



Βρυξέλλες, 25.3.2013
COM(2013) 150 final

ΠΡΑΣΙΝΗ ΒΙΒΛΟΣ
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

{SWD(2013) 76 final}

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η πειστική πρόκληση που αντιμετωπίζει η Ευρώπη είναι να επαναφέρει την ΕΕ σε τροχιά έξυπνης, βιώσιμης και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξης, με τη δημιουργία θέσεων εργασίας, με τη στήριξη σε τομείς συγκριτικού πλεονεκτήματος και ως εκ τούτου, με τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητάς της στην παγκοσμιοποιημένη αγορά.

Η Ευρώπη, ανταποκρινόμενη σε αυτό το καθήκον, αντιμετωπίζει μεγάλης κλίμακας, μακροπρόθεσμες επενδυτικές ανάγκες σύμφωνα με τις προτεραιότητες της στρατηγικής Ευρώπη 2020¹, την επικαιροποίηση της ανακοίνωσης για τη βιομηχανική πολιτική το 2012², την πρωτοβουλία «Ένωση καινοτομίας»³ και τη Διευκόλυνση «Συνδέοντας την Ευρώπη»⁴. Οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις σημαίνουν δημιουργία μακροπρόθεσμου κεφαλαίου, το οποίο καλύπτει ενσώματα στοιχεία ενεργητικού (όπως οι υποδομές ενέργειας, μεταφορών και επικοινωνιών, οι βιομηχανικές εγκαταστάσεις και οι εγκαταστάσεις παροχής υπηρεσιών, ο στεγαστικός τομέας και οι τεχνολογίες για την κλιματική αλλαγή και την οικολογική καινοτομία) και άυλα στοιχεία ενεργητικού (όπως η εκπαίδευση, η έρευνα και η ανάπτυξη) που προωθούν την καινοτομία και την ανταγωνιστικότητα. Πολλές από αυτές τις επενδύσεις παρέχουν ευρύτερα δημόσια οφέλη, δεδομένου ότι αυξάνουν την ωφέλεια για την κοινωνία ως σύνολο υποστηρίζοντας βασικές υπηρεσίες και βελτιώνοντας το βιοτικό επίπεδο. Οι επιπτώσεις τους είναι επίσης δυνατό να καταστούν αντιληπτές βραχυπρόθεσμα. Επιτρέπουν στις εταιρείες και στις κυβερνήσεις να παράγουν περισσότερο με λιγότερους πόρους, προκειμένου να αντιμετωπίσουν τις νέες οικονομικές, κοινωνικές⁵ και περιβαλλοντικές προκλήσεις, διευκολύνοντας τη μετάβαση σε πιο βιώσιμη οικονομία και αυξάνοντας τις παραγωγικές και βιομηχανικές δυνατότητες της οικονομίας. Οι τάσεις όσον αφορά την κλιματική αλλαγή και η εξάντληση των φυσικών πόρων τονίζουν περαιτέρω την πρόκληση της βιώσιμης ανάπτυξης, καθώς καλούν για περισσότερες μακροπρόθεσμες επενδύσεις χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα στον τομέα της ενέργειας, για αποδοτικότητα της ενέργειας και των πόρων και για υποδομές, κατά τρόπο που συνάδει με τον πολιτικό στόχο περιορισμού της κλιματικής αλλαγής κάτω από δύο βαθμούς και την αποκοπή της οικονομικής ανάπτυξης από τη χρήση πόρων.

Προκειμένου να χρηματοδοτήσουν αυτές τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις, οι κυβερνήσεις και οι επιχειρήσεις όλων των μεγεθών χρειάζονται πρόσβαση σε προβλέψιμη και μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Η ικανότητα της οικονομίας να καταστήσει την εν λόγω χρηματοδότηση διαθέσιμη εξαρτάται από την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να διοχετεύσει τις αποταμιεύσεις των κυβερνήσεων, των εταιρειών και των νοικοκυριών με αποτελεσματικό και αποδοτικό τρόπο στους σωστούς χρήστες και χρήσεις μέσω ανοικτών και ανταγωνιστικών αγορών. Αυτό είναι δυνατό να γίνει μέσω διαφόρων διαμεσολαβητών (π.χ. τραπεζών, ασφαλιστών και συνταξιοδοτικών ταμείων) και με άμεση πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές. Η παρούσα Πράσινη Βίβλος επικεντρώνεται στον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί η εν λόγω διαδικασία. Η οικονομία, ως προαπαιτούμενο για τη διοχέτευση μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης με εύλογο κόστος, χρειάζεται να δημιουργήσει και να προσελκύσει αποταμιεύσεις. Οι κυβερνητικές πολιτικές μπορούν να συντελέσουν σε αυτό

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

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

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

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

⁵ Η Ανακοίνωση της Επιτροπής «Κοινωνικές επενδύσεις με στόχο την ανάπτυξη και τη συνοχή» (COM(2013)83) τονίζει την ανάγκη για χρήση εκ μέρους των κρατών μελών περισσότερο καινοτόμων προσεγγίσεων στη χρηματοδότηση του κοινωνικού τομέα, συμπεριλαμβανομένης της προσφυγής στη συμμετοχή του ιδιωτικού τομέα.

μέσω υγιών δημοσιονομικών πολιτικών, αποτελεσματικών φορολογικών συστημάτων και ενός περιβάλλοντος φιλικού προς τις επιχειρήσεις που ευνοεί την ελκυστικότητα της οικονομίας για επενδύσεις και από το εξωτερικό.

Η εύρυθμη λειτουργία της διαδικασίας μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι κομβικής σημασίας για την υποστήριξη των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην οικονομία και για την επιστροφή στη μακροπρόθεσμη τάση οικονομικής ανάπτυξης. Η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση χρειάζεται επίσης καθ' όλο τον κύκλο ζωής μιας εταιρείας, έτσι ώστε να τη βοηθήσει να ξεκινήσει, να της επιτρέψει να αναπτυχθεί και στη συνέχεια να διατηρήσει την ανάπτυξή της. Η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση υποστηρίζει τη μετάβαση των εταιρειών στα διάφορα στάδια, καθώς εξελίσσονται στον κύκλο ζωής τους. Αυτό απαιτεί γνώση και διαθεσιμότητα διαφόρων χρηματοδοτικών μέσων και διαδικασιών. Η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση βοηθάει επίσης στη χρηματοδότηση των εξαγωγών και συμβάλλει κατ' αυτόν τον τρόπο στη βελτίωση της εξωτερικής ανταγωνιστικότητας. Η σημασία της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για την ανάπτυξη και τη δημιουργία θέσεων εργασίας έχει αναγνωριστεί σε διεθνές επίπεδο από το G20.⁶

Η χρηματοπιστωτική κρίση έχει επηρεάσει την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα στην Ευρώπη να διοχετεύει αποταμιεύσεις στις μακροπρόθεσμες επενδυτικές ανάγκες. Πάνω από όλα, η χρηματοπιστωτική κρίση και η τρέχουσα αδύναμη μακροοικονομική συγκυρία έχουν δημιουργήσει κλίμα ανασφάλειας και απροθυμίας ανάληψης κινδύνων, κυρίως στα κράτη μέλη που βρίσκονται υπό οικονομική πίεση και στις ΜΜΕ. Η χρηματοπιστωτική κρίση έχει περιορίσει τη δυνατότητα των τραπεζών να δανείζουν με μεγάλη διάρκεια λήξης, δεδομένου ότι χρειάζονται απομόχλευση προκειμένου να διορθώσουν τις υπερβολές του παρελθόντος. Την ίδια στιγμή, η κρίση είχε αρνητική επίδραση στην εμπιστοσύνη και στην επιθυμία ανάληψης κινδύνων εκ μέρους των δανειοληπτών και των θεσμικών επενδυτών.

Ένα από τα σημαντικότερα μαθήματα που πρόσφερε η κρίση είναι ότι είναι απαραίτητη η κατάλληλη ρύθμιση και εποπτεία του χρηματοοικονομικού τομέα για την αποκατάσταση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας και της εμπιστοσύνης στις αγορές. Στο πλαίσιο των ευρύτερων πολιτικών μέτρων, ενδείκνυται να διασφαλιστεί ότι η λεπτομερής ρύθμιση του νέου ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου, θα καταστήσει το χρηματοοικονομικό τομέα ικανό να υποστηρίξει την πραγματική οικονομία με τον πιο αποτελεσματικό τρόπο χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Πέρα από τη χρηματοπιστωτική κρίση, ένα σημαντικό ζήτημα είναι εάν η ιστορικά μεγάλη εξάρτηση από την τραπεζική διαμεσολάβηση για τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων θα υποχωρήσει προς όφελος ενός πιο διαφοροποιημένου συστήματος με σημαντικά υψηλότερα μερίδια άμεσης χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές και μεγαλύτερη συμμετοχή των θεσμικών επενδυτών και των εναλλακτικών χρηματοπιστωτικών αγορών. Είναι αδιαμφισβήτητο ότι οι τράπεζες, δεδομένων των δυνατοτήτων τους για διαχείριση κινδύνων και της τοπικής γνώσης των επιχειρήσεων καθώς και των σχέσεων με αυτές, θα εξακολουθήσουν να είναι σημαντικοί παράγοντες στη διοχέτευση μακροπρόθεσμων επενδύσεων. Ωστόσο, υπάρχουν αμφιβολίες για το κατά πόσο οι εμπορικές τράπεζες θα επανέλθουν στην πρακτική τους να διακρατούν μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού μέχρι τη λήξη στα προηγούμενα επίπεδα.

Ο περιορισμένος ρόλος των τραπεζών στο μακροπρόθεσμο δανεισμό δημιουργεί νέες ανάγκες και ευκαιρίες για άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και διαμεσολάβηση από την αγορά για διοχέτευση χρηματοδότησης σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Ωστόσο, η ικανότητα

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

των θεσμικών επενδυτών και των αγορών να συμπληρώσουν αυτό το κενό εξαρτάται από μια σειρά προϋποθέσεων. Μαζί με τη σωστή διαμόρφωση του ρυθμιστικού πλαισίου προληπτικής εποπτείας, πολλοί υποστηρίζουν ότι οι λογιστικές αρχές, οι αποτιμήσεις και η συμπεριφορά των διαχειριστών στοιχείων ενεργητικού δημιουργούν πρόσθετα έξοδα και αναντίστοιχα κίνητρα. Επιπροσθέτως, οι αγορές εταιρικών ομολόγων, μετοχικών κεφαλαίων και τιτλοποίησης στην Ευρώπη παραμένουν σχετικά υπανάπτυκτες σε σύγκριση με άλλες οικονομίες και η μη τραπεζική χρηματοδότηση παραμένει σε μεγάλο βαθμό απρόσιτη στις ΜΜΕ.

Η εξασφάλιση αποτελεσματικών και αποδοτικών διαύλων διαμεσολάβησης για μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση είναι μια πολύπλοκη και πολυδιάστατη εργασία. Στόχος της παρούσας Πράσινης Βίβλου είναι η έναρξη μιας ευρύτερης συζήτησης σχετικά με τους τρόπους ενθάρρυνσης της παροχής μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης και τους τρόπους βελτίωσης και διαφοροποίησης του συστήματος χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης για μακροπρόθεσμες επενδύσεις στην Ευρώπη. Όπως φαίνεται από τις ερωτήσεις της διαβούλευσης, αυτή η συζήτηση θα πρέπει να λάβει υπόψη τις ιδιαιτερότητες των διαφορετικών παραγόντων της χρηματοπιστωτικής αγοράς και να εξετάσει, επίσης, ζητήματα σχετικά με ένα πολυσύνθετο σύνολο απαραίτητων συνθηκών. Οι απαντήσεις στις ερωτήσεις της διαβούλευσης θα συμβάλλουν στην περαιτέρω αξιολόγηση από την Επιτροπή των εμποδίων για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, με σκοπό τον εντοπισμό των πιθανών πολιτικών δράσεων προκειμένου να υπερκεραστούν αυτά τα εμπόδια. Οι ενδεχόμενες επακόλουθες ενέργειες είναι δυνατό να λάβουν διάφορες μορφές: σε ορισμένους τομείς ενδέχεται να χρειάζεται νέα ή προσαρμοσμένη ρύθμιση, ενώ σε άλλους τομείς ο ρόλος της ΕΕ ενδέχεται να είναι η ενθάρρυνση περισσότερου συντονισμού και η προώθηση των βέλτιστων πρακτικών ή να έχουν τη μορφή συγκεκριμένων ενεργειών σε συνεργασία με τα επιμέρους κράτη μέλη στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου. Η παρούσα Πράσινη Βίβλος συνοδεύεται από έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής, το οποίο περιγράφει την ανάλυση στην οποία βασίζεται με περισσότερες λεπτομέρειες.

