



EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 25.3.2013
COM(2013) 150 final

VIHREÄ KIRJA

EUROOPAN TALOUDEN PITKÄAIKAINEN RAHOITUS

(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

{SWD(2013) 76 final}

1. JOHDANTO

EU:n kiireellisenä haasteena on saada EU takaisin älykkään, kestävän ja osallistavan kasvun uralle, luoda työpaikkoja, käyttää toimien perustana aloja, joilla sillä on kilpailuetua, ja sen myötä parantaa kilpailukykyään maailmanlaajuisilla markkinoilla.

Tähän haasteeseen vastatessaan Euroopalla on edessään laajamittaisia ja pitkäaikaisia investointitarpeita myötäillen Eurooppa 2020 -strategian¹, teollisuuspolitiikan vuoden 2012 päivityksen², innovaatiounionin koskevan aloitteen³ ja Verkkojen Eurooppa -välineen⁴ painopisteitä. Pitkäaikaisilla investoinneilla tarkoitetaan pitkäikäisen pääoman muodostumista. Tällaiseen pääomaan kuuluvat aineelliset hyödykkeet (kuten energia-, liikenne- ja viestintäinfrastruktuurit, teollisuuslaitokset ja palveluala, asuminen sekä ilmastonmuutos ja ekoinnovatiiviset teknologiat) ja aineettomat hyödykkeet (kuten koulutus sekä tutkimus ja kehitys), joilla lisätään innovointia ja kilpailukykyä. Monista tällaisista investoinneista on laajempaa yleistä hyötyä, koska ne tuovat suurempaa tuottoa koko yhteiskunnalle tukemalla keskeisiä palveluja ja parantamalla elintasoja. Niiden vaikutus voi myös alkaa tuntua lyhyellä aikavälillä. Niiden avulla yritykset ja valtiot voivat tuottaa enemmän vähemmällä resursseilla, vastata uusiin taloudellisiin, yhteiskunnallisiin⁵ ja ympäristöä koskeviin haasteisiin, helpottaa siirtymistä kestävämpään talouteen ja lisätä talouden tuotannollista ja teollista kapasiteettia. Ilmastonmuutoksen suuntaukset ja luonnonvarojen ehtyminen korostavat kestävän kasvun haastetta entisestään, sillä tarvitaan enemmän pitkäaikaisia investointeja vähähiiliseen energiateknologiaan, energia- ja resurssitehokkuuteen ja infrastruktuuriin. Nämä ovat johdonmukaisia sen poliittisen tavoitteen kanssa, jonka mukaan ilmastonmuutos tulisi rajata alle kahteen asteeseen ja talouskasvun ja luonnonvarojen käytön välinen kytkös tulisi katkaista.

Näiden pitkäaikaisten investointien rahoittamiseksi valtiot ja kaikenkokoiset yritykset tarvitsevat ennakoitavissa olevaa pitkäaikaista rahoitusta. Talouden valmiudet rahoittaa tällaisia pitkäaikaisia investointeja riippuvat rahoitusjärjestelmän kyvystä kanavoida valtioiden, yritysten ja kotitalouksien säästöt tehokkaasti ja tuloksekkaasti oikeille käyttäjille ja oikeisiin käyttökohteisiin avointen ja kilpailukykyisten markkinoiden välityksellä. Tässä voi olla apuna erilaisia välikäsiä (esimerkiksi pankit, vakuutusyritykset ja eläkerahastot). Pääomamarkkinoille voi myös olla suora pääsy. Tässä vihreässä kirjassa keskitytään siihen, miten kyseinen prosessi toimii. Jotta pitkäaikaista rahoitusta saataisiin kanavoitua kohtuullisella hinnalla, taloudessa on ensin kartutettava ja houkuteltava säästöjä. Tätä voidaan tukea hallituksen politiikalla siten, että harjoitetaan tervettä finanssipolitiikkaa ja luodaan tehokkaat verojärjestelmät ja yrityksille suotuisa toimintaympäristö, joka lisää talouden kykyä houkutellessa investointeja, myös ulkomailta.

Pitkäaikaiseen rahoitukseen liittyvien menettelyjen toimivuus on keskeistä rakenteellisten talousuudistusten tukemisessa ja paluussa pitkän aikavälin talouskasvuun. Lisäksi yritykset tarvitsevat pitkäaikaista rahoitusta koko elinkaarensa ajan, aina yrityksen perustamisesta kasvuvaiheeseen ja kasvun ylläpitämiseen. Pitkäaikaisella rahoituksella yrityksiä tuetaan niiden siirtyessä vaiheesta toiseen elinkaarensa aikana. Tämä edellyttää tietämystä erilaisista

¹ Ks. http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm.

² Ks. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:EN:PDF>.

³ Ks. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:EN:PDF>.

⁴ Ks. http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf.

⁵ Komission tiedonannossa ”Kasvua ja yhteenkuuluvuutta tukevat sosiaaliset investoinnit” (COM(2013) 83) korostetaan, että jäsenvaltioiden on enemmän hyödynnettävä innovatiivisia lähestymistapoja sosiaalialan rahoitukseen, mukaan lukien yksityissektorin osallistuminen.

rahoitusvälineistä ja -prosesseista ja mahdollisuuksia käyttää niitä. Pitkäaikaisen rahoituksen avulla voidaan myös rahoittaa vientiä ja parantaa sen myötä ulkoista kilpailukykyä. G20-ryhmä on kansainvälisellä tasolla tunnustanut pitkäaikaisen rahoituksen merkityksen kasvun ja työpaikkojen luomisessa.⁶

Finanssikriisi on vaikuttanut Euroopassa rahoitusalan kykyyn kanavoida säästöjä pitkän aikavälin investointitarpeisiin. Finanssikriisi ja nykyinen heikko makrotalouden tilanne ovat ennen kaikkea johtaneet toimintaympäristöön, jota sävyttävät epävarmuus ja riskien välttäminen, erityisesti niissä jäsenvaltioissa, joihin kohdistuu taloudellisia paineita, ja pk-yritysten kohdalla. Finanssikriisi on heikentänyt pankkien kykyä lainata rahaa pitkällä takaisinmaksuajoilla, sillä pankkien on purettava velkavipua korjatakseen aiemmat ylilyönnit. Samaan aikaan kriisillä on ollut kielteinen vaikutus luotonantajien ja yhteisösijoittajien luottamukseen ja riskinottohaluun.

Kriisin tärkeimpiä opetuksia on, että rahoitusalan asianmukainen sääntely ja valvonta ovat tarpeen rahoitusvakauden ja markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi. Osana laajempaa poliittista ratkaisua on aiheellista varmistaa, että uuden sääntely- ja valvontakehyksen yksityiskohtainen kalibrointi antaa rahoitusosalalle tehokkaimmat mahdollisuudet tukea reaalityaloutta horjuttamatta rahoitusvakautta.

Kun katsotaan finanssikriisin jälkeiseen tulevaisuuteen, tärkeä kysymys on, pystyykö Eurooppa jättämään taakseen pitkän ja vahvan riippuvaisuutensa pankkien välitystoiminnasta pitkäaikaisten investointien rahoituksessa ja siirtymään monimuotoisempaan järjestelmään, jossa suoralla pääomamarkkinarahoituksella olisi suurempi osuus ja mukana olisi enemmän yhteisösijoittajia ja vaihtoehtoisia rahoitusmarkkinoita. Ei ole epäilystäkään, että pankit ovat jatkossakin tärkeitä toimijoita pitkäaikaisen investointirahoituksen kanavoinnissa, kun otetaan huomioon niiden riskinhallintataidot, paikallisten yritysten tuntemus ja yritys-suhteet. On kuitenkin epävarmaa, säilyttävätkö liikepankit jatkossa pitkäaikaiset omaisuuserät entisessä määrin laina-ajan loppuun saakka.

Pankkien pienenevä rooli pitkäaikaisessa luotonannossa synnyttää uusia tarpeita ja avaa muille rahoituslaitoksille ja markkinalähtöiselle rahoituksenvälitykselle uusia mahdollisuuksia kanavoida rahoitusta pitkäaikaisiin investointeihin. Yhteisösijoittajien ja markkinoiden kyky täyttää tämä aukko riippuu kuitenkin useista eri edellytyksistä. Toiminnan vakautta koskevan sääntelykehyksen oikeanlaisen kalibroinnin ohella monet tahot katsovat, että tilinpäätöksen laatimisperiaatteet, arvon määritykset ja omaisuudenhoitajien käyttäytyminen aiheuttavat lisäkustannuksia ja väärin suunnattuja kannustimia. Lisäksi yritysten joukkolaina-, osake- ja arvopaperistamismarkkinat ovat Euroopassa edelleen suhteellisen alikehittyneet verrattuna muihin talouksiin ja pankkien ulkopuolinen rahoitus on edelleen paljolti pk-yritysten ulottumattomissa.

Tehokkaiden ja toimivien rahoituksenvälityskanavien varmistaminen pitkäaikaisessa rahoituksessa on monimutkainen ja monimuotoinen tehtävä. Tämän vihreän kirjan tarkoituksena on käynnistää laaja keskustelu siitä, kuinka voidaan edistää pitkäaikaisen rahoituksen tarjontaa ja kuinka voidaan parantaa ja monipuolistaa järjestelmää, jolla rahoitusta välitetään pitkäaikaisiin investointeihin Euroopassa. Kuten kuulemiskysymyksistä käy ilmi, tässä keskustelussa olisi otettava huomioon rahoitusmarkkinoiden eri toimijoiden erityispiirteet ja myös käsiteltävä seikkoja, jotka liittyvät moninaisesti pitkäaikaisen rahoituksen mahdollistaviin edellytyksiin. Komissio käyttää hyväkseen kuulemiseen saamiaan vastauksia arvioidakseen pitkäaikaisen rahoituksen esteitä tarkemmin. Tarkoituksena on

⁶ Ks. <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>.

yksilöidä mahdollisia toimia näiden esteiden poistamiseksi. Mahdolliset jatkotoimet voidaan toteuttaa useassa eri muodossa: joillakin aloilla voidaan tarvita uutta tai tarkistettua sääntelyä, toisilla aloilla EU:n roolina voisi olla tiiviimmän koordinoinnin ja parhaiden käytäntöjen edistäminen taikka yksittäisten jäsenvaltioiden osalta voitaisiin toteuttaa erityisiä jatkotoimia eurooppalaisen ohjausjakson yhteydessä. Tämän vihreän kirjan ohessa esitetään komission yksiköiden valmisteluasiakirja, jossa valotetaan perustana olevaa analyysiä tarkemmin.

2. PITKÄAIKAISEN RAHOITUKSEN TARJONTA JA PITKÄAIKAISTEN INVESTOINTIEN OMINAISPIIRTEET

Talouden valmiudet tarjota pitkäaikaisille investoinneille rahoitusta riippuvat kyvystä kartuttaa säästöjä sekä houkutella ja säilyttää suoria ulkomaisia sijoituksia.

Pitkäaikaista rahoitusta voidaan saada monista eri lähteistä, mukaan lukien valtiot, yritykset ja kotitaloudet. Valtioiden ja yritysten myös luovat pitkäaikaisen rahoituksen kysyntää. Euroopassa sekä sijoitusten että säästöjen osuus suhteessa BKT:hen on noin 20 prosenttia. Suhdeluku on suotuisa muihin alueisiin verrattuna. Tämä yleiskuva ei kuitenkaan kerro, että vuonna 2011 tehdyt yksityiset investoinnit alittivat vuoden 2007 tason ja että vähennys oli neljä kertaa suurempi kuin kokonaistuotannon supistuminen samalla ajanjaksolla.⁷ Sekä säästäjät että sijoittajat tuntevat tätä nykyä huomattavaa epävarmuutta, kaihtavat riskejä ja ovat menettäneet luottamusta makrotalouden heikon tilanteen ja näkymien vuoksi. Tällä voi olla pysyviä vaikutuksia, ja se voi luoda pysyvämpiä esteitä pitkäaikaisen rahoituksen tarjonnalle sekä vaikuttaa kysyntään seuraavasti:

- **Valtiot:** verotuksesta ja julkisen velan otosta saaduilla julkisilla varoilla on keskeinen rooli pitkäaikaisen investointien rahoituksessa, kun otetaan huomioon julkisiin investointeihin usein liittyvä positiivinen ulkoisvaikutus ja se, että tällaiset investoinnit täydentävät yksityisiä investointeja. Vaikka valtiolla tulee aina olemaan keskeinen rooli julkisten hyödykkeiden ja julkisen infrastruktuurin tarjonnassa, pitkäaikaisena haasteena on ollut menojen tehokkuuden parantaminen tekemällä kustannus-hyötyanalyysit järjestelmällisemmin ja arvioimalla hankkeet huolellisesti. Yksityissektorin pitkäaikaisia investointeja tuetaan lisäksi avustusten tai lainojen muodossa myönnettävillä julkisilla varoilla aloilla, joilla markkinoiden toimimattomuus johtaa siihen, ettei yksityinen rahoitus ja/tai yksityiset investoinnit ole optimaalisella tasolla. Julkisilla varoilla ei tulisi näillä aloilla korvata yksityistä rahoitusta, mutta niillä voidaan edistää sitä ja auttaa asiaan liittyvien riskien hallitsemisessa.
- **Yritykset:** Yritykset rahoittavat investointeja joko omista varoistaan tai rahoitusjärjestelmästä saamistaan varoista. Heikko kysyntä ja markkinoiden epävarmuus ovat vaikuttaneet yritysten tuloihin. Yritysten investointitilanne on samaan aikaan ollut tätäkin heikompi, mikä on joissakin jäsenvaltioissa johtanut sisäisten säästöjen kannan kasvuun, erityisesti suuryrityksissä – suuryritysten käteisvarojen ja vastaavien omaisuusarvojen arvioidaan lisääntyneen noin 4 prosenttiyksikköä vuosina 2009–2011⁸. Monet pk-yritykset kuitenkin kärsivät likviditeetin jatkuvasta puutteesta.

⁷ Ks. McKinsey Global Institute (2012).

⁸ Tiedot perustuvat Fitchin luokittelemien 170 suuren eurooppalaisen rahoitusalan ulkopuolisen yrityksen käteisvarojen ja muiden rahavarojen muutoksia koskevaan kyselyyn.

- **Kotitaloudet:** Kotitaloudet ovat tärkein investointien rahoituslähde. Ne suosivat kuitenkin eniten lyhytaikaista säästämistä. Esimerkiksi vuosina 2000–2010 kotitaloudet vähensivät pääomaomistustaan kahdeksalla prosenttiyksiköllä osuutena rahoitusvaroista.⁹ Yleensä kotitaloudet pitävät parhaimpana likviditeettiä ja lunastuksen helppoutta. Vakautta suositaan, ja riskien välttäminen on nykyisin yleistä. Tämän vuoksi on tarpeen kannustaa enemmän pitkäaikaiseen säästämiseen.
- **Ulkoinen rahoitus:** Suorat ulkomaiset sijoitukset ovat toinen perinteinen tärkeä pitkäaikaisen hankkeiden rahoituslähde. Kriisistä huolimatta EU:hun virtaavat suorat ulkomaiset sijoitukset elpyivät vuonna 2011. Niiden määrä oli edellisinä vuosina pudonnut jyrkästi. EU:hun virtasi suoria ulkomaisia sijoituksia 242 miljardin euron arvosta vuonna 2011, eli kasvua oli 13 prosenttia vuoden 2010 tasosta. EU:n sisällä on huomattavia eroja eri maiden välillä.

Minkä tahansa talouden pitkän aikavälin kasvunäkymät riippuvat muun muassa rahoitusalan kyvystä kanavoida edellä mainitut säästöt **tuotannollisiin investointeihin**. Tässä vihreässä kirjassa pitkäaikaiset investoinnit nähdään pitkäikäisen aineellisen ja aineettoman pääoman muodostumisena. Painopiste on näin ollen tuotantopääoman (ei rahoituspääoman) käsitteessä, joka on sama kuin kansantalouden tilinpidossa, jossa investointi määritellään kiinteän pääoman bruttomuodostuksena. Finanssikriisi vaikutti syvästi tuotantopääoman muodostukseen, ja investointien määrä on yhä alle kriisiä edeltäneen tason useissa EU-maissa. Investoinnit aineelliseen ja aineettomaan tuotantopääomaan ovat olennaisen tärkeitä, jotta EU:n talous saadaan nousuun, ja ne ovat pitkän aikavälin kasvustrategian kulmakivi.

Painopisteenä ovat pitkäikäiset pääomahyödykkeet (kuten taloudellinen ja yhteiskunnallinen infrastruktuuri, asunnot, T&K, koulutus ja innovointi). Syynä ei ole se, että ne olisivat kasvun kannalta tärkeämpiä kuin lyhytikäiset pääomahyödykkeet (kuten tietokoneet, matkapuhelimet ja ajoneuvot), vaan se, että lyhytikäisten tuotantohyödykkeiden investointimäärät ovat hyvin myötäsyklisiä. Investointimäärät ovat tätä nykyä laskeneet, koska makrotalouden näkymät ovat Euroopassa heikot, mutta niiden odotetaan palautuvan ennalleen heti, kun talous pääsee uudelleen vauhtiin. Sama pätee tuotantoyritysten muihin menoihin, kuten henkilöstökuluihin (vuokraus) ja välituotteina käytettyjen panosten ostoon.

Tilanne on hyvin erilainen pitkäaikaisen pääomahyödykkeiden osalta, sillä niille on ominaista pitkät investointi-/rakennusajat ja ne tarvitsevat **pitkäaikaista rahoitusta**, sillä investoinnille tuottoa tuovat rahavirrat alkavat juosta vasta huomattavan ajan jälkeen. Koska merkittävä osa pitkäikäisen tuotantopääoman kannasta koostuu julkisesta infrastruktuurista, tämäntyyppisellä pääomalla on perinteisesti ollut vakauttava rooli taloudessa – riippuen hallitusten kyvystä toteuttaa julkisia investointeja suhdanteita tasoittavalla tavalla. Sama pätee rahoitusalaan, koska investointeihin tarjotaan rahoitusta suhteellisen vakuuttuneena siitä, että talous on täydessä vauhdissa, kun rakentaminen on saatu päätökseen.

Pitkäaikaiselle rahoitukselle ei ole olemassa yhtä ainoaa, yleisesti hyväksyttyä määritelmää. Yleisesti ottaen pitkäaikainen rahoitus voidaan katsoa prosessiksi, jossa rahoitusjärjestelmä tarjoaa rahoitusta investointeihin, jotka ulottuvat pitkälle aikavälille. Tässä määritelmässä keskitytään pitkäaikaiseen rahoitukseen liittyviin eri piirteisiin.¹⁰ Pitkäaikaisia sijoituksia

⁹ Ks. McKinsey Global Institute (2011).

¹⁰ Näihin kuuluvat sijoittajan ominaispiirteet, omaisuuserän luonne, rahoituksenvälityksen tyyppi ja omaisuuserän arvonmääritys ja hinnoittelu. Lisätietoja on tämän vihreän kirjan ohessa esitettävässä komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa.

koskevassa, G20-ryhmän johdolla parhaillaan tehtävässä työssä pitkäaikainen rahoitus määritellään vaihtoehtoisesti kapeammin keskittyen rahoitukseen, jossa maturiteetti on yli 5 vuotta, mukaan lukien rahoituslähteet, joiden maturiteettia ei ole määritetty (esimerkiksi osakkeet).

Kysymykset:

1) Oletteko samaa mieltä edellä pitkäaikaisen rahoituksen tarjonnasta ja ominaispiirteistä esitetyn arvion kanssa?

2) Mikä olisi mielestänne paras pitkäaikaisen rahoituksen määritelmä?

3. EUROOPAN TALOUDEN PITKÄAIKAISEN RAHOITUKSEN KEHITTÄMINEN

Kuten kaikissa rahoitustyypeissä, talouden valmiudet rahoittaa pitkäaikaisia investointeja riippuvat rahoitusjärjestelmän kyvystä kanavoida kyseiset varat tehokkaasti ja tuloksekkaasti oikeille käyttäjille ja oikeisiin investointeihin avointen ja kilpailukykyisten markkinoiden välityksellä. Tässä prosessissa voi olla apuna erilaisia välikäsiä – esimerkiksi pankkeja, vakuutusyhtiöitä ja eläkerahastoja – ja rahoitusmarkkinoille voi myös olla suora pääsy. On kuitenkin lukuisia tekijöitä, jotka estävät niitä omaksumasta täysin tehokkaan roolin pitkäaikaisessa rahoituksessa. Jotkin näistä tekijöistä vaativat pidemmän ajan ratkaisun löytämiseksi kuin toiset.

Kriisin tärkeimpiä opetuksia on, että rahoitusalan asianmukainen sääntely ja valvonta ovat tarpeen rahoitusvakauden ja markkinoiden luottamuksen palauttamiseksi. EU on pyrkinyt toteuttamaan tässä yhteydessä kattavan rahoitusuudistusohjelman, jolla täydennetään julkisen talouden ja muun talouden laajempaa uudistusta. Rahoitusvakaus on välttämätöntä, mutta se ei yksinään riitä. Osana laajempaa poliittista ratkaisua uuden sääntely- ja valvontakehyksen yksityiskohtaisen kalibroinnin on annettava rahoitusosalalle tehokkaat mahdollisuudet ja kannustimet tukea reaalityaloutta, myös verotusallalla, horjuttamatta rahoitusvakautta.

Sekä viranomaisten että markkinatoimijoiden vastuulla on luoda tällainen toimintaympäristö, palauttaa luottamus ja varmuus sekä parantaa Euroopan yleistä vetovoimaa sijoituksia houkuteltaessa. Tältä perustalta **toimissa, joilla kehitetään Euroopan talouden pitkäaikaista rahoitusta, olisi pyrittävä puuttumaan seuraaviin toisiinsa sidoksissa oleviin tekijöihin:**

- **Rahoituslaitosten valmiudet kanavoida pitkäaikaista rahoitusta.**
- **Rahoitusmarkkinoiden tehokkuus ja tuloksellisuus pitkäaikaisten rahoitusvälineiden tarjonnassa.**
- **Monialaiset tekijät, jotka mahdollistavat pitkäaikaisen säästämisen ja rahoituksen.**
- **Pk-yritysten mahdollisuudet saada rahoitusta pankeilta ja muilta tahoilta.**

3.1. Rahoituslaitosten valmiudet kanavoida pitkäaikaista rahoitusta

Liikepankit

Pankit on perinteisesti olleet tärkeimpiä rahoituksenvälittäjiä Euroopassa. Pankkiala on EU:ssa kansainvälisesti ajateltuna kooltaan suuri, varsinkin verrattuna Yhdysvaltoihin, minkä

vuoksi EU on riippuvaisempi pankkien välitystoiminnasta. Tulevaisuudessa tämä asettaa pitkäaikaiselle rahoitukselle haasteita.

Kriisi korosti riskejä, joita liittyy liiallisen vivutuksen käyttöön ja maturiteettitransformaatioon. Kysynnän heikentyminen joissakin taantumassa olevissa maissa on johtanut siihen, että useat pankit purkavat velkavipua, mikä on erityisesti vaikuttanut siihen, että pitkäaikaisesta rahoituksesta on nykyisin puutetta.¹¹ Silloinkin kun tämä velkavivun purkamisprosessi on päättynyt, riskien uudelleenhinnoittelu kriisin jälkeen nostaa pääomakustannuksia. Pankkien kriisinhallintaan liittyvistä välineistä aiheutuvat kustannukset voivat myös kasvattaa pääomakustannuksista, vaikka toisaalta se, että pankkialan kriisit ovat paremmin ratkaistavissa, onkin yhteiskunnalle ja taloudelle erittäin myönteistä. Pankkien ja valtioiden väliset kytkökset ja tiukempi sääntely ovat myös lisänneet pankkitoiminnan keskittymistä kotimarkkinoille. Tämä on vähentänyt rajatylittävää rahoitusta ja pirstaloanut sisämarkkinoita, mikä edelleen vähentää käytettävissä olevaa rahoitusta ja nostaa pääomakustannuksia, erityisesti niissä maissa, jotka ovat parhaillaan paineen alla.

Tulevaisuudessa **pankkien toiminnan vakautta koskevilla** yhteisillä eurooppalaisilla **säännöillä** pyritään ehkäisemään aiemman kaltaisia ylilyöntejä, lisäämään pankkien riskinsietokykyä, parantamaan luottamusta sekä luomaan yhteinen sääntökirja sisämarkkinoiden eheyden suojelemiseksi. Toiminnan vakautta koskevalla sääntelyllä on pitkäaikaisen rahoituksen näkökulmasta puututtava riskeihin, joita pankeilla on edessään, kun ne käyttävät lyhytaikaisia talletuksia pitkäaikaisen luotonannon rahoittamiseen. Tästä ei kuitenkaan itsessään seuraa, että säännöillä, joilla rajoitetaan pankkien mahdollisuuksia käyttää lyhytaikaista rahoitusta tällä tavoin, vähennettäisiin luotonantoa reaalityaloudelle. Koska kuitenkin on tarpeen löytää tasapaino sen välillä, että vakauden varmistamiseksi rajoitetaan likviditeetin luomista ja että reaalityaloudelle tarjotaan pitkäaikaista rahoitusta, säännöt on kalibroitava asianmukaisella tavalla ja pantava asteittain täytäntöön. Baselin komitean viimeaikaisten likviditeettivaatimuksia koskevien ehdotusten tarkoituksena on lisätä pankkien riskinsietokykyä ja varmistaa samalla, ettei maturiteettitransformaation rajoituksilla ole tahattomia seurauksia. Komissio on ehdottanut seurantajaksoa ja likviditeettivaatimuksia koskevien parametrien kalibroinnin uudelleentarkastelua.¹²

Kriisillä on myös toinenkin seuraus, joka voi vaikuttaa pankkien kykyyn kanavoida pitkäaikaista rahoitusta, sillä yhä enemmän keskustellaan siitä, pienentäisivätkö pankkien rakenteeseen suoraan kohdistetut lisä uudistukset entisestään pankkien kaatumisen todennäköisyyttä ja vaikutuksia, varmistaisivatko ne paremmin elintärkeät talouden toiminnot ja suojelisivatko ne paremmin haavoittuvaisia vähittäisasiakkaita. **EU:n pankkialan rakenteiden uudistamista** pohtineen korkean tason työryhmän äskettäin esittämässä raportissa todetaan, että pankkien käyttäytyminen viime vuosikymmeninä on johtanut siihen, että rahoitusalan sisäinen liiketoiminta on kasvanut suhteettomiin mittasuhteisiin sen sijaan että kasvua olisi tapahtunut liiketoimissa asiakkaiden kanssa, mukaan lukien yrityksille myönnetty pitkäaikainen rahoitus. Ryhmä suositteli, että riskialttiita kaupan käytäntöjä rajoitettaisiin ja ne erotettaisiin toisistaan. Komissio pohtii parhaillaan, mitä jatkotoimia ryhmän raportin vuoksi pitäisi toteuttaa.

Pankit eivät luonnollisestikaan katoa välitysketjusta Euroopassa. Niiden kyky arvioida luottoriskejä, paikallisten yritysten tuntemus ja yrityssuhteet merkitsevät, että ne ovat

¹¹ Esimerkiksi EKP:n lokakuussa 2012 pankkien luotonannosta toteuttamasta kyselystä käy ilmi, että euroalueen pankit kiristivät yrityksille myönnettävien lainojen ja lainajärjestelyjen luottokelpoisuusvaatimuksia nettomääräisesti 15 prosenttia, kun vuoden 2012 toisella neljänneksellä kiristymistä oli tapahtunut 10 prosenttia. Myös uusien pitkäaikaisten lainojen määrä laski huomattavasti vuoden 2012 alkupuoliskolla, ja näiden lainojen kanta on supistunut jyrkästi hyvin lyhyessä aikaa.

¹² Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm.

jatkossakin – ja niiden täytyy olla – tärkeitä toimijoita. Kun kuitenkin otetaan huomioon pankkialalla kriisin jälkeen tapahtunut kehitys, syntyy uusia tarpeita ja muille välittäjille avautuu uusia mahdollisuuksia täydentää pankkien roolia kanavoimalla rahoitusta pitkäaikaisiin investointeihin tasapainoisemmalla tavalla.

Kysymys:

3) *Kun otetaan huomioon pankkialan kehittyvä luonne, millaisen roolin näette tulevaisuudessa pankeilla rahoituksen kanavoinnissa pitkäaikaisiin investointeihin?*

Kansalliset ja kansainväliset kehitys pankit sekä taloudelliset kannustimet

Kansallisesti ja kansainvälisesti aktiivisten kehitys pankkien pitäisi olla mukana vauhdittamassa pitkäaikaista rahoitusta ja parantamassa rahoitusmarkkinoiden ja -välineiden tehokkuutta ja tuloksellisuutta. Vaikka tietyillä investoinneilla on positiivinen nettovaikutus taloudelliseen hyvinvointiin, markkinoiden toimimattomuus voi estää investoijia ottamasta tiettyjä riskejä ja/tai tekemästä tiettyjä investointipäätöksiä. Näissä tapauksissa kansallisista ja kansainvälisistä kehitys pankeista voi olla hyötyä yksityisen rahoituksen houkuttelemisessa, koska niillä on erityisiä julkisen politiikan tavoitteita, jotka liittyvät laajempaan taloudelliseen, yhteiskunnalliseen ja ympäristölliseen (ei puhtaasti rahoitukselliseen) lisäarvoon. Edellyttäen, että ne keskittyvät todettuihin markkinoiden toimintapuutteisiin, niillä voi olla tärkeä suhdanteita tasaava rooli muun muassa sen myötä, että ne pienentävät rahoituskustannusten volatiliteettia tiettyjen investoijaryhmien osalta ja lieventävät yksityisten toimijoiden lyhytjänteisyyttä. Kehitys pankkien hallinnossa olisi ennen kaikkea varmistettava, etteivät kehitys pankit käytä rahoituskustannusetuaan syrjäyttämään yksityistä rahoitusta. Niiden olisi pikemminkin pyrittävä vauhdittamaan yksityistä rahoitusta aloilla, joilla sen tarjonta kangertelee.

Julkinen sektori voi toimia joko suoraan tai välillisesti tarjoamalla erilaisia rahoitustuotteita tai helpottamalla niiden tarjontaa, mukaan lukien riskien jakaminen ja/tai riskeiltä suojaaminen,¹³ ja saattamalla rahoituksen välittäjiä yhteen tarkoituksen mukaisissa verkostoissa.¹⁴ EU:n nykyinen talousarvio sisältää useita EU:n tason rahoitusvälineitä¹⁵. Useita hoitavat yhdessä komissio, Euroopan investointipankki (EIP) ja Euroopan investointirahasto (EIR) ja useita hoidetaan yhteistyössä jäsenvaltioiden kanssa. Rahoitusvälineiden tarkoituksena on täyttää tiettyjä markkina-aukkoja ja helpottaa rahoituksen, myös pitkäaikaisen rahoituksen, saantia.¹⁶ Vastaisuudessa EU:n monivuotisessa

¹³ Esimerkiksi ns. bridging-tuotteet ovat välineitä, joilla voidaan vähentää sijoittajien ja rahoituslaitosten riskin välttelyä. Niitä voivat olla suuririskisimmät lainat tai luottojärjestelyn laatua parantava välirahoitus taikka välineet, joissa erikoistutaan varhaisvaiheen ja suuren mittakaavan esittelyhankkeisiin ja joissa julkinen rahoitus täydentää yksityistä rahoitusta.

¹⁴ Esimerkiksi pitkäaikaisten sijoittajien klubin välityksellä, ks. <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Oma pääoma tai riskipääoma, takaukset tai muut riskinjakovälineet, joita tuetaan EU:n keskustason talousarviosta tai rakennerahastojen talousarviosta. Lisätietoja on komission tiedonannossa ”Kehys innovatiivisten rahoitusvälineiden seuraavalle sukupolvelle – EU:n oman ja vieraan pääoman mekanismit” (KOM(2011) 662).

¹⁶ Esimerkiksi hankejoukkolainoja koskeva aloite ja rakenne- ja investointirahastojen varoja käyttävät välineet, joista tarjotaan lainarahoitusta, välirahoitusta ja oman pääoman ehtoista rahoitusta pk-yrityksille, kunnille ja infrastruktuurihankkeisiin. Vuonna 2011 komissio ehdotti infrastruktuuripakettia, joka koostuu uudesta talousarviovälineestä eli Verkkojen Eurooppa -välineestä, tarkistettuja liikenne-, energia- sekä tieto- ja viestintätekniikka-alojen suuntaviivoja sekä yritysten kilpailukykyä ja pk-yrityksiä koskevaa ohjelmaa (COSME). Komissio ja EIP ovat kehittäneet kaksi riskinjakorahoitusvälinettä, jotka ovat riskinjakorahoitusväline (RSFF) tutkimusintensiivisiä ja innovatiivisia yrityksiä varten ja Euroopan laajuisia verkkoja koskevien liikennehankkeiden lainavakuusväline (LGTT) liikennehankkeita varten. Rakennerahastoista on vuosina 2007–2013

rahoituskehityksessä hyödynnetään yhä enemmän rahoitusvälineitä, joilla voi olla tärkeä merkitys pyrittäessä parantamaan EU:n varainkäytön vaikuttavuutta lisäämällä vivutusta entisestään ja saamalla yksityistä pitkäaikaista rahoitusta enemmän mukaan. Erityisesti monivuotista rahoituskehystä voidaan lähes kaikilta osiltaan, mukaan lukien kaikki EU:n rakennepoliittiset välineet, hyödyntää rahoitusvälineissä. Niiden tehokkuus riippuu tiiviistä verkottumisesta ja yhteistyöstä komission, EIP-ryhmän ja jäsenvaltioiden välillä.

On myös tärkeää, etteivät julkisen vallan toimet osaltaan lisää sisämarkkinoiden pirstaloitumista. Kansallisen ja EU:n tason toimia koordinoidaan ja arvioidaan ja niihin sovelletaan selontekovelvollisuutta, mistä voi olla apua tämän ehkäisemisessä ja mikä kasvattaa eurooppalaisen lähestymistavan lisäarvoa. Tiiviimpi yhteistyö kansallisten ja kansainvälisten kehityspankkien välillä komission ja EIP:n johdolla voisi tarjota tällaisen koordinoituvälineen, ja se myös tukisi eurooppalaisten taloudellisten etuuyhtymien perustamista rajatylittävien hankkeiden rahoittamista varten. Voitaisiin myös pohtia ulkomaalaisten valtiollisten sijoitusrahastojen vaikutusta sekä harkita, pitäisikö eurooppalaisia sijoitusrahastoja lujittaa tai perustaa.

Kysymykset:

4) Miten kansallisten ja kansainvälisten kehityspankkien roolilla voitaisiin parhaiten tukea pitkäaikaisten investointien rahoitusta? Onko tällaisten pankkien välistä koordinoitua tarvetta tehostaa, jotta EU:n poliittisiin tavoitteisiin päästäisiin? Miten EU:n talousarvioon sisältyvillä rahoitusvälineillä voitaisiin paremmin tukea pitkäaikaisia investointeja niin, että kasvu olisi kestävä?

5) Onko muita julkisen politiikan välineitä ja kehyksiä, joilla voidaan tukea pitkäaikaisten investointien rahoitusta?

Yhteisösijoittajat

Koska yhteisösijoittajien liiketoimintamallissa aikahorisontti on pidempi, yhteisösijoittajat – esimerkiksi (henki)vakuutusyrietykset, eläkerahastot, keskinäiset rahastot ja lahjarahastot – ovat omiaan tarjoamaan pitkäaikaista rahoitusta. Niiden varat ovat yhteensä arviolta 13,8 biljoonaa euroa, mikä on enemmän kuin 100 prosenttia suhteessa EU:n BKT:hen.¹⁷ Muut yhteisösijoittajat – valtiolliset sijoitusrahastot, erityiset infrastruktuurirahastot ja jossain määrin yksityinen oman pääoman ehtoinen rahoitus – ovat myös nousseet esille pitkäaikaisen rahoituksen tarjoajina. Riskipääoma voi myös tarjota pitkäaikaista rahoitusta.

Yhteisösijoittajien vastuiden pitkäkestoisuus tarjoaa niille ainakin periaatteessa mahdollisuuden tehdä osta ja pidä -sijoituksia pitkäaikaiseen tuotanto-omaisuuteen, mikä tarjoaa korkeampaa tuottoa tasapainottamaan pidempiaikaisia riskejä ja alhaisempaa likviditeettiä, joita liittyy useisiin tällaisiin omaisuuseriin. Pidemmän aikahorisonttinsa ansiosta yhteisösijoittajat voivat käyttäytyä kärsivällisellä ja suhdanteita tasoittavalla tavalla, mikä hillitsee lyhytjänteisyyttä ja vähentää maturiteettitransformaation tarvetta. Hajauttamisen tarve ja halu saada tuottoa korkotason ollessa alhainen ovat saaneet yhteisösijoittajat laajentamaan toimintaansa pitkäaikaisen rahoituksen pariin ja ohjaamaan huomattavan osan sijoitussalkuistaan pitkäaikaisiin välineisiin, kuten oma pääoma, yksityinen oman pääoman ehtoinen rahoitus ja muut epälikvidit varat (esimerkiksi jotkin eläkerahastot

osoitettu vähintään 10,7 miljardia euroa EU:n varoja rahoitusjärjestelyvälineisiin. Varat on pääosin myönnetty Euroopan aluekehitysrahastosta pk-yritysten rahoitukseen. Nämä varat sijoitetaan pitkäaikaisesti Euroopan talouden hyväksi.

¹⁷

Ks. Fitch 2011 ja EFAMA (2012).

ovat viime vuosina sijoittaneet suoraan uusiutuviin energialähteisiin liittyviin laajamittaisiin hankkeisiin).

Tämä huomioon ottaen yhteisösijoittajien on pankkien tavoin noudatettava useita toiminnan vakautta koskevia sääntöjä ja tilinpäätösstandardeja. **Vakuutusyrityksiä** koskevissa uusissa toiminnan vakautta koskevissa säännöissä (Solvenssi II -direktiivi)¹⁸ edellytetään, että vakuutusyrityksillä on riittävät varat kattamaan niiden vastuiden luonne ja kesto. Pitkäaikaisten sijoitusten tekeminen on sovitettu näiden yritysten yhteiskunnallisiin tehtäviin. Solvenssi II -järjestelmän tarkoituksena on ottaa käyttöön yhdenmukainen taloudelliseen riskiin perustuva järjestelmä ja arvostaa omaisuuserät markkinaehtoisen taloudellisen arvon mukaan. Toiminnan vakautta koskevien uusien sääntöjen vaikutus vakuutusyritysten pitkäaikaiseen rahoituskykyyn riippuu osittain yritysten omista lähtökohdista ja pidempiaikaisten omaisuuserien käsittelyn tarkasta hienosäädöstä. Keskusteluissa on keskitytty siihen, miten voidaan varmistaa, ettei omaisuuseriin liittyvistä riskeistä aiheutuvien pääomavaatimusten sääntely vaikuta liikaa pitkäaikaisten omaisuuserien hallussapitoon eikä heikennetä Solvenssi II -kehysten positiivisia kannustimia, joilla edistetään pitkäaikaisten sijoitusten duraation sopeuttamista vastaamaan pitkäaikaisia velkoja.

Tässä yhteydessä komission yksiköt ovat pyytäneet Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaista (EVLEV) tutkimaan, tulisiko tiettyihin omaisuuseriin tehtäviin sijoituksiin (mukaan lukien infrastruktuurirahoitus ja hankejoukkolainat, pk-yritysten rahoitus, velan arvopaperistaminen) sovellettavien pääomavaatimusten Solvenssi II -järjestelmän mukaista yksityiskohtaista kalibrointia mukauttaa sen varmistamiseksi, ettei pitkäaikaiselle rahoitukselle ole esteitä – kuitenkin niin, ettei luoda uusia toiminnan vakautteen kohdistuvia riskejä. Komissio, neuvosto ja Euroopan parlamentti ovat myös keskustelleet toimenpiteistä, joilla pyritään helpottamaan pitkäaikaisen suojan sisältävien vakuutus tuotteiden tarjontaa ja pitkäaikaisia sijoituksia Solvenssi II -järjestelmässä. EVLEV tekee näistä toimenpiteistä arvion kesäkuuhun 2013 mennessä. Näiden teknisten havaintojen perusteella komissio raportoi aiheellisista toimenpiteistä, jotka voitaisiin sisällyttää Solvenssi II -direktiiviin tai siihen liittyviin delegoituihin säädöksiin.

Eläkerahastojen on hallittava riskinsä, jotta edunsaajille saadaan tuotettua vaadittu taso vuotuisia tuottoja. Eläkerahastojen pääomavaatimuksia koskevat säännöt vaihtelevat eri jäsenvaltioissa ja eroavat vakuutusyrityksiä koskevista säännöistä, jotta voidaan ottaa huomioon eri riskit, joita liittyy ammatillisiin lisäeläkerahastoihin ja niiden käytettävissä oleviin rahoituslähteisiin. Komissio aikoo tarkastella uudelleen ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavista laitoksista annettua direktiiviä.¹⁹ Tarkoituksena on muun muassa lujittaa järjestelmän jäsenten suojaa ja helpottaa rajatylittävää toimintaa tällä alalla. On tärkeää varmistaa, ettei ammatillisiin lisäeläkejärjestelmiin sovellettavilla uusilla toiminnan vakautta koskevilla säännöillä ehkäistä kestävää pitkäaikaista rahoitusta. Ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavista laitoksista annetun direktiivin uudelleentarkastelussa on näin ollen otettava huomioon mahdolliset vaikutukset pitkäaikaiseen rahoitukseen ja talouskasvuun.

Toiminnan vakautta koskevien sääntöjen lisäksi on kuitenkin useita muita rakenteellisia tekijöitä, jotka vaikuttavat yhteisösijoittajien kykyyn tarjota pitkäaikaista rahoitusta. Talouden laskusuhdanne vaikuttaa todennäköisesti pysyvästi strategioihin, joita yhteisösijoittajat noudattavat varojen kohdentamisessa pitkällä aikavälillä, edistämällä varovaisempia sijoitusstrategioita. Infrastruktuuriomaisuudesta aiheutuvat keskimääräiset vastuut ovat yhteisösijoittajilla esimerkiksi edelleen alhaiset verrattuna kiinteistösijoituksiin ja siihen, kuinka paljon infrastruktuuri-investointeja tosiasiallisesti tarvittaisiin. Riskien hallintaa ja

¹⁸ Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm.

¹⁹ Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm.

hajauttamista ajatellen yhteisösijoittajia saattaa kuitenkin huolestuttaa pitkäaikaisten investointihankkeiden suuri mittakaava. Muiden yhteisösijoittajien kuin pankkien omaisuudenhoitotoiminnot voivat lisäksi olla tottumattomia käsittelemään epälikvidimpiä varoja. Näitä tehtäviä hoitivat aiemmin luottovakuuttajat (monoline insurers), jotka suojasivat tällaisia omaisuuseriä. Ajan myötä tämä merkitsee, että joidenkin sijoittajien on ehkä hankittava uusia taitoja tukemaan sijoituspäätöksiään.

Sen vuoksi kannattaisikin ehkä harkita aloitteita, joilla on tarkoitus yhdistää rahoitusvaroja²⁰ ja strukturoida rahoituspaketteja eri riskivaiheiden mukaan. Sijoittajien ja rahoitusalan ulkopuolisten yritysten välisestä vuoropuhelusta voisi olla apua, samoin hyvien käytänteiden ja tapaustutkimusten jakamisesta.²¹ Komissio on jo sitoutunut²² tekemään ehdotuksia **pitkäaikaisten sijoitusrahastojen (LTIF)** mahdollisista muodoista. Sidosryhmien alustavat reaktiot viittaavat siihen, että uusi LTIF-väline voisi helpottaa pääoman hankintaa koko unionissa. Väline saattaisi auttaa suuria ja keskisuuria yhteisösijoittajia sijoittamaan esimerkiksi erilaisiin infrastruktuurihankkeisiin. Välineestä on yhteisösijoittajille apua monipuolistamisessa ja riskien hajauttamisessa. Lisäksi LTIF-välineen hoitajat saattavat tuoda mukanaan lisäkokemusta sen suhteen, kuinka tarkastellaan perustana olevia toimia tai kuinka valitaan ja hallinnoidaan pitkäaikaisia infrastruktuurihankkeita.

Kysymykset:

6) Missä määrin ja miten yhteisösijoittajat voisivat ottaa suuremman roolin pitkäaikaisen rahoituksen muuttuvassa toimintaympäristössä?

7) Miten toiminnan vakauteen liittyvät tavoitteet ja halu tukea pitkäaikaista rahoitusta saadaan parhaiten tasapainoon vakuutusyritysten, jälleenvakuutusyritysten ja eläkerahastojen, kuten ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavien laitosten, toiminnan vakautta koskevien sääntöjen rakenteessa ja täytäntöönpanossa?

8) Millaiset esteet haittaavat yhdistettyjen investointivälineiden luomista? Voitaisiinko EU:n tasolla kehittää tätä varten alustoja?

9) Millaisia muita vaihtoehtoja ja välineitä voitaisiin harkita parantamaan pankkien ja yhteisösijoittajien valmiuksia kanavoida pitkäaikaista rahoitusta?

Sääntelyuudistuksen yhteisvaikutukset rahoituslaitoksiin

EU on pyrkinyt toteuttamaan kattavan rahoitusuudistusohjelman. Kun otetaan huomioon toiminnan vakauden sääntelyä koskevat kaikki toteutetut ja suunnitteilla olevat muutokset, jotka kohdistuvat erilaisiin finanssialan toimijoihin (esimerkiksi pankit, vakuutusyritykset ja eläketurvan tarjoajat), tärkeä kysymys on, voiko niiden yhteisvaikutus pitkäaikaiseen makrotaloudelliseen pääomanmuodostukseen olla suurempi kuin kunkin erillisen uudistuksen vaikutukset yksinkertaisesti yhteenlaskettuina. Jos pankit esimerkiksi vähentävät pitkäaikaisesta kiinteästä omaisuudesta johtuvia

²⁰ Esimerkkeinä voidaan mainita Yhdistyneessä kuningaskunnassa ehdotettu ”Pension Infrastructure Platform” ja ideat yksityiseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen ja infrastruktuuriin keskittyvästä yhteisestä rahastosta, jonka muutamat alueelliset eläkerahastot perustaisivat.

²¹ On esimerkiksi perustettu rahoitusalan pyöreän pöydän neuvottelukunta, jotta voitaisiin tunnistaa mahdollisuudet kehittää sovellettua rahoitusta ja innovatiivisia rahoitusvälineitä resurssitehokkaiden toimien tukemiseksi.

²² Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_en.htm.

vastuitaan sen vuoksi, että likviditeettivaatimukset kasvavat, yhteisösjoiittajat, joilla on pitkäaikaista velkaa, voisivat paikata tämän aukon, kunhan sääntelykehelyksessä ei keskitytä liikaa lyhyen aikavälin volatilitettiin. Kun yhtäaikaaisesti kuitenkin otetaan käyttöön useita eri finanssimarkkinoiden toimijoita koskevia likviditeettivaatimuksia, saatetaan karkottaa vähemmän likvideihin omaisuuseriin tehtäviä sijoituksia ja siten tukkia useita mahdollisia pitkäaikaisten investointien rahoituskanavia samaan aikaan.

Tämän vuoksi on seurattava tarkkaan toiminnan vakautta koskevien uudistusten kumulatiivisia vaikutuksia. Kansainväliset sääntelyelimet, kuten finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä (FSB) ja valtiovarainministerien ja keskuspankkien G20-ryhmä tarkastelevat jo tätä seikkaa. Haasteena on päästä sääntelytavoitteisiin eli suurempaan makrotalouden vakauteen ja sääntelyn globaaliin lähentymiseen siten, että minimoidaan mahdolliset kielteiset kannustimet, joita kohdistuisi tuotannollisten pitkäaikaisten investointien rahoitukseen.

Kysymys:

10) Onko nykyisillä ja suunnitteilla olevilla toiminnan vakautta koskevilla uudistuksilla mahdollisia kumulatiivisia vaikutuksia pitkäaikaisten kokonaisinvestointien tasoon ja syklisyyteen ja miten merkittäviä nämä vaikutukset ovat? Miten mahdollisia vaikutuksia voitaisiin parhaiten käsitellä?

3.2. Rahoitusmarkkinoiden tehokkuus ja tuloksellisuus pitkäaikaisten rahoitusvälineiden tarjonnassa

Yhteisösjoiittajien ohella tarvitaan hyvin toimivia ja syviä pääomamarkkinoita ja infrastruktuureja tarjoamaan laaja valikoima välineitä, joilla pitkäaikaista rahoitusta kanavoidaan.

Euroopan joukkolainamarkkinat ovat kehittyneet erittäin vahvasti viime vuosikymmeninä.²³ Rahoitusalan ulkopuolisten yritysten Euroopassa liikkeeseen laskemien joukkolainojen osuus on kuitenkin edelleen vain 15 prosenttia yritysten veloista muihin talouksiin verrattuna. Käytännössä ainoastaan suuret yritykset pääsevät Euroopan joukkolainamarkkinoille, kun taas useimmat markkina-arvoltaan keskisuuret yritykset ja pk-yritykset pääsevät näille markkinoille vain vaivoin. Euroopan arvopaperistamismarkkinat ovat myös alikehittyneet verrattuna muuhun maailmaan, mikä entisestään rajoittaa käytettävissä olevien pitkäaikaisten rahoitusvälineiden määrää.

Komissio on ehdottanut uudistuksia, joilla parannetaan markkinoiden rakennetta luomalla uusia kauppapaikkoja, lisätään avoimuutta ja tehostetaan tiedonvaihtoa, lujitetaan vaatimuksia, joilla vähennetään lyhytaikaista ja spekulatiivista kaupankäyntiä, ja parannetaan sijoittajansuojaa.²⁴ Sitä, missä määrin näillä uudistuksilla onnistutaan varmistamaan, että pääomamarkkinat kanavoivat pitkäaikaista rahoitusta mahdollisimman tehokkaasti, on seurattava. Lisätoimia saatetaan tarvita.

²³ Esimerkiksi rahoitusalan ulkopuolisten yritysten euroalueella liikkeeseen laskemien ja liikkeessä olevien velkapapereiden kokonaismäärä oli 940 miljardia euroa heinäkuussa 2012, kun vuoden 2008 alussa se oli ollut 652 miljardia euroa (Lähde: EKP).

²⁴ Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

Katettujen joukkolainojen²⁵ markkinat ovat osoittautuneet varsin sietokykyisiksi kriisin aikana. Markkinat ovat kuitenkin pirstoutuneet kansallisten rajojen mukaan, ja tarvitaan lisäanalyysia sen tutkimiseksi, voidaanko yhdenmukaistamisella – ja missä määrin – edistää katettujen joukkolainojen käyttöä linjassa viimeaikaisten markkinavetoisten aloitteiden kanssa, kun samaan aikaan otetaan huomioon huoli omaisuuden kiinnitysten mahdollisesta lisääntymisestä pankkien taseissa.

Arvopaperistamismarkkinoiden uudelleenmuokkauksella voitaisiin myös auttaa vapauttamaan uusia pitkäaikaisen rahoituksen lähteitä. Kunhan valvonta ja tietojen läpinäkyvyys on tarkoituksenmukaista, arvopaperistamismarkkinat voisivat auttaa rahoituslaitoksia vapauttamaan lisää pääomaa, jolla sitten voitaisiin lisätä luotonantoa, sekä hallitsemaan riskejä. Arvopaperistamismarkkinoita pyritään edistämään markkinalähtöisillä hankkeilla, joihin sisältyy uusia laatumerkkejä korkealaatuisille, läpinäkyville ja standardoiduille arvopaperistamistoimille. Markkinoilla on pelivaraa kehittää yksinkertaisia arvopaperistettuja tuotteita, jotka perustuvat selkeisiin ja vivuttamattomiin rakenteisiin ja joissa käytetään hyvin valikoituja, hajautettuja ja vähäriskisiä perustana olevia varoja. Tärkeitä pohdinnanaiheita ovat erityiset pk-yrityksiin keskittyneet markkinat sekä riittävät toiminnan vakautta koskevat säännöt ja valvontajärjestelmät. Lisäksi voitaisiin harkita tuotteiden kytkemistä tiettyihin aloihin.

EU:ssa ei ole kokonaisuutena katsottuna koskaan ollut todellisia **eurooppalaisia hankejoukkolainojen markkinoita²⁶**. Komissio on yhdessä EIP:n kanssa kiinnittänyt huomiota tähän seikkaan käynnistämällä hankejoukkolainoja koskevan aloitteen. Tällä rahoitusmarkkinaratkaisulla pyritään reagoimaan markkinoiden puutteelliseen toimintaan ja parantamaan luottokelpoisuutta. Aloitteella pyritään osoittamaan, että infrastruktuurihankkeita on mahdollista rahoittaa joukkolainoilla, ja viime kädessä tavoitteena on kehittää likvidit hankejoukkolainojen markkinat. Myös markkinatoimijat kehittävät parhaillaan erilaisia sijoitusaluslustoja, -tuotteita ja -välineitä vauhdittaakseen hankejoukkolainojen markkinoita, vaikka tämä on vielä pienimuotoista. On syytä pohtia, miten hankejoukkolainoja voitaisiin edelleen kehittää, kun myös otetaan huomioon suunnitteilla oleva aloitteen väliarviointi.²⁷

Monet ovat sitä mieltä, että talous, yritykset ja investointihankkeet tarvitsevat enemmän **omaa pääomaa**, eivätkä enemmän velkaa. Oma pääoma voi olla parempi rahoitusväline pitkäaikaisissa, korkeariskisissä investoinneissa sekä investoinneissa, joihin liittyy merkittävää tiedon epäsymmetriaa ja moraalikatoa. Kriisin alettua makrotalouden epävarmuus ja matala korkotaso ovat saattaneet vaikuttaa siihen, millainen kysyntä ja riskinottohalu yritysten parissa on pitkäaikaiselle omalle pääomalle. Sijoittajat ovat puolestaan turvautuneet valtionlainainstrumentteihin, joilla on hyvä luottokelpoisuus. Samaa aikaan listautumisantien markkinaikkunat ovat nykyisin kapeammat kuin koskaan aiemmin, mikä rajoittaa yritysten mahdollisuuksia saada pääomaa. Euroopan pörssit ovat yhä suuremmassa määrin likviditeetin, eivät uuden pääoman, tarjoajia. Yleisesti ottaen oman pääoman kustannukset ovat pysytelleet korkeina, kun taas velkarahoituksen kustannukset ovat laskeneet. Tämä

²⁵ Katetut joukkolainat ovat asuntolainapooleihin sidottuja joukkolainoja, jotka säilyvät liikkeeseenlaskijan taseessa, toisin kuin asuntovakuudelliset arvopaperit, joissa omaisuuserät poistetaan taseesta.

²⁶ Hankejoukkolainat ovat hanketta toteuttavan yrityksen liikkeeseen laskemaa yksityistä velkaa, jolla rahoitetaan erityistä taseen ulkopuolista hanketta.

²⁷ Tähän voisivat kuulua seuraavat: a) hankkeita toteuttavien yritysten EU:ssa liikkeeseen laskemien hankejoukkolainojen standardointi ja laatumerkinä; b) tarvitaanko erityistä sääntelykehystä; ja c) sen analysoiminen, onko tarvetta jatkaa hankejoukkolainojen markkinoiden kehittämistä (esimerkiksi kauppapaikan välityksellä), ja mitä hyötyä tästä olisi. Hankejoukkolainat voitaisiin samoin laajentaa vihreisiin joukkolainoihin ja erityisiin teollisten esittelyhankkeiden joukkolainoihin, mukaan lukien lajissaan ensimmäistä kertaa toteutettavat kaupallisen mittakaavan teolliset esittelyhankkeet.

korostaa Euroopassa vallitsevaa pääomakuilua, jonka täyttäminen todennäköisesti vie aikaa. Tämä kehityssuuntaus näyttää vaikuttaneen enemmän markkina-arvoltaan keskisuuriin yrityksiin. Hallituksen politiikan ja lainsäädännön on vaikutettava mahdollisimman vähän valintoihin, joita yksityiset toimijat tekevät oman pääoman ehtoisen rahoituksen ja velkarahoituksen välillä (ks. esimerkiksi jäljempänä yhteisöverotus).

Kysymykset:

11) *Kuinka pitkäaikaisten investointien pääomamarkkinarahoitusta voitaisiin parantaa Euroopassa?*

12) *Miten pääomamarkkinoista voisi olla apua pääomakuilun täyttämiseksi Euroopassa? Minkä tulisi muuttua markkinalähtöisen rahoituksenvälityksen toimintatavassa, jotta varmistettaisiin, että pitkäaikaisiin investointeihin saataisiin paremmin rahoitusta, ja jotta voitaisiin paremmin tukea sellaisia pitkäaikaisia investointeja, joita tehdään taloudellisesti, yhteiskunnallisesti ja ympäristöllisesti kestävässä kasvuun, ja jotta samalla varmistettaisiin sijoittajien ja kuluttajien riittävä suoja?*

13) *Mitä etua ja haittaa on siitä, että katetuille joukkolainoille kehitettäisiin yhdenmukaistetumpi kehys? Mitä tekijöitä tällaisessa kehyksessä voisi olla?*

14) *Miten arvopaperistamismarkkinoita voitaisiin elvyttää EU:ssa, jotta saavutettaisiin oikea tasapaino rahoitusvakauden ja sen välille, että rahoitusjärjestelmän on tarpeen parantaa maturiteettitransformaatiota?*

3.3 Monialaiset tekijät, jotka mahdollistavat pitkäaikaisen säästämisen ja rahoituksen

Olisi myös tarkasteltava useita pitkäaikaisiin investointeihin liittyviä monialaisempia tekijöitä, kun otetaan huomioon vaikutus, joka niillä voi olla sekä pitkäaikaisen rahoituksen tarjontaan että välitykseen.

Julkisen vallan toimilla, kuten verotusjärjestelmillä, on tärkeä rooli pitkäaikaisten investointihankkeiden edistämässä sekä siinä, että luodaan kotitalouksille kannustimia säästää pitkällä aikavälillä ja markkinatoimijoille kannustimia kanavoida pitkäaikaista rahoitusta tuottaviin investointeihin ja että parannetaan molempien tahojen valmiuksia tähän. Viranomaisten luomilla pitkän aikavälin toimintakehyksillä tuetaan strategisten investointiohjelmien kehittämistä vaalikausien yli, mikä lisää avoimuutta ja varmuutta sijoittajien ja yritysten kannalta. Tässä yhteydessä on tärkeää, ettei valtion toimenpiteillä vääristetä kilpailua, syrjäytetä yksityisiä sijoittajia eikä tuhota tasapuolisia toimintaedellytyksiä sisämarkkinoilla.

Joissakin jäsenvaltioissa on myös toteutettu toimia, joilla edistetään kotitalouksien pitkäaikaista säästämistä ja sijoituspäätöksiä. Joissakin maissa on hyväksytty automaattisen jäsenyyden mukanaan tuovia eläkejärjestelmiä. Toisissa on otettu pitkäaikaisten investointihankkeiden rahoituksen tueksi käyttöön kohdennettuja säästötilejä²⁸, jotka tuottavat (valtion toimesta) taattua kiinteää tuottoa ja joihin liittyy joissakin tapauksissa tiettyjä veroetuja. Näille tileille kertyneet varat investoidaan sitten julkisiin hyödykkeisiin, kuten sairaaloihin, sosiaaliseen asuntotarjontaan ja yliopistoihin. Pidemmällä aikavälillä voisi olla hyödyllistä pohtia, pysyttäisiinkö **EU:n tasolla käytettävissä olevilla erityisillä välineillä** osaltaan kannustamaan enemmän pitkäaikaiseen säästämiseen suuremmissa kytköksessä

²⁸ Esimerkiksi *Livret A* Ranskassa, *libretti postale* Italiassa ja *Bausparvertrag* (asuntosäästösopimukset) Saksassa.

laajempiin yhteiskunnallisiin tavoitteisiin. Mallia olisi mukautettava, jotta sitä voitaisiin soveltaa EU:n tasolla.

Usein sanotaan, että arvon määrittäminen, tilinpäätöksen laatimisperiaatteet ja omaisuudenhoitajien käyttämät strategiat ovat tekijöitä, jotka hankaloittavat välitysketjua, lisäävät välityskustannuksia ja luovat väärin suunnattuja kannustimia, esimerkiksi kannustavat keinotteluun ja lyhytnäköisyyteen, joiden taustalla ovat myös pitkäaikaisiin sijoituksiin yhdistetyt, suuremmiksi koetut riskit ja tuoton saaminen myöhemmin.

Kysymys:

15) Mitä etua olisi siitä, että EU:ssa olisi erimallisia erityisiä säästötilejä? Voitaisiko EU:n tasolla luoda erityiselle säästötilille oma malli?

Verotus

Verotuksen rakenne ja taso voivat vaikuttaa investointi- ja säästöpäätöksiin ja sen myötä kasvuun. Verotusjärjestelmät olisi yleensä suunniteltava niin, että kansalaisten ja yritysten taloudellisia päätöksiä vääristetään mahdollisimman vähän, jollei verojen tarkoituksena ole korjata erityisistä ja hyvin määritellyistä markkinoiden toimintapuutteista aiheutuvia ulkoisvaikutuksia.

- **Verotus ja investoinnit:** Yhteisövero on yksi monista tekijöistä, jotka vaikuttavat päätöksiin investoinnin tasosta ja rahoituksesta. Useimmissa jäsenvaltioissa yhteisöverojärjestelmät eritoten suosivat velkarahoitusta omaan pääomaan nähden, mikä luo yrityksille kannustimia lisätä vivutusta, koska korot ovat vähennyskelpoisia, kun taas sama ei yleensä koske pääomalle saatua tuottoa. Jos veropohja on hyvin suunniteltu ja vähentää vivutukseen liittyvää vääristymää, yrityksistä voisi myös tulla vähemmän alttiita luotonannon lyhytaikaiselle supistumiselle. Uudistuksia, joilla pyritään poistamaan tämä vääristymä, on kuitenkin tehty vain hyvin harvoissa jäsenvaltioissa. Siksi olisikin hyödyllistä käydä koko EU:ssa lisäkeskusteluja yhteisöveropohjien rakenteesta rahoitukseen kohdistuvien vaikutusten välttämiseksi.
- **Verotus ja säästäminen:** Säästöjen verotuksella on monia merkittäviä taloudellisia vaikutuksia. Se muun muassa vaikuttaa säästöjen kokonaisuuteen taloudessa ja sen myötä pääoman kohdentamiseen ja investointeihin. Nämä vaikutukset huomioon ottaen tämän alan veropolitiikka on suunniteltava huolellisesti. Useat jäsenvaltiot ovat jo ottaneet käyttöön joukon kannustimia, joilla parannetaan (pitkäaikaista) säästämistä, erityisesti eläkesäästämisen osalta. Lisäksi monet jäsenvaltiot soveltavat kaksijakoista tuloverojärjestelmää, jossa pääomatuloja verotetaan yleensä erikseen pienemmällä veroprosentilla kuin muita tulonlähteitä.
- **Verokannustimet:** Verokannustimet katsotaan usein välineiksi, joilla halutaan edistää tietynlaisia investointeja. Verotuki voi olla perusteltua silloin, kun investoinnin yhteiskunnallinen hyöty on suurempi kuin investoijan yksityinen tuotto, ja investointitasot ovat näin ollen alle yhteiskunnallisen optimin (esimerkiksi T&K ja ympäristönäkökohdat). Vaikka joissakin tapauksissa kannattaisi käyttää verokannustimia, ne voivat myös luoda hallinnollista rasitusta lisäämällä poikkeusten ja sovellettavaksi tulevien täydentävien sääntöjen määrää. Joissakin tapauksissa erilaisten kansallisten sääntöjen

moninaisuus voi myös luoda mahdollisuuksia käyttää hyväksi sääntelyn katvealueita.

Kysymykset:

16) *Minkätyyppisillä yhteisöverotuksen uudistuksilla investointiedellytyksiä voitaisiin parantaa poistamalla velan ja oman pääoman välisiä vääristymiä?*

17) *Mitä seikkoja olisi otettava huomioon asetettaessa kansallisella tasolla oikeanlaisia kannustimia pitkäaikaiseen säästämiseen? Miten erityisesti olisi käytettävä verokannustimia rohkaisemaan pitkäaikaiseen säästämiseen tasapainoisella tavalla?*

18) *Minkätyyppiset yhteisöverokannustimet ovat hyödyllisiä? Minkälaisilla toimenpiteillä voitaisiin vähentää sääntelyn katvealueiden hyväksikäytön riskiä, kun tiettyihin toimintoihin myönnetään poikkeuksia/kannustimia?*

19) *Voitaisiinko verotuksen tiiviimmällä koordinoinnilla EU:ssa tukea pitkäaikaisten investointien rahoitusta?*

Tilinpäätöksen laatimisperiaatteet

Tilinpäätöksellä on vaikutuksia, sillä se muokkaa taloudellisia päätöksiä. Tilinpäätösstandardit (esimerkiksi IFRS-standardit) ja tilinpäätöksen tunnusluvut auttavat tarjoamaan yrittäjille, sijoittajille ja viranomaisille yhteisen kielen ja tukevat luottamusta ja turvallisuutta. Tämä tarkoittaa, että on sovitettava yhteen erilaisia näkökulmia: taloudellinen etu ja rahoituksellinen/sijoittajan etu. **Käypään arvoon arvostamisen periaatteilla** voidaan lisätä taloudellisten tietojen avoimuutta ja johdonmukaisuutta, sillä ne osoittavat varojen ja velkojen markkina-arvon ja antavat tietoja eri tahojen suhteellisesta taloudellisesta asemasta. Tämä voi kuitenkin myös heikentää vakautta ja pitkäaikaisen rahoituksen näkymiä. Esimerkiksi osassa tutkimuksia korostuu se, että yhteisösijoittajat vähentävät omaan pääomaan tehtäviä sijoituksia sijoitussalkuissaan, koska omaa pääomaa pidetään epävakaina ja riskialttiimpana kuin joukkolainoja. Muiden tutkimustulosten mukaan markkinaehtoinen arvostus voi kannustaa pitkäaikaisia sijoittajia kasvattamaan riskisaamistensa määrää, jos volatilitteetti on kirjattu tuloslaskelman ulkopuolelle. On syytä tutkia tarkemmin, ovatko kyseiset standardit tarkoituksenmukaisia, kun kyseessä ovat pitkäaikaiset sijoitukset. Tässä yhteydessä olisi hyödyllistä löytää tapoja, joilla voidaan saattaa tasapainoon se, että sijoittajille annetaan paikkansapitävät tiedot, ja se, että luodaan riittäviä kannustimia pitää hallussa ja hoitaa omaisuuseriä, jotka ovat hyvin pitkäaikaisia.

Kysymys:

20) *Missä määrin katsotte, että käypään arvoon arvostamisen periaatteet ovat johtaneet sijoittajien lyhytnäköiseen käyttäytymiseen? Mitä vaihtoehtoja tai muita tapoja kompensoida tällaiset vaikutukset voisi olla?*

Hallinnointi- ja ohjausjärjestelmät

Omaisuuserien hoitotavalla voi olla tärkeä rooli pitkäaikaisessa rahoituksessa, kun pyritään saamaan omaisuudenhoitajien, sijoittajien ja yritysten kannustimet vastaamaan toisiaan pitkäaikaisissa strategioissa. Näin vähennettäisiin huolta lyhytnäköisyydestä, spekulatiosta ja asiamiessuhteista. Käytössä on jo säännöt, jotka koskevat luottamusvelvollisuuksia, eturistiriitoja, palkkoja ja palkkioita, äänioikeuksien käyttöä ja kustannuksista ilmoittamista

sekä sijoitusneuvonnan tarjoamista ja salkunhoitoa.²⁹ Lisätoimia kuvataan myös **eurooppalaista yhtiöoikeutta ja yritysten hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevassa toimintasuunnitelmassa,**³⁰ mukaan lukien osakkeenomistajien oikeuksista annetun direktiivin mahdolliset muutokset. Lisätoimia voitaisiin harkita ja arvioida muun muassa tapaa, jolla omaisuudenhoitajien kannustimet on strukturoitu, jotta voitaisiin ottaa paremmin huomioon pitkän aikavälin näkökohdat ja vaatia omaisuudenhoitajilta enemmän avoimuutta luottamusvelvollisuuksien täyttämässä. On myös esitetty ideoita, joilla kannustettaisiin osakkeenomistajien pidempiaikaiseen sitoutumiseen ja joita voitaisiin vielä harkittava, kuten mahdollisia vaihtoehtoja, joilla voitaisiin myöntää enemmän äänioikeuksia tai osinkoa pitkäaikaisille sijoittajille.

Kysymykset:

21) *Millaisilla kannustimilla voitaisiin edistää osakkeenomistajien pidempiaikaista sitoutumista?*

22) *Miten omaisuudenhoitajien valtuuksia ja kannustimia voidaan kehittää tukemaan pitkäaikaisia sijoitusstrategioita ja -suhteita?*

23) *Onko tarpeen tarkastella uudelleen luottamusvelvollisuuden määritelmää pitkäaikaisen rahoituksen yhteydessä?*

Tiedotus ja raportointi

Viimeaikaiset analyysit osoittavat, että **yritysten** haluttaisiin **julkaisevan yhä enemmän muita kuin taloudellisia tietoja**. Tutkimukset viittaavat siihen, että yrityksillä, jotka hoitavat proaktiivisesti toimintojensa kestävyysliittyviä näkökohtia, on jatkuvasti alhaisemmat pääomakustannukset ja yleensä ne menestyvät kilpailijoitaan paremmin pitkällä aikavälillä. Tietojen julkaisemista koskevat yleiset vaatimukset eivät ehkä riitä kannustamaan pitkäaikaisia sijoituksia koskeviin päätöksiin, joten komissio pyrkii kehittämään vankemman kehyksen muiden kuin taloudellisten tietojen ilmoittamista varten. Voisi myös olla syytä harkita, pitäisikö omaisuudenhoitajien ja omistajien julkaista muita kuin taloudellisia tietoja. Samoin voitaisiin pohtia, miten salkunhoidossa voidaan ottaa huomioon erityiset riskit ja kestävyysliittyvät vaikutukset. Monet myös katsovat, että **neljännesvuosittainen raportointi** luo vääränlaisia kannustimia ja saa markkinatoimijat keskittymään erittäin lyhyen aikavälin tuloksiin. Komissio on avoimusedirektiivin tarkistamista koskevassa ehdotuksessa³¹ esittänyt, että neljännesvuosittaisista raportointia koskeva velvoite poistettaisiin.

Vertailuarvoissa ja luottoluokituksissa saatetaan myös keskittyä vuosittaiseen tai lyhyempään aikahorisonttiin. Komissio on ehdottanut tiukempia sääntöjä, joilla vähennettäisiin riippuvuutta perinteisistä luottoluokituksista. Useista lainsäädäntöuudistuksista päästiin poliittiseen yhteisymmärrykseen marraskuussa 2012.³² Jos kehitettäisiin mittauksia ja luokituksia, joilla pitkän aikavälin näkymät saataisiin tasapainoon

²⁹ Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm ja http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

³⁰ Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf.

³¹ Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf.

³² Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

lyhyen aikavälin selontekovelvollisuuden kanssa, voitaisiin saada hyödyllinen väline pitkäaikaisten sijoittajien tueksi.

Kysymykset:

24) *Missä määrin taloudellisten ja muiden kuin taloudellisten tietojen aiempaa suuremmalla yhdistämisellä voitaisiin tarjota selkeämpi yleiskuva yrityksen pitkän aikavälin tuloksista ja edistää parempaa sijoituspäätösten tekoa?*

25) *Onko tarpeen kehittää erityisiä pitkän aikavälin vertailuarvoja?*

3.4 Pk-yritysten mahdollisuudet saada rahoitusta pankeilta ja muilta tahoilta

Tämän päivän pienillä ja keskisuurilla yrityksillä (pk-yritykset) on potentiaalia tukea tulevaa pitkän aikavälin kasvua. Pk-yrityksillä on perinteisesti ollut huomattavia vaikeuksia saada kasvun edellyttämää rahoitusta. Koska pk-yritykset ovat riippuvaisia pankkien myöntämästä rahoituksesta, näitä vaikeuksia lisää se, että pankit purkavat velkavipua. Lisäksi nykyisin pk-yritykset joutuvat EU:ssa kohtaamaan pirstaloituneet rahoitusmarkkinat, sillä rahoituksen saannin edellytykset vaihtelevat huomattavasti maasta toiseen.

Pankkien tarjoaman luotonannon supistuminen on jo myös johtanut politiikkatoimiin, joilla edistetään vaihtoehtoisten, pankkien ulkopuolisten kanavien kehittämistä luotonannossa pk-yrityksille. Komissio hyväksyi vuonna 2011 toimintasuunnitelman, jolla pyritään ratkaisemaan pk-yritysten kohtaamia rahoitusvaikeuksia.³³ Joistain aloitteista on jo päästy yhteisymmärrykseen, mukaan lukien uudet EU:n kehykset riskipääomaan tehtäviä sijoituksia varten ja yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneisiin rahastoihin tehtäviä sijoituksia varten. On myös käynnistetty joitakin politiikka-aloitteita helpottamaan pk-yritysten pääsyä osakemarkkinoille. Toimintasuunnitelmaan liittyviä muita lainsäädäntöehdotuksia on kuitenkin vielä hyväksymättä. On myös tehty ehdotukset, joilla monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien ylläpitäjien sallittaisiin rekisteröityä myös alaluokassa ”pk-yritysten kasvumarkkinat” ja perustettaisiin oikeasuhteinen järjestelmä vähentämään rahoitusmarkkinoille pyrkivien pk-yritysten hallinnollisia kustannuksia ja rasitteita.³⁴ Kasvua on samaan aikaan tapahtunut vanhoilla markkinoilla, kuten omaisuusrahoituksessa ja toimitusketjurahoituksessa, sekä rahoitusinnovaatioissa, joissa hyödynnetään teknologiaa ja internetiä, kuten joukkorahoitusta.

Kyseiset toimenpiteet eivät kuitenkaan välttämättä riitä poistamaan pk-yritysten vaikeuksia hankkia rahoitusta. Voitaisiin harkita muun muassa seuraavanlaisia lisätoimia:

- **Riskipääoma-alan kehittäminen.** Riskipääoma-ala kärsii resurssien puutteesta, ja alaan vaikuttaa pankki- ja vakuutusalan toiminnan vakautta koskeva sääntely. Rahastojen rahastot voisivat olla tehokas tapa lisätä riskipääoman määrää. Yhteisösijoittajia palveleva takausrahasto voisi edelleen vähentää näillä markkinoilla vallitsevia rajoituksia.
- **Omien markkinoiden ja verkostojen kehittäminen pk-yrityksiä varten.** Riskipääomarahastot ovat myös riippuvaisia hyvin toimivista pk-yrityksiin suuntautuneista arvopaperipörssiä, jotta niiden sijoitukset muuttuisivat

³³ Ks. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_en.pdf.

³⁴ Ks. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

listautumisanneiksi. Toimenpiteisiin voisivat sisältyä erillisen lähestymistavan luominen pk-yrityksille siten, että mentäisiin pidemmälle kuin nykyisessä MiFID II -ehdotuksessa, erityiset tilinpäätössäännöt listautuneille pk-yrityksille ja uudet kauppapaikat. Pk-yrityksille varta vasten tarkoitettujen markkinat voisivat auttaa lisäämään pk-yritysten näkyvyyttä, houkuttelemaan uusia sijoittajia ja tukemaan pk-yritysten uusien arvopaperistamisvälineiden kehittämistä. Kehysten luominen liiketoimintaverkostoille voisi edistää pk-yritysten voimavarojen yhteiskäyttöä, riskinjakoa, yhteistä kattamista ja hajauttamista sekä sen myötä parantaa pk-yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta.

- **Uusien arvopaperistamisvälineiden kehittäminen pk-yrityksiä varten.** Komissio on jo ottanut käyttöön pk-yritysten arvopaperistamisvälineen ja ehdottanut, että jatkossakin arvopaperistamiselle tarjottaisiin tukea COSME-ohjelmasta. Strukturoituihin luottoihin keskittyneille välineille voitaisiin lisäksi myöntää eurooppalaisia laatumerkkejä niiden EU:n kriteereiden mukaisesti, jotka koskevat eurooppalaisen edun mukaisia pk-yritysten teollisuusinvestointeja. Kun otetaan huomioon suuret erot teollisuuden toimialojen ja investointisykliä välillä, nämä välineet olisi eriytettävä.
- Jos **kehitettäisiin standardeja pk-yritysten luottokelpoisuuden arviointia varten**, tästä voisi olla apua pyrittäessä tarjoamaan luotettavaa tietoa pk-yrityksistä ja poistamaan tällaisen tiedon puutteesta sijoittajille pk-yritysten luottokelpoisuuden arvioinnissa aiheutuvia vaikeuksia. Markkina-arvoltaan keskisuurten yritysten ja pk-yritysten ulkoista arviointia koskevien yhteisten vähimmäislaatuvaatimusten kehittäminen voisi helpottaa näiden yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta, myös rajojen yli, ja syventää markkinoiden yhdentymistä.
- **Muiden kuin perinteisten rahoituslähteiden kehittäminen tai edistäminen**, kuten leasing, toimitusketjurahoitus, internetpohjaiset rahoituslähteet, esimerkiksi joukkorahoitus. Lisäpohdintaa tarvitaan siitä, miten varmistetaan näiden markkinoiden kestävä kasvu ja niiden asianmukainen tukeminen sääntelykehityksen avulla.

Kysymykset:

26) Millä muilla toimenpiteillä voitaisiin EU:n sääntelyn yhteydessä tai muilla uudistuksilla helpottaa pk-yritysten mahdollisuuksia hyödyntää vaihtoehtoisia rahoituslähteitä?

27) Millaisia arvopaperistamisvälineitä pk-yritysten käyttöön voitaisiin suunnitella? Miten arvopaperistamista voitaisiin parhaiten käyttää mobilisoimaan rahoituksenvälittäjien pääomaa uusien lainojen myöntämiseksi pk-yrityksille tai uusien sijoitusten tekemiseksi niihin?

28) Kannattaisiko pk-yritysten markkinoihin omaksua aivan erillinen ja itsenäinen lähestymistapa? Miten ja kenen toimesta pk-yrityksille voitaisiin luoda markkinat, mukaan lukien arvopaperistetut tuotteet, jotka on erityisesti suunniteltu pk-yritysten rahoitustarpeisiin?

29) Olisiko EU:n sääntelykehityksestä apua vai haittaa näiden vaihtoehtoisten pankkien ulkopuolisten rahoituslähteiden kehittämisessä pk-yrityksiä varten? Millä uudistuksilla voitaisiin tukea niiden kasvun jatkumista?

Kysymys:

30) Millä muulla tavoin Euroopan talouden pitkäaikaista rahoitusta voitaisiin edistää sen analyysin ja niiden mahdollisten toimenpiteiden lisäksi, jotka on esitetty tässä vihreässä kirjassa?

4. SEURAAVAT VAIHEET

Tämän kuulemisen tulosten perusteella komissio harkitsee, millaisia toimia olisi toteutettava. Kommentit julkaistaan komission verkkosivustolla, jollei niitä ole erityisesti pyydetty käsittelemään luottamuksellisesti. Lisäksi komissio julkaisee tiivistelmän kuulemisen tuloksista.

Sidosryhmiä pyydetään lähettämään kommenttinsa viimeistään 25. kesäkuuta 2013 sähköpostiosoitteeseen markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu