Fondsbørs' børsetiske regler yderligere specifikke krav til, hvilke oplysninger værdipapirhandleren skal give til kunden i forbindelse med afregning af værdipapirhandler.

Valgmuligheden mellem de tre handelsformer muliggør, at kunderne efter deres forskellige behov og risikoprofiler kan vælge den mest hensigtsmæssige handelsform, og at værdipapirhandlerne kan rådgive kunderne herom.

I henhold til § 3 i lov om værdipapirhandel mv. kan Fondsrådet udstede en bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik, mens det er Københavns Fondsbørs, som udsteder reglerne om "best execution". Reglerne om "best execution" skal dog anmeldes til Fondsrådet og Forbrugerombudsmanden skal tilse, at god markedsføringsskik overholdes.

Fondsrådet har nedsat en arbejdsgruppe med repræsentanter fra handlere, investorer, Forbrugerombudsmanden, Forbrugerrådet og Danmarks Nationalbank. Finanstilsynet varetager sekretariatsfunktionen. Arbejdsgruppen har til formål med baggrund i de af Københavns Fondsbørs' børsetiske regler om "best execution" at udarbejde et udkast til bekendtgørelse om god værdipapirhandelsskik i henhold til lov om værdipapirhandel mv. § 3, stk. 2.

Reglerne skal være en udfyldning og præcisering af de generelle krav til god værdipapirhandelsskik, jf. værdipapirhandelslovens § 3, stk. 1, og vedrører afregning af værdipapirhandelstransaktioner, hvor den ene part er en værdipapirhandler. Reglerne skal omfatte såvel noterede som unoterede værdipapirer.

Forinden afslutningen af gruppens arbejde skal den gennemgå og vurdere Københavns Fondsbørs' erfaringer med reglerne om "best execution" og overveje, hvorvidt der på denne baggrund er behov for ændringer eller korrektioner.

Med hensyn til privatkunders køb og salg af værdipapirer har Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet givet udtryk for, at Fondsbørsens etiske regler om "best execution" ikke synes at sikre den fornødne gennemsigtighed. Forbrugerombudsmanden er af den opfattelse, at Fondsbørsens regler om "best execution" ikke lever op til værdipapirhandelslovens krav om "best execution" og de forbrugerhensyn, der må tages i denne forbindelse.

Med henblik på at tilvejebringe gennemsigtighed og sikre gode forhold for kunderne har Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet over for Fondsrådet givet udtryk for deres opfattelse af, hvordan reglerne om afregning over for forbrugere bør udformes. Forbrugerombudsmandens synspunkter er nærmere uddybet i bilag 13.1.

Udvalget finder det væsentligt, at arbejdsgruppen snarest færdiggør sit arbejde, og at det i denne forbindelse er en væsentlig opgave for arbejdsgruppen at tage stilling til udformningen af "best execution"-regler, der tager hensyn til mindre investorer og gennemsigtighed.

13.2 Clearing og registrering af værdipapirhandel

Internationalt set er det ikke kun på markedspladserne, at børshandlen vil opleve en øget konkurrence i de kommende år. Denne udvikling vil i høj grad også finde sted inden for clearing og registrering af handlerne og åbne denne del af den finansielle infrastruktur for konkurrence. Ligeledes går udviklingen i retning af en øget anvendelse af outsourcing for at få gavn af de stordriftsfordele, der åbenlyst er ved at drive depotvirksomhed.

Den ændrede konkurrencesituation og behovet for at kunne indgå forskellige former for samarbejdskonstruktioner har da også aktualiseret spørgsmålet om Værdipapircentralens (VP) omdannelse fra en privat, selvejende institution til aktieselskab. Hjemmelen til omdannelsen af VP til aktieselskab blev indføjet i værdipapirhandelsloven, der trådte i kraft den 1. januar 1996. VP's bestyrelse har påbegyndt drøftelser om betingelserne for omdannelsen, herunder den fremtidige ejerstruktur.

13.2.1 Konkurrence om clearing og registrering

Den internationale udvikling nødvendiggør, at værdipapircentraler i mindre lande aktivt virker for en regional markedsstruktur og dermed sikrer en effektiv, fremtidig infrastruktur.

Hidtil er den største udfordring for VP kommet fra de internationale clearingorganisationer Euroclear og Cedel. Der kom i forsommeren 1999 for alvor skub i åbningen af clearing- og afviklingsområdet. Således fremkom Euroclear i starten af maj med en alternativ model til den bilaterale forbindelse, der findes mellem de enkelte værdipapircentraler. Modellen går i princippet ud på, at de enkelte værdipapircentraler etablerer forbindelser til Euroclear. Senere i maj offentliggjorde Deutsche Börse Clearing (DBC) i Frankfurt og Cedel International i Luxembourg en fusion af de to virksomheder med virkning fra 1. januar 2000 samt en hensigtserklæring fra den franske CSD SICOVAM om at deltage i fusionen. Den fusionerede virksomhed bliver indtil videre kaldt New Cedel.

En række større europæiske og internationale investeringsbanker offentliggjorde ultimo maj etableringen af en European Securities Users' Industry Group som reaktion på ovennævnte udvikling. Formålet er at stille en række brugerkrav til den fremtidige udvikling af clearing- og afviklingsstrukturen i Europa, herunder at der bør eksistere ét integreret clearing- og afviklingssystem, og at dette primært bør være ejet af brugerne.

Specielt på clearing- og afviklingssiden for så vidt angår den professionelle omsætning - men også på udstedersiden - er VP udsat for konkurrence på den internationalt rettede del af markedet. På registreringssiden er VP p.t. ikke i samme omfang udsat for international konkurrence.

Derfor har VP i samarbejde med værdipapircentralerne i Sverige og Norge gennemført en forundersøgelse med det formål at etablere et

samarbejde om et fælles nordisk og internationalt orienteret clearingsystem. Selv om samarbejdet ikke er en del af NOREX-samarbejdet, så vil et fælles clearingsystem naturligt understøtte børssamarbejdet ved at muliggøre en automatisk afregning.

Forundersøgelser blev i marts 1999 forelagt for bestyrelserne i nordiske værdipapircentraler. En endelig beslutning kunne imidlertid ikke træffes, da der var ønske om at afvente en afklaring af den fremtidige ejerstruktur for værdipapircentralerne i både Sverige og Danmark. I Sverige var 75 pct. af aktiekapitalen sat til salg, og i Danmark er der overvejelser om at omdanne VP til et aktieselskab.

Efterfølgende er ejerskabet af den svenske værdipapircentral afklaret, idet fire svenske banker (FöreningsSparbanken, Nordbanken, Skandinaviska Enskilda Banken og Svenska Handelsbanken) har købt de udbudte 75 pct. af aktiekapitalen, således at disse banker nu ejer 98,6 pct. af aktierne.

I Danmark drøftes omdannelsen til aktieselskab fortsat. VP har nedsat et udvalg, der skal vurdere, hvorledes omdannelsen til aktieselskab bør udformes.

Under alle omstændigheder er det vigtigt, at de nordiske lande tilstræber at få så ensartede regler på området som muligt, hvis det nordiske værdipapirmarked skal bevares på sigt. Denne konklusion var der også enighed om på Nordisk Ministerråd den 22. juni 1999, hvor det bl.a. blev besluttet at undersøge behovet for en harmonisering af de nordiske landes lovgivning, herunder også registreringsreglerne.

13.2.2 Opbevaring af værdipapirer

Strukturen i VP's registreringssystem er decentralt. Heri ligger, at ejere m.fl. af fondsaktiver kun gennem det kontoførende institut kan komme i kontakt med VP, jf. værdipapirhandelslovens § 62.

VP registrerer rettigheder over fondsaktiver. Anmeldelse, ekspedition og sagsbehandling sker decentralt hos det institut, som varetager kontakten med investorerne. Retsvirkningen af registreringer på konti i VP regnes fra anmeldelse til det kontoførende institut.

I henhold til værdipapirhandelslovens § 62 har den enkelte værdipapircentral siden ændringen af værdipapirhandelsloven i 1995 ret til at foretage indrapportering til registrering i en værdipapircentral. Formålet hermed var ikke, at en værdipapircentral skal indrapportere til registrering for kunder, men alene at give en værdipapircentral adgangen til i særlige tilfælde at kunne foretage indrapportering, fx i tilfælde af et kontoførende instituts konkurs eller betalingsstandsning.

Det har i udvalget været drøftet, om det er nødvendigt, at investorer med en individuel konto i VP samtidig er nødt til at have papirløse aktier mv. opbevaret i et kontoførende institut mod betaling af gebyr.

En ophævelse af kravet om opbevaring af værdipapirer i et kontoførende institut vil imidlertid på nuværende tidspunkt betyde et brud med den nuværende struktur i VP. Tilsvarende gør sig gældende for et forslag om generelt at lade VP foretage indrapportering til registrering i VP.

I forbindelse med overvejelser omkring VP's opgaver bemærkes, at værdipapirhandelslovens regler om værdipapircentraler og clearingcentraler i høj grad er en afskrift af den tidligere lov om en værdipapircentral fra 1980. Der er siden internationalt sket en betydelig udvikling. VP's oprindelige lovgivningsmæssige monopol er ophævet nationalt, og VP er i gang med omdannelse fra selvejende institution til aktieselskab.

Udvalget anbefaler, at der iværksættes et arbejde, hvor der ses på reglerne om clearing- og registreringsvirksomhed med henblik på en

forenkling og opstilling af generelle betingelser, hvorefter clearing-centraler og VP selv kan fastlægge mere detaljerede regler.

13.2.3 Betalingsregler

Danmark har betalingsregler vedrørende opbevaring af aktier, som adskiller sig fra de fleste andre landes.

§ 23 b i aktieselskabsloven fastsætter, at et selskab skal afholde udgifterne ved opbevaring af dets aktionærers aktier i VP. Ligeledes fastsættes det, at selskabet skal indgå aftale med et kontoførende institut om administrationen af denne regel. Aktionæren kan dog også få opbevaret sine aktier i et andet kontoførende institut end det, som selskabet har indgået aftale med, hvis udgiften for selskabet derved forbliver uændret.

Omkostningerne til opbevaring af aktier fordeler sig på VP, pengeinstitutterne og fondsmæglerselskaber mv., som er kontoførende institutter i VP.

Der findes enslydende bestemmelser for investeringsforeninger, specialforeninger og udstedere af konvertible obligationer, jf. § 48 i lov om investeringsforeninger og specialforeninger.

Finansrådet har indgået en interbankaftale med henblik på at lette administrationen af reglen. Denne aftale, der er tiltrådt af 172 pengeinstitutter og et mindre antal fondsmæglerselskaber, betyder, at aktionærer gebyrfrit kan have deres aktier opbevaret i et hvilket som helst kontoførende institut (alle pengeinstitutter), ved at pengeinstituttet får kompensation for sine administrationsomkostninger ved et interbankgebyr, som pålægges det kontoførende institut, der har indgået aftale med selskabet.

Interbankgebyrer er fastsat for en periode på 3 år, hvor den indeværende gebyrperiode løber frem til den 30. november 2001. Inter-

bankgebyret fastsættes af Finansrådet på baggrund af en vurdering af det generelle gennemsnitlige årlige omkostningsniveau for opbevaring af en fondskode i et depot. Internbankgebyret opkræves halvårligt og udgør p.t. 22,00 kroner ekskl. moms.

Der er mulighed for at udtræde af interbankaftalen med et halvt års varsel til den 30. november eller 31. maj. Et kontoførende institut, der har tiltrådt aftalen kan ikke opkræve yderligere gebyrer for opbevaring af værdipapirer. Aftalen påvirker endvidere ikke andre gebyrer, herunder gebyrer i relation til institutter der ikke har tiltrådt aftalen.

Reelt set betyder interbankaftalen, at der ikke er konkurrence på området, da den indebærer, at aktionærer gebyrfrit kan have alle deres aktier opbevaret samlet i et hvilket som helst pengeinstitut. Reglen forhindrer dermed, at prisen på opbevaring af aktier bestemmes på markedet mellem efterspørgere af opbevaring (investorer) og udbydere (pengeinstitutter mv.). Dette står i kontrast til opbevaring af obligationer, hvor prisen fastsættes på markedsvilkår.

Interbankaftalen, som er en konsekvens af bestemmelsen for aktier, er et enkeltstående dansk fænomen og set i lyset af den stigende internationale konkurrence rejser den yderligere problemer med prisfastsættelsen.

Pengeinstitutternes interbankaftale har været anmeldt til Konkurrencerådet siden starten af 1990'erne. Tilsvarende er aftalen anmeldt til EU-Kommissionen. Det forventes, at Kommissionen snart træffer beslutning om, hvorvidt aftalen er EU-medholdig.

Hvis pengeinstitutternes aftale ophæves, må pengeinstitutterne konkurrere om udgiften på opbevaring af aktierne. Det vil dog være besværligt for aktionærene, hvis de skal have deres aktier opbevaret i et bestemt pengeinstitut for at kunne få selskabet til at betale omkostningerne. Ikke mindst hvis de har en hel række aktier, som således

skal opbevares i forskellige pengeinstitutter. For at undgå en sådan situation kan selskabet indgå aftale med samtlige pengeinstitutter. Det vil dog være en administrativt besværlig proces.

Reglen i aktieselskabsloven blev indført i 1987 med henblik på at friholde mindre danske aktionærer for opbevaringsomkostninger, og på den måde fremme aktiekulturen i Danmark. På det tidspunkt var det formentlig frygtet, at omkostningerne til det dengang nye VP-system skulle væltes over på de mindre investorer. I administrationen af reglen skelnes dog ikke mellem danske og udenlandske aktionærer, hvorfor udenlandske aktionærer også drager fordel af ordningen. Den omfatter dog naturligvis ikke udenlandske aktieselskaber.

En ophævelse af reglen vil indebære, at aktionærer ikke længere vil kunne opbevare deres aktier gebyrfrit, medmindre selskaber på eget initiativ - eller i henhold til aftale med et eller flere pengeinstitutter - tilbyder at bære udgifterne. Opbevaringsudgiften vil veje tungest hos de mindre investorer, men vil formentlig være af begrænset størrelse. De øgede omkostninger vil dog opvejes af den besparelse, selskaberne opnår ved ikke at betale opbevaringsomkostningen, som - alt andet lige - vil betyde højere udbytte til aktionærerne eller en større værditilvækst i selskabet med højere aktiekurser til følge. Også for pengeinstitutterne vil ændringer - alt andet lige - være neutral (bortset fra bortfaldet af administrative byrder), da det blot bliver de enkelte aktionærer, der betaler frem for selskaberne.

Den nuværende betalingsregel udgør isoleret set ikke nogen væsentlig betydning for markedets effektivitet. Der er imidlertid tale om en "særregel" i forhold til de fleste andre landes praksis, hvilket giver problemer i forbindelse med et mere integreret finansielt marked i Europa.

Udvalget finder derfor, at det bør overvejes senere at ophæve § 23 b i aktieselskabsloven og § 48 i lov om investeringsforeninger og

specialforeninger. Denne overvejelse kunne passende foretages inden udløbet af den nuværende 3-årige aftaleperiode (interbankaftalen).

Forbrugerrådet og Forbrugerombudsmanden finder imidlertid ikke, at det vil være hensigtsmæssigt at ophæve de eksisterende regler, idet den direkte betaling for depotomkostningerne efter deres opfattelse vil gøre det dyrere for almindelige forbrugere for egen regning at investere i aktier. Generelt vil ophævelsen af ovennævnte paragraffer modvirke etableringen af en dansk aktiekultur.

13.2.4 Mulighed for udstedelse af aktier uden beløbsangivelse

Af Økonoministeriets redegørelse til Folketinget af 27. maj 1999 vedrørende lov nr. 1056 - eurolovpakken - fremgår det, at det i forlængelse af indførelsen af danske aktie- og anpartsselskabers mulighed for angivelse af selskabskapital i euro vil være naturligt at undersøge muligheden for, at aktier uden beløbsangivelse (non-par-value) på sigt kan tillades anvendt⁷⁾. Ved udstedelse af aktier uden beløbsangivelse udtrykkes en akties værdi som en andel af den til enhver tid værende samlede egenkapital. Erhvervsministeriet er i gang med en videre undersøgelse heraf.

Det er udvalgets opfattelse, at indførelsen af en valgfri non-par-value model vil være medvirkende til at fremtidssikre og internationalisere dansk selskabslovgivning inden for rammerne af EU's selskabsdirektiver, idet de enkelte selskaber hermed får mulighed for at vælge den organisationsform, som passer dem bedst. Non-par-value aktier er allerede indført i Tyskland, Frankrig og Spanien, og det har længe været muligt at udstede non-par-value aktier i Belgien og Luxembourg, ligesom non-par-value aktier er standard i USA og Canada. I

7) Den nugældende lovgivning stiller krav om opdeling af aktier ved pålydende værdi (nominel værdi).

Sverige og England er der lovforslag fremme om indførelse af non-par-value aktier.

Udvalget anbefaler derfor, at udstedelse af aktier uden beløbsangivelse (non-par-value aktier) tillades.

13.3 Pengeinstitutter, investeringsforeninger og specialforeninger

13.3.1 Konkurrencedygtige rammer for kapitalforvaltning

Det er centralt, at den finansielle lovgivning ikke er til unødigt hindring for udnyttelse af stordriftsfordele inden for visse kapitalforvaltningen.

Som det fremgik af kapitel 5, er kapitalforvaltning et af den finansielle sektors største vækstområder såvel nationalt som internationalt. En af forklaringerne herpå er den stigende pensionsopsparing. Denne udvikling skyldes bl.a., at der er udsigt til en forskydning i aldersfordelingen.

En yderligere faktor er internationaliseringen. Når der er adgang til at købe værdipapirer på børser verden over, stiger efterspørgslen efter professionel rådgivning, da det normalt er umuligt for den enkelte opsparer at følge med i de mange potentielle investeringsmuligheder fra dag til dag.

Foruden formueforvaltning af privatkunders midler er der også en tendens i retning af, at større kunder og institutionelle investorer (institutionsmarkedet) i stigende omfang overlader kapitalforvaltningen til andre finansielle institutter. For disse kunder er der tale om "outsourcing" af investeringsopgaver. Denne udvikling må primært tilskrives kundernes ønske om billig administration af fx udenlandske

værdipapirer og køb af investeringsekspertise hos porteføljeforvalterne. Markedets betydning understreges alene af det forhold, at de tre største pengeinstitutter herhjemme ved udgangen af 1997 havde ca. 465 mia. kr. under porteføljepleje foruden administrationen af pensionsmidler. Også investeringsforeninger forvalter i stigende omfang institutionelle investorers midler, hvilket allerede er en udbredt praksis i udlandet.

Udviklingen af formuepleje som et egentligt erhvervsområde er en international tendens, og konkurrencen om opgaver inden for formueforvaltning er tiltaget både nationalt og på tværs af landegrænserne. Etableringen af det indre finansielle marked i Europa understreger betydningen af, at danske finansielle institutter har mulighed for at deltage i dette marked på lige fod med udenlandske formueforvaltere.

Det stiller store krav, hvis de danske finansielle institutter skal kunne gøre sig gældende på disse markeder.

Pengeinstitutternes puljeordninger og individuelle (frie) midler forvaltes traditionelt uafhængigt af hinanden. Forvaltningen koordineres dog oftest ved regelmæssige møder mellem de ansvarlige for forvaltningen og analytikere fra fondsafdelingerne. En investeringsforenings administrationsselskab er ifølge de eksisterende danske regler afskåret fra at forvalte pengeinstitutternes puljemidler. Desuden begrænser det nuværende EF-direktiv arbejdsområdet for en investeringsforenings administrationsselskab til udelukkende at omfatte kollektiv porteføljeforvaltning for investeringsforeninger.

For at kunne sikre et effektivt marked for kapitalforvaltning af kundernes formuer er det væsentligt, at både EU- og national lovgivning ændres, således at forvaltningen af kundernes midler kan samles i større enheder - for derved i højere grad at muliggøre stordriftsfordele - uden at der opstår risiko for sammenblanding af instituttets forvaltning af egenbeholdning af værdipapirer på den ene side og forvaltning af kundernes midler på den anden side.

Det kan ske ved at samle forvaltning af puljeordninger og investeringsforeningsmidler i fælles kapitalforvaltningsselskaber. Dette er nærmere behandlet i delrapport 7: "Forvaltning af langsigtet opsparing".

Udvalget anbefaler derfor, at det gøres muligt at etablere fælles kapitalforvaltningsselskaber, der kan forvalte såvel puljeordninger som investeringsforeningsmidler.

Ud fra ønsket om at mindske risiciene for interessekonflikter skal selskabet ikke kunne forvalte værdipapirer fra selskabet eller koncernens egenbeholdning. Såfremt pengeinstituttet har puljeordninger, bør der samtidig blive stillet krav om, at puljeordningerne skal udskilles til nye instituttyper: pensionsforeninger eller pensionsselskaber⁸⁾ - se nærmere herom i kapitel 15. Kravet om udskillelse af puljemidlerne skal dog gøres betinget af, at depotbanken etablerer ejerskab af kapitalforvaltningsselskabet.

Det bemærkes dog, at hvis kapitalforvaltningsselskabet også skal have adgang til at forvalte individuelle formuer, kræver det en ændring af EU's direktiver på området. Udvalget anbefaler, at man under de igangværende forhandlinger om et nyt EF-direktiv på området arbejder for, at kapitalforvaltningsselskaber får adgang til individuel porteføljeforvaltning.

13.3.2 Lovgivningsmæssige rammer på betalingskortområdet

Også betalingskortområdet er et potentielt vækstområde, hvor den internationale konkurrence forventes at blive meget intens. Folketinget vedtog i april 1999 en ændring af betalingskortloven, som på sigt

8) Navnet "pensionsselskaber" kan ikke anvendes fremover. Det anbefales, at arbejdsgruppen vedr. opbygning og indretning af pensionsselskaber, jf. kapitel 15 finder et anvendeligt navn. En mulighed er "pensionspuljeadministrationselskab".

vil kunne fremme konkurrencen og produktudviklingen. Såfremt der inden den 1. november 2001 er skabt fulde forudsætninger for reel konkurrence på markedet for betalingskort, vil § 20, stk. 1, blive ophævet med virkning fra 1. januar 2002. Med ophævelsen bliver det nu muligt for udstedere af betalingskort at få betaling for anvendelse af betalingssystemet hos betalingsmodtagerne.

Herudover er der behov for tiltag til ændring af lov om betalingskort, der yderligere vil kunne fremme konkurrencen. Dette aspekt er detaljeret belyst i delrapport 2: "Regulering af visse betalingsmidler og adgangskoder". En væsentlig forudsætning for øget konkurrence er ændring af lovens specialbestemmelser. Med det kommende lovforslag til revision af betalingskortloven bliver såvel oplysningspligten som kvitteringskravene mindre omstændelige. Det indebærer, at det bliver lettere at være udsteder af betalingskort, hvilket kan medføre flere udbydere.

Udvalget anbefaler derfor, at de i delrapport 2 skitserede tiltag til forenkling af såvel oplysningspligt som kvitteringskrav søges gennemført.

Vedrørende elektroniske penge (e-penge) er det vurderingen (jf. også delrapport 1: "IT-udviklingen og den finansielle sektor"), at det danske regelsæt er på forkant med udviklingen. Danmark stiller i dag ikke krav om, at udstedere af forudbetalte betalingskort er pengeinstitutter. Der stilles lempeligere kapitalkrav til e-pengeudstedere, hvilket skyldes strengere placeringsregler, der forudsætter anbringelse i likvide midler. På denne måde imødegås likviditetsrisiko også.

Boks 13.2 Initiativer i forslag om ændring af betalingskortloven

- Udvidet og fremtidssikret definition af betalingsmidler.
- Forbedret beskrivelse af kravene til betalingssystemernes indretning.
- Generel regelforenkling, herunder
 - forenklede anmeldelsesregler,
 - fleksible regler om udsteders oplysningspligt,
 - fleksible kvitteringskrav samt ophævelse af særregler om bl.a. rabatter og accessoriske ydelser, som opnås ved brug af et betalingsmiddel.
- Fremtidssikret beskyttelse af forbrugeren, når betalingsmidlet misbruges, eller når der er fejl i betalingssystemet.
- Sikring af forbrugernes refusionsret, når et forudbetalt betalingsmiddel ikke længere er gyldigt.
- Præcis og udtømmende beskyttelse af de følsomme oplysninger om forbrugerne, som findes i betalingssystemet.

EU-Kommissionen fremsatte den 21. september 1998 et direktivforslag om adgang til at etablere og udøve virksomhed som e-pengeinstitut og tilsyn med sådan virksomhed. Heri foreslås der regler, der overordnet svarer til de danske om finansielt tilsyn med udstedere af forudbetalte betalingskort. Direktivet er dog bredere, eftersom det også omhandler netværkspenge.

Den danske lovgivning vedrørende e-penge, som findes i lov om sparevirksomheder og udstedere af forudbetalte betalingskort, er således på forkant med de initiativer, der forberedes med direktivforslaget. Danmarks holdning er positiv i relation til arbejdet med direktivet, og det er udvalgets vurdering, at det vil være forhastet med ændringer af lov om sparevirksomheder og udstedere af forudbetalte betalingskort, før direktivet foreligger i sin endelige form.

Udvalget anbefaler, at regulering af elektroniske penge i fremtiden ikke tager udgangspunkt i et bestemt produkt, men i udbyderen af elektroniske penge, og dermed ses som en integreret del af den finansielle tilsynslovgivning, jf. også EU-Kommissionens forslag. Det har den fordel, at ikke enhver produktfornyelse i sig selv giver anledning til lovændringer.

13.4 Realkredit

13.4.1 Produktudvikling og balanceprincip

Realkreditinstitutterne vil formentlig i stigende grad blive udsat for indirekte konkurrence ved, at der dannes et attraktivt og likvidt euroobligationsmarked. Af hensyn til institutternes konkurrencedygtighed er det derfor vigtigt, at danske realkreditobligationer kan sælges med de karakteristika, som kendetegner obligationer på det internationale marked.

Der er eksempler på, at udenlandske investorer afstår fra at erhverve danske realkreditobligationer, fordi deres styringsmodeller ikke kan håndtere konverterbare annuitetsobligationer.

Det har ofte været drøftet, hvad man kan gøre for at tilpasse obligationerne til de internationale investorers ønsker. Et skridt er allerede taget med beslutningen om at ændre markedskonventionerne ved handel med obligationer - anvendelse af faktiske antal dage ved beregning af vedhængende rente og afskaffelse af ex-kupon perioden. Desuden vil proceduren for udtrækning af realkreditobligationer blive ændret. Et mere vidtgående spørgsmål er, om man burde søge at få færre og større obligationsserier og kombinere de konverterbare annuitetsobligationer med stående inkonverterbare lån, der er mere kendt internationalt.

Det er i den forbindelse naturligt at overveje mulighederne for lempelse af realkreditinstitutternes balanceprincip, så udbetalingerne til obligationsejerne ikke i samme grad skal matche låntagernes indbetalinger til instituttet.

Det gældende balanceprincip er bygget op om et krav om tæt balance mellem betalingerne på pantebrevssiden og obligationssiden. Principet begrænser derfor såvel realkreditinstitutternes renterisiko som likviditetsrisiko. Realkreditinstituttet kan derved kun få et begrænset

tab i deres obligationsudstedelse og långivning som følge af svingninger i det generelle renteniveau.

For at danske realkreditobligationer i højere grad kan blive mere markedskonforme, kan der overvejes en justering af princippet, så obligationsudstedelsen kan ske i færre serier end i dag⁹⁾ og samtidig i højere grad tilpasse obligationsudstedelsen til investorernes ønsker. Et eksempel på en smidigere funding kan være et 10-årigt annuitetslån baseret på udstedelse af stående obligationer med oprindelige løbetider på henholdsvis 1, 2, 3, 5 og 10 år. Stående obligationer er den gængse norm på de europæiske kapitalmarkeder.

En smidigere udstedelse af realkreditobligationer kan gøre det billigere for kunderne at låne i et realkreditinstitut og er samtidig en forudsætning for, at realkreditinstitutterne kan klare sig i konkurrencen på et i første omgang mere internationaliseret marked og senere på euromarkedet.

Samtidig må der lægges vægt på, at ændringer af balanceprincippet ikke bringer realkreditobligationernes status som særligt "guldrandede papirer" i fare.

Der forekommer derfor at være behov for en opblødning af balanceprincippet under overholdelse af tilstrækkelige likviditets- og solvenskrav.

Det er endvidere vigtigt at få håndteret det optionselement, som konverteringsretten indebærer. I det nuværende system er det investorerne, der bærer risikoen for, at obligationerne bliver for tidligt indfriet i tilfælde af rentefald. Men hvis man vil udstede obligationer som inkonverterbare stående lån og ikke samtidig fjerner låntagernes adgang til konvertering, kan der blive tale om, at realkreditinstitutter-

9) I denne forbindelse har det imidlertid også betydning, hvorvidt mindsterentebestemmelsen skal fastholdes uændret, jf. nærmere herom i kapitel 14.

ne påtager sig risici, som de er udelukket fra i dag. Det kan true obligationernes status som særligt guldrandede.

Udvalget anbefaler, at der gennemføres en smidiggørelse af reglerne vedrørende udstedelse af realkreditobligationer under nøje iagttagelse af ovennævnte hensyn.

13.5 Forsikring og pension

13.5.1 Rentegaranti

De fleste livsforsikringsselskaber og pensionskasser har afgivet nominelle rentegarantier over for pensionskunder, hvilket vil kunne give problemer ved et vedvarende lavt renteniveau.

Grundlaget, hvori rentegarantierne indgår, er for den overvejende del det tekniske beregningsgrundlag, der benævnes "Grundlaget af 1982" eller blot G82. Grundlagsrenten er dermed den rentesats, der lægges til grund ved beregning af livsforsikringshensættelser og forsikringspræmier, og den består dels af en grundlagsrente, dels et omkostnings- og sikkerhedstillæg på typisk 0,5 pct. Grundlagsrenten er den rente, som selskabet over en årrække skal indtjene af investeringsaktiverne for at kunne leve op til afgivne garantier. De fleste selskaber har valgt at afgive rentegarantier svarende til den maksimale grundlagsrente som er fastsat - senest den 7. juni 1999 - i bekendtgørelsen om den maksimale grundlagsrente. Dog kan investeringslivsforsikringsselskaberne enten anvende en garanteret rente på 0 pct. eller ingen rentegaranti overhovedet.

Grundlagsrenten kan kun ændres for nytegninger, og regler for fastsættelse af en maksimal grundlagsrente følger af § 31 i lov om forsikringsvirksomhed i overensstemmelse med EF's forsikringsdirektiver.

Grundlagsrenten i G 82 var 5 pct., men fastsættes af Finanstilsynet til maksimalt 3 pct. for forsikringer tegnet efter 30. juni 1994 pga. rentefaldet. Den maksimale grundlagsrente for nytegning er pr. 1. juli 1999 nedsat til 2 pct. som følge af renteudviklingen.

Afgivelsen af *efter-skat* rentegarantier kan kollidere med ændringer i skattesystemet. I forbindelse med Pinsepakken ændredes realrenteafgiftsloven til den nye pensionsafkastbeskatningslov, hvorved der indføres en nominel beskatning af afkast på obligationer på 26 pct. og 5 pct. på aktieafkast. Ved en faldende rente indebærer den nye pensionsafkastbeskatningslov en skærpet beskatning af afkastet af pensionskapitaler i forhold til realrenteafgiftsloven, hvilket kan skabe en konflikt med de afgivne rentegarantier. I bemærkningerne til loven gives der tilsagn om en ændring af reglerne, såfremt den ændrede pensionsafkastbeskatning får som konsekvens, at ikke alle forsikringstagere kan få opfyldt deres retskrav.

Regeringen er i færd med at undersøge, hvorledes den kan udmønte tilsagnet i pensionsafkastbeskatningsloven. Regeringen kommer med et udspil til efteråret.

For ATP kan et vedvarende lavt renteniveau rejse et problem på længere sigt, idet ATP ifølge loven om ATP også for nytegninger garanterer en forrentning på minimum 4,5 pct. i modsætning til livsforsikringsselskaber og pensionskasser. Der er nedsat en arbejdsgruppe under Økonomiministeriet med deltagelse af Arbejdsministeriet, ATP og Finanstilsynet, der vurderer dette.

Det fremtidige system

Rentegarantierne er en del af den forsikringsteknik, der er opbygget med det formål at give et så sikkert og stabilt beregningsgrundlag for forsikringstagerne som muligt. Livs- og pensionsforsikringer - ikke mindst arbejdsmarkedspensionerne - er opbygget som forsørgelsesordninger, der træder i kraft, når arbejdsindkomsten falder bort som

følge af alder, invaliditet eller død. For at pensionsordningerne også fremover kan medvirke til at skabe økonomisk tryghed for den enkelte, er det nødvendigt, at produkttegenskaber, som giver sikkerhed for ydelserne og stabilitet i ydelsesudviklingen, kan bevares.

Kundernes efterspørgsel efter produkter med rentegarantier må ses på baggrund af, at gennemsnitsrenteprincippet og den løbende bonustilskrivning alt andet lige giver færre kortsigtede udsving i pensionsydelserne samt lægger en nedre grænse herfor. Imidlertid kan det være vanskeligt at få afdækket garantier over en 40-årig periode.

I et overordnet perspektiv ville en balance mellem aktiv- og passivsidens kræve, at selskaberne kun udstedte rentegarantier for en periode, der svarer til en opnåelig varighed på aktiverne. Eksempelvis kan et selskab, der har afgivet en 10-årig rentegaranti, afdække sin risiko på allerede indbetalte præmier ved køb af inkonvertible obligationer med en tilsvarende varighed. Der kan også opnås afdækning med længere varighed.

Efter EF's 3. livsforsikringsdirektiv må en rentegaranti på tegningstidspunktet ikke overstige 60 pct. af statsobligationsrenten. En sådan regel giver derfor ikke nogen garanti for, at selskabet kan opnå det garanterede afkast i perioder med faldende rente. Direktivet stiller i øvrigt ikke krav om, at selskaber skal udstede en rentegaranti.

Afgivelsen af garantier for renten efter skat kan vise sig problematisk ved ændringer i skattesystemet. Ud over Danmark er det kun Sverige, som beskatter det løbende pensionsafkast, men i Sverige er rentegarantien opgjort før skat.

Generationsfordeling

Da der er pensionsopsparinger, der er tegnet på grundlag af forskellige grundlagssrenter, fx 4,5 pct. og 1,5 pct., kan der opstå et fordelingsproblem, hvis renten over en længere periode falder til fx 3 pct., og hvis ordninger med den lavere grundlagsrente får et lavere

afkast end markedsrenten pga. mistet bonus som følge af overførsler til ordninger med en højere grundlagsrente i samme selskab. Bonustilskrivningen er ikke kvantificeret i forsikringskontrakten i modsætning til ydelserne og præmiestørrelsen. Det fremhæves også, jf. Markedsværdiudvalgets rapport om "Pensionsafkastbeskatning, renteudvikling og afgivne garantier", Finanstilsynet, marts 1999:

"Såfremt det faktiske afkast i et selskab i en længere periode er lavere end den højeste grundlagsrente anvendt i selskabet, kan de forsikringstagere, der har en lavere grundlagsrente, komme til at betale i form af mistet bonus. Forsikringsrådet vil blive bedt om at tage stilling til, i hvilket omfang eventuelle frie midler i selskabet skal anvendes til at fremtidssikre de afgivne garantier eller til at understøtte de berettigede forventninger til bonus, som de forsikringstagere, der har en lavere grundlagsrentegaranti, måtte have. Endvidere skal Forsikringsrådet vurdere rækkevidden af Finanstilsynets indgrebsmuligheder i kapitel 15 og i kapitel 27 i lov om forsikringsvirksomhed. Det skal afklares, om selskabet i denne situation - ud fra en rimelighedsbetragtning - fortsat bør kunne tegne forsikringer, eller om endog de allerede tegnede forsikringer på den lavere grundlagsrentegaranti bør kunne udtræde af selskabet eller skal udskilles ved en bestandsoverdragelse."

De sikkerheds- og stabilitetsskabende elementer i livs- og pensionsforsikring er baseret på omfordeling mellem kunderne efter forsikringsmæssige principper. Nye kunder med lavere grundlagsrente deltagere således typisk i et investeringsfællesskab med gamle kunder. Hidtil har dette investeringsfællesskab i den forløbne periode med faldende markedsrente medført en højere forrentning for nye kunder, end de ellers ville have kunnet opnå.

Hvis det lave renteniveau ikke kun er et forbigående fænomen, kan det imidlertid på lidt længere sigt resultere i en systematisk omfordeling mellem pensionskunder med forskellig grundlagsrente, som vil

kunne stride mod rimelighedprincippet som foreskrevet i § 31 i lov om forsikringsvirksomhed.

Finanstilsynet udgav i februar 1998 "Rapport om betaling for rentegaranti", hvori konsekvenserne af at have flere forskellige grundlagsrenter inden for samme bestand blev overvejet.

Finanstilsynet har på baggrund af rapportens konklusioner pålagt selskaber med forskellige rentegarantier at udarbejde regler for deres behandling af grupperne. Selskabernes ansvarshavende aktuarer skal redegøre herfor fra og med aktuarberetningen for 1998.

Den nuværende situation med livsforsikringsselskabernes rentegarantier må give anledning til, at livsforsikringsselskaber, pensionsinstitutter og myndigheder overvejer indretningen af det fremtidige system med rentegarantier, ligesom det må sikres, at der ikke på længere sigt kan ske en urimelig og systematisk omfordeling mellem pensionsordninger tegnet med forskellig grundlagsrente.

Bilag 13.1 Forbrugerombudsmandens opfattelse af hvad der er god markedsføringsskik ved afregning af værdipapirhandler for private investorer

1. Værdipapirhandler skal altid foretages efter princippet om "best execution". "Best execution" er udtryk for, at en værdipapirhandler altid har pligt til at udføre en investors ordre til bedst mulige pris.
2. En værdipapirhandler har pligt til at rådgive investor om valg af afregningsform.
3. En værdipapirhandel bør gennemføres over en fondsbørs, medmindre dette medfører en dårligere kurs, end hvad der ville kunne opnås ved at benytte en anden afregningsform.
4. I situationer, hvor en værdipapirhandel ikke gennemføres over en fondsbørs, bør handlen så vidt muligt aftales gennemført som en gennemsnitskurshandel.
5. Hvis en handel aftales gennemført som en gennemsnitskurshandel, og der på handelsdagen ikke er fremkommet en gennemsnitskurs, bør en handel kun gennemføres, hvis investor er gjort opmærksom på, at handlen ikke nødvendigvis kan gennemføres som en gennemsnitskurshandel, og investor har accepteret en anden afregningsform. Det skal i så fald på en enkel måde fremgå af afregningsnotaen, hvordan værdipapirhandleren har beregnet afregningskursen. Samtidig skal værdipapirets senest fremkomne gennemsnitskurs anføres på afregningsnotaen med angivelse af datoen herfor.
6. Hvis en handel i stedet sker i form af en strakshandel, skal værdipapirhandleren på afregningsnotaen anføre dels dato og klokkeslæt for handlen dels den senest indberettede handel,

herunder kurs, til Fondsbørsen for det pågældende værdipapir med angivelse af dato og klokkeslæt herfor.

7. Kursskæring (tillæg/fradrag) er ikke foreneligt med god markedsføringsskik sammenholdt med princippet om "best execution". For at fremme gennemsigtigheden bør alle omkostninger ved handlens foretagelse anføres som en samlet post under "kurtage"/"omkostninger".

Kapitel 14

Skatteforhold

Konkurrencedygtige rammebetingelser tilsiger, at danske finansielle virksomheder ikke skattemæssigt bør behandles dårligere end tilsvarende virksomheder i sammenlignelige lande. Der er heller ikke grundlag for at konkludere, at dette skulle være tilfældet.

Derudover er det samfundsøkonomisk væsentligt, at skattereglerne ikke modvirker velfungerende kapitalmarkeder. Betingelserne herfor er, at beskatningen af finansielle virksomheder er symmetrisk, og at afkast af værdipapirer opgøres efter markedsværdien og beskattes efter et lagerprincip. Dette er med til at forebygge indlåsnings effekter på kapitalmarkederne og mindske skattearbitrage.

For at tilpasse de danske skatteregler til disse principper er der i de senere år foretaget en række ændringer. Pensionsafkastbeskatningen er blevet omlagt, aktieomsætningsafgiften afskaffes pr 1. oktober 1999, og selskabsskatten er blevet mere symmetrisk, samtidig med at den er blevet nedsat.

Der er grund til at se på mulighederne for at forenkle beskatningen for investeringsforeninger og privatpersoners aktieafkast. Mindsterentebestemmelsen for obligationer kan hæmme kapitalmarkedets effektivitet, og aktier noteret på en autoriseret markedsplads bør behandles på samme måde som aktier noteret på en fondsbørs.

Det forventes, at bl.a. hensynet til et velfungerende europæisk kapitalmarked vil øge behovet for at samordne kapitalbeskatningen i Europa for at undgå skadelig skattekonkurrence.

14.1 Selskabsskatten

Den danske selskabsskat er sat betydeligt ned inden for de sidste 12 år og ligger i dag under EU's gennemsnit, jf. figur 14.1. Sverige har dog - ligesom de øvrige nordiske lande - en selskabsskattesats på 28 pct., som dermed er lavere end den danske sats.

Figur 14.1 Selskabsskattesatser i 1986 og 1997



Amn: Selskabsskatten i Tyskland er sammensat af fire forskellige skattesatser. I figuren er afbilledet den statslige selskabsskat ved opsparet overskud.

Kilde: OECD (1998).

Selskabsskattesatsen giver imidlertid ikke i sig selv et dækkende billede af den effektive selskabsbeskatning. Her må også inddrages beskatningsgrundlaget, herunder fx virkningen af fradrag, afskrivningsregler og eventuelt lempelig beskatning af mindre overskud, graden af individuelle vurderinger osv.

Der foreligger ikke et fuldstændigt internationalt billede af beskatningsgrundlaget for finansielle virksomheder. Det er dog vurderingen, at den effektive selskabsbeskatning af finansielle virksomheder

i Danmark ikke ligger over udlandets, ligesom skattereglerne ikke modvirker stabilitetsmæssige hensyn i den finansielle sektor.

Folketinget har senest vedtaget en ændring af skattelovgivningen med virkning fra 1999, således at der er tilvejebragt et klarere lovgrundlag for penge- og realkreditinstitutternes fradrag for hensættelser til tab på udlån og garantier mv. Herved lovfæstes det, at penge- og realkreditinstitutter mv. kan lægge regnskabsmæssige hensættelser til grund ved opgørelse af den skattepligtige indkomst. Dette giver institutterne de rette incitamenter til at foretage de nødvendige hensættelser og bidrager derved til en bedre konsolidering af institutterne og beskyttelse af indskyderne.

14.2 Lønsumsafgiften

Pr. 1. januar 1988 faldt arbejdsgivernes betaling til en række ordninger væk og blev erstattet af AMBI'en, et nyt generelt arbejdsmarkedsbidrag. AMBI'en blev beregnet som 2,5 pct. af virksomhedernes momsgrundlag eller et lignende grundlag. For visse virksomheder med momsfrie aktiviteter - hovedsageligt den finansielle sektor¹⁾ - var der tale om en lønsumsambi. Bidragsgrundlaget blev opgjort som virksomhedens lønsum tillagt 90 pct.

Pr. 1. juli 1990 blev der indført en selvstændig lov om lønsumsafgift for virksomheder i den finansielle sektor. Loven blev indført i forbindelse med, at selskabsskatten blev nedsat fra 50 til 40 pct. Lønsumsafgiften var et supplement til AMBI'en og beregnedes på samme vis. Afgiften var 2 pct. af afgiftsgrundlaget. Der var således en samlet afgiftssats på 4,5 pct., der sammenlagt med de 90 pct. af lønsummen, gav en effektiv afgiftssats på 8,55 pct.²⁾

1) Finansielle tjenesteydelser er i henhold til EF-direktiverne fritaget for moms.

2) Pr. 1. januar 1992 blev momssatsen hævet fra 22 til 25 pct., som følge af at AMBI'en blev kendt ulovlig ved EF-domstolen, og dermed bortfaldt. Dette

Der var alt i alt tale om, at de *samlede* virkninger for virksomhederne i den finansielle sektor var neutrale. I de tilfælde, hvor selskabsskatten bliver negativ, kan lønsumsafgiften imidlertid betragtes som en stramning af betingelserne. Lønsumsafgiften beregnes således af lønsummen, også når et finansielt institut har underskud. De samlede virkninger er derfor ikke neutrale, når der er underskud, da lønsumsafgiften beregnes uanset virksomhedens resultat. Ligeledes er der *samlet* tale om en lettelse, hvis virksomhederne har overskud over et vist niveau.

I 1995 blev der foretaget ændringer i lønsumsafgiften som følge af nedsættelsen af arbejdsgivernes arbejdsmarkedsbidrag og ATP-betaling, der var en kompensation til erhvervslivet for de grønne afgifter. De grønne afgifter påvirker imidlertid ikke de ikke-momsregistrerede virksomheder, der er omfattet af lønsumsafgiftsloven. På den baggrund blev det besluttet at neutralisere virkningerne af nedsættelsen af arbejdsgivers betalinger ved at hæve satserne for lønsumsafgiften. Pr. 1. januar 1997 trådte ændringerne i kraft, men forhøjelsen af afgiften gennemføres over en årrække fra 1997-2000. Udviklingen i den effektive afgiftssats for den finansielle sektor skulle således stige gradvist fra 8,55 pct. i 1996 til 9,13 pct. i 2000.

Lønsumsafgiften kan generelt ses i sammenhæng med, at finansielle virksomheder ikke er momspligtige af de finansielle tjenesteydelser, som sektoren leverer. Finansielle virksomheder skal således ikke betale moms af værditilvæksten, der omfatter aflønning af arbejdskraft og kapital (overskud). Lønsumsafgiften tjener dermed til at pålægge afgift på den del af værditilvæksten, der kan henføres til aflønning af arbejdskraft på tilsvarende måde, som moms kan betragtes som en afgift på værditilvæksten.

Da finansielle institutter ikke pålægges moms, tilskyndes sektoren til en højere grad af insourcing. Eksempelvis kan et pengeinstitut vælge

medførte dog ingen ændringer for virksomhederne i den finansielle sektor. Den effektive afgiftssats var derfor på 8,55 pct. i perioden 1990-96.

mellem at købe en tjenesteydelse hos en ekstern konsulentvirksomhed eller at løse opgaven med egne medarbejdere. Hvis pengeinstituttet vælger den eksterne leverandør, vil beskatningen være momsen på 25 pct. Vælger instituttet derimod den interne løsning, vil beskatningen kun være 9 pct. svarende til lønsumsafgiften.

Tages der højde for fx pengeinstitutternes engagementer med erhvervsvirksomheder og indgående moms, skønnes den "teoretiske" lønsumsafgift, som svarer til momsen på andre tjenesteydelser, at svare til 12-15 pct. Spændet i beskatningen mellem in- og outsourcing er derfor formentlig mindre, end de 25 pct. og 9 pct. giver udtryk for, men skønnet er behæftet med stor usikkerhed.

Ansatte i filialer og datterselskaber af udenlandske finansielle institutter etableret her i landet er også underlagt lønsumsafgift. Tilsvarende betaler danske finansielle institutter, etableret i udlandet også sociale bidrag mv. på lige fod med de udenlandske institutter. Vurderingen af, om lønsumsafgiften virker konkurrenceforvridende, er derfor kun relevant for den grænseoverskridende virksomhed, der ikke har udgangspunkt i etablerede filialer eller dattervirksomheder - såkaldte grænseoverskridende tjenesteydelsesvirksomheder.

Den stigende internationalisering inden for den finansielle sektor vil dog øge opmærksomheden om forskelle i de enkelte landes skatter og afgifter, da den grænseoverskridende virksomhed må forventes at blive forøget.

Danmark er det eneste EU-land sammen med Frankrig, hvor der betales en særlig lønsumsafgift inden for den finansielle sektor. I de lande, vi normalt sammenligner os med, findes der lønsumsafgifter, der i udlandet betegnes som sociale bidrag. De sociale bidrag gælder alle virksomheder, dvs. at der ikke sondres mellem finansielle og ikke-finansielle (ikke-momspligtige) virksomheder.

Set fra de finansielle virksomheder må det fundamentale for konkurrenceevnen være de samlede lønomkostninger inkl. arbejdsgivernes sociale bidrag og lønsumsafgifter sammenholdt med arbejdskraftens produktivitet. Der findes ikke tilstrækkeligt statistisk materiale til at belyse denne problemstilling. Det danske lønniveau inden for den finansielle sektor er dog højere end i de andre nordiske lande, samtidig med at de sociale bidrag i Danmark er blandt de laveste i Europa.

I andre lande betaler arbejdsgivere en generel social afgift, der ikke medtages i lønstatistikken. Fx opkræves der i Sverige en afgift på 33 pct. Når konkurrenceforhold i Norden skal vurderes, er det derfor ikke tilstrækkelig kun at se på lønnen før skat. Alle sociale bidrag og andre lønsumsafgifter skal medtages.

Skatteministeriet har foretaget en sammenligning af beskatningen af ansatte i pengeinstitutter i Danmark og Sverige. Det fremgår heraf, at selv på det anciennitetstrin, hvor lønmodtagerens bruttoløn og arbejdsgiverens samlede arbejdskraftsomkostning er højest, og hvor begge disse beløb er højere i Danmark end i Sverige, er den samlede betaling af skatter og sociale bidrag (inkl. lønsumsafgift) lavere i Danmark end i Sverige. Det fremgår ligeledes, at også ved samme samlede arbejdskraftsomkostning i Danmark som i Sverige, er de samlede skatter og sociale bidrag (inkl. lønsumsafgift) lavere i Danmark end i Sverige. Skatteministeriets undersøgelse fremgår af bilag 14.1.

EU-Kommissionen har i længere tid arbejdet på en udvidelse af momssystemet til også at omfatte finansielle ydelser. Såfremt der på europæisk plan bliver gennemført en moms på finansielle tjenesteydelser, vil finansielle virksomheder ikke længere være omfattet af lønsumsafgiftsloven. Det er imidlertid indtrykket, at det vil tage længere tid, før EU-Kommissionen kommer med en konkret udspil.

Det må dog understreges, at der ikke er tilstrækkeligt statistisk materiale til at vurdere, om lønsumsafgiften internationalt indebærer en forvridning af den danske finansielle sektors konkurrenceevne.

14.3 Mere velfungerende kapitalmarkeder

En hensigtsmæssig skattestruktur må i videst muligt omfang basere sig på to hovedhensyn.

For det første at beskatning af finansielle virksomheder er symmetrisk. Symmetri formindsker beskatningens forvridende elementer og nedbringer dermed mulighederne for at foretage skattearbitrage. Symmetrien sikrer samtidig neutralitet i skattesystemet, hvorfor det kan anses som en forudsætning for at opnå et "level playing field" mellem finansielle virksomheder på tværs af sektoren. Endelig kan symmetrisk beskatning på visse områder være forudsætningen for fortsat produktudvikling inden for den finansielle sektor.

For det andet at afkastet af værdipapirer og andre aktiver i videst muligt omfang opgøres til markedsværdier og beskattes efter et lagerprincip. Disse principper er med til at fremme velfungerende kapitalmarkeder og mindske skattebetinget arbitrage (se boks 14.1).

Boks 14.1 Symmetrisk beskatning

En symmetrisk beskatning er en beskatning, der bygger på princippet om ligevægt mellem skattebetaling og skattefradrag. Optræder der eksempelvis skat af renteindtægter, skal der også være tilsvarende skattemæssige fradrag for renteudgifter.

Symmetrisk beskatning nedbringer mulighederne for, at skattesystemet i sig selv virker konkurrenceforvridende mellem indenlandske virksomheder eller i forhold til udenlandske konkurrenter. Symmetri begrænser derfor alt andet lige omfanget af skattearbitrage.

For Danmarks vedkommende kan der nævnes en række tiltag inden for de senere år, hvor der er indført en mere symmetrisk beskatning af finansielle virksomheder baseret på anvendelse af lagerprincippet ud fra opgørelse til markedsværdier.

Kreditinstitutter

Det mest tydelige eksempel på dette er på realkreditområdet. I den tidligere kursgevinstlov hvilede beskatningen af realkreditinstitutter i vidt omfang på en lang række undtagelser fra skattepligt hhv. fradragsret. I 1997 blev lovgivningen ændret, så man gik fra detailregulering (i form af en række undtagelsesbestemmelser) til en generel symmetrisk beskatning af realkreditinstitutternes kursgevinster og fradrag for kurstab baseret på et lagerprincip. Den manglende neutralitet efter de tidligere gældende regler medførte en skattebelastning, hvis man gik ud over det strikte balanceprincip.

Ved lovændringen blev der dermed skabt en skattemæssig neutralitet for realkreditinstitutterne. Populært sagt blev der herved indført en fremtidssikring både af kursgevinstloven og realkreditinstitutternes produktudvikling, så det ikke længere er nødvendigt at få ændret kursgevinstloven, hver gang sektoren produktudvikler.

Forsikringsselskaber

I foråret 1998 og 1999 er der gennemført ændringer af beskatningen af forsikringsselskaber. Efter de tidligere regler kunne forsikringsselskaber fuldt ud fradrage udbetalinger og hensættelser til dækning af forpligtelserne over for de forsikrede og fradrage betaling af realrenteafgift, mens den indkomst, der medgik hertil, kun blev beskattet delvist. Indkomstopgørelsen for særligt livsforsikringsselskaber førte derfor ofte til et skatteteknisk underskud, som kunne anvendes til at nedbringe selskabsbeskatningen i andre selskaber, som livsforsikringsselskabet måtte være sambeskattet med.

Reglerne er nu ændret, idet livsforsikringsselskabers fradrag for udbetalinger begrænses, således at fradragene for hensættelser og

udbetalinger til de forsikrede og fradraget for realrenteafgift reduceres med skattefri indkomster.

For skadesforsikringsselskaber er fradragsbegrænsningen alene relevant i tilfælde af, at selve forsikringsvirksomheden er underfinansieret og dermed afhængig af finansielt afkast, der kan være skattefrit.

Omlægning af pensionsafkastbeskatningen

Realrenteafgiften bliver fra år 2000 erstattet af en nominel beskatning af pensionsafkast vedrørende obligationer. Aktier blev pålagt en afgift fra og med 2. juni 1998. Skattesatsen på obligationsafkast bliver herefter fastsat til 26 pct., mens afkastbeskatningen på aktier i pensionsordninger bliver fastsat til en afgift på 5 pct. Der henvises til kapitel 7 for en uddybning af den effektive beskatning af afkast.

Aktieafgiften skal ses i sammenhæng med et ønske om at skabe større neutralitet i beskatningen af aktie- og obligationsafkast i pensionssektoren³⁾. Samtidig skal institutternes afkast på aktier og obligationer opgøres til markedsværdier, hvilket er med til at imødegå indlåsnings-effekter på kapitalmarkederne. Indlåsnings-effekter kan opstå i tilfælde, hvor de institutionelle investorer af skattemæssige årsager ikke ønsker at afhænde deres obligationer.

For obligationer skal der ske en overgang fra matematisk kursværdi (der er en mekanisk opskrivning af obligationskurserne frem til udløb) til markedsværdi ved opgørelsen af det regnskabsmæssige resultat. Skattemæssigt skal overgangen ske med indfasning fra år 2001.

3) Aktieafkast blev oprindeligt fritaget for realrenteafgift ud fra et ønske om at stimulere tilførelsen af kapital til danske virksomheder. Skattefritagelsen for aktieafkast havde således til hensigt at give højere kurser på danske aktier. Internationaliseringen har imidlertid medført, at det ikke i større omfang er muligt at opretholde en kurs på danske aktier, som afviger fra, hvad en udenlandsk investor er villig til at betale for en aktie. Samtidig vil de institutionelle investorer i stigende grad investere i udenlandske aktier.

Afkastbeskatningen er ikke konkurrenceforvridende i forhold til udenlandske pensionsudbydere. Udenlandske pensionsudbydere, der etablerer datterselskaber eller filialer på det danske marked, er underlagt samme regler for afkastbeskatning, som gælder for danske udbydere. Udenlandske kunder uden skattemæssig tilknytning til Danmark beskattes ikke i Danmark men indrømmes heller ikke fradragsret på indbetalinger.

Med til billedet hører dog, at så længe præmisserne i den såkaldte Bachmann-dom gælder, er der ikke fri konkurrence på tværs af landegrænserne. Bachmann-dommen statuerer, at det er i overensstemmelse med EU-retten, at en medlemsstat betinger fradragsretten for indbetaling til pensionsordninger af, at medlemsstaten har ret til at beskatte den modsvarende udbetaling. Dette medfører, at pensionsudbydere i den medlemsstat, hvor opsparerer er skattepligtig, opnår en fortrinsstilling i forhold til udbydere i andre medlemsstater, hvilket medfører en begrænsning i konkurrencen på tværs af landegrænserne.

14.4 Afskaffelse af aktieomsætningsafgiften

Kapitalmarkederne bliver fortsat mere integrerede. Der vil derfor løbende blive sat fokus på den særlige beskatning af kapitalmarkederne.

Aktieomsætningsafgiften er en afgift på finansielle transaktioner, som er med til at reducere likviditeten i aktiemarkedet. En formindsket likviditet i markedet kan trykke kurserne og dermed reducere virksomhedernes muligheder for at skaffe kapital gennem det danske aktiemarked.

Folketinget har i forbindelse med finansloven for 1999 afskaffet aktieomsætningsafgiften med virkning fra 1. oktober 1999. Aktieafgiften er afskaffet for at undgå de forvridende effekter på det danske aktiemarked, som afgiften kunne give anledning til.

Aktieomsætningsafgiften blev indført ved aktieafgiftsloven i 1987 som afløser for den daværende børsstempelafgiftslov. Aktieafgiften udgør 0,5 pct. af den samlede kursværdi på overtagne værdipapirer. Afgiften omfatter både danske og udenlandske aktier og anparter, investeringsforeningsbeviser, andelsbeviser mv. samt aktieretter, tegningsretter og interimsbeviser for de nævnte værdipapirer. Samtidig er der dog indført en række undtagelsesbestemmelser. Herunder betaler udlændinge ikke afgift på handel med danske aktier⁴⁾.

Tabel 14.1 Kapitaltilførsels- og aktieafgift i europæiske lande

	Kapitaltilførselsafgift i pct. ¹⁾	Aktieafgift i pct.
Danmark	0	0,5 ²⁾
Norge	0	0
Sverige	0	0
Finland	0	1,6 ³⁾
Storbritannien	0	0,5
Irland	1	1
Holland	1	0
Luxembourg	1;0,5 ⁴⁾	0
Belgien	0,5	0,0035
Frankrig	500 FF (565 kr.) ⁵⁾	0,3
Tyskland	0	0
Østrig	2	0,5
Spanien	1	0
Portugal	1,1	0
Italien	1	100.000 lire (360 kr.) ⁵⁾
Grækenland	1	0

1) Kapitaltilførselsafgift pålægges i forbindelse med stiftelse af et selskab eller ved en senere udvidelse af selskabskapitalen.

2) Aktieafgiften i Danmark afskaffes 1. oktober 1999.

3) Der beregnes kun omsætningsafgift ved overdragelse uden om den finske børs.

4) Der gælder en reduceret sats på 0,5 pct. for visse familieejede virksomheder.

5) Der er tale om en fast afgift pr. transaktion.

Kilde: International Bureau of Fiscal Documentation, dec. 1995.

4) Aktieafgift betales ikke, når overdrageren er fondshandler, ved den første overdragelse til første erhverver, når aktier mv. ombyttes hos udstederen med nye af tilsvarende art og værdi, når der ved sammenslutning og omdannelse af selskaber overdrages aktier mv., eller når en her i landet hjemmehørende part køber aktier mv. af en udenlandsk hørende part.

I vore umiddelbare nabolande er denne form for afgift ligeledes blevet afviklet. Finland har dog en omsætningsafgift for handler uden om den finske børs, jf. tabel 14.1. Ingen af de nordiske lande har kapitaltilførselsafgift, som det er tilfældet i en række andre europæiske lande. Kapitaltilførselsafgift pålægges i forbindelse med stiftelse af et selskab eller ved en senere udvidelse af selskabskapitalen. Tyskland har hverken kapitaltilførsels- eller aktieomsætningsafgift.

Afskaffelsen af aktieomsætningsafgiften vil indebære en forbedring af rammevilkårene for aktiemarkedet i Danmark.

14.5 Investeringsforeninger

Skattereglerne for investeringsforeningerne er meget komplicerede. Dette har i særlig grad været tilfældet, siden regelsættet efter drøftelser med branchen blev omlagt til det såkaldte transparensprincip, hvorefter skatten ved investering via en investeringsforening i princippet beskattes på samme måde som ved privatkunders direkte investeringer.

Teknikken i beskatningsreglerne for investeringsforeninger og deres medlemmer ligner teknisk de tidligere regler for realkreditinstitutter i den forstand, at der er tale om uhyre detaljerede lovbestemmelser, der fastlægger særlige beskatningsforhold for de enkelte typer investeringsprodukter, som investeringsforeningerne tilbyder.

De danske skatteregler for udloddende investeringsforeninger stiller eksempelvis krav om, at foreningen for at bevare sin skattefrihed skal opføre en indkomst efter danske regler. Denne indkomst skal udloddes til medlemmerne og beskattes fuldt ud hos disse.

Endvidere gælder det, at reglerne for beskatning af kursgevinster på investeringsforeningsbeviserne kræver, at investeringsforeningen stort set kun investerer i aktier, hvis beviserne skal beskattes som aktier.

Reglerne fordrer kendskab til en række danske forhold og kræver, at der hvert år afgives revisorerklæringer til skattemyndighederne om, at betingelserne er overholdt.

En udenlandsk forening, der ønsker at markedsføre sit produkt her i landet som udloddende, skal kende og opfylde samme regler. I modsat fald vil afkastet blive beskattet efter strengere regler end ved danske foreninger.

Når der henses til det begrænsede danske marked, må det antages, at kravene i det danske skattesystem medfører, at udenlandske foreninger vil være tilbageholdende med at udbyde produkter her i landet som udloddende investeringsforening.

Endvidere kan de udenlandske regler for beskatning af den udenlandske forening medføre, at det samlede produkt beskattes hårdere end en dansk investeringsforening. Dette gælder, selvom den udenlandske forening agerer som en udloddende forening.

Disse forhold medfører en begrænsning af konkurrencen på investeringsforeningsmarkedet.

Med afskaffelsen af aktieomsætningsafgiften (jf. ovenfor) og ændringer af beskatningen for investeringsforeningerne er der taget højde for flere aktuelle problemstillinger for investeringsforeningerne.

Ulempen ved teknikken på investeringsforeningsområdet er dog fortsat, at lovgivningen til enhver tid vil være udformet efter de investeringsforeningsformer og produkter i øvrigt, der var kendt på lovgivningstidspunktet. Produktudvikling i branchen bliver derved - ligesom tidligere i realkreditbranchen - afhængig af, om lovgivningsprocessen løbende tilpasses branchens specifikke ønsker og behov.

I forlængelse af Opsparingsudvalgets arbejde vil der blive nedsat en arbejdsgruppe i Skatteministeriet, som skal komme med forslag til

regler for beskatning af pensionsopsparing i de nye pensionsforeninger mv.

Det skal i den forbindelse anbefales, at beskatningen af investeringsforeninger søges indrettet efter mere enkle principper end de nugældende regler.

14.6 Mindsterenteproblemstillingen

Mindsterentereglen blev gennemført i 1985 og er udformet med det formål at tillade mindre skattefrie kursgevinster for privatpersoner og herved sikre enkle og let administrerbare regler for denne personkreds.

Ved at fastsætte en minimal kuponrente forhindres også, at der kan udstedes obligationer til kurser langt under pari, hvor afkastet fremkommer som forudberegnelige skattefrie kursgevinster og ikke som skattepligtige renteindtægter.

Mindsterentereglen vedrører de såkaldte blåstemplede obligationer. Obligationer, der på udstedelsestidspunktet har en kuponrente på eller over mindsterenten, kaldes blåstemplede, mens obligationer med en kuponrente under mindsterenten kaldes sortstemplede.

Hvis en privat investor køber et blåstemplet papir, beskattes vedkommende kun af renteindtægten. Kursgevinster beskattes ikke, ligesom der ikke opnås et skattemæssigt fradrag for kurstab. Køber en privat investor et sortstemplet papir, beskattes vedkommende af både renteindtægten og kursgevinster, mens der ikke opnås et skattemæssigt fradrag for kurstab. Der har dog hidtil kun været begrænsede udstedelser af sortstemplede papirer.

De institutionelle danske investorer beskattes, uanset om der er tale om blå- eller sortstemplede obligationer, af såvel renteindtægter som

kursgevinster, ligesom de har fradrag for kurstab. De har derfor i princippet ikke præferencer for at købe blå- eller sortstemplede obligationer.

Mindsterenten fastsættes med udgangspunkt i renteniveauet i en periode op til den 1. juli og 1. januar hvert år. Mindsterenten beregnes med udgangspunkt i en referencerente, der beregnes som et gennemsnit af de effektive renter på åbne, fast forrentede kroneobligationer over en periode på 20 børsdage forud for den 15. december og 15. juni. Mindsterenten beregnes herefter som referencerenten ganget med 7/8 og nedrundes til nærmeste antal hele pct.point. Mindsterenten kan ændres ekstraordinært, hvis der forekommer store ændringer i renteniveauet mellem to ordinære fastsættelsestidspunkter. Mindsterenten er pr. 1. juli 1999 fastsat til 4 pct.

Mindsterenten har i praksis vist sig at opfylde sit formål på en gennemsigtig og administrativt enkel måde. Mindsterentebestemmelsen har dog i perioder med ændringer i renteniveauet medvirket til åbning af mange og dermed mindre obligationsserier. Der kan påpeges flere konsekvenser heraf⁵⁾.

For det første er der en risiko for, at der skabes illikvide obligationsserier. Obligationsserier blå- eller sortstemples én gang for alle, afhængig af om obligationerne i udstedelsesperioden overholder mindsterentereglen. Denne regulering på udstederniveau har nogle evidente fordele af skattekontrollmæssig karakter men medfører samtidig risiko for, at der skabes illikvide obligationsserier.

De fleste store obligationsudstedere med løbende finansieringsbehov, herunder staten, vil normalt have det som selvstændigt mål at skabe

5) De danske erfaringer med brug af mindsterenter dækker en periode på godt 13 år, hvor markedsrenterne har været høje såvel som lave, og rentestrukturen har været positivt såvel som negativt hældende. Grundlaget for at vurdere de kapitalmarkedsmæssige konsekvenser af denne skatteregel er således til stede. Der henvises til artikel i Danmarks Nationalbanks Kvartalsoversigt - 1. kvartal 1998.

god likviditet i de enkelte serier. Vælges det at benytte et lavkuponpapier, og viser det sig efterfølgende, at mindsterenten stiger, vil udstedelsen i serien blive indstillet. Den cirkulerende mængde bliver dermed ikke så stor som ønsket, og likviditeten vil alt andet lige blive ringere med risiko for indlåsnings effekter til følge. Indlåsnings effekter medfører skævheder i markedets prissætning af obligationerne og segmenterer markedet i uhensigtsmæssig grad efter skatteforhold.

Det bør dog nævnes, at andre hensyn kan føre til åbning af flere obligationsserier, der således kommer til at modvirke hensynet til god likviditet i de enkelte serier. Det kan være et ønske om at gøre konverteringsrisikoen så gennemskuelig som mulig. Et eksempel herpå kan være, at man ikke ønsker at finansiere obligations- og kontantlån i samme serie.

Problemet med illikviditet kan accentueres i de kommende år i takt med, at realkreditinstitutternes finansieringen bliver mere raffineret. Ét eksempel er de nye rentetilpasningslån, hvor der tilbydes en række forskellige produkter med det formål at skræddersy lånene til den enkelte kundes behov og risikoprofil. Rentetilpasningslån finansieres via 10-11 obligationsserier. En ændring i mindsterenten i opadgående retning kan betyde, at samtlige obligationsserier må lukkes og erstattes af nye serier. Tilsvarende kan en lavere mindsterente også bevirke udstedelser i nye obligationsserier, idet private investorer foretrækker obligationer med lav kuponrente, jf. nedenfor⁶⁾.

For det andet tilfører mindsterentereglen kapitalmarkedet et usikkerhedsmoment i kraft af, at den fremtidige udvikling i mindsterenten

6) Problemet med illikviditet kan ikke løses ved blot af fastsætte en tilstrækkelig høj rente på realkreditobligationerne. En høj kuponrente kan føre til, at obligationskurserne overstiger pari, men yder realkreditinstitutterne obligationslån baseret på obligationer, der overstiger pari på tilbudstidspunktet, vil låntager efter kursgevinstloven være skattepligtig af den herved opnåede kursgevinst på tidspunktet for lånets optagelse. Hertil kommer, at udenlandske investorer foretrækker obligationer under pari.

ikke er kendt. Denne usikkerhed påvirker både beslutninger om udstedelse og køb af obligationer med bestemt kuponrente. Jo kortere frem i tiden mindsterenten kendes, jo større usikkerhed vil den i realiteten tilføre markedet. Usikkerheden omkring mindsterenten skyldes i høj grad fastsættelsesmetoden.

For det tredje kan udformningen af mindsterentereglen have uhen-sigtsmæssige konsekvenser for statskassen. Fra et beskatningsmæssigt synspunkt er det væsentligt, at renten for forskellige løbetider ikke væsentligt overstiger den til enhver tid fastsatte mindsterente. Ved den aktuelle mindsterente på 4 pct. opstår der en betydelig skattefri kursgevinst for private investorer specielt på papirer med en lang løbetid, mens omvendt udstederne i det korte segment har haft problemer med at udstede papirer, der har været attraktive for personligt beskattede investorer. At "4 pct."-obligationerne i høj grad kan betragtes som skattebetingede obligationer, kan illustreres ved, at private investorer ejer 40 pct. af disse papirer, mod kun 10 pct. af de øvrige børsnoterede obligationer på Københavns Fondsbørs.

Set ud fra en kapitalmarkedssynsvinkel vil der være visse fordele at hente ved en afskaffelse af mindsterenten. Det vil også tage højde for det forhold, at det kun er kursgevinsterne på obligationer udstedt i kroner, der er skattefrie. En afskaffelse vil imidlertid medføre et behov for at gennemføre en beskatning for kursgevinster for private. Generel beskatning af kursgevinster kan som udgangspunkt kombineres med adgang for private til at fradrage kurstab.

Ved en eventuel afskaffelse af mindsterenten og overgang til generel beskatning af privates kursgevinster skal man imidlertid være særligt opmærksom på, at dette også medfører beskatning af privates gevinster på gæld. Beskatning af gevinster på privates gæld kan indebære problemer. For det første kan det være vanskeligt for privatpersoner at forstå, at man kan have en gevinst på gæld, der skal udløse skat. For det andet er det forbundet med meget store opgørelsesproblemer, når privatpersoner skal være i stand til at foretage en kursværdiansættelse ved oprettelse eller overtagelse af et lån, for herefter at opgøre

gevinster og tab i forbindelse med betaling af afdrag (del-indfrielse) og indfrielse. Såfremt der ikke sker beskatning af gevinst på gæld, kan der heller ikke gives tabsfradrag hos kreditor, da en sådan asymmetri ville kunne give anledning til omgåelse.

Herudover skal også mere generelt vurderes konsekvenser af en overgang til beskatning af privates kursgevinster eksempelvis som følge af lånomlægninger, der alene er begrundet i skattemæssige forhold.

Det anbefales på baggrund af ovenstående at overveje en afskaffelse af mindsterentebestemmelsen.

14.7 Beskatning af privates aktieafkast

Som anført i kapitel 7 om risikovillig kapital er de eksisterende regler for beskatning af privatpersoners aktieafkast forholdsvis komplicerede og i visse situationer er der tale om en høj beskatning i en international sammenhæng. Beskatningen afhænger af, hvorvidt ejertiden er over eller under tre år. Er ejertiden over tre år, afhænger beskatningen endvidere af, om der er tale om noterede eller unoterede aktier. For noterede aktier afhænger beskatningen endvidere af kursværdien på den samlede beholdning af noterede aktier, jf. tabel 14.2.

Tabel 14.2 Aktiebeskatning hos privatpersoner

Ejertid over tre år		Ejertid under tre år
Noterede aktier		Avancer beskattes som kapitalindkomst. Udbytte beskattes som aktieindkomst. ¹⁾
Kursværdi under 113.300 kr.	Kursværdi mindst 113.300 kr.	
Avancer er skattefri. Udbytte beskattes som aktieindkomst	Både avancer og udbytter beskattes som aktieindkomst. ¹⁾	Både avancer og udbytter beskattes som aktieindkomst ¹⁾

- 1) Aktieindkomst beskattes med en skattesats på 25 pct. for de første 36.000 kr., hvorefter skattesatsen er 40 pct.

Kapitalmarkedshensyn taler for en forenkling af disse regler. Ikke mindst 3-årsreglen kan være uheldig og være medvirkende til at skabe indlåsnings effekter på de dele af aktiemarkedet, som er særligt afhængig af danske private investorers interesse.

Udvalget skal derfor anbefale, at der ses nærmere på mulighederne for at gøre det lettere for private investorer at placere deres opsparing i aktier, fx ved at harmonisere beskattningen af noterede og unoterede aktier eller ved afskaffelse af 3-årsreglen.

Det må dog indgå i overvejelserne, at der ikke skal kunne spekuleres i reglerne. Der er i Skatteministeriet igangsat et arbejde vedrørende aktieavancebeskattningen, herunder regler for private investorer. Det anbefales, at denne gruppe giver hensynet til kapitalmarkedet en central placering og fremkommer med en konkret model til forenkling.

Det er endvidere vigtigt, at aktieafkast fra aktier, der er noteret på en autoriseret markedsplads, skattemæssigt behandles på samme måde som aktier noteret på en fondsbørs. Dette er beskrevet nærmere i kapitel 7.

14.8 Udfordringer i skattepolitikken i EU

Skattesystemerne i de enkelte lande må forholde sig til den internationale udvikling på de finansielle markeder, hvor udviklingen går hurtigt ikke mindst i Europa efter indførelsen af euroen.

EU kan som led i at sikre det indre marked, herunder på det finansielle område, vedtage bestemmelser med henblik på at tilnærme beskattningsforholdene.

Med euroen intensiveres den internationale konkurrence. Det vil bl.a. indebære et større og dybere kapitalmarked i Europa. Denne udvikling rejser også spørgsmålet om indretningen af de enkelte landes skattesystemer, både med hensyn til selskabsbeskatning og kapitalaf-

kastbeskatning. Dette sker bl.a. for at undgå skadelig skattekonkurrence.

Som hovedregel er skattepolitikken national kompetence. Hvor der af hensyn til det indre marked vedtages EU-regler for skatter og afgifter, vil EF-direktiverne typisk bygge på minimumsregler. Der vil derfor fortsat være spillerum for de nationale myndigheder til implementering af nationale regler også på de internationalt registrerede områder.

I de seneste år har flere europæiske lande sænket deres selskabsbeskatning enten som følge af skattereformer og/eller efter pres fra skattekonkurrencen. Enkelte lande har gennemført selektive særordninger for at tiltrække arbejdspladser og udenlandsk kapital, herunder på det finansielle område. Dette kan sætte de andre lande under pres for at omstrukturere deres skattesatser, hvorved der i et vist omfang kan skabes en nedadgående spiral for selskabsskattesatserne i EU. EU's medlemslande har for at imødegå skadelig skattekonkurrence vedtaget en adfærdskodeks for erhvervsbeskatning. En række lande, herunder Danmark, har peget på, at en mere langsigtet løsning på selskabsskatteområdet kunne være en minimumsskattesats i EU.

Kapitalafkastbeskatning er afhængig af skattereglerne i bopælslandet. Et centralt problem er imidlertid risikoen for skatteunddragelse, som opstår som en kombination af bankhemmeligheden og skattesatserne. Dette accentueres af den frie bevægelighed for kapital i EU.

Nogle lande som fx Luxembourg drager fordel af denne skatteunddragelse, fordi de opretholder en restriktiv lovgivning om bankhemmelighed. Herved gives private øget mulighed for at unddrage sig rentebeskatning, og dette har tiltrukket store mængder opsparing fra andre lande. Dette afspejler sig bl.a. i, at aktiver i den luxembourgske banksektor i 1994 svarede til ca. 38 gange BNP mod ca. 1 gang i Danmark. Selv i lande med relativt store banksektorer som Storbritannien, Tyskland, Holland og Belgien er aktiverne maksimalt ca. 3 gange BNP. Problemet på dette område kan i fremtiden vise sig at være større end ved selskabsbeskatning, idet finansiell kapital umiddelbart har meget lettere ved at flytte sig over grænser end virksomhe-

der. Der er tale om små omkostninger ved at flytte kapitalen, især inden for euroområdet.

EU-Kommissionen har i 1998 fremlagt et direktivforslag om at begrænse mulighederne for skatteunddragelse ved placering af opsparing i udenlandske banker. Direktivforslaget lægger op til indførelse af en minimumskuponskat på 15 pct., eller at kapitalindkomsten opgives til de nationale skattemyndigheder.

Det såkaldte sameksistenssystem mellem kuponskattesystemer og systemer med oplysningspligt må dog i givet fald udformes under hensyntagen til konkurrenceevnen for de enkelte nationale finansielle sektorer og fordelingen af skatteprovenu på medlemslandene. Desuden indgår et hensyn til konkurrencen fra tredjelande som fx Schweiz.

Den større integration af kapitalmarkederne vil også i stigende omfang sætte fokus på de områder af den finansielle sektor, som hidtil har levet en mere beskyttet tilværelse, bl.a. som følge af skattereglerne.

Overordnet vil det i et fremadrettet perspektiv være hensigtsmæssigt at indrette skattesystemet, så det ikke hindrer effektiv konkurrence fra udenlandske konkurrenter. For investeringsforeninger er denne problemstilling beskrevet ovenfor.

Et centralt spørgsmål er, i hvilken udstrækning kapitalbeskatningen vil blive tilnærmet. Forskelle i beskatningen over landegrænserne nævnes ofte som en af de væsentligste resterende barrierer for europæisk baserede pensionskasser og investeringsinstitutter ("fund management companies") og livsforsikringsselskaber. Det er derfor et område, der er på dagsordenen i Kommissionens handlingsplan for finansielle tjenesteydelser (Maj 1999).

Bilag 14.1 Lønsumsafgiftens betydning for arbejdsgivers samlede arbejdskraftsomkostninger - sammenligning med Sverige

Nedenstående tabel viser skatteberegninger for ansatte i pengeinstitutter. Der tages udgangspunkt i den gennemsnitlige månedsløn for ansatte med en anciennitet over 19 år i 1997. Beregningerne er foretaget på baggrund af skattesystemerne i 1998.

Ved en anciennitet over 19 år er lønmodtagers årlige bruttoløn og arbejdsgivers samlede arbejdskraftsomkostninger højest i Danmark. Ikke desto mindre er den samlede betaling af skatter og sociale bidrag lavere i Danmark end i Sverige.

Tabel 1. Skatteberegning Danmark - Sverige

	Anciennitet > 19 år		Danmark
	Danmark	Sverige	
Årlig bruttoløn	317.244	244.926	298.374
Arbejdsgiverbidrag ¹⁾	29.186	80.899	27.450
Samlet arbejdskraftsomkostning	346.430	325.824	325.824
Eget socialbidrag ²⁾	28.552	16.289	26.854
Indkomstskat	103.191	71.906	93.111
Samlet skat og sociale bidrag	160.929	169.094	147.415
Disponibel indkomst ³⁼	156.001	132.046	148.909

1) I Danmark lønsumsafgift på 8,87 pct. og arbejdsgiverbidrag på 0,33 pct. (1998).

2) AMB og særligt ATP i DK, eget pensionsbidrag i Sverige.

3 Efter renteudgifter og udgifter til pensionsopsparing, fagforening og A-kasse.

Kilde: Skatteministeriet.

Til sammenligning betragtes situationen, hvor en dansk arbejdsgiver har samme samlede arbejdskraftsomkostning som den svenske arbejdsgiver på 325.824 kr. I dette tilfælde bliver den danske lønmodtagers årlige bruttoløn også væsentlig højere, selvom der tages højde for, at de samlede arbejdskraftsomkostninger skal indeholde den

danske arbejdsgivers lønsumsafgiftsbetaling på 8,87 pct. af bruttolønnen. Den samlede betaling af skatter og sociale bidrag er som før væsentligt lavere i Danmark end i Sverige. Danskeren ender med en disponibel indkomst, der er 16.000 DKK højere, end den svenske kollega ville opnå ved de samme samlede arbejdskraftsomkostninger.

Lønsumsafgiften på pengeinstitutter mv. stiller altså hverken den danske arbejdsgiver eller den danske lønmodtager værre end det svenske skattesystem - tværtimod.

Én ting er imidlertid den disponible indkomst, en anden er de forbrugsmuligheder, de ansatte i pengeinstitutter har i Danmark og Sverige. For at få et billede af dette må der også tages højde for forbruget af offentlige ydelser og diverse transfereringer. Anlægges problemstillingen en forbrugsmulighedsbetragtning over et helt livsforløb - i stedet for det øjebliksbillede den ovenstående fremstilling anvender - vil billedet blive mere nuanceret.

Kapitel 15

Gennemsigtighed og kundebeskyttelse

Internationaliseringen og udbredelsen af informationsteknologien er til gavn for kunderne, idet udviklingen fører til større konkurrence og udvikling af nye finansielle produkter. Udviklingen stiller øgede krav til både virksomheder og myndigheder med henblik på at skabe de fornødne rammer, herunder øget gennemsigtighed.

Gennemsigtighed på de finansielle markeder er med til at sikre konkurrence, og at kunderne får et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag for de valg, som de skal træffe. Der peges i kapitlet på en række initiativer til at fremme gennemsigtighed.

Samtidig bør risikoen for interessekonflikt mellem institut og kunde gøres minimal. Der er i den forbindelse behov for en indsats med hensyn til den finansielle sektors forvaltning af kundernes pensionsopsparing.

Derudover bør der tilstræbes en højere grad af valgfrihed for kunderne med hensyn til placering af skattebegünstiget opsparing.

Endelig er det vigtigt, at kunderne sikres gode rammevilkår, hvorved de finansielle virksomheder forpligter sig til en høj forretningsmæssig standard. Dette gælder også i relation til de grænseoverskridende aktiviteter stigende omfang. Samtidig skal der sikres en effektiv klageadgang.

15.1 Mål

De fleste forbrugere er ofte i berøring med finansielle tjenesteydelser. Internationaliseringen og udbredelsen af informationsteknologien er til gavn for kunderne, idet den både fører til større konkurrence samt udvikling af nye finansielle produkter, der kan skræddersyes til kundernes krav. Udviklingen stiller imidlertid øgede krav til virksomheder og myndigheder med henblik på at skabe de fornødne rammer. Øget internationalisering stiller bl.a. krav om større gennemsigtighed for kunderne.

Det overordnede mål er, at kunderne skal have mulighed for at træffe beslutninger om fx køb eller salg af finansielle tjenesteydelser på et kvalificeret grundlag.

Effektiv konkurrence på det finansielle marked er en afgørende faktor for at sikre kunderne de bedste og billigste produkter. Imidlertid vil der være områder, hvor udbud og efterspørgsel ikke udgør en tilstrækkelig "regulering".

Dette stiller krav til gennemsigtighed på de finansielle markeder - ellers er der risiko for, at kunderne ikke får et tilstrækkeligt besluthningsgrundlag for de valg, som de skal træffe.

Samtidig er det vigtigt, at risikoen for interessekonflikter mellem institutterne og kunderne gøres minimal. Denne problemstilling er især relevant i forbindelse med den finansielle sektors forvaltning af kundernes formue bl.a. til pensionsopsparing. Endvidere er der på nogle områder behov for at sikre kundernes retsstilling, således som det allerede er sket ved fx markedsføringsloven, kreditaftaleloven, retningslinier for bonusprognoser samt "god skik"-reglerne i de finansielle love.

Den finansielle sektor bærer selv et ansvar for at sikre gode rammevilkår for kunderne, fx ved brancheetiske regler, hvor en branche i

form af etiske retningslinier forpligter sig til en høj forretningsmæssig standard.

Derudover bør lovgivningen indrettes, således at den ikke bidrager til at lægge begrænsninger på kundernes valgmuligheder men sikrer en god beskyttelse af kundernes midler.

En målsætning om, at kunderne skal have mulighed for at træffe beslutninger på et kvalificeret grundlag, kræver derfor opfyldelse af fire delmål:

- 1) Større gennemsigtighed som et middel til at sikre og forstærke konkurrencen på de finansielle markeder.
- 2) Imødegåelse af interessekonflikter i kapitalforvaltningen.
- 3) Friere placeringsmuligheder for kunderne i de skattebegünstigede opsparingsformer.
- 4) God skik-regler og effektiv klageadgang for forbrugerne.

Det er indtrykket, at der inden for de fleste områder af den finansielle sektor er en høj grad af beskyttelse af sektorens kunder. Det er imidlertid forventningen, at internationaliseringen og udviklingen i informationsteknologien - og det dermed langt større produktudbud til gavn for kunderne - vil stille øgede krav til indsigt og gennemsigtighed.

15.2 Gennemsigtighed på kundeområdet

Gennemsigtighed er af stor betydning for, at kunderne på en simpel, overskuelig og effektiv måde kan gennemskue de finansielle produkter og dermed varetage egne interesser, jf. boks 15.1. Nøgletal og flere prisoplysninger til kunderne kan være med til at styrke gennemsigtigheden.

Boks 15.1 Hvad forstås ved gennemsigtighed?

Gennemsigtighed medfører, at en kunde har tilstrækkelig information om prisfastsættelsen på markedet og derfor er i stand til vælge det bedste tilbud, dvs. det produkt, der bedst tilfredsstiller kundens behov, og som repræsenterer det bedste forhold mellem pris og kvalitet.

På mange områder kan gennemsigtighed med fordel erstatte offentlig regulering. Dette skyldes, at den enkelte kunde bedst selv kender sine præferencer og derfor bedst selv kan foretage sine valg.

Gennemsigtighed er derfor generelt til fordel for kunderne. Offentlig regulering kan dog være en nødvendighed på områder, hvor gennemsigtigheden ikke forefindes, eller hvor den er meget svær at opnå for den enkelte kunde.

Der er op gennem 1990'erne igangsat og gennemført en række initiativer, der skal bidrage til øget gennemsigtighed.

Hidtidige initiativer

For livsforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser samt investeringsforeninger og specialforeninger er der således etableret nøgletal, som fx skal belyse det enkelte instituts formåen for så vidt angår investeringsafkast, omkostninger, forsikringsmæssig risiko og evnen til frem over at forrente kundernes opsparing.

Tilsvarende er der fra og med regnskabsåret 1999 fastsat regler om offentliggørelse af hoved- og nøgletal for investeringsforeninger og specialforeninger.

Regeringen har i 1997 nedsat et Pensionsmarkedsråd, der bl.a. gennem dets årlige rapport skal bidrage til at fremme gennemsigtigheden på arbejdsmarkedspensionsområdet og bidrage til debatten om åbenhed omkring pensionsinstitutternes investeringspolitik og sikre fortsat fokus på institutternes investeringsbeslutninger samt udviklingen af medlemsindflydelse. Herudover kan Konkurrencestyrelsen iværksætte undersøgelser om konkurrencevilkårene på de finansielle markeder.

For kreditgivning fastlægger kreditaftaleloven krav til de oplysninger, der skal gives i forbindelse med ydelse af kredit fra bl.a. pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Oplysningerne, herunder vedrørende årlige omkostninger i procent, skal sikre, at det er muligt at sammenligne lånetilbud fra forskellige kreditgivere.

I henhold til lov om mærkning og skiltning med pris mv. har Forbrugerstyrelsen bl.a. udstedt en bekendtgørelse om oplysning til forbrugerne i ekspeditionslokaler, i annoncer mv. om indlånsrenter, afkast af indskud på gevinstkonti samt udlånsrenter og andre kreditomkostninger i pengeinstitutter samt en bekendtgørelse om skiltning med gebyrer og valutakurser i pengeinstitutter mv. Ifølge den førstnævnte bekendtgørelse skal de årlige omkostninger i procent angives, når der ved annoncering, i brochurer eller på anden måde i reklamer gives kreditomkostninger. Oplysning om årlige omkostninger i procent skal gives på en lige så fremtrædende måde som de øvrige oplysninger om kreditomkostninger.

Bekendtgørelse om skiltning med gebyrer og valutakurser i pengeinstitutter mv. gælder bl.a. for pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber. Ifølge bekendtgørelsen skal der i ekspeditionslokalet ved skiltning eller andet frit tilgængeligt skriftligt materiale fremgå størrelsen af samtlige de gebyrer eller andre omkostninger, som firmaet beregner sig for den enkelte forretning. Desuden skal fremgå, hvilke offentlige afgifter, der knytter sig til den enkelte forretning. For så vidt angår handel med børsnoterede værdipapirer, skal der oplyses om, hvilke kurser der danner grundlag for fastsættelse af afregningskurserne, tillæg eller fradrag, der foretages i forhold til kurserne samt kurtage. For så vidt angår handel med fremmed valuta i sedler eller rejsechecks til private formål, skal købskursen, salgskursen samt ekspeditionsgebyrer tydeligt angives over for kunden.

Der findes tillige regler om kundeinformation om puljepensioner i pengeinstitutter. Kunderne skal bl.a. informeres om vilkårene for puljeordningen, at puljeaktiverne tilhører pengeinstituttet, at afkastet

baseres på en beregning af de bagvedliggende aktiver samt, hvorvidt der skal betales realrenteafgift.

I henhold til lov om en garantifond for indskydere og investorer skal indskydere og investorer have oplysninger om dækningsomfanget mv. af den garantiordning, som instituttet er tilsluttet. Loven gælder for pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber mv. I forlængelse heraf har Finanstilsynet bestemt, at der ved skiltning i ekspeditionslokaler tydeligt skal oplyses om bl.a. dækningsomfang, beregning af det dækkede beløb, særlige indlånsformer, som er sikret fuld dækning, indlån, kontante midler og værdipapirer, som ikke er omfattet af ordningen, samt hvorledes indskyder eller investor skal forholde sig, hvis der skal ske udbetaling fra Garantifonden.

I henhold til lov om betalingskort skal kortudsteder ved bl.a. henvendelse til enkeltpersoner udlevere skriftligt materiale indeholdende oplysning om bl.a. kortets anvendelsesmuligheder, vilkår, der er knyttet til indehavelse og anvendelse af kortet, omkostninger ved erhvervelse og brug af kortet, herunder eventuelle kreditomkostninger opgjort som de årlige omkostninger i procent, fremgangsmåden ved eventuel vurdering af kreditværdighed, brug, opbevaring og videregivelse af personlige oplysninger og oplysninger om indkøb mv., samt hvorledes der advares, hvis kortet eller en dertil knyttet autorisation (PIN-kode eller lignende) bortkommer, misbruges eller kommer i en uberettigets besiddelse.

På realkreditområdet indeholder "Retningslinier om etik i realkreditinstitutterne", jf. nedenfor, en række supplerende krav til de oplysninger, der skal gives kunden i forbindelse med realkreditlån.

Med henblik på at forbedre kundernes mulighed for at sammenligne rentesatser mv. udgiver Forbrugerrådet i samarbejde med dagbladet Politiken en Pengeguide, som kommer i mere end 100.000 eksemplarer to gange årligt. Pengeguiden omfatter ca. 35 pengeinstitutter, herunder alle større pengeinstitutter.

Yderligere initiativer

Der kan være behov for at overveje yderligere initiativer. Dette beror bl.a. på forskellene på de krav, der stilles til de oplysninger, som de forskellige virksomheder inden for den finansielle sektor skal give til kunderne i forbindelse med en finansiell tjenesteydelse. Udvalget finder derfor, at det kan være nyttigt med nye initiativer med henblik på at styrke gennemsigtigheden inden for den finansielle sektor.

Konkurrence om den langsigtede opsparing kan bl.a. opnås ved, at opsparerne får et godt grundlag for at danne sig et indtryk af, hvilket afkast der reelt hidtil er opnået hos de enkelte udbydere af opsparingsprodukter. Det er således af afgørende betydning for opsparerne, at der er en høj gennemsigtighed på markedet for forvaltning af langsigtet opsparing.

I den forbindelse er det vigtigt, at der udarbejdes en række relevante nøgletal på markedet for porteføljeforvaltning. Sådanne nøgletal udarbejdes allerede for livsforsikringsselskaber, pensionskasser samt investeringsforeninger og specialforeninger. Nøgletallene skal bl.a. belyse det enkelte instituts formåen angående investeringsafkast, omkostninger, forsikringsmæssig risiko og evnen til fremover at forrente kundernes opsparing. Nøgletallene offentliggøres i femårs-oversigter som en del af virksomhedens regnskaber. Det anbefales, at der på tilsvarende vis etableres nøgletal for pengeinstitutternes puljeordninger. Disse nøgletal kan fx samles på Finanstilsynets hjemmeside.

Samtidig anbefales det, at der etableres en statistisk belysning (fx femårsoversigter) på de enkelte brancher, som dækker både livsforsikringsselskaber, pensionskasser, investeringsforeninger og specialforeninger samt pengeinstitutternes puljeordninger.

I løbet af de seneste år har der været betydelig medieomtale af en række pensionskassers og livsforsikringsselskabers investeringsadfærd, væsentligst i relation til begrebet "etiske" investeringer.

De etiske investeringsstrategier er i tråd med den større åbenhed og indflydelse for pensionsmedlemmerne, som også er en stigende tendens inden for arbejdsmarkedspensionerne.

I forbindelse med debatten har en række pensionsinstitutter valgt at offentliggøre overordnede principper for investeringsvirksomheden. Derimod har pensionsinstitutter ikke valgt at offentliggøre mere specifikke planer for den konkrete investeringspolitik.

For at give kunderne mulighed for løbende at følge med i investeringspolitikken anbefaler udvalget, at de institutionelle investorer periodevis offentliggør deres større aktiebesiddelser på enkelt-selskabsniveau. Det kan fx ske i selskabernes årsregnskaber eller via Internettet.

På livsforsikringsområdet er flyttegebyrerne ikke uvæsentlige. Det er vigtigt, at de flytteregler, der anvendes, yder alle parter retfærdighed. Kundebeskyttelsen må således gælde både for dem, der ønsker at flytte, og for dem, der ikke har tænkt sig at flytte. Samtidig er det vigtigt med en høj grad af sammenlignelighed og gennemsigtighed på området.

Udvalget foreslår derfor, at gebyrerne ved ind- og udtræden af livsforsikringsselskaber offentliggøres af selskaberne, og at disse oplysninger samles på Finanstilsynets hjemmeside.

Der har fra forbrugerside været peget på, at gennemsigtigheden inden for forsikringsområdet er utilstrækkelig. Det er således vanskeligt at danne sig et overblik over dækningsomfang kontra pris.

På skadesforsikringsområdet kan gennemsigtigheden styrkes, ved at der etableres ensartede, overordnede normer for selskabernes oplysninger til de enkelte kunder. Som supplement eller alternativ kan det overvejes, at der udarbejdes et sæt nøgletal for priserne på branchens væsentligste produkter, fx bilforsikringer, familieforsikringer og

husejerforsikringer. Dette kan fx ske ved at udstrække den udarbejdede "bilforsikringsguide" til de øvrige områder.

For at forbedre gennemsigtigheden inden for forsikringsområdet har Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet derfor foreslået, at der oprettes en central informationsdatabase, hvor de enkelte forsikrings-selskaber indrapporterer oplysninger om produkter og dertil hørende priser efter et forud fastsat koncept. Med en sådan database vil forbrugerne få mulighed for hurtigt og nemt at få oplysninger om dækningsomfang og pris på det forsikringsprodukt, som ønskes.

Problemerne ved en sådan database er, at forsikringsprodukter kan være vanskelige at sammenligne, da forsikringsprodukternes indhold og dermed også deres pris varierer i en sådan grad, at det kan være svært at etablere den fornødne gennemsigtighed. I den forbindelse skal det bemærkes, at et krav om standardiserede produkter ikke er forenelig med konkurrencelovgivningen.

Udvalget anbefaler, at forsikringsbranchen i samarbejde med forbrugerne inden udgangen af år 2000 finder egnede instrumenter med henblik på at forbedre forbrugernes mulighed for information om forsikringsprodukter.

Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet ønsker i den forbindelse at understrege vigtigheden af, at der er en vilje til forhandling og opnåelsen af et acceptabelt resultat og ønsker som en konsekvens, såfremt et sådan resultat ikke måtte kunne opnås, at der i offentligt regi skabes de fornødne rammer for en tilfredsstillende gennemsigtighed på skadesforsikringsmarkedet. Der er fornylig gennemført en sådan model på ejendomsomsætningsområdet

15.3 Beskyttelse mod risici for interessekonflikter

Det er vigtigt, at lovgivningen indrettes med henblik på at forebygge risiciene for interessekonflikter mellem kunden og det finansielle institut i formueforvaltningen, når disse forestår formueforvaltningen. I forbindelse med markedet for kapitalforvaltning er det fx vigtigt, at instituttets forvaltning af egne midler ikke sammenblandes med instituttets forvaltning af kunders midler.

Grundlæggende kan risiciene for interessekonflikter opstå på to måder. Den ene er i de tilfælde, hvor det finansielle institut ved siden af formuepleje for kunderne også forvalter egne midler og værdipapirer. Det gælder fx pengeinstitutterne.

Det andet tilfælde vedrører de situationer, hvor institutternes egenkapital og kunders opsparing forvaltes i en fælles aktivpulje, således som det kendes fra livsforsikringsselskaberne. Aktiverne forvaltes naturligvis med det formål at sikre det højest mulige afkast, men risiciene for interessekonflikter på livsforsikringsområdet kan opstå ved fordeling af overskuddet fra formueforvaltningen.

I forbindelse med fastlæggelsen af lovgivningen er det imidlertid af stor betydning, at der ikke herved lægges de danske institutioner hindringer i vejen for en effektiv porteføljeforvaltning i et fortsat mere internationalt orienteret miljø.

Spørgsmålet om beskyttelse mod risici for interessekonflikter er i øvrigt indgående behandlet i delrapport 7: "Forvaltning af langsigtet opsparing".

I delrapporten peges på behovet for ændringer på to områder:

1. Udskillelse af pengeinstitutternes puljeordninger på frivillig basis.
For at undgå enhver tvivl og risiko for interessesammenblanding er den mest logiske struktur, at beslutningskompetencen vedrørende investeringspolitikken og forvaltningen af kunder-

nes formue varetages i selvstændige juridiske enheder, som det også kendes fra andre europæiske lande.

På denne baggrund anbefales det at udskille pengeinstitutternes puljeordninger på frivillig basis til nye institutter: pensionsforeninger og pensionsselskaber¹⁾. En lovpligtig udskillelse af pengeinstitutternes puljeordninger vurderes at være en væsentlig ulempe for især de mindre institutter.

Pensionsforeninger og -selskaber skal opbygges efter samme principper som investeringsforeninger. Pensionsforeningerne er ligesom investeringsforeninger selvstændige juridiske enheder og indgår hverken som en del af et pengeinstitut eller en pengeinstitutkoncern.

2. Præcise retningslinjer for livsforsikringsselskabers egenkapitalforrentning.

På livsforsikringsområdet forvaltes selskabets og kundernes midler i en fælles pulje. Der er derfor i forsikringslovgivningen regler om fordeling af overskud af afkastet på kapitalforvaltningen mellem livsforsikringsselskabet og kunderne (kontributionsprincippet), jf. bilag 15.1.

I den forbindelse er det vigtigt, at der er præcise retningslinier for fordeling af dette overskud, og at der på området etableres en høj grad af gennemsigthed. Det anbefales derfor, at livsforsikringsselskaberne skal udarbejde konkrete retningslinier for den tilstræbte egenkapitalforrentning i selskabet, samt at selskaberne offentliggør disse retningslinier.

Endvidere bør det være et krav, at livsforsikringsselskaberne udarbejder et mål for selskabernes egenkapitalforrentning i

1) Det anbefales, at arbejdsgruppen under Opsparingsudvalget finder et anvendeligt navn for "pensionsselskaber" og "pensionsforeninger". En mulighed er "pensionspuljeadministrationsselskab".

form af et nøgletal, så forsikringstagerne kan se, hvor stor en egenkapitalforrentning der tilstræbes, og hvor stor egenkapitalforrentningen faktisk er år for år i selskaberne. Der henvises i øvrigt til delrapport 7: "Forvaltning af langsigtet opsparing".

Problemstillingen er ikke relevant for pensionskasser, idet medlemmerne ejer pensionskasserne i modsætning til livsforsikringsselskaber, der altovervejende er aktieselskaber og derfor ejes af aktionærerne.

Inden for livsforsikringsselskaber og pensionskasser er der i øvrigt en beslægtet problemstilling om interessekonflikter, når et livsforsikringsselskab eller pensionskasse har kunder med forskellige garanterede renter. Denne problemstilling behandles i kapitel 13.

15.4 Øgede valgmuligheder og indflydelse

Det er vigtigt, at kunderne enten har valgmuligheder eller indflydelse på placering af fx opsparing og valg af institut.

På arbejdsmarkedspensionsområdet har opsparene ikke mulighed for selv at vælge pensionsinstitut, da det - som følge af obligatorisk medlemskab - ikke er muligt for opsparerens frivilligt at træde ind i og ud af en arbejdsmarkedspensionsordning. Begrænsningen i valgfriheden indebærer, at det er vigtigt, at den enkelte får mulighed for at få indflydelse på beslutninger om pensionsinstitutternes anbringelser af de opsparede midler fra arbejdsmarkedspensionsordningerne. Pensionsmarkedsrådet ser nærmere på disse spørgsmål, og udvalget er derfor ikke gået nærmere ind på dette spørgsmål.

Inden for skattebegünstigede opsparingsordninger bør der endvidere lægges vægt på, at kunden får så mange placeringsmuligheder som muligt. I delrapport 7: "Forvaltning af langsigtet opsparing" er der sat fokus på friere valgmuligheder for en række skattebegünstigede opsparingsordninger.

Folketinget har allerede gennemført delrapportens anbefaling om friere placeringsmuligheder af børne- og boligopsparing. Disse opsparingsformer kan herefter anbringes i værdipapirer efter de samme regler, som gælder for pengeinstitutternes puljeordninger, ligesom børneopsparingskonti kan oprettes i livsforsikringsselskaber.

I medfør af bank- og sparekasselovens § 42 a kan børneopsparinger i lighed med kapital- og rateopsparinger anbringes på indlånskonti enten som kontantindskud eller som puljeindlån eller anbringes i et særskilt depot.

Det foreslås, jf. ovenfor, at pensionspuljerne skal kunne udskilles fra bankernes balance til en kommende type institutter, pensionsforeninger eller -selskaber. Det er hensigten, at disse institutter skal have samme placerings- og spredningsregler som de nuværende pensionspuljer. Der er således ikke tale om at udvide placeringsmulighederne. Det anbefales på denne baggrund, at børneopsparing også kan placeres i de kommende pensionsforeninger og -selskaber.

Der har i udvalget været rejst spørgsmålet om mulighederne for at placere børneopsparingsmidler i statsobligationer indskrevet gratis i Finansstyrelsen. Bekendtgørelse nr. 657 af 4. september 1998 om puljepension og andre skattebegünstigede opsparingsformer mv. fastsætter en række placeringsregler, der finder anvendelse for bl.a. børneopsparingsmidler. Pengeinstitutterne har pligt til at påse overholdelsen af placeringsreglerne, og manglende overholdelse straffes med bøde. Under forudsætning af, at administrationen af midlerne fortsat påhviler pengeinstitutterne, er det vurderingen, at bestemmelserne i bank- og sparekasseloven ikke er til hinder for, at midler fra børneopsparinger indskrives i Finansstyrelsen.

Det har endvidere i udvalget været drøftet, hvorvidt lovkravet om, at placering af børnesparingsmidler sker via indskrivning hos et pengeinstitut, bør ophæves, og at placeringen i stedet kunne være i Værdipapircentralen.

Det er imidlertid vigtigt at være opmærksom på, at pengeinstitutterne i relation til administrationen af børneopsparingsmidler - ud over indrapporteringen samt kontrollen med, at der ikke disponeres over midlerne af personer, der ikke er berettiget hertil - også påser, at placeringen af midler sker i overensstemmelse med lovgivningens krav herom, jf. ovenfor.

Denne opgave vil med den nuværende struktur på værdipapirområdet ikke kunne løses af Værdipapircentralen. Der ses ikke at være mulighed for - i det eksisterende system - at frafalde kravet om placering af børneopsparingsmidler via indskrivning hos et pengeinstitut, hvilket i givet fald kræver en generel revision af reglerne om værdipapirregistrering i værdipapirhandelsloven. Dette er nærmere beskrevet i kapitel 13 (afsnit 2).

Der er i delrapport 7: "Forvaltning af langsigtet opsparing" sat fokus på friere valgmuligheder for andre skattebegunstigede opsparingsordninger såsom etableringskonti og indekskontrakter. Vedrørende etableringskontomidler anbefales ligeledes friere placeringsregler, således at der foruden blåstemplede obligationer også bliver adgang til at placere opsparingen i bl.a. investeringsforeninger og børsnoterede aktier inden for nærmere fastsatte regler. Det skal dog sikres, at der ikke kan spekuleres i ordningen, hvilket kræver nærmere skattemæssige overvejelser, ligesom det skal sikres, at ordningen har den rette incitamentsstruktur.

Selvom det ikke længere er muligt at oprette nye indekskontrakter, anbefales det, at der formuleres friere placeringsregler herfor, så indekskontrakter oprettet i pengeinstitutter også kan placeres i værdipapirer. Et regelsæt på dette område kræver dog nærmere overvejelse. Derfor foreslår udvalget, at der nedsættes en arbejdsgruppe, der skal arbejde videre med dette spørgsmål.

15.5 God skik-regler

De love, der regulerer den finansielle sektor, indeholder næsten alle en "god skik-regel", dvs. en lovbestemmelse, ifølge hvilken den pågældende finansielle virksomhed skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis på det pågældende område. Det er normalt en betingelse for at bruge disse bestemmelser, at der foreligger en praksis og ikke blot enkeltstående tilfælde. God skik-bestemmelserne anvendes især til at skride ind mod tilfælde af uetisk praksis, som har tilsynsmæssig relevans.

Formålet med god skik-reglerne er at sikre, at de finansielle virksomheder drives tilbørligt og etisk, og at erhvervsudøvelsen sker under hensyn til såvel konkurrenter og andre erhvervsdrivende som under hensyn til forbrugere og almene samfundsinteresser. God skik-regler skal bl.a. ses i sammenhæng med forsikringsaftaleloven, kreditaftaleloven, markedsføringsloven og lov om visse forbrugeraftaler.

15.5.1 Etiske retningslinier

Forbrugerombudsmanden har i samarbejde med brancheorganisationerne udstedt etiske retningslinier for pengeinstitutters rådgivning, realkreditinstitutter og for visse områder inden for forsikringsbranchen (bonusprognoser, jf. nedenfor, passiv accept og konsekvenser af en motorkøretøjsforsikringsskade mv.), jf. tabel 15.1.

Forbrugerombudsmanden har derudover haft inviteret relevante brancheorganisationer til en møderække med henblik på udarbejdelse af retningslinier for markedsføring og handel på Internettet. Arbejdet er ikke udmøntet i konkrete retningslinier. Til gengæld har de nordiske forbrugerombudsmænd i fællesskab udarbejdet en "fælles nordisk holdning", der kan anvendes som vejledning for markedsføring og handel på Internettet.

Tabel 15.1 Ethiske retningslinier

	Lovreguleret "god skik"	FO/Myndig- hedsudstedte retningslinier til uddybning af "god skik"	Brancheudsted- te regler, herun- der etiske regler	Godkendte kla- genævn
Værdipapirhand- lere	Ja	Ja	Ja fsva. med- lemmer af Børs- mæglerforenin- gen	Pengeinstitutter, realkreditinsti- tutter samt dis- ses datterselska- ber: Ja Andre: Nej
Forsikringsvirk- somhed	Ja	Ja (For særlige områder)	Ja	Ja
Investeringsfore- ninger	Nej (Markeds- føringslovens § 1)	Nej	Ja	Nej
Pengeinstitutter	Ja	Ja (Skærpede krav fsva. råd- givning)	Nej	Ja
Realkreditinsti- tutter	Ja	Ja - skærpede krav	Nej	Ja
Lov om forsik- ringsmæglervirk- somhed	Ja	Hjemmel til udstedelse	Ja	Foreslået opret- tet i Rapport om forsikringsmæg- lervirksomhed

Derudover er der i regi af Erhvervsministeriet og Forskningsmini-
steriet i samarbejde med andre offentlige myndigheder og en række
brancheorganisationer mv. igangsat et projekt benævnt "Fokus på e-
handel". Projektet arbejder for at fremme anvendelsen af elektronisk
handel og undersøger som en del heraf mulighederne for at udarbejde
et sæt etiske regler for handel på Internettet.

For pengeinstitutter gælder "Retningslinierne om etik i pengeinstitut-
ternes rådgivning", der indeholder de krav, der kan stilles til pengein-
stitutternes rådgivning, for at denne er i overensstemmelse med god
markedsføringsskik.

Inden for andre områder af pengeinstitutternes virksomhedsområde har Forbrugerombudsmanden også ønsket at forhandle etiske retningslinier. Forbrugerombudsmanden har bl.a. ønsket etiske retningslinier indeholdende minimumsstandarder for udformning af aftalevilkår og for god kundebehandling.

Finansrådet har imidlertid fundet det mere hensigtsmæssigt at løse forbrugerpolitiske problemstillinger på anden vis. Bl.a. etablerede pengeinstitutsektoren i foråret 1996 et Forbrugerforum mellem Finansrådet og Forbrugerrådet. I dette forum kan organisationerne på uformel vis udveksle synspunkter om forholdet mellem pengeinstitutter og forbrugere og bl.a. søge at finde løsninger på de generelle problemstillinger, som synliggøres via Pengeinstitutankenævnet.

På realkreditområdet har Forbrugerombudsmanden udstedt "Retningslinier om etik i realkreditinstitutter", som omfatter hele realkreditinstituttets virksomhedsudøvelse, og dermed ikke kun rådgivningselementet. Retningslinierne er blevet til efter forhandling mellem Forbrugerombudsmanden, Realkreditrådet, Forbrugerrådet, Dansk Handel og Service, Landbrugsrådet, Håndværksrådet, Finansforbundet, Finanstilsynet, Konkurrencesekretariatet og Økonomiministeriet.

I retningslinierne stilles der krav om, at kunden bl.a. skal have oplysninger om

- hvilken lånetype lånetilbuddet vedrører og baggrunden for valget af denne lånetype
- kursændringers generelle betydning for lånets størrelse eller vilkår og betydningen af at indgå fastkursaftaler
- beregning af indfrielsesbeløbets størrelse, herunder samtlige omkostninger i forbindelse med indfrielse
- en forklarende oversigt over de indfrielsesmetoder, som instituttet tilbyder og konsekvenserne af deres benyttelse
- angivelse af, hvilke udgifter der eventuelt ikke er dækning for i det tilbudte lån, såfremt låneomlægningstilbuddet forudsætter, at lån ydet af samme realkreditinstitut skal indfries

- at låntager i bekræftende fald gøres bekendt med, at låneomlægningstilbuddet ikke tager højde for de faktiske udgifter til indfrielse af lån ydet af andre panthavere.

"Retningslinier om etik i realkreditinstitutter" er med til at sikre en høj grad af gennemsigtighed i forhold til kunderne.

På forsikringsområdet har Forbrugerombudsmanden og Finanstilsynet fastsat retningslinier for afgivelse af bonusprognoser og prognoser for pensionsopsparing i livsforsikringsselskaber og pengeinstitutter. Retningslinierne har til formål at opnå større sammenlignelighed mellem prognoserne.

Derudover har Forsikring & Pension udarbejdet en forbrugerpolitisk handlingsplan indeholdende 15 punkter, der har til formål at øge forbrugerbeskyttelsen. Et af punkterne indeholder en branchehenstilling vedrørende god forsikringsskik om rådgivning ved forsikringens tegning, i dens løbetid og ved forsikringsbegivenhedens indtræden. Handlingsplanen omfatter også Forsikringsoplysningens udgivelse af forbrugerguider. Nævnes skal også en henstilling om praksis med hensyn til behandling af helbredsoplysninger ved tegning af personforsikringer om bl.a. kunde- og assurandørvejledning og øget databeskyttelse. Formålet er primært at nedbringe antallet af sager om urigtige helbredsoplysninger.

Forbrugerombudsmanden har ønsket at forhandle med forsikringsbranchen om generelle etiske retningslinier for hele deres virksomhedsområde. Dette er hidtil blevet afvist af forsikringsbranchen bl.a. med henvisning til ovennævnte forbrugspolitiske handlingsplan.

Som det fremgår ovenfor har den finansielle sektor i en årrække haft regler om god skik samt såkaldte "etiske retningslinier". Herudover er der inden for det sidste år taget andre forbrugerpolitiske initiativer såsom etablering af et "Forbrugerforum" på pengeinstitutområdet samt udarbejdelse af en forbrugerpolitisk handlingsplan på forsikringsområdet.

Valget af egnede instrumenter; lovgivning, etiske retningslinier, branchekodeks mv. kan ikke ses isoleret fra spørgsmålet om afvejningen mellem standardvilkår overfor mere skræddersyede løsninger for kunderne. Standardiserede regler kan forekomme enklere og nemmere for kunderne at overskue, men de kan også virke hæmmende for produktudvikling og kundernes behov.

Hertil kommer, at udviklingen under alle omstændigheder må forventes at sætte øget fokus på god skik og de finansielle institutters forretningsmæssige standarder. En øget udbredelse af grænseoverskridende tjenesteydelser rettet mod private kunder vil sætte fokus på en høj forretningsmæssig standard, således at kunderne får en ordentlig forretningsmæssig behandling. Øget fokus på god skik og de finansielle institutters forretningsmæssige standarder er et prioriteret område i EU-handlingsplanen²⁾.

Udvalget finder, at det er vigtigt, at der er gode rammevilkår for kunderne fx ved etiske retningslinier, branchekodeks mv., hvorved en branche forpligter sig til en høj forretningsmæssig standard.

Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet finder i den forbindelse, at de tiltag, der indtil videre er taget for at sikre forbrugerne bedre vilkår inden for rammerne af "god skik-reglerne" inden for forsikrings- og pengeinstitutområderne, langt fra er tilfredsstillende. Der er i langt højere grad brug for en mere afbalanceret udformning af en række af branchens aftalevilkår over for forbrugerne. Forhandlinger om etiske retningslinier kan ikke anvendes, såfremt en branche mangler vilje til at forhandle vedrørende spørgsmål, hvorom Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet finder udstedelsen af retningslinier efter markedsføringslovens § 17 for påkrævet. Dette har været forsøgt gennem en længere årrække med begrænset resultat.

2) COM(1999)232, 11.05.99.

Forbrugerombudsmanden har derfor i flere tilfælde været henvist til at søge et omtvistet forretningsvilkårs eventuelle manglende lovmedholdelighed afklaret ved domstolene. Det har været tilfældet i den såkaldte valideringssag, hvor Højesteret afsagde dom i december 1997, efter at sagen var anlagt af Forbrugerombudsmanden i 1991. Der kan ligeledes henvises til den af Sø- og Handelsretten i starten af 1999 afsagte dom vedrørende pengeinstitutternes rente- og gebyrvilkår. Denne sag var anlagt af Forbrugerombudsmanden i 1994. Det siger sig selv, at et tidsforløb og en ressourceindsats, som den disse sager er udtryk for, ikke gør en domstolsprøvelse egnet til at skabe den fornødne afklaring på en rimelig forbrugerbeskyttelse.

Det kan derfor efter Forbrugerombudsmandens og Forbrugerrådets opfattelse overvejes, om indberetning til vedkommende ministerier om den involverede parts manglende vilje til at deltage i forhandlinger kunne medføre udstedelse - med sædvanlig parlamentarisk kontrol - af de nødvendige retsfor skrifter. Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet er på baggrund heraf af den opfattelse, at muligheden for lovgivningsinitiativer, som sikrer forbrugerne den nødvendige beskyttelse for så vidt angår aftalevilkår med videre, bør etableres.

Finansrådet har hertil anført, at pengeinstitutternes betjening af kunderne bl.a. i takt med de teknologiske muligheder undergår en meget hastig udvikling i disse år, og det vil ikke være i kundernes interesse, hvis hele forretningsfladen blev reguleret af etiske regler. Det bør være op til pengeinstitutterne i konkurrence med hinanden at udvikle de løsninger, som efterspørges i markedet.

Som det er tilfældet med de etiske retningslinier for rådgivning og for de drøftelser, der finder sted i Forbrugerforum, er Finansrådet parat til både med Forbrugerombudsmanden og Forbrugerrådet at drøfte spørgsmål, som giver anledning til generelle problemer. Finansrådet er således enig i, at god skik-regler for nærmere afgrænsede områder kan være en hensigtsmæssig måde at sætte rammer for et marked, som er kendetegnet ved en hastig udvikling og en stor kompleksitet og mangfoldighed. Finansrådet må derimod modsætte

sig, at der fastsættes regler eller retningslinier for reglernes egen skyld.

Retningslinier efter markedsføringsloven forudsætter en forhandling og en enighed mellem parterne, og ud fra retssikkerhedsmæssige hensyn vil det være yderst betænkeligt, hvis man gav Forbrugerombudsmanden adgang til egenhændigt at fastsætte krav til god skik.

Finansrådet har primo 1997 sammen med Forbrugerrådet i Forbrugerforum gennemgået den norske finansaftalelov. Konklusionen var, at de områder, der var indeholdt i det norske lovforslag, i vidt omfang er reguleret af danske lovregler og retspraksis. Sammenfattende er det Finansrådets vurdering, at der ikke er dokumenteret behov for yderligere lovgivning.

Forsikring & Pension finder, at forsikringserhvervets forbrugerpolitiske handlingsplan er et velegnet instrument til at imødekomme forbrugernes mangeartede og varierende behov på forsikringsområdet. Planen, som udarbejdes især på grundlag af erfaringsmateriale fra Forsikring & Pension's medlemmer, Forsikringsoplysningen og ankenævn samt i dialog med forbrugerorganisationerne, udmønter sig på forskellig vis afhængigt af problemstillingen og har efter behov fx karakter af informationsmateriale (forbrugerguides) og henstillinger fra Forsikring & Pension til medlemmerne.

Efter Forsikring & Pension's opfattelse er det vigtigt at have for øje, at den forbrugerpolitiske handlingsplan skræddersys og udvikles efter behov og vel at mærke således, at der herved tages højde for allerede eksisterende regulering. Ved udarbejdelsen af handlingsplanen er der taget udgangspunkt i, at der allerede lovgivningsmæssigt og på brancheniveau findes en lang række reguleringer, som netop har sin oprindelse i forbrugerbeskyttelse jf. bl.a. forsikringsaftaleloven, forsikringsvirksomhedsloven, livsforsikringsinformationsbekendtgørelsen mv. Endvidere er det ved udarbejdelsen af handlingsplanen iagttaget, at konkurrencelovgivningen også har til opgave at beskytte forbrugerne ved at sikre disse de lavest mulige priser på

produkterne samt ved at sikre en produktudvikling svarende til behovet. I øvrigt er den pågældende reguleringsform ikke ukendt i andre lande, ligesom fremgangsmåden er anbefalet af Europa-Kommissionen, som et element blandt til forbedring af forbrugerbeskyttelsen i den finansielle sektor.

Efter Forsikring & Pension's opfattelse medfører planen på det anførte grundlag en regulering, der er mere, konkret, præcis og målrettet, end det vil være muligt i forbrugerombudsmandens regi eller på anden vis ad lovgivningsvejen. Samtidig er det relativt enkelt og hurtigt at foretage en løbende tilpasning af den forbrugerpolitiske handlingsplan i takt med samfundsudviklingen, herunder den økonomiske og teknologiske udvikling.

Som det fremgår af ovenstående er der forskellige opfattelser af, hvorledes gode rammevilkår for kunderne på pengeinstitut- og forsikringsområdet bedst tilvejebringes. Økonomiministeriet vil derfor inden udgangen af år 2000 foretage en grundig evaluering af udviklingen på området. Heri inddrages også overvejelserne i EU-regi vedrørende kundebeskyttelse ved grænseoverskridende aktiviteter, idet disse forhold ikke kan anskues rent nationalt.

15.6 Klageregler

I tilfælde af tvister mellem en finansiell virksomhed og en kunde har kunder forskellige klagemuligheder. Forbrugere kan som udgangspunkt klage til et privat ankenævn men kan også vælge at anlægge en civil sag ved domstolene. De erhvervsdrivende er som hovedregel henvist til at rejse en civil sag ved domstolene.

Ifølge lov om Forbrugerklagenævnet kan klager fra forbrugere vedrørende bl.a. tjenesteydelser indklages for Forbrugerklagenævnet. Uden for nævnets kompetence falder klager, for hvilke der i lovgivningen er foreskrevet en særlig klageadgang. Herudover kan er-

hvervsministeren undtage visse typer af fx tjenesteydelser fra nævnets virksomhed. Forbrugerklagenævnet kan således ikke behandle sager vedrørende pengevæsen og forsikring, hvilket skyldes, at der på store dele af området er godkendt private klage- og ankenævn samt hensynet til ressourcemæssige forhold for Forbrugerklagenævnet.

I henhold til lov om Forbrugerklagenævnet kan nævnet godkende, at klager, der ellers kunne behandles ved nævnet, i stedet behandles ved klage- eller ankenævn omfattende bestemte brancher eller andre afgrænsede områder. På det finansielle område er de væsentligste Realkreditankenævnet, Pengeinstitutankenævnet og Ankenævnet for Forsikring. Disse ankenævn behandler klager over danske selskaber med det pågældende virksomhedsområde, disses herværende datterselskaber og danske filialer af udenlandske virksomheder. Ankenævnene behandler endvidere klager over danske udbydere af finansielle tjenesteydelser uden hensyn til, hvor forbrugeren er bosiddende.

Fælles for ankenævnene i den finansielle sektor er, at de er nedsat af brancheorganisationerne og Forbrugerrådet. Endvidere kan ankenævnene afvise at behandle klager, som på grund af deres principielle juridiske karakter eller usikkerhed om bedømmelsen af de fremkomne faktiske oplysninger eller af andre særlige grunde findes uegnet til nævnsbehandling.

Ankenævnene løser efter udvalgets opfattelse i dag på tilfredsstillende vis deres rolle som klageinstans i forbindelse med tvister mellem finansielle virksomheder og forbrugere. Ankenævnene giver således en hurtig, billig og effektiv klageadgang i en række situationer.

EU-Kommissionen har også givet udtryk for, at ankenævnsmodellen på dette område har nogle fordele frem for domstolsafgørelser.

Der stilles i flere EF-direktiver/direktivforslag krav om, at medlemsstaterne skal sikre egnede og effektive retsmidler til brug for løsning

af tvister på direktivernes område. Det kan eventuelt blive direktivbestemt, at alle områder inden for den finansielle sektor skal være "dækket af" et ankenævn.

Siden oprettelsen af ankenævnene er der sket en tilgang af finansielle virksomheder, der er lovregulerede men ikke er omfattet af den eksisterende ankenævnsstruktur. Dette bevirker, at der ikke er ankenævn for bl.a. forsikringsmæglere og visse formidlere af grænseoverskridende betalinger, fondsmæglerselskaber (som ikke er datterselskaber af et finansielt institut, på hvis områder der er etableret en ankenævnsordning), investeringsforeninger, firmapensionskasser og udlånsvirksomheder. Det skal bemærkes, at langt den overvejende del af salget af investeringsforeningers produkter finder sted gennem pengeinstitutternes filialnet. Sandsynligheden for klagesager i forhold til investeringsforeninger er derfor meget begrænset.

Baggrunden for den manglende ankenævnsbehandling af disse områder er bl.a. en manglende organisatorisk tilknytning til de eksisterende ankenævn og dermed også et manglende økonomisk bidrag til de eksisterende ordninger.

Det må imidlertid konstateres, at der er tale om relativt små områder og dermed formentlig få klager, hvorfor det ville være uforholdsmæssigt dyrt at oprette nye ankenævn. Samtidig findes den nødvendige ekspertise allerede i de eksisterende ankenævn.

Det anbefales, at de berørte organisationer sammen med Økonomiministeriet og Erhvervsministeriet inden udgangen af år 2000 finder en hensigtsmæssig model for så vidt angår den manglende mulighed for ankenævnsbehandling af tvister mellem forbrugere og finansielle virksomheder, som ikke er omfattet af den eksisterende ankenævnsstruktur.

15.7 Nødvendighedsydelse

Visse finansielle tjenesteydelser kan karakteriseres som "nødvendighedsydelser", dvs. ydelser, der skal være tilgængelige for alle. Tanken er, at alle kundegrupper på rimelige vilkår skal have adgang til de finansielle tjenesteydelser, som er nødvendige.

Da udbetaling af løn og offentlige ydelser oftest sker til en konto i et pengeinstitut, kan fx det at have en konto betegnes som en nødvendighedsydelse. Tilsvarende er det nødvendigt for fx bil- og hundeejere at kunne tegne lovpligtige ansvarsforsikringer.

EU-Kommissionen har udsendt en meddelelse om forsyningspligtsydelser i Europa - KOM(96)443 / EFT C 382 af 18.12.1996. Heraf fremgår, at nødvendighedsydelser eller "public service-ydelser" er tjenesteydelser, der skal være tilgængelige for alle overalt. Begrebet anvendes først og fremmest i forbindelse med post- og telekommunikationsydelser, transport og elektricitet. Kommissionen undersøger, om der også på andre områder kan være tale om nødvendighedsydelser.

Inden for den finansielle sektor afventer Kommissionen p.t. resultatet af en undersøgelse i UK om bankydelser som nødvendighedsydelser.

I Amsterdamtraktaten kapitel 8 - Andre Fællesskabspolitikker - findes i art. 7 D en ny bestemmelse med overskriften "Tjenesteydelser af almen interesse". Ifølge artiklen "sørger Fællesskabet og medlemsstaterne inden for deres respektive kompetenceområde for, at sådanne tjenester ydes på grundlag af principper og vilkår, der gør det muligt for dem at opfylde deres opgaver".

I Sverige har pengeinstitutterne normalt pligt til at modtage indlån. Denne pligt fremgår af bankloven. Pligten gælder ikke for andre typer ydelser. Baggrunden for pligten til at modtage indlån er eneretten til at henvende sig til offentligheden og tilbyde at modtage indlån. Der er dog ikke tale om en ubetinget pligt for et svensk pengeinstitut til at modtage indlån. Hvis en kunde tidligere har

misbrugt en konto eller på anden måde har optrådt "uhæderligt" over for pengeinstituttet, kan kunden afvises. Tilsvarende kan et pengeinstitut afvise at oprette en konto, hvis det herved medvirker til - at skjule - en forbrydelse, fx hæleri eller hvidvaskning af penge.

I Sverige er der pligt for forsikringsselskaber til at tegne "trafikförsäkring", når en kunde anmoder herom.

I dansk ret pålægges erhvervsdrivende som udgangspunkt ikke pligt til at indgå aftaler (kontraheringspligt). Lovgivningen indeholder således ingen regler, der direkte tager stilling til, om visse finansielle tjenesteydelser skal tilbydes alle.

Vedrørende konti i pengeinstitutter har Finanstilsynet i en konkret sag i medfør af bank- og sparekasseloven truffet afgørelse om, at det for pengeinstitutter er redelig forretningsskik og god pengeinstitutpraksis, at alle har ret til at oprette en indlånskonto i et pengeinstitut. Det forudsættes dog, at kontohaveren handler i et lovligt ærinde.

Finansrådet har i 1992 udsendt en henstilling til pengeinstitutterne om, at alle bør have mulighed for at kunne oprette indlånskonti, medmindre der foreligger en saglig begrundelse for at afvise kundeforholdet. Henstillingen omfatter ikke konti, hvortil der er knyttet kredit.

En saglig begrundelse for at afvise kundeforholdet kan fx være tilfældet, hvis kunden opfører sig anstødeligt og er til gene for personalet i pengeinstituttet og de øvrige kunder.

At kunden er registreret som dårlig betaler kan imidlertid ikke begrunde en afvisning.

På forsikringsområdet fremgår det af bekendtgørelse om ansvarsforsikring for motordrevne køretøjer mv., at forsikringsselskaber er forpligtet til at overtage forsikring for enhver forsikringspligtig, der

vil underkaste sig selskabets forsikringsbetingelser, fastsat i overensstemmelse med den risiko, som overtages.

Ankenævnet for Forsikring antager derudover, at alle har ret til en lovpligtig ansvarsforsikring, som eksempelvis kræves, hvis man er automobil- eller hundeejer, i det selskab, kunden måtte ønske det. Det er dog op til forsikringsselskabet at fastsætte præmien.

Det er vurderingen, at brancheorganisationernes egne tiltag for at sikre mulighederne for at oprette dels indlånskonti dels ansvarsforsikringer kombineret med god skik-reglerne i den finansielle tilsynslovgivning på tilfredsstillende vis løser problemet med nødvendighedsydelse på det finansielle område.

15.8 Garantiordninger i den finansielle sektor

Danmark har haft en indskydergarantiordning for pengeinstitutter siden 1987, og i juni 1998 blev den på baggrund af et EF-direktiv udvidet til også at omfatte en investorgaranti. Garantiordningen dækker maksimalt indskud indtil 300.000 kr. pr. person efter fradrag af indskyderens evt. lån mv. Værdipapirer er dækket med op til 20.000 euro pr. investor, svarende til ca. 150.000 kr.

Internationalt set har Danmark en høj dækning af indskud. Den danske dækning er dobbelt så høj som EU's minimumskrav³⁾. Set i forhold til dækningen i andre lande er det derfor udvalgets vurdering, at omfanget af dækningen i den danske ordning er tilstrækkeligt og ikke bør forhøjes.

Ud fra et forbrugermæssigt synspunkt kunne det imidlertid overvejes både at øge garantiordningens generelle dækningsomfang og at udvide ordningen til at yde særlig høj dækning af indskud, der fx

3) I USA dækkes indestående med helt op til 100.000 dollar.

stammer fra erstatninger fra livs-, invaliditets- og ulykkesforsikringer.

Med undtagelse af Forbrugerrådets medlem af udvalget kan udvalgets medlemmer ikke anbefale den foreslåede udvidelse. Begrundelsen er bl.a., at det ikke vil være muligt at lægge målbare kriterier til grund for, hvilke personer der bliver særligt hårdt ramt af den maksimale dækning i lovgivningen. Når en erstatning først er indsat på en konto i et pengeinstitut, er det ikke længere muligt at skelne det fra andre indskud. Indførelse af enkeltvurderinger kan derfor let føre til en glidning i den maksimale dækning fra de 300.000 kr. til en fuldkommen dækning. En anden begrundelse er, at en forøgelse af dækningen vil give problemer med "moral hazard". For en gennemgang af begrebet "moral hazard" henvises til boks 15.2.

Forbrugerrådet finder, at der bør ske en udvidelse af de indestående midler, der skal dækkes fuldt ud, således at alle erstatninger fra livs-, invaliditets-, ulykkesforsikringer og lignende skal være dækket fuldt ud af garantiordningen, dog skal der indføres en tidsbegrænsning, således at den fulde dækning kun ydes i op til 9 måneder fra indsættelse af beløbet, jf. lignende regel for dækning af bl.a. provenu ved salg af fast ejendom, jf. § 9, stk. 3, i lov om en garantifond for indskydere og investorer.

Der er også blevet fremsat forslag om, at depotselskabsforpligtigelsen - i forbindelse med investeringsforeninger - ligestilles med indestående på advokaters klientkonti og dækkes fuldt ud.

Der er imidlertid intet i lovgivningen, der "stavnsbinder" en investeringsforenings indskud til ét specielt pengeinstitut. En investeringsforenings depot kan godt flyttes mellem forskellige pengeinstitutter - det er op til den enkelte investeringsforening at afgøre. Da der ikke er tale om en lovmæssig binding af indskuddene, må de sidestilles med almindelige indskud og ikke tildeles en særstilling gennem lovgivningen.

Boks 15.2 "Moral hazard"-problemet

Ud fra en økonomisk indfaldsvinkel er det største problem med garantiordninger faren for "moral hazard". Teoretisk kan "moral hazard" defineres som handlinger, som nogen foretager til egen nytte i situationer, hvor de ikke selv bærer de fulde omkostninger herved, men hvor disse eller nogle af disse i stedet falder på andre.

Problemet med "moral hazard" findes inden for mange økonomiske områder. På pengeinstitut-området bruges begrebet i praksis bl.a. om den situation, hvor en indskyder placerer beløb til en høj rente i et meget risikabelt pengeinstitut vel vidende, at det offentlige vil dække vedkommendes tab ved en konkurs. Dermed brydes sammenhængen mellem muligheden for et højt afkast på den ene side og risikoen for tab på den anden side.

Problemer med "moral hazard" findes også inden for forsikringsområdet, fordi tegning af en forsikring kan påvirke forsikringstagers adfærd (gennem en ændring af incitamentstrukturen). Eksempelvis kan tegning af tyverisikring af en cykel tilskynde til mere risikofyldt adfærd, idet cyklejeren kan tænkes ikke at være interesseret i at beskytte sin cykel i samme omfang som uden en forsikring - forsikringsselskabet erstatter jo cyklen, hvis den stjæles. Bilejere kan tænkes at ville køre mere forsigtigt, hvis de ikke havde mulighed for at tegne ansvars- og kaskoforsikringer.

"Moral hazard"-problemet i forbindelse med garantiordninger kan ikke løses men kan dog begrænses ved forskellige tiltag. Den særlige lovgivning om og tilsyn med den finansielle sektor er også udtryk for et ønske om at begrænse "moral hazard". Generelt gælder det, at "moral hazard" modvirkes ved, at den, der har indflydelse på en given handling, selv skal mærke omkostningerne herved. Den konkrete udformning af en forsikringsordning kræver således en afvejning af det hensyn, der varetages ved forsikringen og et ønske om at undgå eller reducere "moral hazard".

Problemet med en garantiordning for pensionsinstitutter ville være, at det kunne føre til betydelige problemer med "moral hazard", idet markedsdisciplinen over for risikotagning ville blive mindsket. Såfremt et pensionsinstituts tab på investeringerne dækkes af andre, kan det enkelte pensionsinstitut maksimere det forventede afkast for forsikringstagerne ved at kaste sig ud i spekulationer med potentielt store gevinster/tab. Det skyldes, at en garantiordning - afhængig af dens nærmere indretning - begrænser tabet på pensionshensættelserne. Hvis et pensionsinstitut fik så store tab, at aktiverne blev mindre værd end pensionshensættelserne, kunne pensionsinstituttets ejere blot overlade deres aktiver til pensionsgarantifonden, som så til gengæld måtte dække pensionsopsparernes tab. Store gevinster ville derimod fuldt ud tilfalde pensionsinstituttet og forsikringstagerne.

Der eksisterer ikke en garantiordning for hverken livs- eller skadesforsikringer⁴⁾, men der findes i lov om forsikringsvirksomhed en bestemmelse, der skaber en separatiststilling for forsikringstagere i

4) Der eksisterer en garantiordning vedrørende bygningsbrandforsikring, jf. bekendtgørelse om en gensidig hæftelsesordning for selskaber, der har tegnet bygningsbrandforsikring for bygninger beliggende her i landet, jf. §§ 209 og 260, stk. 2, i lov om forsikringsvirksomhed.

livsforsikringsselskaber. Separatiststillingen medfører, at forsikringstagerne i tilfælde af et selskabs konkurs bliver fyldestgjort før alle andre kreditorer.

Der forekommer ikke at være behov for, at der i Danmark etableres forsikringsgarantiordninger i stil med indskydergarantiordningen. En forsikringsgarantiordning vil medføre problemer med "moral hazard", som ikke eksisterer i den nuværende ordning.

Det kan derimod overvejes, om der skal indføres en tilsvarende separatiststilling for forsikringstagere i skadesforsikringsselskaber, som den eksisterende for livsforsikringer. Der er således ikke tale om en forsikringsgarantiordning, men en sikring af, at forsikringstagerne bliver fyldestgjort før alle andre kreditorer i tilfælde af en konkurs i et skadesforsikringsselskab. Der bør afventes et kommende EF-direktiv på området, inden en eventuel lovændring gennemføres.

Bilag 15.1 Kontributionsprincippet

Overskudsfordelingen i livsforsikringsselskaber, herunder kapitaliseringsprodukter tegnet med ret til bonus, foregår efter det såkaldte kontributionsprincip.

Forsikringsselskabernes beregningsgrundlag er som udgangspunkt valgt forsigtigt. Det skyldes, at garantier til kunderne skal kunne holdes over en livslængde. Det medfører, at der i de enkelte år opstår et overskud, som først fordeles mellem forsikringstagerne og ejerne. Det, som herefter leveres tilbage til de enkelte forsikringstagere, fordeles på en måde, hvor man tager hensyn til forholdet mellem det faktiske forløb og grundlagets forsigtige antagelser om omkostninger, forsikringsbegivenheder og forrentning. Overskuddet fordeles herefter til de enkelte forsikringer i de forhold, der har givet anledning til overskuddets dannelse i henhold til de nævnte faktorer (kontributionsprincippet).

Det er dog ikke nødvendigvis hele forsikringstagernes overskud, der fordeles med det samme. Der tilstræbes normalt en jævn udvikling i forrentningen, hvorfor man i gode år henlægger noget af overskuddet i en bonusudjævningshensættelse til brug i mindre gode år. Formålet er at sikre forsikringstagerne en jævn og stabil ydelsesudvikling, der beskytter den enkelte imod markedsudsving i rente- og kursniveau. Samlet **udgør** forrentningsprincipperne et væsentligt forsikringselement i ordningerne.

Der er ikke udarbejdet retsforskrifter til regulering af livsforsikringsselskabernes anvendelse af det beregningsmæssige kontributionsprincip, idet en lang række forskellige forhold spiller ind i de konkrete tilfælde. Finanstilsynet har, i det omfang man har vurderet, at egenkapitalforrentningen i enkelte selskaber har været relativt høj, ført en dialog med disse selskaber, og det har ført til det resultat, at selskaberne ud fra deres specifikke forhold har fået formuleret nogle konkrete retningslinier med hensyn til den tilladelige egenkapitalforrentning i selskabet.

Ordliste

Accessorisk virksomhed	• Sekundær virksomhed, der ligger uden for det primære forretningsområde, men drives sideløbende med dette, evt. som datterselskab.
AMBI	• Arbejdsmarkedsbidrag indført den 1. januar 1988 og blev beregnet som 2,5 pct. af virksomhedernes momsgrundlag.
Annuitetslån	• Lån med en konstant ydelse over hele lånets løbetid sammensat af bestanddele - rente og afdrag.
Asymmetrisk information	• Den ene af de handlende parter har mere information end den anden om varen, kontrakten eller de handlendes adfærd.
BAC	• Banking Advisory Committee, EU's Rådgivende Bankudvalg.
Balanceprincip	• Princip inden for realkredit, hvorefter der årligt skal være overensstemmelse mellem ind- og udbetalingsstrømme.
Basel-komitéen	• Bank of International Settlements' (BIS) banktilsynskomité.
Benchmark	• Sammenligningsgrundlag/-metode til brug for præstationsvurdering.
Best execution	• En del af Københavns Fondsbørs etiske regler. Et børsmedlem skal ved udførelsen af en ordre sikre de efter omstændighederne bedste betingelser for deres kunder.
BIS	• Bank for International Settlements, Basel.
BNP	• Bruttonationalprodukt.

Børspligt	• Et krav om, at alle handler skal gennemføres via Fondsbørsens handelssystemer.
Captive	• Selvforsikring, som indebærer, at virksomheder etablerer deres eget forsikrings-selskab.
Cashpool system	• Et system der sammenkører kredit- og debitbalancer typisk i mange forskellige valutaer mellem forskellige juridiske enheder, hvorfor det ikke længere er nødvendigt at veksle eller at foretage swap-forretning (herved forstås en aftale om at "bytte" en eller flere fremtidige betalinger).
Clearing	• Afvikling af finanstransaktioner.
Derivatmarked	• Marked for afledte finansielle instrumenter. Se også FUTOP.
Disintermediation	• Udvikling mod, at andre udbydere, agenter eller markeder overtager pengeinstitutternes traditionelle forretningsområder.
DLR	• Dansk Landbrugs Realkreditfond.
ECB	• Den Europæiske Centralbank.
ECOFIN	• Rådet for EU's økonomi- og finansministre.
ELECTRA	• Københavns Fondsbørs' handelssystem indtil 21. juni 1999.
EMI	• Det Europæiske Monetære Institut.
ERM-II	• Exchange Rate Mechanism II, valutakurssamarbejde mellem de EU-lande, der står uden for euroen, herunder Danmark, og eurolandene.

EVCA	• European Private Equity and Venture Capital Association, privat medlemsorganisation, der har til formål at fremme venturekapital i Europa.
Finansiel koncern	• Ejermæssigt forbundne finansielle selskaber, hvor der ud over moderselskabet er mindst ét andet finansielt selskab.
Funding	• Metode til at tilvejebringe kapital til udlån, eksempelvis modtagelse af indlån eller udstedelse af obligationer.
FUTOP	• Københavns Fondsbørs' marked for futures og optioner.
Future	• En aftale om levering af en fordring på et senere tidspunkt til en fastsat pris.
G7	• De syv største økonomiske magter i verden, dvs. USA, Tyskland, Storbritannien, Frankrig, Japan, Italien og Canada mødes årligt.
Gennemsnitskurs-handel	• Handelsform, hvor handelskursen er et gennemsnit af den pågældende dags handelskurser på det pågældende værdipapir.
Going concern-princip	• Almindelig forudsætning i forbindelse med værdiansættelse, hvorefter aktiver og passiver vurderes med udgangspunkt i virksomhedens fortsatte drift.
Grundlagsrente	• En grundlagsrente er den rentesats, der anvendes til fastsættelse af sammenhængen mellem præmier og garanterede ydelser.

Hedgefonde	• Har til formål at kombinere to investeringsstrategier; "short sale" (låne et aktiv og sælge det i håb om at kunne købe det billigere før tilbagelevering) og "leverage" (købe aktiver for lånte penge).
Herfindahl-indeks	• Indeks, der bruges til måling af koncentration af udbydere på et marked. Indekset kan antage værdier i intervallet 0-10.000, hvor 0 er et marked med uendelig mange små virksomheder og 10.000 repræsenterer det rene monopol.
Homebanking	• Bankforretninger gennemført fra hjemmecomputer via modem og software leveret af pengeinstituttet.
Homeinsurance	• Som homebanking, men for forsikringsprodukter.
IASC	• International Accounting Standards Committee, privat organisation, der fastlægger regnskabsstandarder på en række områder.
IFU/IØ-Fonden	• Industrialiseringsfonden for udviklingslandene og Industrialiseringfonden for Central- og Østeuropa.
IMF	• International Monetary Fund, Den Internationale Valutafond.
Indlåsnings effekt	• Forhold/regler som betyder, at det ikke er økonomisk attraktivt at handle, men at beholde aktivet/fordringen.
Insourcing	• En virksomhed vælger selv fremover at producere en ydelse i stedet for at købe den fra en virksomhed.

Internetbanking	• Som homebanking, men uden software fra producenten, da forretningerne gennemføres via pengeinstituttets hjemmeside på Internettet.
IOSCO	• International Organization of Securities Commissions, den internationale sammenslutning af børstilsyn.
IT	• Forkortelse for informationsteknologi.
KFX-indeks	• Et indeks, der viser kursudviklingen på de 20 største og mest likvide aktier på Københavns Fondsbørs.
Kritisk masse	• Det omfang af virksomhedens aktiviteter, hvorefter en ekstra enhed som produceres er dyrere end den foregående enhed.
Kuponrente	• Den på en obligation påtrykte rente.
Kursskæring	• Et tillæg eller fradrag på handelskursen i forbindelse med værdipapirhandel.
Kursspænd	• Forskel på bud- og udbudsprisen i forbindelse med værdipapirhandel.
Level playing field	• Jævnbyrdige konkurrencevilkår mellem forskellige virksomheder.
Likviditet	• Et samlet begreb, der udtrykker hvor effektivt og attraktivt et værdipapirmarked er. Stor likviditet kendetegnes bl.a. ved lille forskel mellem købs- og salgspris, stort antal værdipapirer, som kan handles uden prisniveauet ændres, hurtighed i transaktioner, osv.
Modpartsrisiko	• Risikoen for, at en køber ikke kan betale for sine værdipapirer, efter at have indgået en handel.

Moral hazard	• Begrebet dækker over situationer, hvor et selskab kan foretage handlinger til egen nytte uden selv at bære de fulde omkostninger heraf, men hvor en del af omkostningerne falder på andre parter.
Non-par-value aktie	• Aktier uden beløbsangivelse.
NOREX	• Forkortelse for Nordic Exchanges, det dansk/svenske børssamarbejde.
Off-shore centre	• Finansielt center, som ikke er underlagt sædvanlige kontrolforanstaltninger.
Option	• En ret, men ikke en pligt til at købe eller sælge fx en valuta eller et værdipapir til en fastsat kurs på et aftalt tidspunkt eller inden for en given periode.
Outsourcing	• En virksomhed vælger at købe en ydelse i stedet for selv at producere den ("udlicitering" fra én privat virksomhed til en anden).
PBS	• Pengeinstitutternes Betalingsservice.
Portefølje	• Betegnelse for en finansiel investors aktiver (formue) sammensat af forskellige værdipapirer.
Prudent-man	• I stedet for kvantitative lovfæstede placeringsregler overlades det til pensionsinstitutternes ledelser at forvalte de forsikringsmæssige hensættelser under hensyn til sikkerhed, kvalitet, likviditet og profitabilitet.
Rammevilkår	• Forhold som offentlig myndigheder tilrettelægger - dvs. økonomisk politik, regulering, tilsynspaksis, beskatning mv.

Realtidsafviklings-systemer	• Afvikling af større engrosbetalinger. I systemet bogføres hver transaktion for sig i umiddelbar forlængelse af overførsels-anmodningen.
Rentemarginal	• Forskel mellem ind- og udlånsrente i kreditinstitutter.
Repo-forretning	• En aftale om at sælger leverer et aktiv mod, at køber leverer likviditet. På afta-lens indgåelsestidspunkt fastsættes, hvor-når handlen går tilbage og til hvilken pris.
Reverse-forretning	• Det samme som en repoforretning, men for køberen hedder det en reverseforret-ning.
SAXESS	• Københavns Fondsbørs' og Stockholm Fondbörs' fælles handelssystem efter 21. juni 1999.
Securitisations	• Udstedelse af værdipapirer med sikker-hed i forventede fremtidige betalings-strømme (indtægter).
Shareholder-value	• Ledelsen af virksomheden skal tilstræbe at maksimere afkastet til aktieholderne, enten ved øgede aktiekuser eller større aktieudlodning.
Skattearbitrage	• Udnyttelse af forskelle i skatteregler mel-lem forskellige sektorer eller lande.
Strakshandel	• Handelsform, hvor handlen med værdi-papirer gennemføres med det samme til en kendt kurs.
Transaktions-omkostning	• Omkostningen ved en transaktion/handel eller den alternative omkostning ved at en bedre transaktion/handel ikke bliver ind-gået.

Unit-linked	• Pensionsordning, hvor pensionstageren selv bestemmer investeringspolitikken.
Valutakursrisiko	• Risiko for at valutakursen mellem to valutaer ændrer sig i en periode, hvor aktiver eller passiver er placeret i udenlandske valutaer.
Venturekapital	• Risikovillig kapital med det særkende, at der også medfølger et ledelsesmæssigt engagement med pengene.
Ventureselskab	• Selskab, der har specialiseret sig i formidlingen af venturekapital.
Virksomhed under tilsyn	• Virksomheder er underlagt Finanstilsynets kontrol, dvs. banker, sparekasser og andelskasser, visse og særlige kreditinstitutter, realkreditinstitutter, fonds- og børsmæglerselskaber, investeringsforeninger, skadesforsikringsselskaber, livsforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser, firmapensionskasser, ATP og LD.
VP	• Værdipapircentralen.
ØMU	• Økonomisk og Monetær Union.

TABEL- OG FIGURFORTEGNELSE

Kapitel 2 Sammenfatning og anbefalinger

Boks

Boks 2.1	Hovedudfordringer for den finansielle sektor	19
Boks 2.2	Den danske finansielle sektor på tærsklen til år 2000	23
Boks 2.3	Fremtidsorientering af det finansielle tilsyn	29
Boks 2.4	Strukturtilpasning og effektive kapitalmarkeder	36
	Fortsat	37
Boks 2.5	Forslag til initiativer vedrørende gennemsigtighed og kundeforhold	53

Kapitel 4 Benchmarking af den finansielle sektor

Teksttabeller

Tabel 4.1	Skatter i Danmark	74
Tabel 4.2	Struktur mål for pengeinstitutsektoren	76
Tabel 4.3	Resultat mål for pengeinstitutsektoren	77
Tabel 4.4	Investeringsforeninger	81
Tabel 4.5	Struktur mål for forsikring og pension	86
Tabel 4.6	Resultat mål for forsikringssektoren	88
Tabel 4.7	Resultater og effektivitet på det danske værdipapirmarked	89

Figur

Figur 4.1	Egenkapitalforrentning og obligationsrente, gennemsnit for 1986-96	77
Figur 4.2	Den totale rentemarginal, 1996	79
Figur 4.3	Antal indbyggere pr. forsikringsansat	85
Figur 4.4	Samlet direkte præmieindtægt pr. indbygger, 1997	87
Figur 4.5	Præmieindtægter pr. ansat i forsikringsselskab	89
Figur 4.6	Omsætning på obligationsmarkedet, 1998	90
Figur 4.7	Omsætning på aktiemarkederne, 1997	91

Kapitel 5 Internationalisering

Teksttabeller

Tabel 5.1	Kreditinstitutternes udenlandske etablering som andel af samlet balancesum i de enkelte EU-lande	98
-----------	--	----

Figur

Figur 5.1	Koncentrationen af kreditinstitutter i udvalgte EU-lande og USA	102
Figur 5.2	Koncentrationen af kreditinstitutter i udvalgte EU-lande og USA	103
Figur 5.3	Institutionelle investorers aktiver	110
Figur 5.4	Antal fuldtidsansatte i nordiske pengeinstitutter	115

Boks

Boks 5.1	Hvad forstås ved internationalisering	94
Boks 5.2	Institutionelle forhold, der i væsentlig grad har øget internationaliseringen af den finansielle sektor i EU fra 1989 til 1999	95

Kapitel 6 Den markeds- og strukturmæssige udvikling

Teksttabeller

Tabel 6.1	Bogførte balancesummer i den finansielle sektor	125
Tabel 6.2	Heltidsansatte i den finansielle sektor	127
Tabel 6.3	Kreditinstitutters ind- og udlån	130
Tabel 6.4	Omsætning af børsnoterede værdipapirer	132
Tabel 6.5	Skadesforsikring målt ved bruttopræmieindtægter	134
Tabel 6.6	Livsforsikring og tværgående pension målt ved bruttopræmier og medlemsbidrag	135
Tabel 6.7	Pensionsformuens fordeling på de institutionelle investorer	136
Tabel 6.8	Aktivfordelingen for livsforsikringsselskaber, tværgående pensionskasser, ATP og LD	137

Tabel 6.9	Balancefordeling i de største blandede finansielle koncerner i 1998	142
Tabel 6.10	Fordeling af balancen på forretningsområder i de største blandede finansielle koncerner i 1998	145
Figur		
Figur 6.1	Den finansielle sektors balancesum i pct. af BNP	124
Figur 6.2	Den finansielle sektors samlede balancesum fordelt på de største delsektorer	126
Figur 6.3	Den finansielle sektors beskæftigede fordelt på de største delsektorer	128
Figur 6.4	Danske pengeinstitutters antal filialer og ansatte	129
Figur 6.5	Kreditinstitutters udlån i 1987-priser	131
Figur 6.6	Udviklingen i koncentrationsgraden i Danmark, indeks, 1990=100	139
Figur 6.7	Koncerner og blandede koncerners andel af den samlede balancesum	143
Boks		
Boks 6.1	Hvad forstås ved finansielle koncerner?	141

Kapitel 7 Risikovillig kapital

Teksttabeller

Tabel 7.1	Kursværdi af aktiekapital noteret på Københavns Fondsbørs fordelt på ejerkategorier, ultimo 3. kvartal 1998	164
Tabel 7.2	Livsforsikringsselskabers og pensionskassers investeringer i unoterede danske aktier	166
Tabel 7.3	Aktiebeskatning hos privatpersoner	178

Figur

Figur 7.1	Provenu ved emissioner på Københavns Fondsbørs	159
Figur 7.2	Ventureselskabers investeringer i 1997	161
Figur 7.3	Danskernes beholdning af udenlandske aktier samt udlandets beholdning af danske aktier 1988 - 1998	167
Figur 7.4	Effektiv real beskatning af forskellige opsparingsformer	178

Boks

Boks 7.1	Oversigt over væsentlige finansieringskanaler	158
----------	---	-----

Kapitel 8 Udviklingen i informationsteknologi og den finansielle sektor

Figur

Figur 8.1	Udestående fra Danmønt i forhold til mønter, sedler og øvrig pengemængde	193
Figur 8.2	Danmøntstransaktioner fordelt på kvartaler	194

Boks

Boks 8.1	Kvantitative og kvalitative risici	198
----------	------------------------------------	-----

Kapitel 9 Forholdet til ikke-finansiell virksomhed

Teksttabeller

Tabel 9.1	Større finansieringsselskabers udlån	214
Tabel 9.2	Skønnet gennemsnitlig andel brugerbetaling i pct., 1993	221

Boks

Boks 9.1	Ydelser udbudt af den private forsikringssektor på sundhedsområdet	222
----------	--	-----

Kapitel 10 Fremtidige rammevilkår

Teksttabeller

Tabel 10.1	Udgifter ved tilsyn i de nordiske lande 1998, opgjort som basispoint af den samlede balance	242
Tabel 10.2	Udgifter ved tilsyn opgjort som basispoints af samlede balancer i 1995	243

Boks		
Boks 10.1	OECD regulatory reform	232
Boks 10.2	EU-regulering	233
Boks 10.3	Mål 1: Et fælles engrosmarked i EU	245
Boks 10.4	Mål 2: Åbne og sikre detailmarkeder	246
Boks 10.5	Mål 3: State-of-the-art ledelsesregler og tilsyn	246
Boks 10.6	Mål 4: Mere omfattende betingelser for et optimalt indre marked	246
Boks 10.7	Basel-komitéens forslag til nye kapitaldækninger	248

Kapitel 11 Det fremtidige tilsyn med finansielle koncerner

Boks		
Boks 11.1	Initiativer der forbedrer tilsynet med finansielle koncerner	293

Kapitel 12 Ejerskabsforhold

Teksttabeller

Tabel 12.1	Organisationsform for de 26 største finansielle koncerner 1996-97	313
Tabel 12.2	Gennemsnitlig afkastprocent efter ejerforhold	315
Tabel 1.3	De finansielle virksomheders beholdning af kapitalandele noteret på Københavns Fondsbørs	319
Tabel 12.4	Børsnoteret aktiekapital fordelt på ejerkategorier i udvalgte lande. Pct.	320
Tabel 12.5	Uddrag af placeringsregler for skades-, livs- og investeringslivsforsikringsselskaber	322
Tabel 12.6	Placeringsregler for livs- og skadesforsikringsselskaber i OECD, 1996	324

Bilag

Tabel 1	Analysen af sammenhængen mellem virksomhedernes performance og institutionelt ejerskab.	345
---------	--	-----

Boks

Boks 12.1	Bestemmelser vedrørende ejerskabsform i den finansielle sektor	312
Boks 12.2	Gruppeinddelingen af institutter	314
Boks 12.3	Aktieselskabslovens definition af koncernforhold	317
Boks 12.4	Eksempler på afkastskrav for en långiver og en investor	329
Boks 12.5	Baggrunden for kapitalformidlingsaktieselskaber	336

Kapitel 13 Fremme af strukturtilpasning

Boks

Boks 13.1	Krav i det svenske lovforslag for institutionelle investorers deltagelse i handlen på en svensk børs (Proposition 1997/98:71)	355
Boks 13.2	Initiativer i forslag om ændring af betalingskortloven	375

Kapitel 14 Skatteforhold

Teksttabeller

Tabel 14.1	Kapitaltilførsels- og aktieafgift i europæiske lande	395
Tabel 14.2	Aktiebeskatning hos privatpersoner	402

Bilag

Tabel 1	Skatteberegning Danmark - Sverige	406
---------	-----------------------------------	-----

Figur

Figur 14.1	Selskabsskattesatser i 1986 og 1997	386
------------	-------------------------------------	-----

Boks

Boks 14.1	Symmetrisk beskatning	391
-----------	-----------------------	-----

Kapitel 15 Gennemsigtighed og kundebeskyttelse

Teksttabeller

Tabel 15.1	Etiske retningslinier	424
------------	---------------------------------	-----

Boks

Boks 15.1	Hvad forstås ved gennemsigtighed?	412
Boks 15.2	"Moral hazard"-problemet	438