2. ΠΑΡΟΧΗ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Η ικανότητα της οικονομίας να παρέχει χρηματοδότηση για μακροπρόθεσμες επενδύσεις εξαρτάται από τη δυνατότητά της να δημιουργεί αποταμιεύσεις και να προσελκύει και να διατηρεί άμεσες ξένες επενδύσεις (ΑΞΕ).

Διάφοροι χρηματοδότες είναι δυνατό να δρουν ως πηγές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, συμπεριλαμβανομένων των κυβερνήσεων, των εταιρειών και των νοικοκυριών. Οι κυβερνήσεις και οι εταιρείες δημιουργούν, επίσης, ζήτηση για μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Στην Ευρώπη, τα ποσοστά των επενδύσεων ή των αποταμιεύσεων στο ΑΕΠ είναι γύρω στο 20%. Αυτό είναι ευνοϊκό ποσοστό σε σύγκριση με άλλες περιοχές. Ωστόσο, αυτή η συνολική εικόνα αποκρύπτει το γεγονός ότι οι ιδιωτικές επενδύσεις το 2011 ήταν αρκετά κάτω από αυτές του 2007 και αυτή η πτώση ήταν τετραπλάσια από την πτώση του πραγματικού ΑΕΠ την ίδια περίοδο.⁷ Τόσο οι αποταμιευτές όσο και οι επενδυτές βιώνουν στην παρούσα συγκυρία υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας, απροθυμίας ανάληψης κινδύνων και έλλειψης εμπιστοσύνης ως αποτέλεσμα της αδύναμης μακροοικονομικής κατάστασης και προοπτικής. Αυτό ενδέχεται να έχει μακροχρόνιες συνέπειες, δημιουργώντας περισσότερα εμπόδια στην παροχή μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, αλλά και επηρεάζοντας τη ζήτηση:

⁷ Βλέπε McKinsey Global Institute (2012).

- **Κυβερνήσεις:** Οι δημόσιοι πόροι, οι οποίοι προέρχονται από τη φορολογία και τον κρατικό δανεισμό, διαδραματίζουν βασικό ρόλο στη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων, δεδομένων των θετικών εξωτερικοτήτων που συχνά συνδέονται με τις κρατικές επενδύσεις και της συμπληρωματικότητάς τους με τις ιδιωτικές επενδύσεις. Καθώς οι κυβερνήσεις θα διαδραματίζουν πάντα βασικό ρόλο στην παροχή δημόσιων αγαθών και δημόσιων υποδομών, η μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα των δαπανών μέσω πιο συστηματικής ανάλυσης κόστους/οφέλους και προσεκτικής επιλογής έργων παραμένει μια μακρόχρονη πρόκληση. Επιπροσθέτως, οι δημόσιοι πόροι με τη μορφή επιχορηγήσεων ή δανείων χρησιμοποιούνται για τη στήριξη μακροπρόθεσμων επενδύσεων του ιδιωτικού τομέα σε τομείς όπου οι αποτυχίες της αγοράς οδηγούν σε κατώτερα από τα βέλτιστα επίπεδα ιδιωτικής χρηματοδότησης ή/και επενδύσεων. Σε αυτούς τους τομείς, οι δημόσιοι πόροι δεν πρέπει να αντικαταστήσουν την ιδιωτική χρηματοδότηση, αλλά μπορούν να δράσουν ως καταλύτης και να συνδράμουν στη διαχείριση των συναφών κινδύνων.
- **Εταιρείες:** Οι εταιρείες χρηματοδοτούν επενδύσεις είτε από τους δικούς τους πόρους είτε αποκτώντας πρόσβαση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η χαμηλή ζήτηση και οι αβεβαιότητες της αγοράς έχουν επηρεάσει τα εταιρικά κέρδη. Την ίδια στιγμή, οι εταιρικές επενδύσεις έχουν εξασθενήσει, γεγονός που οδηγεί σε αύξηση, σε ορισμένα κράτη μέλη, του αποθέματος εσωτερικών αποταμιεύσεων, κυρίως των μεγάλων επιχειρήσεων: η ρευστότητα και οι αντίστοιχες θέσεις των μεγάλων επιχειρήσεων εκτιμάται ότι έχουν αυξηθεί περίπου τέσσερα τοις εκατό από το 2009 έως το 2011.⁸ Ωστόσο, πολλές ΜΜΕ πλήττονται από συνεχή έλλειψη ρευστότητας.
- **Νοικοκυριά:** Τα νοικοκυριά είναι η κύρια πηγή κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες αποταμιεύσεις είναι το κατ' εξοχήν μέσο που προτιμάται. Για παράδειγμα, στη διάρκεια της περιόδου 2000-2010, τα νοικοκυριά μείωσαν τη συμμετοχή τους σε μετοχικό κεφάλαιο εταιρειών κατά οκτώ τοις εκατό ως μερίδιο των χρηματοοικονομικών στοιχείων ενεργητικού.⁹ Τα νοικοκυριά γενικά προτιμούν τη ρευστότητα και την εύκολη εξαγορά. Προτιμάται η σταθερότητα και η απροθυμία ανάληψης κινδύνων είναι πλέον ευρέως διαδομένη. Υπάρχει, ως εκ τούτου, ανάγκη να συγκεντρωθούν περισσότερες μακροπρόθεσμες αποταμιεύσεις και
- **Εξωτερική χρηματοδότηση:** Οι ΑΞΕ παραμένουν μια άλλη παραδοσιακά σημαντική πηγή χρηματοδότησης μακροπρόθεσμων σχεδίων. Παρά την κρίση, η ροή ΑΞΕ στην ΕΕ εμφάνισε ανάκαμψη το 2011, μετά την απότομη συρρίκνωση των πιο πρόσφατων ετών. Η εισροή ΑΞΕ στην ΕΕ έφτασε τα 242 δισεκατομμύρια ευρώ το 2011, αυξάνοντας έτσι κατά 13% σε σχέση με τα επίπεδα του 2010. Εντός της ΕΕ, υπάρχουν σημαντικές διασυνοριακές ανισότητες.

Οι προοπτικές μακροπρόθεσμης ανάπτυξης κάθε οικονομίας εξαρτώνται, μεταξύ άλλων, από τη δυνατότητα του χρηματοπιστωτικού τομέα να διοχετεύει τις προαναφερόμενες πηγές αποταμιεύσεων στις **παραγωγικές επενδύσεις**. Η παρούσα Πράσινη Βίβλος εξετάζει τις

⁸ Με βάση έρευνα των μεταβολών στα ταμειακά διαθέσιμα και στα ισοδύναμα αυτών σε 170 μεγάλες ευρωπαϊκές μη χρηματοδοτικές εταιρείες που αξιολογήθηκαν από τον οίκο αξιολόγησης Fitch.

⁹ Βλέπε McKinsey Global Institute (2011).

μακροπρόθεσμες επενδύσεις με την έννοια του σχηματισμού μακροπρόθεσμου υλικού και άυλου κεφαλαίου. Η εστίαση είναι επομένως στο παραγωγικό (και όχι στο χρηματοοικονομικό) κεφάλαιο, κάτι παρόμοιο με την έννοια των εθνικών λογαριασμών στους οποίους η επένδυση προσδιορίζεται ως η δημιουργία ακαθάριστου πάγιου κεφαλαίου. Ο σχηματισμός παραγωγικού κεφαλαίου υπέστη βαρύ πλήγμα κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης και τα επίπεδα των επενδύσεων είναι ακόμα κάτω από τα επίπεδα πριν την εποχή της κρίσης σε πολλές χώρες της ΕΕ. Οι επενδύσεις σε υλικό και άυλο παραγωγικό κεφάλαιο είναι σημαντικές προκειμένου να ανακάμψει η ευρωπαϊκή οικονομία και θα είναι ο ακρογωνιαίος λίθος οποιασδήποτε στρατηγικής μακροπρόθεσμης ανάπτυξης.

Στο επίκεντρο τίθενται τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιουχικά αγαθά (όπως οικονομικές και κοινωνικές υποδομές, κτίρια, E&A, εκπαίδευση και καινοτομία), όχι επειδή είναι πιο σημαντικά για την ανάπτυξη από τα βραχυπρόθεσμα κεφαλαιουχικά αγαθά (όπως υπολογιστές, κινητά τηλέφωνα και οχήματα), αλλά περισσότερο επειδή ο όγκος των επενδύσεων για βραχυπρόθεσμα κεφαλαιουχικά αγαθά έχει έντονα κυκλική διακύμανση. Αυτός ο όγκος είναι σήμερα σε χαμηλό επίπεδο λόγω της αδύναμης μακροοικονομικής προοπτικής στην Ευρώπη, αλλά αναμένεται να επανέλθει μόλις η οικονομία ανακάμψει. Το ίδιο ισχύει και για άλλες δαπάνες των παραγωγικών εταιρειών όπως έξοδα προσωπικού (προσλήψεις) και αγορά ενδιάμεσων εισροών.

Η κατάσταση είναι πολύ διαφορετική για τα μακροπρόθεσμα κεφαλαιουχικά αγαθά, τα οποία χαρακτηρίζονται από μακρές περιόδους επενδύσεων/κατασκευής και απαιτούν **μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση**, δεδομένου ότι οι ταμειακές ροές που δημιουργούν την απόδοση της επένδυσης αρχίζουν μόνο μετά την παρέλευση σημαντικού χρονικού διαστήματος. Εφόσον σημαντικό μερίδιο του αποθέματος σε μακροπρόθεσμο παραγωγικό κεφάλαιο αποτελείται από δημόσιες υποδομές, αυτό το είδος κεφαλαίου έχει διαδραματίσει, παραδοσιακά, σταθεροποιητικό ρόλο για την οικονομία: αυτός ο σταθεροποιητικός ρόλος εξαρτάται από τη δυνατότητα των κυβερνήσεων να παρέχουν κρατική χρηματοδότηση με αντικυκλικό τρόπο και από την εύλογη πεποίθηση του χρηματοπιστωτικού τομέα, κατά την παροχή κεφαλαίων προς επενδύσεις, ότι η οικονομία θα είναι σε πλήρη ανάπτυξη όταν οι περίοδοι κατασκευής ολοκληρωθούν.

Δεν υπάρχει ενιαίος και παγκοσμίως αποδεκτός ορισμός της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Σε γενικές γραμμές, μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μπορεί να θεωρηθεί η διαδικασία με την οποία το χρηματοπιστωτικό σύστημα παρέχει χρηματοδότηση για επενδύσεις που διαρκούν μια μακρά χρονική περίοδο. Αυτός ο ορισμός επικεντρώνεται σε μια σειρά από χαρακτηριστικά που συνδέονται με τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση.¹⁰ Εναλλακτικά, οι υπό εξέλιξη εργασίες, υπό την αιγίδα του G20, σχετικά με τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις ορίζουν τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση πιο στενά, με εστίαση σε προθεσμίες λήξης χρηματοδότησης που υπερβαίνουν τα πέντε έτη, συμπεριλαμβανομένων των πηγών χρηματοδότησης που δεν έχουν συγκεκριμένη λήξη (π.χ. μετοχές).

Ερωτήσεις:

1) Συμφωνείτε με την ανωτέρω ανάλυση σχετικά με την παροχή και τα χαρακτηριστικά της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης;

¹⁰ Αυτά τα στοιχεία περιλαμβάνουν τα χαρακτηριστικά του επενδυτή, τη φύση των στοιχείων ενεργητικού, το είδος της χρηματοπιστωτικής διαμεσολάβησης, την αποτίμηση και την τιμολόγηση των στοιχείων ενεργητικού. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε το υπηρεσιακό έγγραφο εργασίας που συνοδεύει την παρούσα Πράσινη Βίβλο.

2) Γνωρίζετε καταλληλότερο ορισμό για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση;

3. ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΤΗΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Όπως για όλα τα είδη χρηματοδότησης, η δυνατότητα της οικονομίας να χρηματοδοτεί μακροπρόθεσμες επενδύσεις εξαρτάται από την ικανότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος να διοχετεύει με αποτελεσματικό και αποδοτικό τρόπο αυτά τα κεφάλαια στους σωστούς χρήστες και στις σωστές επενδύσεις μέσω ανοικτών και ανταγωνιστικών αγορών. Αυτή η διαδικασία είναι δυνατό να εκτελεστεί από διάφορους διαμεσολαβητές, συμπεριλαμβανομένων των τραπεζών, των ασφαλιστών και των συνταξιοδοτικών ταμείων, αλλά και με άμεση πρόσβαση στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, μια σειρά από παράγοντες τούς εμποδίζουν να διαδραματίσουν έναν πλήρως αποτελεσματικό μακροπρόθεσμο χρηματοδοτικό ρόλο. Ορισμένοι από αυτούς τους παράγοντες θα χρειαστούν μεγαλύτερο χρονικό διάστημα για να αντιμετωπιστούν σε σχέση με άλλους.

Ένα από τα σημαντικότερα μαθήματα που πρόσφερε η κρίση είναι ότι είναι απαραίτητη η κατάλληλη ρύθμιση και εποπτεία του χρηματοοικονομικού τομέα για την αποκατάσταση της χρηματοοικονομικής σταθερότητας και εμπιστοσύνης στις αγορές. Η ΕΕ έχει ακολουθήσει ένα εκτενές πρόγραμμα χρηματοοικονομικής μεταρρύθμισης σε αυτό το πλαίσιο, το οποίο συμπληρώνει την ευρύτερη δημοσιονομική και οικονομική μεταρρύθμιση. Η χρηματοοικονομική σταθερότητα είναι σημαντική, αλλά δεν αρκεί από μόνη της. Στο πλαίσιο ευρύτερων πολιτικών μέτρων, η λεπτομερής διαμόρφωση του νέου κανονιστικού και εποπτικού πλαισίου πρέπει να παρέχει κίνητρα στον χρηματοπιστωτικό τομέα και να τον καταστήσει ικανό να υποστηρίξει την πραγματική οικονομία, συμπεριλαμβανομένου του τομέα της φορολογίας, χωρίς να τίθεται σε κίνδυνο η χρηματοοικονομική σταθερότητα.

Τόσο οι δημόσιες αρχές όσο και οι φορείς της αγοράς μοιράζονται την ευθύνη για τη δημιουργία ενός περιβάλλοντος που θα αποκαταστήσει εκ νέου την εμπιστοσύνη και τη σιγουριά και θα βελτιώσει τη συνολική ελκυστικότητα της Ευρώπης ως επενδυτικού προορισμού. Έχοντας ως βάση αυτό, **οι ενέργειες βελτίωσης της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης της ευρωπαϊκής οικονομίας πρέπει να αντιμετωπίσουν ένα ευρύ φάσμα αλληλένδετων παραγόντων:**

- τη δυνατότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να διοχετεύουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση,
- την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών στο να προσφέρουν μακροπρόθεσμα χρηματοδοτικά μέσα,
- οριζόντιους παράγοντες που επιτρέπουν τη μακροπρόθεσμη αποταμίευση και χρηματοδότηση και
- τη δυνατότητα των ΜΜΕ να έχουν πρόσβαση σε τραπεζική και μη τραπεζική χρηματοδότηση.

3.1. Η δυνατότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων να διοχετεύουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση

Εμπορικές τράπεζες

Οι τράπεζες είναι παραδοσιακά οι πιο σημαντικοί χρηματοπιστωτικοί διαμεσολαβητές στην Ευρώπη. Το μερίδιο του τραπεζικού τομέα στην ΕΕ είναι μεγάλο σε σύγκριση με το αντίστοιχο διεθνές, κυρίως σε σύγκριση με τις Η.Π.Α., γεγονός που αντανακλά τη μεγάλη

εξάρτηση της Ευρώπης από την τραπεζική διαμεσολάβηση. Στο μέλλον, αυτό δημιουργεί προκλήσεις για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Η κρίση πρόβαλε τους κινδύνους που σχετίζονται με την υπερβολική χρήση της μόχλευσης και του μετασχηματισμού λήξεων. Σε συνδυασμό με την εξασθένηση της ζήτησης σε πολλές χώρες που εμφάνισαν ύφεση, αυτό οδήγησε πολλές τράπεζες σε απομόχλευση, γεγονός που συνέβαλε ιδιαίτερα στην τρέχουσα έλλειψη μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης.¹¹ Ακόμα και όταν αυτή η διαδικασία απομόχλευσης τερματιστεί, η εκ νέου αξιολόγηση του κινδύνου μετά την κρίση θα αυξήσει το κόστος του κεφαλαίου. Τα έξοδα που σχετίζονται με τα εργαλεία διαχείρισης της τραπεζικής κρίσης ενδέχεται επίσης να αυξήσουν το κόστος του κεφαλαίου, παρόλο που οι θετικές επιπτώσεις εδραίωσης ενός τραπεζικού τομέα που θα είναι ευκολότερο να εξυγιανθεί θα είναι εξαιρετικά ωφέλιμες για την κοινωνία και την οικονομία. Οι διασυνδέσεις μεταξύ τραπεζών και κρατών και η αυστηρότερη ρύθμιση έχει ενισχύσει επίσης τη συγκέντρωση των τραπεζικών δραστηριοτήτων στις εγχώριες αγορές οδηγώντας σε μειώσεις της διασυννοριακής χρηματοδότησης και σε κατακερματισμό της ενιαίας αγοράς, γεγονός που μειώνει περαιτέρω τη διαθεσιμότητα της χρηματοδότησης και αυξάνει το κόστος κεφαλαίου, κυρίως στις χώρες που βρίσκονται την παρούσα στιγμή υπό πίεση.

Στο μέλλον, οι κοινοί ευρωπαϊκοί **εποπτικοί κανόνες για τις τράπεζες** στοχεύουν στην αποφυγή των υπερβολών του παρελθόντος, στην αύξηση της αντοχής των τραπεζών σε κινδύνους, στη δημιουργία εμπιστοσύνης και στη δημιουργία ενός ενιαίου εγχειριδίου κανόνων για την προστασία της ακεραιότητας της ενιαίας αγοράς. Από την προοπτική της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, η θέσπιση ρυθμίσεων προληπτικής εποπτείας πρέπει να αντιμετωπίζει τους κινδύνους με τους οποίους είναι αντιμέτωπες οι τράπεζες όταν χρησιμοποιούν τις βραχυπρόθεσμες καταθέσεις για να χρηματοδοτήσουν μακροπρόθεσμο δανεισμό. Δεν συνάγεται αυτομάτως ότι οι κανόνες που περιορίζουν τη δυνατότητα των τραπεζών να χρησιμοποιούν βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση με τον τρόπο αυτό οδηγούν σε μειωμένο δανεισμό για την πραγματική οικονομία. Ωστόσο, ο ενδεχόμενος συμβιβασμός μεταξύ περιορισμού της δημιουργίας ρευστότητας για τη διασφάλιση της σταθερότητας και παροχής μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για την πραγματική οικονομία εξηγεί την ανάγκη για κατάλληλη διαμόρφωση και σταδιακή εφαρμογή των κανόνων. Η Επιτροπή τραπεζικής εποπτείας της Βασιλείας διατύπωσε πρόσφατα προτάσεις για απαιτήσεις ρευστότητας που στοχεύουν στην αύξηση της αντοχής των τραπεζών, ενώ διασφαλίζουν ότι οι περιορισμοί στο μετασχηματισμό λήξεων δεν έχει απρόβλεπτες συνέπειες. Η Επιτροπή έχει προτείνει μια περίοδο παρακολούθησης καθώς και επανεξέταση της διαμόρφωσης των παραμέτρων για απαιτήσεις ρευστότητας.¹²

Μια άλλη συνέπεια της κρίσης, η οποία ενδέχεται να επηρεάσει τη δυνατότητα των τραπεζών να διοχετεύουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση είναι η εντεινόμενη συζήτηση σχετικά με το αν πρόσθετες μεταρρυθμίσεις που θα στοχεύουν άμεσα στη διάρθρωσή τους, θα μείωναν περαιτέρω την πιθανότητα και τον αντίκτυπο της κατάρρευσης, ενώ θα διασφάλιζαν καλύτερα τη συνέχεια των ζωτικών οικονομικών λειτουργιών και θα προστάτευαν καλύτερα τους ευάλωτους ιδιώτες πελάτες. Η πρόσφατη έκθεση της Ομάδας εμπειρογνομόνων υψηλού επιπέδου σχετικά με τη **μεταρρύθμιση της διάρθρωσης του τραπεζικού τομέα της ΕΕ** τεκμηριώνει τον τρόπο με τον οποίο η συμπεριφορά των τραπεζών κατά τις πρόσφατες δεκαετίες οδήγησε σε δυσανάλογη αύξηση στις ενδοχρηματοπιστωτικές δραστηριότητες σε

¹¹ Για παράδειγμα, η Έρευνα Τραπεζικών Χορηγήσεων της ΕΚΤ τον Οκτώβριο του 2012 αναφέρει ότι τα σαφώς αυστηρότερα κριτήρια πιστοληπτικής διαβάθμισης στις τράπεζες της ζώνης του ευρώ για δάνεια ή πιστωτικά όρια σε επιχειρήσεις αυξήθηκαν κατά 15% σε καθαρούς όρους, σε σύγκριση με 10% στο δεύτερο τρίμηνο του 2012. Επίσης, ο όγκος των νέων μακροπρόθεσμων δανείων μειώθηκε αισθητά στο πρώτο εξάμηνο του 2012 και το απόθεμά τους παρουσίασε σημαντική πτωτική τάση στο τέλος.

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

σχέση με τις δραστηριότητες με πελάτες, συμπεριλαμβανομένης της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης των εταιρειών. Η Ομάδα πρότεινε περιορισμό και διαχωρισμό των ριγοκίνδυνων εμπορικών πρακτικών. Η Επιτροπή εξετάζει την παρούσα στιγμή με ποιες ενέργειες να δώσει συνέχεια στην έκθεση της Ομάδας.

Οι τράπεζες, φυσικά, δεν θα εξαφανιστούν από την αλυσίδα διαμεσολάβησης στην Ευρώπη. Οι δυνατότητες αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου και η τοπική γνώση των επιχειρήσεων καθώς και οι σχέσεις με αυτές καταδεικνύουν ότι θα συνεχίσουν να είναι και χρειάζεται να είναι σημαντικοί παράγοντες. Αλλά σε συνάρτηση με τις μετά την κρίση εξελίξεις στον τραπεζικό τομέα, υπάρχουν νέες ανάγκες και ευκαιρίες για άλλους διαμεσολαβητές να δράσουν συμπληρωματικά ως προς το ρόλο των τραπεζών διοχετεύοντας χρηματοδότηση σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις με πιο ισορροπημένο τρόπο.

Ερώτηση:

3) Δεδομένης της εξελικτικής φύσης του τραπεζικού τομέα, ποιο ρόλο διαβλέπετε για τις τράπεζες, στο μέλλον, όσον αφορά τη διοχέτευση χρηματοδότησης μακροπρόθεσμων επενδύσεων;

Εθνικές και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης και χρηματοοικονομικά κίνητρα

Οι τράπεζες ανάπτυξης που δραστηριοποιούνται και διεθνώς και σε εθνικό επίπεδο θα πρέπει να διαδραματίσουν έναν ρόλο, συμβάλλοντας στην προώθηση μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης και στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών και μέσων. Παρά τις θετικές καθαρές συνεισφορές ορισμένων επενδύσεων στην οικονομική ευημερία, οι αποτυχίες της αγοράς είναι δυνατό να αποτρέψουν τους επενδυτές από το να αναλάβουν ορισμένους κινδύνους ή/και να λάβουν ορισμένες επενδυτικές αποφάσεις. Σε αυτές τις περιπτώσεις, οι εθνικές και πολυμερείς τράπεζες ανάπτυξης μπορούν να είναι χρήσιμες για την παροχή κινήτρων ιδιωτικής χρηματοδότησης, δεδομένων των συγκεκριμένων στόχων δημόσιας πολιτικής που επιδιώκουν σχετικά με την ευρύτερη οικονομική, κοινωνική και περιβαλλοντική (σε αντίθεση με την καθαρά χρηματοοικονομική) προστιθέμενη αξία. Με την προϋπόθεση ότι επικεντρώνονται στις αποδεδειγμένες αποτυχίες της αγοράς, η συμμετοχή τους είναι δυνατό να έχει σημαντικό αντικυκλικό ρόλο, όπως για παράδειγμα με μείωση της αστάθειας του κόστους χρηματοδότησης για ορισμένες κατηγορίες επενδυτών και άμβλυνση της βραχυπρόθεσμης προσέγγισης των παραγόντων του ιδιωτικού τομέα. Πολύ σημαντικό είναι η διακυβέρνηση στις τράπεζες ανάπτυξης να διασφαλίσει ότι δεν χρησιμοποιούν το πλεονέκτημα του κόστους χρηματοδότησης προκειμένου να παραγκωνίσουν την ιδιωτική χρηματοδότηση. Αντίθετα, θα πρέπει να προσπαθούν να δρουν ως καταλύτης για την ιδιωτική χρηματοδότηση σε τομείς όπου αυτή είναι διστακτική.

Η δημόσια παρέμβαση είναι δυνατό να επιτευχθεί, είτε άμεσα είτε έμμεσα, προσφέροντας ή συνεισφέροντας σε μια σειρά από χρηματοπιστωτικά προϊόντα, συμπεριλαμβανομένου του επιμερισμού ή/και της ασφάλισης των κινδύνων¹³ και της συγκέντρωσης των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών σε κατάλληλα δίκτυα.¹⁴ Στο πλαίσιο του παρόντος προϋπολογισμού της ΕΕ, μια σειρά από χρηματοπιστωτικά μέσα¹⁵ στο επίπεδο της ΕΕ, από

¹³ Για παράδειγμα, τα «μεταβατικά προϊόντα» είναι μέσα που μπορούν να διευκολύνουν την ανάληψη κινδύνων από επενδυτές και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Μπορούν να συμπεριλαμβάνουν μια πίστωση πρώτης ζημίας ή ενδιάμεση πιστωτική ενίσχυση και όργανα που ειδικεύονται σε έργα επίδειξης πρόωρου σταδίου και μεγάλης κλίμακας με χρηματοδότηση δημόσιου και ιδιωτικού τομέα.

¹⁴ Για παράδειγμα, μέσω της λέσχης μακροπρόθεσμων επενδυτών. Βλέπε <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Μετοχικό κεφάλαιο ή επιχειρηματικό κεφάλαιο, εγγυήσεις ή άλλα μέσα επιμερισμού του κινδύνου που στηρίζονται από τον κεντρικό προϋπολογισμό της ΕΕ ή τον προϋπολογισμό των Διαρθρωτικών

τα οποία ορισμένα λειτουργούν υπό κοινή διαχείριση της Επιτροπής, της Ευρωπαϊκής Τράπεζας Επενδύσεων (ΕΤΕπ) και του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων (ΕΤΑΕ) και σε συνεργασία με τα κράτη μέλη, αποσκοπούν στην αντιμετώπιση συγκεκριμένων κενών της αγοράς και στη διευκόλυνση της πρόσβασης στη χρηματοδότηση, συμπεριλαμβανομένης της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης.¹⁶ Στο μέλλον, το πολυετές δημοσιονομικό πλαίσιο (ΠΔΠ) της ΕΕ θα χρησιμοποιεί όλο και περισσότερο τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην αύξηση της επίδρασης των δαπανών της ΕΕ, μοχλεύοντας περαιτέρω και δρώντας ως καταλύτης για την ιδιωτική μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Πιο συγκεκριμένα, το μεγαλύτερο μέρος του ΠΔΠ, συμπεριλαμβανομένων όλων των διαρθρωτικών μέσων της ΕΕ, θα είναι επιλέξιμο για χρήση σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Η αποτελεσματικότητά τους θα εξαρτάται από τη δημιουργία στενού δικτύου και τη συνεργασία μεταξύ της Επιτροπής, του Ομίλου ΕΤΕπ και των κρατών μελών.

Είναι επίσης σημαντικό η δημόσια παρέμβαση να μη συμβάλλει στον κατακερματισμό της ενιαίας αγοράς. Ο συντονισμός, η αξιολόγηση και η ευθύνη λογοδοσίας μεταξύ εθνικού και ευρωπαϊκού επιπέδου σχετικά με τις ενέργειες είναι δυνατό να το αποτρέψει, βελτιώνοντας την προστιθέμενη αξία μιας ευρωπαϊκής προσέγγισης. Η στενότερη συνεργασία μεταξύ εθνικών και πολυμερών τραπεζών ανάπτυξης, υπό την αιγίδα της Επιτροπής και της ΕΤΕπ, θα μπορούσε να παρέχει ένα μέσο για έναν τέτοιο συντονισμό, συμπεριλαμβανομένης της υποστήριξης, μεταξύ άλλων, για τη δημιουργία Ευρωπαϊκών ομίλων οικονομικού σκοπού για τη χρηματοδότηση διασυνοριακών σχεδίων. Ο αντίκτυπος των ξένων κρατικών επενδυτικών ταμείων και η ευκαιρία ενδυνάμωσης ή δημιουργίας ευρωπαϊκών πρέπει επίσης να εξεταστούν.

Ερωτήσεις:

4) Πώς θα μπορούσε ο ρόλος των εθνικών και πολυμερών τραπεζών ανάπτυξης να υποστηρίξει με τον καλύτερο τρόπο τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων; Υπάρχει περιθώριο για περισσότερο συντονισμό μεταξύ αυτών των τραπεζών κατά την υλοποίηση των στόχων πολιτικής της ΕΕ; Πώς θα μπορούσαν τα χρηματοπιστωτικά μέσα στο πλαίσιο του προϋπολογισμού της ΕΕ να υποστηρίξουν καλύτερα τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων στη βιώσιμη ανάπτυξη;

5) Υπάρχουν άλλα εργαλεία και πλαίσια δημόσιας πολιτικής που μπορούν να υποστηρίξουν τη χρηματοδότηση των μακροπρόθεσμων επενδύσεων;

Θεσμικοί επενδυτές

Ταμείων. Για περισσότερες λεπτομέρειες, βλέπε την Ανακοίνωση της Επιτροπής «Πλαίσιο για τα καινοτόμα χρηματοδοτικά μέσα της επόμενης γενιάς: οι ενωσιακές πλατφόρμες μετοχικού κεφαλαίου και χρέους» (COM(2011)662).

¹⁶

Για παράδειγμα, η πρωτοβουλία για τα ομόλογα χρηματοδότησης έργων και τα μέσα που χρησιμοποιούν πόρους από Διαρθρωτικά Ταμεία και Ταμεία Επενδύσεων, παρέχοντας δάνεια, ενδιάμεση χρηματοδότηση και χρηματοδότηση μετοχικού κεφαλαίου σε ΜΜΕ, δήμους και έργα υποδομής. Το 2011, η Επιτροπή πρότεινε ένα πακέτο για τις υποδομές, που αποτελείται από έναν νέο δημοσιονομικό μηχανισμό, τη διευκόλυνση «Συνδέοντας την Ευρώπη», καθώς και αναθεωρημένες κατευθυντήριες γραμμές για μεταφορές, ενέργεια και ΤΠΕ και ένα Πρόγραμμα για την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και τις ΜΜΕ (COSME). Η Επιτροπή και η ΕΤΕπ ανέπτυξαν δύο χρηματοδοτικές διευκολύνσεις επιμερισμού των κινδύνων, συμπεριλαμβανομένης της Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης Καταμερισμού του Κινδύνου για εταιρείες που χαρακτηρίζονται από ένταση ερευνών και καινοτομία και του ευρωπαϊκού μηχανισμού εγγυήσεων για τα δάνεια των σχεδίων ΔΕΔ-Μεταφορών για έργα μεταφορών. Στο πλαίσιο των Διαρθρωτικών Ταμείων για την περίοδο 2007-2013, τουλάχιστον 10,7 δισεκατομμύρια ευρώ από τους ευρωπαϊκούς πόρους επενδύθηκαν ήδη σε μέσα χρηματοοικονομικής τεχνικής, κυρίως από το ΕΤΠΑ για πρόσβαση των ΜΜΕ στη χρηματοδότηση. Αυτοί οι πόροι θα επενδυθούν εκ νέου μακροπρόθεσμα προς όφελος της ευρωπαϊκής οικονομίας.

Δεδομένου του μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα των επιχειρηματικών τους μοντέλων, οι θεσμικοί επενδυτές, όπως οι ασφαλιστικές εταιρείες (του κλάδου ζωής), τα συνταξιοδοτικά ταμεία, τα αμοιβαία κεφάλαια και οι προικοδοτήσεις, αποτελούν κατάλληλους προμηθευτές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Μαζί, κατέχουν ένα εκτιμώμενο σύνολο στοιχείων ενεργητικού ύψους 13,8 τρισεκατ. ευρώ, που υπερβαίνει το 100% του ΑΕΠ της ΕΕ.¹⁷ Άλλοι θεσμικοί επενδυτές, όπως τα κρατικά επενδυτικά ταμεία, τα ταμεία υποδομής που ιδρύονται για ειδικό σκοπό και σε κάποιο βαθμό, τα κεφάλαια ιδιωτικών συμμετοχών, έχουν εμφανιστεί επίσης ως προμηθευτές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου μπορούν επίσης να παράσχουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Η μεγάλη διάρκεια των υποχρεώσεων τους επιτρέπει στους θεσμικούς επενδυτές, τουλάχιστον κατ' αρχήν, να πραγματοποιούν επενδύσεις αγοράς-διακράτησης σε μακροπρόθεσμα παραγωγικά στοιχεία ενεργητικού, επιτυγχάνοντας υψηλότερες αποδόσεις για αντιστάθμιση μακροπρόθεσμων κινδύνων και χαμηλότερης ρευστότητας που είναι χαρακτηριστικά εγγενή σε πολλά από αυτά τα στοιχεία ενεργητικού. Ο μακροπρόθεσμος χρονικός ορίζοντας επιτρέπει στους θεσμικούς επενδυτές να συμπεριφέρονται με υπομονετικό, αντικυκλικό τρόπο, περιορίζοντας τη βραχυπρόθεσμη προσέγγιση και μειώνοντας την ανάγκη για μετασηματισμό λήξεων. Η ανάγκη για διαφοροποίηση και αναζήτηση απόδοσης, δεδομένου του περιβάλλοντος χαμηλών επιτοκίων, έχει καταστεί ο μοχλός για την επέκτασή τους σε μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, για κατανομή σημαντικών μεριδίων των χαρτοφυλακίων τους σε μακροπρόθεσμα μέσα όπως μετοχικό κεφάλαιο, κεφάλαια ιδιωτικών συμμετοχών και άλλα μη ευχερώς ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού (π.χ. ορισμένα συνταξιοδοτικά ταμεία επένδυσαν άμεσα σε μεγάλης κλίμακας έργα ανανεώσιμων πηγών ενέργειας τα τελευταία χρόνια).

Σε συνάρτηση με αυτά, όπως και οι τράπεζες, οι θεσμικοί επενδυτές είναι υποχρεωμένοι να ικανοποιούν τις ρυθμίσεις προληπτικής εποπτείας και να συμμορφώνονται με τα λογιστικά πρότυπα. Οι νέοι κανόνες προληπτικής εποπτείας για **ασφαλιστικές επιχειρήσεις** (η οδηγία Φερεγγυότητα II)¹⁸ απαιτούν από αυτούς να κατέχουν στοιχεία ενεργητικού για να καλύψουν τη φύση και τη διάρκεια των υποχρεώσεών τους. Η κατοχή μακροπρόθεσμων επενδύσεων είναι ευθυγραμμισμένη με τις κοινωνικές λειτουργίες των εν λόγω επιχειρήσεων. Η οδηγία Φερεγγυότητα II αποσκοπεί στην εισαγωγή ενός εναρμονισμένου οικονομικού καθεστώτος με βάση τον κίνδυνο και αποτιμά τα στοιχεία ενεργητικού σε οικονομική αξία που είναι συνεπής με την αγορά. Οι επιπτώσεις των νέων κανόνων προληπτικής εποπτείας στη δυνατότητα παροχής μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης εκ μέρους των ασφαλιστών θα εξαρτάται εν μέρει από το ατομικό σημείο εκκίνησής τους και από τον ακριβή, λεπτό συντονισμό ως προς τον τρόπο που χειρίζονται τα μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού. Η συζήτηση έχει επικεντρωθεί στον τρόπο με τον οποίο θα διασφαλιστεί ότι οι ρυθμιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις στοιχείων ενεργητικού που ενέχουν κίνδυνο δεν επιβαρύνουν υπερβολικά την κατοχή μακροπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού και ότι δεν θα υπάρξει μείωση στα θετικά κίνητρα που προσφέρει το πλαίσιο Φερεγγυότητα II για ανταμοιβή της αντιστοίχισης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων με ίσης διάρκειας μακροπρόθεσμες επενδύσεις.

Σε αυτό το πλαίσιο, οι υπηρεσίες της Επιτροπής έχουν ζητήσει από την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ) να εξετάσει εάν η λεπτομερής διαμόρφωση κεφαλαιακών απαιτήσεων για επενδύσεις σε ορισμένα στοιχεία ενεργητικού βάσει του καθεστώτος Φερεγγυότητα II (συμπεριλαμβανομένων των χρηματοδοτήσεων υποδομών και των ομολόγων χρηματοδότησης έργων, της χρηματοδότησης ΜΜΕ, της

¹⁷ Βλέπε Fitch 2011 και EFAMA (2012).

