

Små og mellemstore virksomheder har behov for andre finansieringsformer



Af Mette Neville, professor ved Erhvervsjuridisk Institut, Handelshøjskolen, Aarhus Universitet



og Jakob Bundgaard, partner i advokatfirmaet Moalem Weitemeyer Bendtsen og adjungeret professor ved Erhvervsjuridisk Institut, Handelshøjskolen, Aarhus Universitet

Dansk økonomi er afhængig af de små og mellemstore virksomheder. 99,7 pct. af de danske virksomheder er små og mellemstore, og de står for 66 pct. af beskæftigelsen og næsten 68 pct. af værditilvæksten. Dermed udgør SMVerne ryggraden i dansk økonomi. Det er derfor med god grund, regeringen i sin vækststrategi har fokus på at skabe gode rammer for SMVer med henblik på vækst og udvikling i SMVer. SMVerne udgør vores største vækstpotentiale og er dermed også afgørende for, om vi igen bliver konkurrencedygtige i Europa.

En af barriererne for vækst og udvikling i SMVer er finansiering. Regeringen har med tiltag som Fornyelsesfonden, Vækstkaution og de nye muligheder for finansiering gennem aftalen mellem regeringen og pensionskasserne allerede fokus på finansieringsproblemerne, men man overser, at der også er behov for en gennemgang af lovgivningen for hybride finansielle instrumenter, da den ofte udgør en barriere for SMVernes anvendelse af nyttige finansieringsinstrumenter.

Den økonomiske krise har medført, at mange SMVer har svært ved at skaffe bankfinansiering mv. I en undersøgelse fra Den Europæiske Centralbank fra efteråret 2010 angiver de adspurgte SMVer således adgangen til finansiering som det tredjestørste problem. I Nykredits ejerlederundersøgelse 2009, som omfattede 1.000 ejerledede SMVer, angav 35 pct. af respondenterne, at det var blevet vanskeligere eller umuligt at opnå bankfinansiering.

Ser man på resultaterne af Nykredits ejerlederundersøgelser 2009 og 2010 tyder det på, at troen på og tilliden til bankfinansiering er faldende. I 2009-undersøgelsen angav 56,8 pct., at de før 1/1 2008 primært havde anvendt bankfinansiering og kunne de frit vælge finansieringsform, ville 66,1 pct. vælge bankfinansiering. I 2010-undersøgelsen forventede kun 16,6 pct. i 2010 at anvende bankfinansiering til at finansiere vækstinvesteringer. 77 pct. angav, at finansieringen skulle ske med midler fra omsætningen eller egenkapitalen. En ren intern finansiering af vækst medfører en risiko for langsomme vækstrater. Der er derfor på baggrund af disse tal behov for at fokusere på alternative finansieringsmuligheder for SMVer.

NOGLE AF FINANSIERINGSPROBLEMERNE kunne måske løses ved finansiering via egenkapital fra eksterne investorer (optagelse af medejere). Ejerledere er imidlertid meget tilbageholdende med at finansiere vækst og udvikling med tilførsel af egenkapital. I Nykredits ejerlederundersøgelse fra 2009 ønskede kun 6,7 pct. at finansiere vækst med kapital fra eksterne investorer (medejere), hvis de havde et valg. I 2010-undersøgelsen regnede kun 3,8 pct. med, at deres vækstinvesteringer skulle finansieres ved optag af eksterne investorer.

På spørgsmålet om, hvorvidt de – hvis det var nødvendigt for at opnå vækst – var klar til at optage medejere for at finansiere vækst, var kun 39 pct. klar til dette. Årsagen til, at ejerledere er tilbageholdende med at finansiere vækst gennem optag af eksterne investorer (medejere), skal antageligt ofte findes i ejerlederes behov for selvbestemmelse.

Deres motivation for at drive virksomhed er typisk ikke penge, men et ønske om at være herre i eget hus og kunne føre egne idéer ud i livet, jf. f.eks. Nykredits ejerlederundersøgelse 2010, hvor 60,3 pct. angav dette som årsagen til, at de drev selvstændig virksomhed. Kun 7,1 pct. angav økonomiske incitamenter (afkast/løn/gevinst ved salg) som den primære årsag. Resultaterne understøttes af andre tidligere undersøgelser såvel nationale (f.eks. Neville 2003) som internationale (f.eks. Paul Green-



Skatteregler spænder ben for små og mellemstore virksomheder, som f.eks. et murerfirma, der kunne få hjælp via hybride finansieringsformer – bl.a. konvertible obligationer og udbyttegivende gældsbeviser. Foto: Linda Henriksen

bank 2001). Konsekvensen af, at ejerlederne er drevet af muligheden for selvbestemmelse, er ofte, at de ikke ønsker at afgive eller dele kontrollen over virksomheden. På spørgsmålet om, hvorvidt ejerlederne var parat til at opgive hele eller dele af ansvaret for at træffe de overordnede ledelsesmæssige beslutninger, ville 36 pct. kun vokse, såfremt de kunne bevare det samme ledelsesmæssige ansvar, som de besad i dag. 39 pct. ville godt optage nye medejere, men kun under forudsætning af, at de selv kunne fortsætte som direktør. Ejerledernes ønske om selvbestemmelse kan således udgøre en barriere for finansiering af vækst via egenkapital. Sammenholder man dette med den manglende tro og/eller tillid til bankfinansiering, er der behov for at overveje, om der er andre for SMVer attraktive finansieringsformer.

En seriøs og fremtidsorienteret SMV-strategi i Danmark forudsætter, at ovenstående forhold tages med i overvejelserne, og at finansieringsproblemet tages seriøst. Det er velkendt, at der findes flere finansieringsformer end klassisk lån og egenkapital. Her tænker vi på de såkaldte hybride finansieringsformer, som kombinerer elementer fra såvel lån som egenkapital. Disse finansieringsformer kan i visse tilfælde anvendes, hvor banken ikke ønsker at lånefinansiere, og hvor investorer stiller for store krav til den indflydelse, de skal have til gengæld for indskud af yderligere egenkapital. Anvendelsen af sådanne finansieringsformer er udbredt i internationalt regi for store virksomheder, men der er behov for, at mulighederne også er åbne for SMVer. I EU-Kommissionens Small Business Act, fremhæves vigtigheden af dynamiske finansmarkeder for finansieringen af SMVer, og det påpeges, at det er nødvendigt at åbne europæiske markeder for risikokapital ved at øge udbuddet af og adgangen til risikovillig kapital, mezzaninfinansiering og mikrokreditter. I sin beslutning af 10. marts 2009 støtter Parlamentet Rådets og EIBs (den europæiske investeringsbank) beslutning om at vedtage en række reformer til udbredelse af EIB-gruppens finansielle produkter for SMVer.

ANVENDELSE AF HYBRID kapital i SMVer er ikke stor i Danmark. Selskabslovgivningen kender til instrumenter som konvertible obligationer, udbyttegivende gældsbeviser og præferenceaktier. Lovgivningen på dette område har dog stået stille i snart 40 år, hvilket står i modstrid til udviklingen i en række andre lande.

Den eksisterende lovgivning forholder sig i realiteten kun til finansieringsinstrumenterne i deres klassiske og simple udformning. Dette betyder, at nye finansielle landvinde vedrørende udviklingen af hybride instrumenter, som netop kan anvendes til at imødegå visse af de ovenfor nævnte praktiske problemstillinger, kun vanskeligt og med stor

usikkerhed til følge kan anvendes af danske kapitalføgende selskaber. I parentes kan dog bemærkes, at den nylige genindførelse af stemmeløse aktier er udtryk for en udvidelse af finansieringspaletten, som kun kan bifaldes.

Hertil kommer, at skattereglerne i vid udstrækning gør det vanskeligt eller sågar umuligt at anvende hybrid finansiering. Således kendetegnes området ved, at skattereglerne i flere tilfælde gør udstedelsen af hybride finansielle instrumenter til en umulighed, enten fordi investor beskattes hårdere end ved anvendelse af nærliggende traditionelle alternativer, eller fordi det kapitalføgende selskab ikke kan opnå det fradrag, som almindeligvis tilkommer et låntagende selskab.

Hertil kommer en betydelig grad af usikkerhed med hensyn til at fastslå, hvilke skatteregler der faktisk finder anvendelse på det konkrete hybride instrument. Det forekommer næsten overflødig at nævne, at disse problemstillinger forstærkes, hvis de hybride instrumenter indgår i en grænseoverskridende sammenhæng.

SAMMENFATTENDE ER DET vores anbefaling, at de udfordringer, der findes i henseende til SMVernes finansiering, inddrages i overvejelserne om disse virksomheders fremtidige rammevilkår. Hvis dette ikke sker, er der fare for, at arbejdet kun forbliver halvgjort. Vi har påpeget, at visse af de eksisterende problemstillinger vedrørende SMVernes finansiering kan adresseres ved hjælp af hybride finansieringsinstrumenter, som efter investors risikoprofil og det kapitalføgende selskabs behov drager nytte af de fordele, der er forbundet med egenkapital og fremmedkapital på én og samme tid, og dermed kan få enderne til at mødes i adskillige situationer. Det kan samtidig konstateres, at der er betydelig uklarhed på området, hvis man bliver en anelse mere sofistikeret end til at udstede traditionelle konvertible obligationer eller udbyttegivende gældsbeviser. Skattereglerne vanskeliggør endvidere i betydelig grad udbredelsen af disse instrumenter til gavn for landets SMVer. Dette gælder ikke mindst i forhold til konvertible obligationer og udbyttegivende gældsbeviser – trods det forhold, at disse har været en fast bestanddel af dansk selskabslovgivning i mange år.

Regeringen har sat fokus på SMVer, herunder deres finansieringsmuligheder. Hybrid kapital kan måske være en attraktiv finansieringskilde, da ejerlederen får tilført kapital uden nødvendigvis at måtte afgive ledelsesmæssig kontrol. Desværre modvirker lovgivningen anvendelsen af hybrid kapital, og der synes derfor at være behov for en tværgående undersøgelse af mulighederne for at tilvejebringe et forbedret regelværk vedrørende hybridkapital på tværs af ministeriernes ressortområder.