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

τιτλοποίησης δανείων κ.λπ.) θα πρέπει να προσαρμοστεί προκειμένου να διασφαλιστεί ότι δεν υπάρχουν εμπόδια στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, χωρίς όμως να δημιουργούνται πρόσθετοι προληπτικοί κίνδυνοι. Η Επιτροπή, το Συμβούλιο και το Κοινοβούλιο έχουν συζητήσει επίσης μέτρα για τη διευκόλυνση παροχής ασφαλιστικών προϊόντων με μακροπρόθεσμες εγγυήσεις και μακροπρόθεσμες επενδύσεις βάσει της οδηγίας Φερεγγυότητα II. Η ΕΑΑΕΣ θα αξιολογήσει αυτά τα μέτρα έως τον Ιούνιο του 2013. Με βάση αυτά τα τεχνικά πορίσματα, η Επιτροπή θα υποβάλει έκθεση για τα κατάλληλα μέτρα που θα μπορούσαν να συμπεριληφθούν στην οδηγία Φερεγγυότητα II ή σε σχετικές πράξεις κατ' εξουσιοδότηση.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία πρέπει να διαχειριστούν τους κινδύνους τους προκειμένου να δημιουργήσουν το απαιτούμενο επίπεδο ετήσιων αποδόσεων για τους δικαιούχους τους. Οι κεφαλαιακοί κανόνες των συνταξιοδοτικών ταμείων διαφέρουν στα κράτη μέλη και διαφέρουν από τους κανόνες των ασφαλιστών, για να λαμβάνονται υπόψη οι διαφορετικοί κίνδυνοι που συνδέονται με τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά ταμεία και τους πόρους χρηματοδότησης στους οποίους δύνανται να έχουν πρόσβαση. Η Επιτροπή σχεδιάζει να αναθεωρήσει την οδηγία για τα Ιδρύματα που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών (ΙΕΣΠ).¹⁹ Η αναθεώρηση αποσκοπεί, μεταξύ άλλων, στην ενδυνάμωση της προστασίας των ασφαλισμένων και στη διευκόλυνση της διασυννοριακής δραστηριότητας σε αυτόν τον τομέα. Θα είναι σημαντικό να διασφαλιστεί ότι οι νέοι κανόνες προληπτικής εποπτείας για τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά συστήματα δεν αποθαρρύνουν τη βιώσιμη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Η αναθεώρηση της οδηγίας χρειάζεται, ως εκ τούτου, να λάβει υπόψη τις πιθανές επιπτώσεις στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση και στην οικονομική ανάπτυξη.

Ωστόσο, εκτός από τους κανόνες προληπτικής εποπτείας, μια σειρά από άλλους διαρθρωτικούς παράγοντες επηρεάζει τη δυνατότητα των θεσμικών επενδυτών να διαδραματίζουν μακροπρόθεσμο χρηματοδοτικό ρόλο. Η οικονομική κάμψη είναι πιθανό να έχει μακροχρόνιες επιπτώσεις στις στρατηγικές κατανομής μακροπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού σε θεσμικούς επενδυτές, προωθώντας πιο συντηρητικές στρατηγικές επενδύσεων. Για παράδειγμα, η μέση ανάληψη κινδύνων των θεσμικών επενδυτών σε στοιχεία ενεργητικού έργων υποδομής παραμένει χαμηλή σε σύγκριση με την κατανομή τους σε ακίνητη περιουσία και με τις πραγματικές ανάγκες επενδύσεων σε έργα υποδομής. Όσον αφορά τη διαχείριση και τη διαφοροποίηση κινδύνου, οι θεσμικοί επενδυτές ενδέχεται να προβληματίζονται σχετικά με τη μεγάλη κλίμακα των σχεδίων μακροπρόθεσμων επενδύσεων. Τα τμήματα διαχείρισης στοιχείων ενεργητικού των θεσμικών επενδυτών που δεν είναι τράπεζες ενδέχεται επίσης να μην έχουν συνηθίσει να διαχειρίζονται περισσότερα μη ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού, εργασίες που στο παρελθόν εκτελούνταν συχνά από μονογραμμικούς ασφαλιστές οι οποίοι εγγυούνταν τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού. Με την πάροδο του χρόνου, αυτό σημαίνει ότι ορισμένοι επενδυτές ενδέχεται να χρειάζεται να επεκτείνουν τις υφιστάμενες δεξιότητές τους για να υποστηρίξουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις.

Ως εκ τούτου ενδέχεται να είναι σκόπιμο να εξετασθούν οι πρωτοβουλίες που έχουν σχεδιαστεί για συνένωση πόρων²⁰ και για δημιουργία χρηματοδοτικών πακέτων σύμφωνα με τις διαφορετικές φάσεις κινδύνων. Ο διάλογος μεταξύ επενδυτών και μη χρηματοδοτικών εταιρειών καθώς και η διάδοση καλών πρακτικών και περιπτώσιολογικών μελετών θα

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

²⁰ Υφιστάμενα παραδείγματα περιλαμβάνουν την προτεινόμενη Πλατφόρμα υποδομής συντάξεων του ΗΒ και τις ιδέες για ένα κοινό ταμείο ιδιωτικών συμμετοχών και υποδομής μεταξύ ορισμένων περιφερειακών συνταξιοδοτικών ταμείων.

μπορούσε να βοηθήσει εδώ.²¹ Η Επιτροπή έχει ήδη δεσμευτεί²² να κάνει προτάσεις σχετικά με τις πιθανές μορφές **μακροπρόθεσμων επενδυτικών κεφαλαίων (ΜΕΚ)**. Πρώτες ενδείξεις από ενδιαφερόμενα μέρη δείχνουν ότι ένα νέο μέσο ΜΕΚ θα μπορούσε να διευκολύνει τη συγκέντρωση κεφαλαίων στην Ένωση. Αυτό ενδέχεται να βοηθήσει τους μεγάλους και μεσαίου μεγέθους θεσμικούς επενδυτές να επενδύσουν, για παράδειγμα, σε μια σειρά από έργα υποδομής. Τα ΜΕΚ θα βοηθήσουν τους θεσμικούς επενδυτές με τη διαφοροποίηση και τη διασπορά κινδύνων. Επιπρόσθετα, οι διαχειριστές των ΜΕΚ ενδέχεται να συνεισφέρουν πρόσθετη εξειδίκευση σε σχέση με τον τρόπο αντιμετώπισης των υποκείμενων συναλλαγών ή με τον τρόπο επιλογής και διαχείρισης μακροπρόθεσμων έργων υποδομής.

Ερωτήσεις:

6) Σε ποιο βαθμό και με ποιο τρόπο οι θεσμικοί επενδυτές δύνανται να διαδραματίσουν σημαντικότερο ρόλο στην αλλαγή του τοπίου στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση;

7) Πώς μπορούν οι στόχοι προληπτικής εποπτείας και η επιθυμία για υποστήριξη της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης να εξισορροπηθούν στο σχεδιασμό και στην εφαρμογή των αντίστοιχων κανόνων προληπτικής εποπτείας για ασφαλιστές, αντασφαλιστές και συνταξιοδοτικά ταμεία, όπως τα ΙΕΣΠ;

8) Ποια είναι τα εμπόδια δημιουργίας οργανισμών συλλογικής επενδύσεως; Είναι δυνατό να αναπτυχθούν πλατφόρμες σε επίπεδο ΕΕ;

9) Ποιες άλλες επιλογές και όργανα θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι βελτιώνουν τη δυνατότητα των τραπεζών και των θεσμικών επενδυτών να διοχετεύουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση;

Οι συνδυασμένες επιδράσεις της κανονιστικής μεταρρύθμισης στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα

Η ΕΕ έχει ακολουθήσει ένα αναλυτικό πρόγραμμα χρηματοοικονομικής μεταρρύθμισης. Όταν πραγματοποιείται ανασκόπηση όλων των θεσπισμένων και σχεδιασμένων μελλοντικών αλλαγών στους κανονισμούς προληπτικής εποπτείας που αντιμετωπίζουν οι διάφοροι οικονομικοί παράγοντες (τράπεζες, ασφαλιστές, συνταξιοδοτικοί οργανισμοί, κ.λπ.), ένα σημαντικό θέμα είναι εάν η σωρευτική επίδραση στη δημιουργία μακροπρόθεσμου μακροοικονομικού κεφαλαίου θα είναι μεγαλύτερη από το απλό άθροισμα των επιδράσεων κάθε μεταρρύθμισης που αντιμετωπίζεται μεμονωμένα. Για παράδειγμα, εάν οι τράπεζες μειώσουν την ανάληψη κινδύνων σε μακροπρόθεσμα πραγματικά στοιχεία του ενεργητικού ως συνέπεια της αύξησης των απαιτήσεων ρευστότητας, οι θεσμικοί επενδυτές με μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις θα μπορούσαν να συμπληρώσουν το κενό εφόσον το ρυθμιστικό πλαίσιο αποφεύγει την υπερβολική επικέντρωση στη βραχυπρόθεσμη αστάθεια. Ωστόσο, η ταυτόχρονη εισαγωγή απαιτήσεων ρευστότητας για διαφορετικούς παίκτες της χρηματοπιστωτικής αγοράς ενδέχεται να αποθαρρύνει τις επενδύσεις σε λιγότερο ρευστά διαθέσιμα και έτσι την ίδια στιγμή να αποκλείσει ορισμένους πιθανούς χρηματοδοτικούς διαύλους για μακροπρόθεσμες επενδύσεις.

Αυτό επιτάσσει στενότερη παρακολούθηση για οποιοδήποτε σωρευτικές επιδράσεις των μεταρρυθμίσεων προληπτικής εποπτείας. Τα διεθνή ρυθμιστικά όργανα όπως το Συμβούλιο χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και ο Όμιλος των

²¹ Για παράδειγμα, έχει δημιουργηθεί μια χρηματοπιστωτική στρογγυλή τράπεζα για τον εντοπισμό ευκαιριών ανάπτυξης προσαρμοσμένης χρηματοδότησης και καινοτόμων χρηματοπιστωτικών μέσων για την υποστήριξη μέτρων αποδοτικότητας των πόρων.

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

Υπουργών Οικονομίας και Κεντρικών Τραπεζών του G20 το εξετάζουν ήδη. Η πρόκληση έγκειται στην επίτευξη ρυθμιστικών στόχων μεγαλύτερης μακροοικονομικής σταθερότητας και σύγκλισης νομοθετικών ρυθμίσεων σε παγκόσμιο επίπεδο με τρόπο που να ελαχιστοποιεί οποιαδήποτε αρνητικά κίνητρα για χρηματοδότηση παραγωγικών μακροπρόθεσμων επενδύσεων.

Ερώτηση:

10) Υπάρχουν σωρευτικές επιπτώσεις των τρεχουσών και των σχεδιασμένων μεταρρυθμίσεων προληπτικής εποπτείας στο επίπεδο και την κυκλικότητα των συνολικών μακροπρόθεσμων επενδύσεων και πόσο σημαντικές είναι; Πώς είναι δυνατό να αντιμετωπιστεί με το βέλτιστο τρόπο οποιαδήποτε επίπτωση;

3.2. Αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών στο να προσφέρουν μακροπρόθεσμα χρηματοδοτικά μέσα

Πέρα από θεσμικούς επενδυτές, χρειάζονται επίσης ανοικτές κεφαλαιαγορές που λειτουργούν ομαλά και υποδομές για την παροχή ενός ευρύτερου φάσματος μέσων διοχέτευσης της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης.

Οι ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων έχουν καταστεί πολύ ισχυρές τις τελευταίες δεκαετίες.²³ Ωστόσο, τα ομόλογα μη χρηματοπιστωτικών εταιρειών στην Ευρώπη αντιστοιχούν ακόμα μόνο στο 15% του εταιρικού δανεισμού σε σύγκριση με άλλες οικονομίες. Στην πράξη, μόνο οι μεγάλες εταιρείες έχουν πρόσβαση στις ευρωπαϊκές αγορές ομολόγων, ενώ οι εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης και οι ΜΜΕ μόλις που μπορούν να αξιοποιήσουν τις αγορές ομολόγων. Οι ευρωπαϊκές αγορές τιτλοποίησης δεν είναι επίσης ιδιαίτερα ανεπτυγμένες σε σύγκριση με άλλα μέρη του κόσμου, γεγονός που περιορίζει περαιτέρω τα διαθέσιμα μακροπρόθεσμα χρηματοδοτικά μέσα.

Η Επιτροπή πρότεινε μεταρρυθμίσεις για βελτίωση της αξιοποίησης των αγορών ομολόγων μέσω της δημιουργίας νέων τόπων διαπραγματεύσεως, για ενίσχυση της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας πληροφοριών, για βελτίωση των απαιτήσεων προκειμένου να μειωθούν οι βραχυπρόθεσμες και κερδοσκοπικές εμπορικές δραστηριότητες και για βελτίωση της προστασίας του επενδυτή.²⁴ Ο βαθμός στον οποίο αυτές οι μεταρρυθμίσεις θα πετύχουν να διασφαλίσουν ότι οι κεφαλαιακές αγορές διοχετεύουν τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση όσο το δυνατό πιο αποτελεσματικά θα χρειαστεί να παρακολουθείται. Ενδέχεται να χρειαστούν περαιτέρω προσπάθειες.

Οι **αγορές καλυμμένων ομολόγων**²⁵ έχουν αποδειχτεί σχετικά ανθεκτικές κατά τη διάρκεια της κρίσης. Ωστόσο, οι αγορές είναι κατακερματισμένες με βάση το εθνικό επίπεδο και απαιτείται περαιτέρω ανάλυση προκειμένου να διερευνηθεί εάν και σε ποιο βαθμό μεγαλύτερη εναρμόνιση θα μπορούσε να δώσει ώθηση στη χρήση καλυμμένων ομολόγων, σύμφωνα με τις πρόσφατες καθοδηγούμενες από την αγορά πρωτοβουλίες, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τις ανησυχίες που συνδέονται με την ενδεχόμενη αυξημένη επιβάρυνση των στοιχείων ενεργητικού των ισολογισμών των τραπεζών.

²³ Για παράδειγμα, τα συνολικά ανεξόφλητα ποσά χρεογράφων που εκδίδονται από μη χρηματοδοτικές εταιρείες στη ζώνη του ευρώ ανέρχονταν σε 940 δισεκατ. ευρώ τον Ιούλιο του 2012, έχοντας αυξηθεί σε σχέση με τα περίπου 652 δισεκατ. ευρώ που ήταν στην αρχή του 2008 (Πηγή: EKT).

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

²⁵ Καλυμμένα ομόλογα είναι ομόλογα που στηρίζονται σε υποθήκες που παραμένουν στον ισολογισμό του εκδότη, σε αντίθεση με τιτλοποιημένα δάνεια, όπου τα στοιχεία ενεργητικού αφαιρούνται από τον ισολογισμό.

Η αναμόρφωση των **αγορών τιτλοποίησης** θα μπορούσε επίσης να βοηθήσει στην απελευθέρωση πρόσθετων πόρων μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Με την προϋπόθεση κατάλληλης εποπτείας και διαφάνειας των δεδομένων, μπορούν να βοηθήσουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να ελευθερώσουν κεφάλαια, τα οποία είναι δυνατό να κινητοποιηθούν για πρόσθετες δανειοδοτήσεις, και να διαχειριστούν τους κινδύνους. Οι καθοδηγούμενες από την αγορά πρωτοβουλίες τόνωσης των αγορών τιτλοποίησης περιλαμβάνουν αναδυόμενα σήματα (labels) για υψηλής ποιότητας, διαφανείς και τυποποιημένες τιτλοποιήσεις. Υπάρχει πλαίσιο ανάπτυξης απλών προϊόντων τιτλοποίησης με βάση ξεκάθαρες δομές χωρίς μόχλευση, με τη χρήση καλά επιλεγμένων, διαφοροποιημένων και χαμηλού κινδύνου υποκείμενων στοιχείων ενεργητικού. Οι αποκλειστικές αγορές κυρίως για ΜΜΕ και οι επαρκείς κανόνες προληπτικής εποπτείας και συστήματα εποπτείας είναι σημαντικά θέματα για εξέταση. Περαιτέρω εξέταση ενδέχεται να πραγματοποιηθεί για προϊόντα που συνδέονται με συγκεκριμένους τομείς.

Η ΕΕ ως σύνολο δεν είχε ποτέ μια πραγματική **ευρωπαϊκή αγορά ομολόγων έργων**²⁶. Η Επιτροπή μαζί με την ΕΤΕ έχει αρχίσει να αντιμετωπίζει αυτό το ζήτημα υλοποιώντας την πρωτοβουλία για τα ομόλογα χρηματοδότησης έργων, μια λύση χρηματοπιστωτικής αγοράς για την αντιμετώπιση των ατελειών της αγοράς και της πιστοληπτικής ικανότητας. Η πρωτοβουλία προσπαθεί να αποδείξει τη δυνατότητα χρηματοδότησης έργων υποδομής μέσω ομολόγων και σε τελική ανάλυση αποσκοπεί στην ανάπτυξη μιας ρευστής αγοράς ομολόγων χρηματοδότησης έργων. Αν και ακόμα σε μικρή κλίμακα, οι συμμετέχοντες στην αγορά αναπτύσσουν επίσης διάφορες πλατφόρμες επενδύσεων, προϊόντα και εργαλεία με σκοπό την ώθηση της αγοράς ομολόγων για χρηματοδότηση έργων. Είναι σημαντικό να εξετασθεί ο τρόπος με τον οποίο θα προωθηθεί η χρήση ομολόγων για χρηματοδότηση έργων περισσότερο, λαμβάνοντας υπόψη την προγραμματισμένη ενδιάμεση αξιολόγηση της πρωτοβουλίας.²⁷

Πολλοί υποστηρίζουν επίσης ότι η οικονομία, οι επιχειρήσεις και τα σχέδια επενδύσεων χρειάζονται περισσότερο **μετοχικό κεφάλαιο** παρά περισσότερο δανεισμό. Το μετοχικό κεφάλαιο μπορεί να είναι καλύτερο μέσο χρηματοδότησης για μακροπρόθεσμες, υψηλού κινδύνου επενδύσεις καθώς και για επενδύσεις με σημαντική ασυμμετρία πληροφόρησης και ηθικό κίνδυνο. Από την εποχή της κρίσης, η μακροοικονομική αβεβαιότητα και το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων ενδέχεται να έχει επηρεάσει τη ζήτηση των εταιρειών και την επιθυμία ανάληψης κινδύνων για μακροπρόθεσμο μετοχικό κεφάλαιο. Αντ' αυτού, οι επενδυτές αναζήτησαν καταφύγιο σε κρατικά χρεόγραφα με υψηλή φερεγγυότητα. Παράλληλα, οι ευκαιρίες της αγοράς για αρχικές δημόσιες προσφορές (ΑΔΠ) έχουν γίνει λιγότερες από ποτέ περιορίζοντας την πρόσβαση των εταιρειών στο κεφάλαιο, ενώ τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια διαδραματίζουν όλο και περισσότερο ρόλο ως προμηθευτές ρευστότητας παρά νέου κεφαλαίου. Συνολικά, το κόστος μετοχικού κεφαλαίου έχει παραμείνει υψηλό ενώ το κόστος χρηματοδότησης με δανειακά κεφάλαια έχει μειωθεί. Αυτό καθιστά εμφανές το έλλειμμα μετοχικού κεφαλαίου στην Ευρώπη, το οποίο ενδέχεται να χρειαστεί χρόνος προκειμένου να αντιμετωπιστεί. Αυτές οι εξελίξεις φαίνεται να είχαν μεγαλύτερη επίδραση στις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης. Οι κυβερνητικές πολιτικές και ρυθμίσεις χρειάζεται να είναι όσο το δυνατό πιο ουδέτερες σε σχέση με τις επιλογές των

²⁶ Τα ομόλογα για τη χρηματοδότηση έργων είναι ιδιωτικά δάνεια που εκδόθηκαν από μια εταιρεία του έργου για χρηματοδότηση ενός συγκεκριμένου έργου εκτός ισολογισμού.

²⁷ Αυτό θα μπορούσε να περιλαμβάνει: α) τυποποίηση και επισήμανση των ομολόγων για τη χρηματοδότηση έργων από εταιρείες του έργου στην ΕΕ, β) εάν χρειάζεται ένα συγκεκριμένο ρυθμιστικό πλαίσιο και γ) ανάλυση της ανάγκης και της σκοπιμότητας ανάπτυξης μιας αγοράς ομολόγων για χρηματοδότηση έργων (π.χ. με τη χρήση μιας πλατφόρμας διαπραγμάτευσης). Ομοίως, τα ομόλογα για τη χρηματοδότηση έργων θα μπορούσαν να επεκταθούν σε πράσινα ομόλογα και ειδικά βιομηχανικά ομόλογα για τη χρηματοδότηση έργων επίδειξης, συμπεριλαμβανομένων, των πρώτων στο είδος, έργων βιομηχανικής επίδειξης εμπορικής κλίμακας.

ιδιωτικών φορέων μεταξύ χρηματοδότησης από μετοχικά κεφάλαια και δανειακά κεφάλαια (για παράδειγμα, βλέπε κατωτέρω την εταιρική φορολόγηση).

Ερωτήσεις:

11) Πώς θα μπορούσε να βελτιωθεί η χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων από τις κεφαλαιαγορές στην Ευρώπη;

12) Πώς μπορούν οι κεφαλαιαγορές να βοηθήσουν να καλυφθεί το έλλειμμα μετοχικού κεφαλαίου στην Ευρώπη; Τι πρέπει να αλλάξει στον τρόπο που λειτουργεί η διαμεσολάβηση από την αγορά για να διασφαλιστεί η καλύτερη ροή χρηματοδότησης σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις, η καλύτερη υποστήριξη χρηματοδότησης μακροπρόθεσμων επενδύσεων σε οικονομικά, κοινωνικά και περιβαλλοντικά βιώσιμη ανάπτυξη και για να διασφαλίζεται η επαρκής προστασία των επενδυτών και των καταναλωτών;

13) Ποια είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα ανάπτυξης ενός περισσότερο εναρμονισμένου πλαισίου για καλυμμένα ομόλογα; Ποια στοιχεία θα μπορούσαν να αποτελούν αυτό το πλαίσιο;

14) Πώς θα μπορούσε να αναζωογονηθεί η αγορά τιτλοποίησης στην ΕΕ προκειμένου να επιτευχθεί η σωστή ισορροπία μεταξύ χρηματοοικονομικής σταθερότητας και ανάγκης βελτίωσης του μετασχηματισμού λήξεων από το χρηματοπιστωτικό σύστημα;

3.3 Οριζόντιοι παράγοντες που επιτρέπουν τη μακροπρόθεσμη αποταμίευση και χρηματοδότηση

Υπάρχει μια σειρά από πολλούς οριζόντιους παράγοντες σχετικά με τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις που θα έπρεπε επίσης να εξεταστούν, δεδομένης της επίδρασης που ενδέχεται να έχουν στην παροχή και στη διαμεσολάβηση για μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Οι ενέργειες των δημόσιων αρχών, συμπεριλαμβανομένων των φορολογικών συστημάτων, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην πραγματοποίηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων για χρηματοδότηση έργων, στη δημιουργία κινήτρων και στην ικανότητα των νοικοκυριών να αποταμιεύουν για μακροπρόθεσμο διάστημα και των συμμετεχόντων στην αγορά να διοχετεύουν τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση σε παραγωγικές επενδύσεις. Τα μακροπρόθεσμα πλαίσια πολιτικής που ορίζονται από τις δημόσιες αρχές υποστηρίζουν την ανάπτυξη στρατηγικής ατζέντας επενδύσεων πέρα από τον πολιτικό κύκλο, παρέχοντας περισσότερη διαφάνεια και αυξημένη βεβαιότητα για τους επενδυτές και τις εταιρείες. Είναι σημαντικό η κρατική επέμβαση σε αυτό το πλαίσιο να μη δημιουργεί στρεβλώσεις στον ανταγωνισμό, να μην παραγκωνίζει τους ιδιωτικούς επενδυτές ούτε να διαταράσσει τους ισότιμους όρους ανταγωνισμού στην ενιαία αγορά.

Ορισμένα κράτη μέλη έχουν λάβει μέτρα για να προωθήσουν τη μακροπρόθεσμη αποταμίευση και τις μακροπρόθεσμες επενδυτικές αποφάσεις των νοικοκυριών. Τα συνταξιοδοτικά προγράμματα αυτόματης ένταξης έχουν υιοθετηθεί σε ορισμένες χώρες. Άλλες έχουν εισαγάγει στοχευμένους λογαριασμούς ταμειυτηρίου²⁸ προκειμένου να υποστηρίξουν τη χρηματοδότηση έργων μακροπρόθεσμης επένδυσης παρέχοντας μια εγγυημένη (από το κράτος) σταθερή απόδοση και σε ορισμένες περιπτώσεις φορολογικές ελαφρύνσεις. Τα κεφάλαια στους εν λόγω λογαριασμούς επενδύονται στη συνέχεια σε δημόσια αγαθά, όπως νοσοκομεία, εργατικές κατοικίες και πανεπιστήμια. Μακροπρόθεσμα, θα ήταν σκόπιμο να εξεταστεί κατά πόσο η **διαθεσιμότητα συγκεκριμένων μέσων σε**

²⁸ Για παράδειγμα, το *Livret A* στη Γαλλία, το *libretti postali* στην Ιταλία και το *Bausparvertrag* (αναγκαστική αποταμίευση για στεγαστικά δάνεια) στη Γερμανία.

ευρωπαϊκό επίπεδο θα μπορούσε να βοηθήσει στην κινητοποίηση περισσότερων μακροπρόθεσμων αποταμιεύσεων, πιο άμεσα συνδεδεμένων με ευρύτερους στόχους της κοινωνίας. Αυτό το μοντέλο θα χρειαζόταν προσαρμογή προκειμένου να ισχύει σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Οι αποτιμήσεις, οι λογιστικές αρχές και οι στρατηγικές που αναπτύσσονται από τους διαχειριστές στοιχείων ενεργητικού παρατίθενται επίσης από πολλούς σχολιαστές ως παράγοντες που περιπλέκουν την αλυσίδα διαμεσολάβησης, αυξάνουν τα έξοδα διαμεσολάβησης και δημιουργούν αναντίστοιχα κίνητρα, όπως αυτά που προκύπτουν από την κλίση προς την κερδοσκοπία και τη βραχυπρόθεσμη προσέγγιση, που οφείλονται και αυτά στους αντιληπτούς υψηλότερους κινδύνους και στις καθυστερημένες αποδόσεις που συνδέονται με τη μακροπρόθεσμη επένδυση.

Ερώτηση:

15) Ποια είναι η σκοπιμότητα των διαφόρων μοντέλων για συγκεκριμένο λογαριασμό ταμειωτηρίου που θα είναι διαθέσιμος σε ευρωπαϊκό επίπεδο; Θα μπορούσε να σχεδιαστεί ένα ευρωπαϊκό μοντέλο;

Φορολόγηση

Η δομή και το επίπεδο της φορολογίας ενδέχεται να έχει επιδράσεις στις επενδυτικές αποφάσεις και στις αποφάσεις αποταμίευσης και ως εκ τούτου στην ανάπτυξη. Γενικά, τα φορολογικά συστήματα θα πρέπει να σχεδιάζονται με τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε να στρεβλώνουν όσο το δυνατό λιγότερο τις οικονομικές αποφάσεις των πολιτών και των εταιρειών, εκτός εάν οι φόροι αποβλέπουν να διορθώσουν εξωτερικότητες που προκύπτουν από συγκεκριμένες και καλώς ορισμένες αποτυχίες της αγοράς:

- **Φορολογία και επενδύσεις:** Η φορολογία εισοδήματος εταιρειών είναι ένας από τους πολλούς παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις για τα επίπεδα επενδύσεων καθώς και τον τρόπο χρηματοδότησης. Πιο συγκεκριμένα, τα συστήματα φορολογίας εισοδήματος εταιρειών στα περισσότερα κράτη μέλη τείνουν να ευνοούν το δανεισμό έναντι του μετοχικού κεφαλαίου, δημιουργώντας κίνητρα για υψηλότερη μόχλευση στις επιχειρήσεις επειδή οι καταβολές τόκων εκπίπτουν, ενώ δεν υπάρχει γενικά τέτοια έκπτωση για την απόδοση κεφαλαίου. Μια καλά ορισμένη φορολογική βάση που μειώνει τη στρέβλωση μόχλευσης θα μπορούσε επίσης να καταστήσει τις εταιρείες λιγότερο ευάλωτες απέναντι σε βραχυπρόθεσμη μείωση της πίστωσης. Ωστόσο, μεταρρυθμίσεις που να προσπαθούν να περιορίσουν αυτήν τη στρέβλωση έχουν εντοπιστεί σε πολύ λίγα κράτη μέλη. Περαιτέρω συζητήσεις σχετικά με τη δημιουργία εταιρικών φορολογικών βάσεων ανάλογα με τη χρηματοδοτική τους ουδετερότητα θα μπορούσαν ως εκ τούτου να είναι χρήσιμες στην ΕΕ.
- **Φορολογία και αποταμιεύσεις:** Η φορολογία των αποταμιεύσεων έχει μια σειρά από σημαντικές οικονομικές επιπτώσεις, μεταξύ άλλων, επηρεάζοντας το συνολικό ποσό των αποταμιεύσεων στην οικονομία και ως εκ τούτου επηρεάζοντας την κατανομή κεφαλαίου και επενδύσεων. Δεδομένων αυτών των επιπτώσεων, οι φορολογικές πολιτικές σε αυτόν τον τομέα πρέπει να σχεδιαστούν με προσοχή. Πολλά κράτη μέλη έχουν ήδη εφαρμόσει μια σειρά από κίνητρα για την αύξηση των (μακροπρόθεσμων) αποταμιεύσεων, κυρίως σε σχέση με τις αποταμιεύσεις που σχετίζονται με τις συντάξεις. Επιπροσθέτως, πολλά κράτη μέλη εφαρμόζουν διττά συστήματα φορολόγησης

εισοδήματος σύμφωνα με τα οποία το εισόδημα από κεφάλαιο φορολογείται, γενικώς, χωριστά με χαμηλότερο συντελεστή από ό,τι οι άλλες πηγές εισοδήματος και

- **Φορολογικά κίνητρα:** Τα φορολογικά κίνητρα θεωρούνται συχνά μέσο ενθάρρυνσης ορισμένων ειδών επένδυσης. Μια επιδότηση φόρου ενδέχεται να δικαιολογείται όταν η κοινωνική απόδοση μιας επένδυσης είναι υψηλότερη σε σχέση με την ιδιωτική απόδοση του επενδυτή και ως εκ τούτου τα επίπεδα επενδύσεων είναι κάτω από το κοινωνικά βέλτιστο (π.χ. Ε&Α και περιβαλλοντικοί προβληματισμοί). Ενώ υπάρχουν περιπτώσεις που συνηγορούν για τη χρήση φορολογικών κινήτρων, τα κίνητρα αυτά μπορούν επίσης να δημιουργήσουν διοικητικές επιβαρύνσεις αυξάνοντας τον αριθμό των απαλλαγών ή των πρόσθετων κανόνων που πρέπει να εφαρμοστούν. Επίσης, σε ορισμένες περιπτώσεις, η πληθώρα διαφορετικών εθνικών κανόνων ενδέχεται να δημιουργήσει δυνατότητες αρμπιτράζ.

Ερωτήσεις:

16) Τι είδους μεταρρυθμίσεις στη φορολογία εισοδήματος εταιρειών θα μπορούσαν να βελτιώσουν τις επενδυτικές συνθήκες απομακρύνοντας στρεβλώσεις μεταξύ δανεισμού και μετοχικού κεφαλαίου;

17) Τι πρέπει να ληφθεί υπόψη για τον ορισμό των σωστών κινήτρων σε εθνικό επίπεδο για μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση; Πιο συγκεκριμένα, πώς θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν τα φορολογικά κίνητρα προκειμένου να ενθαρρυνθεί η αποταμίευση με ισορροπημένο τρόπο;

18) Ποια είδη εταιρικών φορολογικών κινήτρων είναι επωφελή; Ποια μέτρα θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν για να αντιμετωπιστούν οι κίνδυνοι αρμπιτράζ όταν χορηγούνται απαλλαγές/κίνητρα για συγκεκριμένες δραστηριότητες;

19) Θα μπορούσε ο στενότερος φορολογικός συντονισμός στην ΕΕ να υποστηρίξει τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων;

Λογιστικές αρχές

Η λογιστική δεν είναι ουδέτερη, διαμορφώνει οικονομικές αποφάσεις: τα λογιστικά πρότυπα και μέτρα (όπως τα ΔΠΧΑ) συντελούν στο να υπάρχει μια κοινή γλώσσα μεταξύ επιχειρηματιών, επενδυτών και δημόσιων αρχών στηρίζοντας την εμπιστοσύνη και την ασφάλεια. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να συμβιβάζουν διαφορετικές απόψεις: ένα οικονομικό συμφέρον και ένα χρηματοοικονομικό συμφέρον/συμφέρον επενδυτή. **Οι λογιστικές αρχές της εύλογης αξίας** μπορούν να βελτιώσουν τη διαφάνεια και τη συνέπεια των χρηματοοικονομικών πληροφοριών, δεδομένου ότι αποδεικνύουν την αγοραία αξία των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων και παρέχουν πληροφορίες σχετικά με τη χρηματοοικονομική κατάσταση διαφορετικών ιδρυμάτων. Ωστόσο, ενδέχεται να έχουν επιζήμιες συνέπειες για τη σταθερότητα και τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Για παράδειγμα, ορισμένες έρευνες τονίζουν μια μείωση στις κατανομές μετοχικού κεφαλαίου σε χαρτοφυλάκια επενδύσεων από τους θεσμικούς επενδυτές, από τη στιγμή που το μετοχικό κεφάλαιο θεωρείται πιο ασταθές και επισφαλές σε σχέση με τα ομόλογα. Άλλες έρευνες υποστηρίζουν ότι η αποτίμηση που είναι συνεπής με την αγορά ενδέχεται να ενθαρρύνει τους μακροπρόθεσμους επενδυτές να αυξήσουν την ανάληψη κινδύνων εάν η αστάθεια προσδιορίζεται εκτός των λογαριασμών κερδών και ζημιών τους. Είναι σκόπιμο να εξετασθεί περαιτέρω εάν αυτά τα πρότυπα είναι κατάλληλα και για τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Σε αυτό το πλαίσιο, θα ήταν χρήσιμο να εντοπιστούν τρόποι για να εξισορροπηθεί η ακρίβεια

των πληροφοριών που δίδεται στους επενδυτές με επαρκή κίνητρα για την κατοχή και τη διαχείριση μακροπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού.

Ερώτηση:

20) Σε ποιο βαθμό θεωρείτε ότι η χρήση των λογιστικών αρχών της εύλογης αξίας έχει οδηγήσει τους επενδυτές να υιοθετούν συμπεριφορά βραχυπρόθεσμης προσέγγισης; Ποιες εναλλακτικές λύσεις ή άλλοι τρόποι, θα μπορούσαν να προταθούν, για την αντιστάθμιση αυτών των επιδράσεων;

Ρυθμίσεις εταιρικής διακυβέρνησης

Ο τρόπος διαχείρισης των στοιχείων ενεργητικού είναι δυνατό να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση από την άποψη της ευθυγράμμισης των κινήτρων των διαχειριστών στοιχείων ενεργητικού, των επενδυτών και των εταιρειών στις μακροπρόθεσμες στρατηγικές, αμβλύνοντας τις ανησυχίες σχετικά με τη βραχυπρόθεσμη προσέγγιση, την κερδοσκοπία και τις σχέσεις αντιπροσώπευσης. Έχουν ήδη θεσπιστεί κανόνες όσον αφορά τα καθήκοντα καταπιστευματοδόχου, τις συγκρούσεις συμφερόντων, τις αποδοχές, την άσκηση δικαιωμάτων ψήφου και τις πληροφορίες σχετικά με το κόστος, καθώς και την παροχή επενδυτικών συμβουλών και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου.²⁹ Πρόσθετες ενέργειες περιγράφονται επίσης στο **Σχέδιο Δράσης για Ευρωπαϊκό εταιρικό δίκαιο και εταιρική διακυβέρνηση**,³⁰ συμπεριλαμβανομένων των πιθανών τροποποιήσεων στην οδηγία για τα δικαιώματα των μετόχων. Πρόσθετα μέτρα θα εξετασθούν, όπως η περαιτέρω αξιολόγηση του τρόπου με τον οποίο διαρθρώνονται τα κίνητρα των διαχειριστών στοιχείων ενεργητικού προκειμένου να λαμβάνονται περισσότερο υπόψη μακροπρόθεσμες προοπτικές και η απαίτηση για περισσότερη διαφάνεια από τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων καταπιστευματοδόχου. Έχουν επίσης προωθηθεί ιδέες για την ενθάρρυνση μεγαλύτερης μακροπρόθεσμης συμμετοχής των μετόχων, η οποία θα μπορούσε να εξεταστεί περαιτέρω, όπως η ανάλυση της πιθανότητας των επιλογών σχετικά με την παραχώρηση αυξημένων δικαιωμάτων ψήφου ή μερισμάτων σε μακροπρόθεσμους επενδυτές.

Ερωτήσεις:

21) Τι είδους κίνητρα θα μπορούσαν να συμβάλουν στην προώθηση της καλύτερης μακροπρόθεσμης συμμετοχής των μετόχων;

22) Πώς είναι δυνατό να αναπτυχθούν οι εντολές και τα κίνητρα που δίδονται στους διαχειριστές στοιχείων ενεργητικού προκειμένου να υποστηρίξουν τις στρατηγικές και τις σχέσεις μακροπρόθεσμων επενδύσεων;

23) Υπάρχει ανάγκη για αναθεώρηση του ορισμού των καθηκόντων καταπιστευματοδόχου στο πλαίσιο της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης;

Πληροφορίες και υποβολή εκθέσεων

Πρόσφατες αναλύσεις τονίζουν την αυξανόμενη ζήτηση για **αποκάλυψη μη οικονομικής φύσεως πληροφοριών από εταιρείες**. Η έρευνα αναφέρει ότι οι εταιρείες οι οποίες διαχειρίζονται προνοητικά ζητήματα βιωσιμότητας των δραστηριοτήτων τους, έχουν σταθερά

²⁹ Βλέπε http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm και http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

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

χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου και τείνουν να ξεπερνούν τους ανταγωνιστές τους μακροπρόθεσμα. Οι γενικές απαιτήσεις για αποκάλυψη ενδέχεται να μην είναι αρκετές για την τόνωση των αποφάσεων σχετικά με μακροπρόθεσμες επενδύσεις, και ως εκ τούτου η Επιτροπή εργάζεται για την ανάπτυξη ενός πιο εύρωστου πλαισίου υποβολής εκθέσεων μη οικονομικής φύσεως. Η αποκάλυψη μη οικονομικής φύσεως πληροφοριών από διαχειριστές στοιχείων ενεργητικού και ιδιοκτήτες επίσης είναι ίσως σκόπιμο να εξεταστεί περαιτέρω, συμπεριλαμβανομένου του τρόπου εξέτασης των συγκεκριμένων κινδύνων και επιπτώσεων που σχετίζονται με τη βιωσιμότητα στη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Πολλοί σχολιαστές θεωρούν ότι η **τριμηνιαία υποβολή εκθέσεων** δημιουργεί λανθασμένα κίνητρα, ωθώντας τους συμμετέχοντες στην αγορά να επικεντρώνονται σε πολύ βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα. Κατά την αναθεώρηση της οδηγίας για τη διαφάνεια,³¹ η Επιτροπή πρότεινε να αρθεί η υποχρέωση για τριμηνιαία υποβολή εκθέσεων.

Κριτήρια αναφοράς και αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας μπορούν να έχουν επίσης ορίζοντα έτους ή βραχύτερου διαστήματος. Η Επιτροπή πρότεινε να καταστήσει αυστηρότερους τους κανόνες, ώστε να βασίζεται κανείς λιγότερο σε παραδοσιακές αξιολογήσεις και επετεύχθη πολιτική συμφωνία σχετικά με ορισμένες νομοθετικές μεταρρυθμίσεις τον Νοέμβριο του 2012.³² Η ανάπτυξη μέσω μέτρησης και αξιολόγησης που εξισορροπούν την προώθηση μακροπρόθεσμης προοπτικής και τη βραχυπρόθεσμη λογοδοσία θα μπορούσε να αποτελέσει ένα χρήσιμο εργαλείο που θα βοηθούσε τους μακροπρόθεσμους επενδυτές.

Ερωτήσεις:

24) Σε ποιο βαθμό είναι δυνατό η αυξημένη ενσωμάτωση οικονομικής και μη οικονομικής φύσεως πληροφοριών να συνδράμει στην παροχή σαφέστερης εικόνας της μακροπρόθεσμης απόδοσης μιας εταιρείας και να συνεισφέρει σε καλύτερη λήψη επενδυτικών αποφάσεων;

25) Υπάρχει ανάγκη για ανάπτυξη συγκεκριμένων μακροπρόθεσμων κριτηρίων αναφοράς;

3.4 Η δυνατότητα των ΜΜΕ να έχουν πρόσβαση σε τραπεζική και μη τραπεζική χρηματοδότηση

Οι μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις (ΜΜΕ), σήμερα, έχουν τη δυνατότητα να υποστηρίξουν τη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη του μέλλοντος. Έχουν ιστορικά σημαντικές δυσκολίες στην πρόσβαση σε χρηματοδότηση για ανάπτυξη. Δεδομένης της εξάρτησής τους από την τραπεζική χρηματοδότηση, οι εν λόγω δυσκολίες εντείνονται λόγω της απομόχλευσης των τραπεζών. Επιπροσθέτως, στην παρούσα φάση είναι αντιμέτωπες με κατακερματισμένες χρηματοπιστωτικές αγορές στην ΕΕ, καθώς η πρόσβαση στους όρους χρηματοδότησης ποικίλει σημαντικά από χώρα σε χώρα.

Η μειωμένη διαθεσιμότητα της τραπεζικής χρηματοδότησης ενέτεινε τις δράσεις πολιτικής για προώθηση της ανάπτυξης εναλλακτικών, μη τραπεζικών διαύλων για δανεισμό των ΜΜΕ. Το 2011, η Επιτροπή υιοθέτησε ένα πρόγραμμα δράσης, προκειμένου να αντιμετωπίσει τα προβλήματα χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν οι ΜΜΕ.³³ Έχουν ήδη συμφωνηθεί ορισμένες πρωτοβουλίες, συμπεριλαμβανομένων των νέων πλαισίων της ΕΕ για επενδύσεις σε επιχειρηματικό κεφάλαιο και σε ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας. Σε εξέλιξη βρίσκονται επίσης ορισμένες πρωτοβουλίες πολιτικής προκειμένου να διευκολυνθεί η

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

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

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

πρόσβαση των ΜΜΕ στις αγορές μετοχικού κεφαλαίου. Ωστόσο, πρέπει να υιοθετηθούν ακόμη και άλλες νομοθετικές προτάσεις που συνδέονται με το σχέδιο δράσης. Παρουσιάστηκαν επίσης προτάσεις προκειμένου να επιτραπεί στους διαχειριστές πολυμερών χώρων συναλλαγών να λαμβάνουν το σήμα «αγορά ανάπτυξης ΜΜΕ», καθώς και για ένα αναλογικό καθεστώς που θα μειώσει τα διοικητικά έξοδα και τις δαπάνες για πρόσβαση των ΜΜΕ στις αγορές για χρηματοδότηση.³⁴ Παράλληλα, υπήρξε ανάπτυξη στις από μακρού χρόνου υπάρχουσες αγορές, όπως σε τίτλους με εγγυήσεις ενεργητικού και στις χρηματοδοτήσεις της αλυσίδας εφοδιασμού καθώς και σε καινοτόμα χρηματοπιστωτικά προϊόντα με χρήση της τεχνολογίας και του Διαδικτύου, για παράδειγμα μέσω συμμετοχικής χρηματοδότησης.

Αλλά αυτά τα μέτρα ενδέχεται να μην επαρκούν για την αντιμετώπιση των δυσκολιών πρόσβασης των ΜΜΕ σε χρηματοδότηση. Περαιτέρω μέτρα θα μπορούσαν να εξεταστούν, όπως:

- **Ανάπτυξη επιχειρηματικού κεφαλαίου.** Ο τομέας επιχειρηματικού κεφαλαίου πλήττεται από την έλλειψη πόρων και επηρεάζεται από τις ρυθμίσεις προληπτικής εποπτείας των τραπεζών και της ασφάλισης. Οι οργανισμοί επενδύσεων σε μερίδια άλλων οργανισμών (funds-of-funds) θα μπορούσαν να είναι αποτελεσματικό μέσο για αύξηση του όγκου του επιχειρηματικού κεφαλαίου. Ένα ταμείο εγγυήσεων για θεσμικούς επενδυτές θα μπορούσε να μειώσει περαιτέρω τους περιορισμούς σε αυτήν την αγορά.
- **Ανάπτυξη ειδικών αγορών και δικτύων για ΜΜΕ.** Τα ταμεία επιχειρηματικού κεφαλαίου εξαρτώνται επίσης από την καλή λειτουργία χρηματιστηρίων που απευθύνονται σε ΜΜΕ για να μετατραπούν οι επενδύσεις τους σε αρχικές δημόσιες προσφορές. Άλλα μέτρα θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν τη καθιέρωση μιας διαφορετικής προσέγγισης για ΜΜΕ, που θα ξεπερνά την τρέχουσα πρόταση MiFID II και θα περιλαμβάνει την ανάπτυξη ειδικών λογιστικών κανόνων για εισηγμένες ΜΜΕ και νέες πλατφόρμες συναλλαγών. Οι ειδικές αγορές για ΜΜΕ θα μπορούσαν να βοηθήσουν στην αύξηση της ορατότητάς τους, στην προσέλκυση νέων επενδυτών και στην υποστήριξη της ανάπτυξης νέων μέσων τιτλοποίησης για ΜΜΕ. Η ανάπτυξη πλαισίων για επιχειρηματικά δίκτυα θα μπορούσε να ευνοήσει την ομαδοποίηση των ΜΜΕ, τον επιμερισμό του κινδύνου, την αμοιβαιοποίηση και τη διαφοροποίηση και ως εκ τούτου τη βελτίωση της πρόσβασής τους σε χρηματοδότηση.
- **Ανάπτυξη νέων μέσων τιτλοποίησης για ΜΜΕ.** Η Επιτροπή έχει ήδη ένα μέσο τιτλοποίησης για ΜΜΕ και έχει προτείνει να συνεχίσει την προσφορά υποστήριξης για τιτλοποίηση μέσω του προγράμματος COSME. Επιπροσθέτως, σύμφωνα με τα κριτήρια της ΕΕ για βιομηχανικές επενδύσεις ευρωπαϊκού ενδιαφέροντος από ΜΜΕ, όργανα για δομημένες πιστώσεις θα μπορούσαν να αποκτήσουν ευρωπαϊκά σήματα. Δεδομένων των μεγάλων διαφορών μεταξύ βιομηχανικών τομέων και μεταξύ επενδυτικών κύκλων, αυτά τα όργανα πρέπει να είναι διαφοροποιημένα.
- **Ανάπτυξη προτύπων για αξιολογήσεις της βαθμολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας των ΜΜΕ** θα μπορούσε να βοηθήσει στην αντιμετώπιση της έλλειψης αξιόπιστων πληροφοριών σχετικά με τις ΜΜΕ και τη σχετική δυσκολία για πιθανούς επενδυτές στην αξιολόγηση της φερεγγυότητάς τους. Η

³⁴

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

ανάπτυξη κοινών ελάχιστων προτύπων ποιότητας σχετικά με την εξωτερική αξιολόγηση των εταιρειών μεσαίας κεφαλαιοποίησης και των ΜΜΕ θα μπορούσε να διευκολύνει περαιτέρω την πρόσβασή τους σε χρηματοδότηση, ακόμη και διασυνοριακή, και θα οδηγούσε σε εμβάθυνση της ολοκλήρωσης της αγοράς και

- **Ανάπτυξη ή προώθηση άλλων «μη παραδοσιακών» πηγών χρηματοδότησης**, όπως η χρηματοδοτική μίσθωση, η χρηματοδότηση της αλυσίδας εφοδιασμού, διαδικτυακές πηγές χρηματοδότησης όπως συμμετοχική χρηματοδότηση, κ.λπ. Θα πρέπει να εξεταστεί περαιτέρω ο τρόπος με τον οποίο θα διασφαλιστεί η ανάπτυξη αυτών των αγορών σε βιώσιμη βάση και ο τρόπος με τον οποίο θα υποστηρίζονται καταλλήλως εντός ενός ρυθμιστικού πλαισίου.

Ερωτήσεις:

26) Ποια περαιτέρω μέτρα θα μπορούσαν να εξεταστούν, στο πλαίσιο ρύθμισης της ΕΕ ή άλλων μεταρρυθμίσεων, προκειμένου να διευκολυνθεί η πρόσβαση των ΜΜΕ σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης;

27) Πώς θα μπορούσαν να σχεδιαστούν μέσα τιτλοποίησης για ΜΜΕ; Ποιοι είναι οι καλύτεροι τρόποι να χρησιμοποιηθεί η τιτλοποίηση προκειμένου να κινητοποιηθεί το χρηματοοικονομικό κεφάλαιο των διαμεσολαβητών για πρόσθετο δανεισμό/επενδύσεις σε ΜΜΕ;

28) Θα ήταν σκόπιμο να δημιουργηθεί μια πλήρως χωριστή και διακριτή προσέγγιση για αγορές ΜΜΕ; Πώς και από ποιον θα μπορούσε να αναπτυχθεί μια αγορά για ΜΜΕ, συμπεριλαμβανομένων των τιτλοποιημένων προϊόντων που είναι ειδικά σχεδιασμένα για τις χρηματοδοτικές ανάγκες των ΜΜΕ;

29) Θα μπορούσε ένα ευρωπαϊκό ρυθμιστικό πλαίσιο να βοηθήσει ή να δυσχεράνει την ανάπτυξη αυτών των εναλλακτικών μη τραπεζικών πηγών χρηματοδότησης για τις ΜΜΕ; Ποιες μεταρρυθμίσεις θα μπορούσαν να βοηθήσουν να στηριχθεί η συνέχιση της ανάπτυξής τους;

Ερώτηση:

30) Πέρα από την ανάλυση και τα πιθανά μέτρα που περιγράφονται στην παρούσα Πράσινη Βίβλο, τι άλλο θα μπορούσε να συμβάλει στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της ευρωπαϊκής οικονομίας;

4. ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ

Με βάση τα αποτελέσματα της παρούσας διαβούλευσης, η Επιτροπή θα εξετάσει τις κατάλληλες ενέργειες που θα ακολουθήσουν στη συνέχεια. Οι απαντήσεις που θα ληφθούν θα είναι διαθέσιμες στον ιστότοπο της Επιτροπής, εκτός και αν ζητηθεί ρητά εμπιστευτικότητα, και η Επιτροπή θα δημοσιεύσει περίληψη των αποτελεσμάτων της διαβούλευσης.

Τα ενδιαφερόμενα μέρη καλούνται να αποστείλουν τις παρατηρήσεις τους έως τις 25 Ιουνίου 2013 στην ακόλουθη διεύθυνση ηλεκτρονικού ταχυδρομείου: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu

