



Brüssel, 25.3.2013
COM(2013) 150 final

ROHELINE RAAMAT

EUROOPA MAJANDUSE PIKAAJALISE RAHASTAMISE KOHTA

(EMPs kohaldatav tekst)

{SWD(2013) 76 final}

1. SISSEJUHATUS

Euroopal on hädasti vaja seada EL tagasi aruka, jätkusuutliku ja kaasava majanduskasvu teele, kus ta saaks luua töökohti, tugineda valdkondadele, kus tal on konkurentsieelis, ja suurendada seeläbi oma konkurentsivõimet maailmaturul.

Selle ülesande täitmisel vajab Euroopa ulatuslikke ja pikaajalisi investeeringuid kooskõlas strateegia „Euroopa 2020”,¹ 2012. aasta tööstuspoliitika ajakohastuse,² algatuse „Innovatiivne liit”³ ja Euroopa ühendamise rahastu⁴ prioriteetidega. Pikaajaliste investeeringute näol on tegemist pikaajaliste kapitalimahutustega varasse, mis hõlmab nii materiaalsel vara (nt energia-, transpordi- ja sideinfrastruktuurid, tööstus- ja teenindusrajatised, elamumajandus ja kliimamuutus ning ökoinnovatsiooni tehnoloogiad) kui ka immateriaalsel vara (nt haridus ning teadus- ja arendustegevus), mis annavad tuge innovatsioonile ja konkurentsivõimele. Paljud sellised investeeringud toovad kasu avalikkusele laiemalt, sest hädavajalike teenuste toetamise ja elustandardi tõstmise kaudu loovad nad ühiskonnale tervikuna suuremat kasu. Nende mõju võib hakata avalduma ka lühiajalises perspektiivis. Need võimaldavad ettevõtetel ja valitsemissektoril toota rohkem vähemate ressurssidega, aidates lahendada uusi majanduslikke, sotsiaalseid⁵ ja keskkonnaprobleeme, hõlbustades üleminekut jätkusuutlikumale majandusele ja suurendades majanduse tootmis- ja tööstuslikku võimsust. Kliimamuutuse suundumused ja loodusvarade ammendumine toovad veelgi enam esile jätkusuutliku majanduskasvu tähtsuse, kuivõrd need osutavad vajadusele teha pikemaajalisi investeeringuid vähese CO₂-heitega energiasse, energia- ja ressursitõhususse ning infrastruktuuri kooskõlas poliitilise eesmärgiga piirata kliimamuutust vähem kui kahe kraadiga ja lõpetada majanduskasvu sõltuvus loodusvarade kasutamisest.

Selliste pikaajaliste investeeringute rahastamiseks vajavad nii valitsused kui ka igas suuruses ettevõtted juurdepääsu prognoositavale pikaajalisele rahastamisele. Majanduse suutlikkus teha selline pikaajaline rahastamine kättesaadavaks oleneb finantssüsteemi võimest suunata valituste, ettevõtete ja majapidamiste säästud avatud ja konkurentsinoüetele vastavate turgude kaudu tulemuslikult ja tõhusalt õigetele kasutajatele ja õigetesse investeeringutesse. Seda saab teha mitmesuguste vahendajate kaudu (nt pangad, kindlustusandjad ja pensionifondid) ja vahetu juurdepääsu kaudu kapitaliturgudele. Käesolevas rohelises raamatus keskendutakse sellele, kuidas see protsess toimib. Selleks, et suunata vahendeid mõistlike kuludega pikaajalisse rahastamisse, on majandusel vaja tekitada ja ligi tõmmata säästusid. Valitsemissektor saab seda toetada läbimõeldud fiskaalpoliitika, tõhusate maksusüsteemide ja ettevõtjasõbraliku keskkonna kaudu, mis soodustab majanduse atraktiivsust investeeringute, sh välisinvesteeringute sihtkohana.

Pikaajalise rahastamise protsessi õigele rajale seadmine on struktuursete majandusreformide toetamisel ja majanduse pikaajalise kasvutrendi juurde tagasipöördumisel keskse tähtsusega. Pikaajalist rahastamist vajatakse ka ettevõtte kogu elutsükli vältel, aidates ettevõtet asutada, võimaldades tal kasvada ja seejärel kasvu säilitada. Pikaajaline rahastamine aitab ettevõtetel liikuda elutsükli ühest faasist teise. See nõuab teadmisi ning erinevate rahastamisvahendite ja

¹ Vt http://ec.europa.eu/europe2020/index_et.htm

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

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

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

⁵ Komisjoni teatistes „Sotsiaalsed investeeringud majanduskasvu ja ühtekuuluvuse edendamiseks” (COM(2013)83) rõhutatakse, et liikmesriikidel on vaja kasutada sotsiaalvaldkonna rahastamiseks rohkem uuenduslikke lähenemisviise, sealhulgas kasutades erasektori osalust.

protsesside kättesaadavust. Pikaajaline rahastamine aitab rahastada ka eksporti ja annab seega panuse välise konkurentsivõime paranemisse. Pikaajalise rahastamise tähtsust majanduskasvule ja töökohtade loomisele on rahvusvahelisel tasandil tunnistanud G20⁶.

Finantskriis on kahandanud Euroopa finantssektori suutlikkust suunata säästusid pikaajaliste investeerimisvajaduste täitmiseks. Eelkõige on finantskriis ja makromajanduse praegune nõrk seis loonud ebakindluse ja riskikartlikkuse õhkkonna, seda eriti finantssurve all olevates liikmesriikides ja VKEdes hulgas. Samuti on finantskriis kahjustanud pankade suutlikkust anda pika lõpptähtajaga laenusid, sest neil on vaja vähendada finantsvõimendust, et korrigeerida mineviku liialdusi. Samal ajal on kriis avaldanud negatiivset mõju laenuvõtjate ja institutsionaalsete investorite usaldusele ja riskivalmidusele.

Üks kriisist saadud peamisi õppetunde on see, et finantsstabiilsuse ja turgudel usalduse taastamiseks on vajalik finantssektori asjakohane regulatsioon ja järelevalve. Osana laiematest poliitikameetmetest on asjakohane tagada, et uue regulatiivse ja järelevalveraamistiku üksikasjalik kalibreerimine võimaldab finantssektoril võimalikult tõhusalt toetada reaalmajandust, seadmata sealjuures ohtu finantsstabiilsust.

Kui finantskriis kõrvale jätta, siis on oluline küsimus, kas Euroopa ajalooline tugev sõltuvus pankadepoolsest vahendamisest pikaajaliste investeringute rahastamisel annab teed mitmekesisemale süsteemile, mida iseloomustab otse kapitaliturgudelt rahastamise märkimisväärselt suurem osakaal ning institutsionaalsete investorite ja alternatiivsete finantsturgude suurem osalemine. Arvestades pankade riskijuhtimise oskusi ning nende teadmisi kohalikest ettevõtetest ja suhteid nendega, jäävad pangad ilma igasuguse kahtluseta ka edaspidi rahaliste vahendite pikaajalistesse investeringutesse suunamisel olulisteks osalejateks. Siiski ei ole kindel, kas kommertspangad pöörduvad tagasi oma tava juurde hoida pikaajalisi varasid kuni lõpptähtajani varasemaga samal tasemel.

Pankade kahanenud roll pikaajalises laenuandmises loob uusi vajadusi ja võimalusi muudele finantsasutustele ja turupõhisele vahendusele rahaliste vahendite pikaajalistesse investeringutesse suunamiseks. Ometi oleneb institutsionaalsete investorite ja turgude suutlikkus seda lünka täita mitmetest tingimustest. Paljud väidavad, et lisaks usaldatavusnõuete regulatiivsele raamistikule tekitavad lisakulusid ja valesti seatud stiimuleid raamatupidamispõhimõtted, väärtuse hindamised ja varahaldurite käitumine. Lisaks sellele on ettevõtete võlakirjade, aktsia- ja väärtpaberistamisturud Euroopas muude majanduspiirkondadega võrreldes suhteliselt vähe arenenud ning finantssektoriväline rahastamine on väikestele ja keskmise suurusega ettevõtetele (VKEd) jäänud enamjaolt ligipääsmatuks.

Pikaajalise rahastamise jaoks tulemuslike ja tõhusate vahenduskanalite tagamine on keerukas ja mitmemõõtmeline ülesanne. Käesoleva rohelise raamatu eesmärk on käivitada laiaulatuslik arutelu selle üle, kuidas edendada pikaajalise rahastamise pakkumist ning parandada ja mitmekesistada finantsvahenduse süsteemi Euroopas tehtavate pikaajaliste investeringute puhul. Nagu konsultatsiooni küsimustest näha võib, tuleks selles arutelus arvesse võtta finantsturu eri osaliste eripärasid ning käsitleda ka küsimusi, mis seonduvad mitmesuguste soovitud tulemust võimalikuks tegevate tingimustega. Vastused konsulteerimisel esitatud küsimustele aitavad komisjonil täiendavalt hinnata pikaajalise rahastamise ees seisvaid takistusi, eesmärgiga teha kindlaks võimalikud poliitikameetmed, millega need ületada.. Sellele võivad järgneda meetmed, mis võivad olla mitmes vormis; mõnes valdkonnas võib olla vajalik uus või kohandatud regulatsioon, samal ajal kui teistes võiks ELi tasandi roll olla

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

tihedamale koordineerimisele õhutamise ja parimate tavade edendamise; samuti võivad need oma vormilt olla konkreetsete liikmesriikide suhtes Euroopa poolaasta kontekstis võetavad spetsiifilised järelmeetmed. Rohelisele raamatule on lisatud komisjon talituste töödokument, milles esitatakse aluseks olev analüüs üksikasjalikumalt.

2. PIKAAJALISE RAHASTAMISE PAKKUMINE JA PIKAAJALISTELE INVESTEERINGUTELE ISELOOMULIKUD OMADUSED

Majanduse suutlikkus rahastada pikaajalisi investeeringuid sõltub selle võimest koguda säästusid ning tõmmata ligi ja säilitada otseseid välisinvesteeringuid.

Pikaajalise rahastamise allikaks võivad olla erinevad pakkujad, sealhulgas valitsused, ettevõtted ja majapidamised. Ka valitsemissektor ja ettevõtted loovad nõudlust pikaajalise rahastamise järele. Euroopas on nii investeeringute suhe SKPsse kui ka säästude suhe SKPsse ligikaudu 20 %. See on muude piirkondadega võrreldes soodne. Ometi on selle laiema pildi varjus asjaolu, et erasektori investeeringud jäid 2011. aastal tugevalt alla 2007. aasta taset ja et see langus oli neli korda suurem kui SKP reaallangus samal ajavahemikul⁷. Makromajanduse nõrga seisu ja väljavaate tõttu tunnevad nii säästjad kui ka investorid praegu olulisel määral ebakindlust, on riskikartlikud ja neil puudub usaldus. Sellel võib olla kestav mõju, mis võib tekitada pikaajalise rahastamise pakkumisele püsivamaid takistusi ja vähendada nõudlust:

- **Valitsemissektor:** võttes arvesse valitsemissektori investeeringutega sageli seostatavaid positiivseid välismõjusid ja seda, et need täiendavad erasektori investeeringud, täidavad avaliku sektori vahendid, mida saadakse maksudest ja riigivõlakirjade emiteerimisest, pikaajaliste investeeringute rahastamisel äärmiselt olulist rolli. Kuigi valitsemissektor täidab avalike kaupade ja avaliku infrastruktuuri pakkumisel alati keskse tähtsusega rolli, on süstemaatilise tasuvusanalüüsi ja projektide hoolika valimise kaudu kulutuste suurema tõhususe saavutamine olnud pikaajaliseks probleemiks. Lisaks sellele kasutatakse avaliku sektori vahendeid, et toetada toetuste ja laenudega erasektori pikaajalisi investeeringuid valdkondades, kus turutõrgete tõttu ei ole erasektoripoolse rahastamise ja/või investeeringute tase optimaalne. Neis valdkondades ei tohiks avaliku sektori vahendid erasektori investeeringuid asendada, kuid nad saavad olla neile katalüsaatoriks ja aidata ohjata nendega seonduvaid riske.
- **Ettevõtted:** ettevõtted rahastavad investeeringuid kas omavahenditest või finantssüsteemi kaudu. Tagasihoidlik nõudlus ja turu ebakindlus on ettevõtete kasumeid kahandanud. Samal ajal on ettevõtete investeeringud olnud veelgi tagasihoidlikumad, mis on mõnedes liikmesriikides suurendanud sisemiste säästude mahtu, seda eriti suurettevõtete puhul – suurettevõtete raha ja raha ekvivalentide positsioonid on ajavahemikul 2009. aastast 2011. aastani hinnanguliselt kasvanud umbes nelja protsendipunkti võrra⁸. Jätkuva likviidsete vahendite puuduse tõttu kannatavad aga ka paljud VKEd;
- **Majapidamised:** majapidamised on investeeringute rahastamisel peamine vahendite allikas. Ometi on nende eelistatavim instrument lühiajalised säästud. Näiteks vähendasid majapidamised ajavahemikul 2000–2010 oma

⁷ Vt McKinsey Global Institute (2012).

⁸ Tuginedes uuringule raha ja raha ekvivalentide muutuste kohta 170 suures finantssektoris mittekuulavas Euroopa ettevõttes, millele Fitch annab krediidiireitinguid.

aktsiainvesteeringute osakaalu finantsvarades kaheksa protsendipunkti võrra⁹. Majapidamised eelistavad üldjuhul likviidsust ja võimalust oma investeeringud hõlpsasti rahaks vahetada. Eelistatakse stabiilsust ja riskikartlikkus on nüüd laialt levinud. Seetõttu on vaja kaasata rohkem pikaajalisi sääste;

- **Väline rahastamine:** veel üheks pikaajaliste projektide rahastamisallikaks on traditsiooniliselt jäänud otsesed välisinvesteeringud. Kriisist hoolimata hakkas otseste välisinvesteeringute vool ELi 2011. aastal pärast viimaste aastate järsku langust taastuma. ELi suunduvad otsesed välisinvesteeringud saavutasid 2011. aastal 242 miljardi euro taseme, kasvades seega 2010. aasta tasemega võrreldes 13 %. ELi sees valitsevad riikide vahel olulised erinevused.

Majanduse pikaajalise kasvu väljavaated olenevad muu hulgas finantssektori suutlikkusest suunata eespool nimetatud säästude allikad **tootlikusse kapitali tehtavatesse investeeringutesse**. Käesolevas rohelises raamatus vaadeldakse pikaajalisi investeeringuid materiaalsesse ja immateriaalsesse varasse tehtavate pikaajaliste kapitalimahutuste seisukohast. See tähendab, et keskendutakse tootlikule kapitalile (mitte finantskapitalile), sarnaselt rahvamajanduse arvepidamisega, kus investeeringuid käsitletakse kapitali kogumahutusena põhivarasse. Tootlikkuse kapitali tehtavad kapitalimahutused said finantskriisi tõttu raske löögi ja investeeringute tase on paljudes ELi riikides ikka veel allpool kriisieelset taset. Materiaalsesse ja immateriaalsesse tootlikkuse kapitali tehtavad investeeringud on äärmiselt olulised ELi majanduse kasvu teele pööramiseks ning need on nurgakiviks mis tahes pikaajalise majanduskasvu strateegiale.

Rõhuasetus on pikaajalistel kapitalikaupadel (nt majanduslik ja sotsiaalne infrastruktuur, hooned ning teadus- ja arendustegevus, haridus ja innovatsioon), ja seda mitte seetõttu, et need oleksid lühiajalisematest kapitalikaupadest (nt arvutid, mobiiltelefonid ja sõidukid) olulisemad, vaid pigem seetõttu, et lühiajalistesse kapitalikaupadesse tehtavate investeeringute vood on tugevalt protsüklilised. Need mahud on Euroopa nõrga makromajandusliku väljavaate tõttu langenud praeguseks madalale, kuid taastuvad eeldatavasti niipea, kui majandus kasvama hakkab. Sama kehtib tootmisettevõtete muude kulude kohta, nagu personalikulud (töölevõtmine) ja vahesisendite ostmine.

Olukord on hoopis teistsugune pikaajaliste kapitalikaupade puhul, mida iseloomustavad pikaajalised investeeringud / pikk ehitamiseks kuluv aeg ja mis nõuavad **pikaajalist rahastamist**, kuna investeeringutasuvust tagavad rahavood hakkavad laekuma alles märkimisväärses aja möödudes. Kuna märkimisväärses osa pikaajalisest tootlikust kapitalist moodustab avalik infrastruktuur, on seda liiki kapital täitnud traditsiooniliselt majanduse jaoks stabiliseerivat rolli – see oleneb valitsemissektori suutlikkusest teha avaliku sektori investeeringuid vastutsüklilisel viisil ja sellest, kas finantssektor on investeeringuteks vahendite andmisel piisavalt kindel, et majandus on ehitamiseks kulunud aja möödudes täishoos.

Pikaajalisele rahastamisele ei ole ühtset üldtunnustatud definitsiooni. Laias laastus võib pikaajalist rahastamist käsitada protsessina, mille abil finantssektor pakub rahastamist, millega tasuda pikema ajavahemiku peale jaotuvate investeeringute eest. See definitsioon keskendub tervele reale pikaajalise rahastamise seonduvatele teguritele¹⁰. Teiselt poolt määratletakse G20 egiidi all tehtavas pikaajaliste investeeringutega seonduvas

⁹ Vt McKinsey Global Institute (2011).

¹⁰ Nendeks teguriteks on muu hulgas investorit iseloomustavad näitajad, vara laad, finantsvahenduse liik ning vara väärtuse hindamine ja hinnakujundus. Seda on üksikasjalikumalt käsitletud käesolevale rohelisele raamatule lisatud talituste töödokumendis.

rahvusvahelises töös pikaajalist rahastamist kitsamalt, keskendudes rahastamise tähtaegadele, mis ületavad viit aastat, sealhulgas ilma kindla tähtajata rahastamisallikatele (nt aktsiad).

Küsimused:

1) Kas Te nõustute eespool esitatud pikaajalise rahastamise pakkumist ja sellele iseloomulikke omadusi käsitleva analüüsiga?

2) Kas Teil on seisukoht küsimuses, kuidas oleks pikaajalist rahastamist kõige asjakohasem defineerida?

3. EUROOPA MAJANDUSE PIKAAJALISE RAHASTAMISE TÕHUSTAMINE

Kõigi rahastamisliikide puhul oleneb majanduse suutlikkus rahastada pikaajalisi investeringuid finantssüsteemi võimest suunata need vahendid avatud ja konkurentsinogetele vastavate turgude kaudu tulemuslikult ja tõhusalt õigetele kasutajatele ja õigetes investeringutesse. See võib toimuda mitmesuguste vahendajate (sealhulgas pankade, kindlustusandjate ja pensionifondide) kaudu, aga ka vahetu juurdepääsu kaudu finantsturgudele. Ometi takistavad mitmesugused tegurid neid täiesti tulemuslikult pikaajalise rahastamise rolli täitmast. Mõne sellise teguri puhul nõuab lahenduse leidmine rohkem aega kui teiste puhul.

Üks kriisist saadud peamisi õppetunde on see, et finantsstabiilsuse ja turgudel usalduse taastamiseks on vajalik finantssektori asjakohane regulatsioon ja järelevalve. EL on selles kontekstis ellu viimas ulatuslikku finantssektori reformi programmi, mis täiendab laiemat eelarve ja majanduse reformi. Finantsstabiilsus on hädavajalik, kuid sellest üksi ei piisa. Osana laiematest poliitikameetmetest peab uue regulatiivse ja järelevalveraamistiku üksikasjalik kalibreerimine võimaldama finantssektoril tõhusalt toetada reaalmajandust ja teda selleks stimuleerima, sealhulgas maksustamise valdkonnas, seadmata sealjuures ohtu finantsstabiilsust.

Selle keskkonna loomine on ametiasutuste ja turuosaliste ühine ülesanne, mis toob tagasi usalduse ja kindlustunde ning suurendab Euroopa üldist atraktiivsust investeringute sihtkohana. Eelnevat arvesse võttes **peaksid Euroopa majanduse pikaajalise rahastamise tõhustamise meetmed käsitlema tervet rida omavahel seotud tegureid:**

- **finantsasutuste suutlikkus suunata vahendeid pikaajalisse rahastamisse;**
- **finantsturgude tõhusus ja tulemuslikkus pikaajalise rahastamise instrumentide pakkumisel;**
- **valdkondadeüleised tegurid, mis võimaldaksid pikaajalist säästmist ja rahastamist, ning**
- **VKEde lihtne juurdepääs pankadest saadavale ja pangandusvälisele rahastamisele.**

3.1. Finantsasutuste suutlikkus suunata vahendeid pikaajalisse rahastamisse

Kommertspangad

Pangad on traditsiooniliselt olnud Euroopas kõige olulisemad finantsvahendajad. Pangandussektori osakaal ELis on rahvusvahelises võrdluses, eriti Ameerika Ühendriikidega võrreldes, suur, mis näitab Euroopa suuremat sõltuvust pankade vahendustegevusest. Tulevikus tekitab see väljakutseid pikaajalisele rahastamise jaoks.

Kriis tõi selgelt esile ohud, mis kaasnevad finantsvõimenduse ja lõpptähtaegade teisendamise ülemäärase kasutamisega. Koos nõrgeneva nõudlusega mõnedes majanduslanguses olevates riikides on see kaasa toonud finantsvõimenduse vähendamise paljudes pankades, mis on aidanud kaasa praegusele pikaajalise rahastamise nappusele¹¹. Isegi kui see finantsvõimenduse vähendamise protsess kord lõpule jõuab, muudab riski ümberhinnastamine kapitali kallimaks. Kapitali hinda võivad tõsta ka pankade kriisiohjevahenditega seonduvad kulud, kuigi kriise paremini lahendava pangandussektori loomisest tulenevad positiivsed mõjud on ühiskonna ja majanduse jaoks äärmiselt kasulikud. Pankade ja riikide vahelised sidemed ja rangem regulatsioon on samuti suurendanud pankade tegevuse kontsentreerumist koduturgudele, mis on toonud kaasa piiriülese rahastamise vähenemise ja ühtse turu killustumise, mis veelgi vähendab rahastamise kättesaadavust ja tõstab kapitali hinda, seda eelkõige praegu suurema surve all olevates riikides.

Tulevikku vaadates on Euroopa **pankade ühiste usaldatavusnõuete** eesmärk vähendada mineviku liialdusi, suurendada pankade riskitaluvust ja sisendada usaldust ning töötada välja ühtne eeskirjade kogumik ühtse turu terviklikkuse kaitseks. Pikaajalise rahastamise seisukohast peavad usaldatavusnõuded käsitlema riske, millega pangad puutuvad kokku lühiajaliste hoiuste kasutamisel pikaajaliste laenude rahastamiseks. Sellest ei tulene iseenesest, et eeskirjad, mis piiravad pankade võimet kasutada sel viisil lühiajalist rahastamist, toovad kaasa kahanenud laenuandmise reaalmajandusele. Potentsiaalne kompromiss stabiilsuse tagamiseks likviidsuse loomise piiramise ja vajaduse vahel pakkuda reaalmajandusele pikaajalist rahastamist selgitab siiski vajadust asjakohase kalibreerimise ja eeskirjade järkjärgulise rakendamise järele. Baseli komitee poolt hiljuti ette pandud likviidsusnõuete eesmärk on suurendada pankade vastupanuvõimet, tagades samal ajal, et lõpptähtaegade teisendamisele seatud piirangutel ei oleks soovimatuid tagajärgi. Komisjon on teinud ettepaneku rakendada seireperioodi ja vaadata läbi likviidsusnõuete parameetrite kalibreerimine¹².

Veel üks kriisi tagajärg, mis võib kahandada pankade suutlikkust vahendite pikaajalisse rahastamisse suunamisel, on hoogustuv arutelu selle üle, kas otse pankade struktuurile keskenduvad täiendavad reformid vähendaksid veelgi nende maksejõuetuse tõenäosust ja mõju, tagaksid paremini elutähtsate majanduslike funktsioonide jätkamise ja kaitseksid paremini haavatavaid jaekliente. **ELi pangandussektori struktuuri reformimist** käsitlevas kõrgetasemelise töörühma hiljutises aruandes on kirjeldatud, kuidas pankade käitumine viimastel aastakümnetel on toonud kaasa ebaoproportsionaalse kasvu pigem finantssektorisiseses majandustegevuses, mitte klientidele suunatud tegevuses, sealhulgas ettevõtete pikaajalises rahastamises. Töörühm soovitas piirata kõrge riskiga kauplemistavasid ja need eraldada. Komisjon kaalub praegu, kuidas töörühma aruande põhjal edasi tegutseda.

Loomulikult ei kao pangad Euroopa vahendusahelast kuhugi. Nende krediidiriski hindamise oskused ning teadmised kohalikest ettevõtetest ja suhted nendega tähendavad, et nad on ja peavad olema ka edaspidi olulised osalejad. Ent kriisist alates pangandussektoris toimunud arengu taustal leidub uusi vajadusi ja võimalusi muude finantsvahendajate jaoks, kes täiendaksid pankade rolli rahaliste vahendite tasakaalustataval viisil pikaajalistesse investeeringutesse suunamisel.

¹¹ Näiteks Euroopa Keskpanga 2012. aasta oktoobri pankade laenuandmise uuringust selgub, et euroala pangad muutsid oma ettevõtetele pakutavate laenude ja krediidiliinide puhul rakendatavaid krediidistandardeid (netosummas) 15 % võrra karmimaks; võrdluseks toodi, et 2012. aasta teises kvartalis oli see näitaja 10 %. Samuti vähenes uute pikaajaliste laenude maht 2012. aasta esimeses pooles märgatavalt; sealjuures on nende mahus täheldatav kiire vähenemise suundumus.

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

Küsimus:

3) Kui võtta arvesse pangandussektoris toimuvat arengut, siis millist rolli Te näete edaspidi pankadel rahaliste vahendite pikaajalistesse investeeringutesse suunamise juures?

Riiklikud ja mitmepoolsed arengupangad ning finantsstiimulid

Arengupangad, mis tegutsevad nii rahvusvaheliselt kui ka riigisiselt, peaksid täitma teatavat rolli, toimides pikaajalisel rahastamisel katalüsaatorina ja suurendades finantsturgude ja instrumentide tõhusust ja tulemuslikkust. Hoolimata teatavate investeeringute positiivsest netopanusest majanduslikku heaolusse, võivad turutõrked välistada teatavate riskide võtmise või teatavate investeerimisotsuste tegemise investorite poolt. Sellistel juhtudel võivad riiklikud ja mitmepoolsed arengupangad olla kasulikud erasektoripoolse rahastamise stimuleerimisel, võttes arvesse nende spetsiifilisi poliitilisi eesmärke seoses laiemajandusliku, sotsiaalse ja keskkonnavalase lisaväärtusega (vastandina üksnes rahalisele lisaväärtusele). Tingimusel, et nad keskenduvad tõestatud turutõrgetele, võib nende sekkumine täita olulist vastutsüklilist rolli, sealhulgas vähendada rahastamiskulude volatiilsust teatavate investorikategooriate jaoks ja leevendada erasektori osalejate lühiajaliste tähtaegade eelistamist. Oluline on, et arengupankade juhtimine peaks tagama, et nad ei kasutaks oma rahastamise kulueelist erasektoripoolse rahastamise väljatõrjumiseks. Pigem peaksid nad püüdma olla erasektoripoolsele rahastamisele katalüsaatoriks valdkondades, kus viimast on raske kaasata.

Avaliku sektori sekkumise saab saavutada kas otseselt või kaudselt, pakkudes mitmesuguseid finantstooteid või andes panuse neisse toodetesse, sealhulgas jagades ja/või tagades riske,¹³ ning tuues finantsvahendajad asjakohastes võrgustikes kokku¹⁴. Praeguses ELi eelarves on mitmetele ELi tasandi rahastamisvahenditele,¹⁵ millest mitut juhivad Euroopa Komisjon, Euroopa Investeerimispank (EIP) ja Euroopa Investeerimisfond (EIF) ühiselt või partnerluses liikmesriikidega, seatud eesmärgiks täita spetsiifilisi turulünkasid ja lihtsustada juurepääsu rahastamisele, sealhulgas pikemaajalisele rahastamisele¹⁶. Tulevikus kasutatakse ELi mitmeaastases finantsraamistikus rahastamisvahendeid üha enam, mis võib täita olulist rolli

¹³ Näiteks „sildtooted” on instrumendid, mis võivad leevendada investorite või finantsasutuste riskikartlikkust. Need võivad sisaldada krediitkvaliteedi parandamist esimese järjekoha kahju krediidi või vahefinantseerimise kaudu pakutava krediidi puhul, samuti investeerimisvahendeid, mis spetsialiseeruvad varase etapi või suuremahulistele näidisprojektidele, mida rahastavad korraga nii avalik kui ka erasektor.

¹⁴ Näiteks pikaajaliste investorite klubi kaudu. Vt <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Aktsiakapital või riskikapital, garantiid või muud riskijagamise vahendid, mida toetatakse ELi eelarvest või struktuurifondide eelarvest. Täpsem teave on esitatud komisjoni teatistes „Järgmise põlvkonna uudsete rahastamisvahendite raamistik: ELi omakapitali- ja võlaplatvorm” (KOM(2011)662).

¹⁶ Näiteks projektivõlakirjade algatus ja rahastamisvahendid, mis kasutavad selliste struktuuri- ja investeerimisfondide vahendeid, mis pakuvad VKEdele, kohalikele omavalitsustele ja infrastruktuuriprojektidele rahastamist vahefinantseerimise ning võlakohustuste ja aktsiakapitali vormis. 2011. aastal tegi komisjon ettepaneku infrastruktuuri paketi kohta, mis koosneb eelarvest rahastatavast uuest rahastamisvahendist nimega Euroopa ühendamise rahastu, läbivaadatud suunistest transpordi, energia ja IKT valdkonna kohta ning ettevõtete konkurentsivõime ning väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate programmist (COSME). Komisjon ja EIP on töötanud välja kaks riskijagamise rahastamisvahendit: riskijagamisrahastu (RSFF) teadusuuringumahukatele ja innovaatilistele äriühingutele ning üleeuroopalistele transpordivõrguprojektidele mõeldud laenu tagamishahendi (LGTT) transpordiprojektidele. Ajavahemikuks 2007–2013 ette nähtud struktuurifondidest on praeguseks vähemalt 10,7 miljardit eurot ELi vahendeid investeeritud finantskorraldusvahenditesse; peamiselt on need investeeringud tehtud Euroopa Regionaalarengu Fondist (ERF) VKEde rahastamisele juurdepääsu parandamiseks. Pikaajalises perspektiivis reinvesteeritakse need vahendid, mis toob Euroopa majandusele kasu.

ELi kulutuste mõju suurendamisel, pakkudes täiendavat finantsvõimendust ja olles katalüsaatoriks erasektoripoolsele pikaajalisele rahastamisele. Eelkõige võib rahastamisvahendeid kasutada enamiku mitmeaastase finantsraamistiku rahastamisvahendite, sealhulgas struktuurivahendite puhul. Nende tulemuslikkus oleneb komisjoni, EIP grupi ja liikmesriikide vahelisest tihedast suhtlusest ja koostööst.

Oluline on ka see, et avaliku sektori sekkumine ei aitaks kaasa ühtse turu killustamisele. Riikide ja ELi tasandi meetmete vaheline koordineerimine, hindamine ja vastutus võib aidata seda vältida, suurendades Euroopa lähenemisviisi lisaväärtust. Komisjoni ja EIP egiidi all toimuv riiklike ja mitmepoolsete arengupankade vaheline tihedam koostöö võiks pakkuda võimaluse selliseks koordineerimiseks, sealhulgas toetades Euroopa majandushuvi rühmade loomist piiriüleste projektide rahastamiseks. Samuti võiks kaaluda välismaiste riiklike fondide mõju ja võimalust tugevdada või luua ka selliseid Euroopa fonde.

Küsimused:

4) Kuidas võiks riiklike ja mitmepoolsete arengupankade roll kõige paremini toetada pikaajaliste investeeringute rahastamist? Kas ELi poliitikaeesmärkide poole pürgimisel on ruumi nende pankade vaheliseks tihedamaks koordineerimiseks? 5) Kuidas saaks jätkusuutlikku majanduskasvu tehtavate pikaajaliste investeeringute rahastamist ELi eelarve raamesse kuuluvate rahastamisvahenditega paremini toetada?

5) Kas on veel muid poliitikavahendeid ja -raamistikke, mis saaksid toetada pikaajaliste investeeringute rahastamist?

Institutsionaalsed investorid

Võttes arvesse institutsionaalsete investorite (nt (elu)kindlustusandjad, pensionifondid, investeerimisfondid ja heategevusfondid) ärimudelite pikemaajalisi perspektiive, on nad igati sobivad pikaajalise rahastamise pakkujad. Koos vaadelduna valitsevad nad varasid hinnanguliselt kokku 13,8 triljoni euro väärtuses, mis võrdub rohkem kui 100 %-ga ELi SKPst¹⁷. Pikaajalise kapitali pakkujatena on esile kerkinud ka muud institutsionaalsed investorid, nagu riiklikud investeerimisfondid, spetsiaalsed infrastruktuurifondid ja mõnel määral ka börsiväline kapital. Pikaajalist rahastamist saab pakkuda ka riskikapital.

Institutsionaalsete investorite kohustuste pikk kestus võimaldab neil – vähemalt põhimõtteliselt – teha nn osta-ja-hoia-investeeringuid tootlikesse varadesse, saavutades kõrgema tootluse, mis tasakaalustab paljudele sellistele varadele eriomaseid pikemaajalisi riske ja madalamat likviidsust. Institutsionaalsete investorite pikemad investeerimisperioodid võimaldavad neil käituda rahulikult ja vastutsükliliselt, piirates lühiajaliste tähtaegade eelistamist ja vähendades lõpptähtaegade teisendamise vajadust. Riskide hajutamise vajadus ja tootluse otsingud on madalate intressimääradega keskkonda arvestades ajendanud neid laiendama oma tegevust pikaajalisele rahastamisele, paigutades märkimisväärsed osi oma portfellidest pikaajalistesse instrumentidesse, nagu aktsiakapitali, börsivälisesse kapitali ja muudesse mittelikviidsetesse varadesse (näiteks on mõned pensionifondid viimastel aastatel investeerinud otse suuremahulistesse taastuvenergiaprojektidesse).

Selle taustal on institutsionaalsed investorid pankade puhul kohustatud täitma mitmesuguseid usaldatavusnõudeid ja järgima raamatupidamisstandardeid. **Kindlustusandjate** uued usaldatavusnõuded (Solvency II direktiiv)¹⁸ näevad ette, et kindlustusandjad hoiaksid varasid

¹⁷ Vt Fitch (2011) ja EFAMA (2012).

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

oma kohustiste laadi ja kestuse katteks; pikaajaliste investeeringute hoidmine viiakse vastavusse selliste ettevõtjate ühiskondlike funktsioonidega. Solvency II eesmärk on kehtestada ühtne majanduslikul riskil põhinev kord ning selle kohaselt hinnatakse varasid turupõhise majandusliku väärtuse alusel. See, millist mõju avaldavad uued usaldatavusnõuded kindlustusandjate pikaajalise rahastamise suutlikkusele, oleneb osalt neist igaühe lähtepunktist ja sellest, kuidas täpsemalt tuleb pikemaajalisi varasid käsitleda. Arutelu on keskendunud sellele, mil viisil tagada, et regulatiivsed varariski kapitalinõuded ei paneks pikaajaliste varade hoidmisele liigset koormust ning et ei väheneks Solvency II raamistiku positiivsed stiimulid, mis teevad kasulikuks pikaajaliste kohustuste kestuse vastavusse viimise pikaajaliste investeeringutega.

Selles kontekstis on komisjoni talitused palunud Euroopa Kindlustus- ja Tööandjapensionide Järelevalvel (EIOPA) uurida, kas teatavatesse varadesse Solvency II korra alusel tehtud investeeringute (sh infrastruktuuri rahastamine ja projektivõlakirjad, VKEde rahastamine, võlakohustuste väärtpaberistamine jms) suhtes kohaldatavate kapitalinõuete täpsemat kalibreerimist tuleks kohandada, tagamaks, et pikaajalise rahastamise ees ei seisaks takistusi, ilma sealjuures täiendavad usaldatavusriske tekitamata. Komisjon, nõukogu ja parlament on arutanud ka meetmeid, millega hõlbustada pikaajaliste garantiidega kindlustustoodete pakkumist ja pikaajalisi investeeringuid Solvency II raames. EIOPA annab neile meetmetele hinnangu 2013. aasta juuniks. Kõnealustele tehnilistele tähelepanekutele tuginedes esitab komisjon aruande asjakohaste meetmete kohta, mille võiks lisada Solvency II direktiivi või sellega seonduvatesse delegeeritud õigusaktidesse.

Pensionifondid peavad juhtima oma riske, et saavutada osakuomanikele nõutav aastane kasumlikkus. Pensionifondide kapitalieeskirjad erinevad liikmesriigiti ning erinevad kindlustusandjate omadest, et võtta arvesse tööandjapensionifondidega seonduvaid erinevaid riske ja rahastamisallikaid, mida nad kasutada võivad. Komisjonil on kavas tööandjapensioni kogumisasutuste direktiiv läbi vaadata¹⁹. Läbivaatamise eesmärk on muu hulgas tugevdada skeemi liikmete kaitset ja hõlbustada selle valdkonna piiriülest tegevust. Oluline on tagada, et uued tööandjapensioni kogumisasutuste usaldatavusnõuded ei vähendaks motivatsiooni pikaajaliseks rahastamiseks. Tööandjapensioni kogumisasutuste direktiivi läbivaatamisel tuleks seepärast arvesse võtta võimalikke pikaajalisele rahastamisele ja majanduskasvule avalduvaid mõjusid.

Ometi on lisaks usaldatavusnõuetele ka mitmeid muid struktuurseid tegureid, mis kahandavad institutsionaalsete investorite suutlikkust täita pikaajalise rahastamise rolli. Majanduslangusel on institutsionaalsete investorite pikaajalistele varade allokeerimise strateegiatele usaldusele tõenäoliselt kehtev mõju, sest see toetab konservatiivsemaid investeerimisstrateegiaid. Näiteks on institutsionaalsete investorite infrastruktuurivaradest tulenev keskmine riskipositsioon jäänud madalaks võrreldes nende kinnisvarasse paigutatud vahenditega ja tegelike infrastruktuuri investeerimise vajadustega. Riskijuhtimise ja riskide hajutamisega seoses võib institutsionaalsete investorite jaoks olla murekohaks pikaajaliste investeerimisprojektide suuremahulisus. Samuti võib pangaväliste institutsionaalsete investorite varade valitsemise funktsiooni täitjate jaoks olla harjumatu tegeleda vähem likviidsete varadega, mis varem oli selliseid varasid tagavate, emitentidele garantiisid pakkuvate kindlustusandjate (*monoline insurers*) ülesanne. See tähendab, et mõnedel investoritel võib olla vaja aja jooksul suurendada oma praegusi oskusi, et toetada oma investeerimisotsuseid.

¹⁹

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

Seetõttu võib olla ruumi kaaluda algatusi, mille eesmärk on koondada finantsvahendeid²⁰ ja struktureerida rahastamispakette vastavalt riski eri etappidele. Siin võiks aidata investorite ja finantssektoriväliste ettevõtete vaheline dialoog ning heade tavade ja juhtumianalüüside levitamine²¹. Samuti on komisjon juba võtnud kohustuse esitada ettepanekud **pikaajaliste investeerimisvahendite**²² võimalike liikide kohta. Esialgsed arvamused huvirühmadelt annavad alust arvata, et uus pikaajaliste investeringute rahastamisvahend võiks lihtsustada kapitali kaasamist kogu liidus. See võiks aidata suurtel ja keskmistel institutsionaalsetel investoritel investeerida näiteks mitmesugustesse infrastruktuuriprojektidesse. Pikaajalised investeerimisvahendid aitavad institutsionaalseid investoreid diversifitseerimisel ja riskide hajutamisel. Lisaks sellele võivad pikaajaliste investeerimisvahendite valitsejad tuua uusi kogemusi selles, kuidas vaadelda aluseks olevaid tehinguid või kuidas valida ja juhtida pikaajalisi infrastruktuuriprojekte.

Küsimused:

6) Mil määral ja kuidas saaksid institutsionaalsed investorid täita suuremat rolli pikaajalise rahastamise muutuval maastikul?

7) Kuidas saaks usaldatavusnõuete eesmärgi ja pikaajalise rahastamise toetamise vajadust kindlustusandjate, edasikindlustusandjate ja pensionifondide (nt tööandjapensioni kogumisasutuste) suhtes kohaldatavate usaldatavusnõuete ülesehituses ja rakendamisel kõige paremini tasakaalustada?

8) Millised on takistused koondatud investeerimisvahendite loomisel? Kas platvorme võiks luua ELi tasandil?

9) Milliseid muid valikuvõimalusi ja vahendeid võiks kaaluda, et suurendada pankade ja institutsionaalsete investorite suutlikkust suunata vahendeid pikaajalisse rahastamisse?

Finantsasutuste regulatsiooni reformi kombineeritud mõju

EL on ellu viimas ulatuslikku finantssektori reformi programmi. Kui võtta arvesse kõiki juba jõustunud ja kavandatavaid tulevasi muutusi erinevate finantsasutuste (pangad, kindlustusandjad, pensionifondid jne) usaldatavusnõuetes, siis on oluline küsimus see, kas nende kumulatiivne mõju pikaajalistele makromajanduslikele kapitalimahutustele võiks olla suurem kui lihtsalt kõigi eraldi võetud reformide mõjude summa. Näiteks kui pangad vähendavad likviidsusnõuete tugevdamise tulemusena oma pikaajalisi reaalvarasid, saaksid pikaajaliste kohustustega institutsionaalsed investorid täita selle lünka, tingimusel et regulatiivne raamistik välistab ülemäärase lühiajalisele volatiilsusele keskendumise. Siiski võib likviidsusnõuete samaaegne kehtestamine erinevatele finantsturu osalistele vähendada huvi vähem likviidsetesse varadesse investeerimise vastu ja seega blokeerida samal ajal mitmed võimalikud pikaajaliste investeringute rahastamise võimalused.

See annab märku vajadusest jälgida tähelepanelikult usaldatavusnõuete reformide võimalikke kumulatiivseid mõjusid. Rahvusvahelised reguleerimisasutused, nagu finantsstabiilsuse nõukogu ja G20 rahandusministrite ja keskpankade rühm, juba uurivad seda. Probleem seisneb

²⁰ Olemasolevateks näideteks on muu hulgas Ühendkuningriigi pensioni infrastruktuuri platvorm ning mõnede regionaalsete pensionifondide ühise börsivälise kapitali ja infrastruktuuri fondi loomise ideed.

²¹ Näiteks on loodud rahanduse ümarlaud, et teha kindlaks võimalused kohandatud rahastamise ja innovaatiliste rahastamisvahendite edasiarendamiseks, et toetada ressursitõhusaid meetmeid.

²² Vt http://ec.europa.eu/internal_market/smac/index_en.htm.

selles, kuidas saavutada suurema makrorahandusliku stabiilsusega ja kogu maailma õigusnormide lähendamisega seonduvaid regulatiivseid eesmärke viisil, mis minimeerib mis tahes negatiivsed stiimulid tootlike pikaajaliste investeeringute rahastamiseks.

Küsimus:

10) Kas usaldatavusnõuete praegustel ja kavandatavatel reformidel on kumulatiivseid mõjusid agregeeritud pikaajaliste investeeringute tasemele ja tsüklilisusele ning kui märkimisväärsed need on? Kuidas saaks võimalikke mõjusid kõige paremini käsitleda?

3.2. Finantsturgude tõhusus ja tulemuslikkus pikaajalise rahastamise instrumentide pakkumisel

Selleks, et pakkuda pikaajalistesse investeeringutesse suunamiseks laiemas valikus rahastamisvahendeid, on institutsionaalsete investorite kõrval vaja ka hästi toimivaid ja sügavaid kapitaliturgusid ja infrastruktuuri.

Euroopa võlakirjaturud on viimastel aastakümnetel märkimisväärselt arenenud²³. Finantssektoriväliste ettevõtete võlakirjad moodustavad Euroopas muude majanduspiirkondadega võrreldes siiski vaid 15 % ettevõtete võlakirjadest. Praktikas pääsevad Euroopa võlakirjaturgudele vaid suurettevõtted, enamikul keskmise turukapitalisatsiooniga ning väikestel ja keskmise suurusega ettevõtjatel on pea võimatu sinna pääseda. Ka Euroopa väärtpaberistamisturud on muu maailmaga võrreldes oma arengus maha jäänud, mis veelgi piirab pikaajalise rahastamise vahendite kättesaadavust.

Komisjon on teinud ettepaneku reformideks, millega parandada turu struktuuri uute kauplemisskohtade loomise kaudu, suurendada läbipaistvust ja teabe tõhusust, tugevdada nõudeid lühiajalise ja spekulatiivse kauplemistevõime vähendamiseks ning parandada investorikaitset²⁴. Seda, mil määral õnnestub nende reformidega tagada, et kapitaliturud suunavad vahendeid võimalikult tulemuslikult pikaajalisse rahastamisse, on vaja jälgida. Vajalikud võivad olla täiendavad meetmed.

Pandikirjade²⁵ turud on osutunud kriisi kestel suhteliselt vastupanuvõimeliseks. Ometi on turud killustunud riigipiire mööda ning vaja on täiendavat analüüsi, et uurida, kas ja mil määral võiks pandikirjade kasutamist hoogustada suurem ühtlustamine kooskõlas hiljutiste turupõhiste algatustega, võttes arvesse pankade bilanssides olevate varade võimaliku suurema koormamisega seonduvaid muresid.

Täiendavaid pikaajalise rahastamise allikaid võiks luua ka **väärtpaberistamisturgude** ümberkujundamine. Kui nende suhtes rakendatakse asjakohast järelevalvet ja andmete läbipaistvuse nõudeid, võivad nad aidata finantsasutustel vabastada kapitali, mida saab seejärel kaasata täiendavaks laenuandmiseks, ja ohjata riske. Turupõhised algatused väärtpaberistamisturgude stimuleerimiseks hõlmavad esilekerkivaid läbipaistvate ja standardiseeritud väärtpaberistamise n-ö kvaliteedimärgiseid. On veel ruumi, et töötada välja lihtsad väärtpaberistamistooted, mis põhineksid selgetel ja finantsvõimendusest vaba struktuuridel, milles kasutatakse hästi valitud, diversifitseeritud ja madala riskiga alusvarasid. Olulised kaalumist vajavad teemad on spetsiaalselt VKEdele mõeldud turud ning asjakohased

²³ Näiteks euroala finantssektoriväliste ettevõtete emiteeritud võlaväärtpaberite agregeeritud tasumata summad moodustasid 2012. aasta juulis 940 miljardit eurot, olles 2008. aasta alguse tasemega (652 miljardit eurot) võrreldes kasvanud. (Allikas: Euroopa Keskpang).

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

²⁵ Pandikirjad on võlakirjad, mis on tagatud emitendi bilanssi jäävate hüpoteekide kogumitega, erinevalt hüpoteegiga tagatud võlakirjadest, mille puhul varad kantakse bilansist välja.

usaldatavusnõuded ja järelevalvesüsteemid. Täiendavalt võiks kaaluda konkreetsete sektoritega seotud tooteid.

ELis tervikuna ei ole kunagi olnud tõelist **Euroopa projektivõlakirjade**²⁶ turgu. Komisjon on koos EIPga asunud seda küsimust lahendama, rakendades projektivõlakirjade algatust, mille näol on tegemist finantsturu lahendusega turu puuduste ja krediitvõimelisuse käsitlemiseks. Algatusega püütakse tõestada, et infrastruktuuriprojektide rahastamine võlakirjade abil on teostatav, ning lõppeesmärgiks on kujundada välja likviidne projektivõlakirjade turg. Ka turuosalise on, kuigi väikeses mastaabis, välja töötamas erinevaid investeerimisplatvorme, tooteid ja töövahendeid projektivõlakirjade turgude stimuleerimiseks. Väärib kaalumist, kuidas projektivõlakirjade kasutamist veelgi edendada, võttes arvesse ka algatuse kavandatavat vahehindamist²⁷.

Palju väidetakse ka, et majandus, ettevõtted ja investeerimisprojektid vajavad pigem rohkem **aktsiakapitali** kui rohkem võlakohustusi. Aktsiakapital võib olla parem rahastamisvahend pikaajaliste kõrge riskiga investeeringute puhul, aga ka investeeringute puhul, mille puhul esineb märkimisväärne teabe asümmeetria ja moraalarisk. Kriisist alates võib makromajanduslik ebakindlus ja madalate intressimääradega keskkond olla kahandanud ettevõtete nõudlust pikaajalise aktsiakapitali järele ja sellega seonduvat riskivalmidust. Selle asemel on investorid otsinud varjupaika tugeva krediitkvaliteediga riigi võlakohustuste instrumentides. Samal ajal on turul olevad võimalused esmaste avalike pakkumiste korraldamiseks ahtamad kui kunagi varem, mis piirab ettevõtete jaoks kapitali kättesaadavast, ja Euroopa väärt-paberibörside roll on üha enam pigem likviidsuse kui värske kapitali pakkumine. Üldiselt on aktsiakapitali hind jäänud kõrgeks, samal ajal kui võlakirjade kaudu rahastamise kulud on langenud. See toob selgelt esile Euroopas esineva omakapitali puudujäägi, mille täitmine on tõenäoliselt aeganõudev. Need arengusuunad näivad olevat avaldanud suuremat mõju keskmise turukapitalisatsiooniga ettevõtetele. Riikide poliitika ja õigusnormid peaksid olema võimalikult neutraalsed erasektori osalejate valikute suhtes kasutada kas aktsiakapitali või võlakohustustega rahastamist (vt näiteks allpool ettevõtete maksustamise kohta).

Küsimused:

11) Kuidas saaks pikaajaliste investeeringute kapitaliturgude kaudu rahastamist Euroopas parandada?

12) Kuidas saavad kapitaliturud aidata täita omakapitali puudujääki Euroopas? Mis peaks turupõhise vahendamise viisis muutuma, et rahalised vahendid leiaksid kergemini tee pikaajalistesse investeeringutesse, toetaksid paremini majanduslikult ja sotsiaalselt jätkusuutlikku ja keskkonnasäästlikku majanduskasvu tehtavate pikaajaliste investeeringute rahastamist ning tagaksid investorite ja tarbijate piisava kaitse?

13) Millised on pandikirjade jaoks ühtlustatuma raamistiku väljatöötamise poolt- ja vastuargumendid? Millistest elementidest võiks see raamistik koosneda?

14) Kuidas saaks väärt-paberistamisturgu ELis elavamaks muuta, et saavutada õige tasakaal finantsstabiilsuse ja vajaduse vahel selle järele, et finantssüsteem parandaks lõpptähtaegade

²⁶ Projektivõlakirjad on erasektori võlakohustused, mille projektiettevõtte emiteerib kindla bilansivälise projekti rahastamiseks.

²⁷ See võiks hõlmata: a) projektiettevõtete poolt ELis emiteeritud projektivõlakirjade standardiseerimist ja märgistamist; b) seda, kas vaja on spetsiaalset regulatiivset raamistikku, ja c) projektivõlakirjade turu arendustöö (nt kauplemisplatvormi kaudu) vajaduse ja sellest saadava kasu analüüsimist. Samuti võiks projektivõlakirjasid laiendada nn rohelistele võlakirjadele ja spetsiaalsetele tööstuse näidisprojektide võlakirjadele, sealhulgas ärilise mastaabiga esimeste omalaadsete tööstuse näidisprojektide puhul.

3.3 Valdkondadeüleised tegurid, mis võimaldaksid pikaajalist säästmist ja rahastamist

On veel mitmeid teisi pikaajaliste investeeringute seisukohast olulisi valdkonnaüleseid tegureid, mida samuti tuleks kaaluda, võttes arvesse mõju, mida need võivad avaldada nii pikaajalise rahastamise pakkumisele kui ka vahendamisele.

Ametiasutuste meetmed, sealhulgas maksustamise kord, täidavad olulist rolli pikaajaliste investeerimisprojektide esilekutsumisel, luues majapidamiste jaoks stiimuleid ja suutlikkust pikaajaliselt säästa, turuosaliste jaoks aga stiimuleid ja suutlikkust suunata pikaajalist rahastamist tootlikesse investeeringutesse. Ametiasutuste poolt paika pandud pikaajalised poliitikaraamistikud toetavad strateegiliste investeerimiskavade koostamist rohkem kui ühe poliitilise tsükli perspektiivis, suurendades investorite ja ettevõtete jaoks läbipaistvust ja kindlustunnet. Oluline on, et riigi sekkumine selles kontekstis ei moonutaks konkurentsi, ei tõrjuks välja erasektoripoolset rahastamist ega hävitaks võrdseid tegutsemistingimusi ühtsel turul.

Mõned liikmesriigid on võtnud ka meetmeid, et soodustada majapidamiste pikaajalisi säästmis- ja investeerimisotsuseid. Mõnes riigis on vastu võetud automaatse liitumisega pensioniskeemid. Teised on ette näinud sihtotstarbelised säästukontod,²⁸ et toetada pikaajaliste investeerimisprojektide rahastamist, pakkudes (valitsemissektori poolt) garanteeritud fikseeritud tootlust, mõnel juhul koos teatavate maksusoodustustega. Neil kontodel olevad vahendid investeeritakse seejärel avalikesse hüvedesse, nagu haiglad, sotsiaalmajutus ja ülikoolid. Pikemas perspektiivis väärib kaalumist, kas **spetsiaalsete ELi tasandi rahastamisvahendite olemasolu** võiks aidata kaasata rohkem pikaajalisi sääste, mis on otsesemalt seotud ühiskonna laiemate eesmärkidega. See mudel vajaks kohandamist, et seda saaks ELi tasandil kasutada.

Paljud kommenteerijad nimetavad ka varahaldurite kasutatavaid väärtuse hindamisi, raamatupidamispõhimõtteid ja strateegiaid teguritena, mis muudavad vahendusahela keerukamaks, suurendavad vahenduskulusid ja tekitavad valesti seatud stiimuleid, nt stiimuleid, mis tulenevad kaldumisest spekulatsioonide ja lühiajaliste tähtaegade eelistamise suunas, mis on tingitud ka pikaajaliste investeeringute puhul tajutavast suuremast riskist ja alles pika aja pärast laekuvast kasumist.

Küsimus:

15) Millised on ELi tasandil ettenähtava spetsiaalse säästukonto eri mudelite eelised? Kas võiks luua ELi mudeli?

Maksustamine

Maksustamise struktuur ja tase võivad mõjutada investeerimis- ja säästmisotsuseid ning seega ka majanduskasvu. Üldiselt tuleks maksusüsteemid kavandada selliselt, et need moonutaksid kodanike ja ettevõtete majanduslikke otsuseid võimalikult vähe, välja arvatud juhul, kui maksude eesmärk on korrigeerida kindlatest ja täpselt määratletud turutõrgetest tulenevaid välismõjusid.

²⁸

Näiteks *Livret A* Prantsusmaal, *libretti postale* Itaalias ja *Bausparvertrag* (lepingulised säästud eluaseme rahastamiseks) Saksamaal.

- **Maksud ja investeeringud:** ettevõtte tulumaks on üks paljudest teguritest, mis mõjutavad investeeringute taseme ja nende rahastamise viisi suhtes tehtavaid otsuseid. Eeskätt kalduvad enamiku liikmesriikide ettevõtte tulumaksu süsteemid eelistama võlakohustusi omakapitalile, luues ettevõtete jaoks stiimuleid suurema finantsvõimenduse kasutamiseks, sest intressimaksud saab maksustatavast tulust maha arvata, samal ajal kui kapitalitulule selline soodustus puudub. Hästi kavandatud maksubaas, mis vähendab finantsvõimendusest tulenevat moonutust, võiks ka aidata vähendada ettevõtete haavatavust krediidi lühiajalise vähenemise puhul. Reforme, millega seda moonutust kõrvaldada, võib leida siiski vaid väga vähestest liikmesriikidest. Seepärast võiks kogu ELis olla otstarbekas täiendavalt arutada selle üle, kuidas kujundada ettevõtte maksubaasi seoses rahastamise neutraalsusega.
- **Maksud ja säästmine:** säästude maksustamisel on mitmed olulised majanduslikud mõjud; muu hulgas mõjutab see säästude kogumahtu majanduses ja seeläbi ka kapitali paigutamist ja investeeringuid. Neid mõjusid silmas pidades peab maksupoliitika olema selles valdkonnas hoolikalt kujundatud. Paljud liikmesriigid on juba loonud mitmeid stiimuleid (pikaajaliste) säästude suurendamiseks, eelkõige seoses pensionisäästudega. Lisaks sellele kohaldavad paljud liikmesriigid kahetist tulumaksusüsteemi, kus kapitalitulu maksustatakse üldjuhul eraldi madalama määraga kui muudest allikatest saadud tulu.
- **Maksusoodustused:** maksusoodustusi käsitatakse sageli teatavat liiki investeeringute soodustamise vahendina. Maksusoodustused võivad olla õigustatud, kui investeeringust saadav sotsiaalne kasu on investori isiklikust kasust suurem ja investeeringute tase jääb seega optimaalsest sotsiaalsest tasemest allapoole (nt teadus- ja arendustegevuse ja keskkonnaga seotud põhjustel). Kuigi on olukordi, kus maksusoodustuste kasutamine on põhjendatud, võivad need ka luua halduskoormust maksuvabastuste arvu suurendamise või kohaldavate täiendavate eeskirjade kaudu. Samuti võib riikide kehtestatud erinevate eeskirjade rohkus mõnel juhul luua arbitraaživõimalusi.

Küsimused:

16) Mis liiki ettevõtte tulumaksu süsteemid võiksid parandada investimistingimusi, kaotades võlakohustuste ja omakapitali vahelised moonutused?

17) Milliseid kaalutlusi tuleks arvesse võtta pikaajaliseks säästmiseks sobivate stiimulite ettenägemisel riigi tasandil? Eelkõige kuidas tuleks kasutada maksusoodustusi, et soodustada pikaajalist säästmist tasakaalustatud viisil?

18) Mis liiki ettevõtte tulumaksu soodustused on kasulikud? Milliseid meetmeid võiks kasutada arbitraažiriskide käsitlemiseks, kui maksuvabastusi/-soodustusi antakse konkreetsetele tegevustele?

19) Kas maksustamise tihedam koordineerimine ELis toetaks pikaajaliste investeeringute rahastamist?

Raamatupidamis põhimõtted

Raamatupidamine ei ole neutraalne, vaid see on aluseks majanduslikele otsustele: raamatupidamisstandardid ja -meetmed (nt IFRS) on ühiseks keeleks ettevõtjate, investorite ja ametiasutuste vahel, toetades usaldust ja turvalisust. See tähendab, et nad peavad kokku viima

erinevad vaatepunktid: majandusliku huvi ja finants-/investori huvi. **Õiglasel väärtusel põhinevad raamatupidamispõhimõtted** võivad suurendada finantsteabe läbipaistvust ja järjepidevust, kuivõrd need näitavad varade ja kohustuste turuväärtust ning annavad teavet erinevate asutuste suhtelise finantsseisundi kohta. Ent see võib olla ka kahjulik stabiilsusele ja pikaajalisele rahastamisperioodile. Näiteks rõhutatakse mõnedes uuringutes, et institutsionaalsed investorid vähendavad aktsiate paigutatud vahendite osakaalu oma investeerimisportfellides, sest aktsiaid peetakse võlakirjadest volatiilsemaks ja riskantsemaks. On ka uuringuid, mis väidavad, et turupõhine väärtuse hindamine võib ajendada pikaajalisi investoreid suurendama oma riskipositsioone juhul, kui volatiilsust kajastatakse väljapool nende kasumiaruannet. See, kas need standardid täidavad oma otstarvet ka pikaajaliste investeeringute puhul, väärib täiendavat uurimist. Eelnevat silmas pidades oleks otstarbekas kindlaks teha viisid, kuidas seada investoritele antava teabe täpsus tasakaalu piisavate stiimulitega hoida ja valitseda väga pikaajalisi varasid.

Küsimus:

20) Mil määral on Teie arvates õiglasel väärtusel põhinevad raamatupidamispõhimõtted toonud investorite käitumises kaasa lühiajaliste tähtaegade eelistamise? Milliseid alternatiive või muid selliste mõjude kompenseerimise viise võiks välja pakkuda?

Äriühingu üldjuhtimise kord

Sellel, mil viisil varasid valitsetakse, võib olla pikaajalises rahastamises oluline roll selles, et viia omavahel vastavusse pikaajaliste strateegiatega seonduvad varahaldurite, investorite ja ettevõtete stiimulid, leevendades muret seoses lühiajaliste tähtaegade eelistamise, spekulierimise ja esindussuhetega. Eeskirjad on juba kehtestatud usaldussuhtest tulenevate kohustuste, huvide konfliktide, tasustamise, hääleõiguste kasutamise ja kulude avalikustamise kohta ning investeerimisnõustamise ja portfelli valitsemise pakkumise kohta²⁹. Täiendavaid meetmeid on kirjeldatud ka **äriühinguõiguse ja äriühingu üldjuhtimise tegevuskavas**³⁰ ning need hõlmavad võimalikke muudatusi aktsionäride õiguste direktiivis. Kavandada saaks lisameetmeid, sealhulgas täiendavalt hinnata, mil viisil on varahaldurite stiimulid struktureeritud, et võtta paremini arvesse pikaajalisi kaalutlusi, ja nõuda varahalduritelt suuremat läbipaistvust nende usaldussuhtest tulenevate kohustuste täitmise alal. Välja on pakutud ka ideid, kuidas soodustada aktsionäride suuremat pikaajalist kaasatust, mis võiks pakkuda täiendavat mõtteainet; näiteks võiks analüüsida valikuvõimalusi seoses pikaajalistele investoritele suuremate hääleõiguste või dividendide võimaldamisega.

Küsimused:

21) Mis liiki stiimulid võiksid aidata aktsionäre paremini pikaajaliselt kaasata?

22) Kuidas võiks edasi arendada varahalduritele antud volitusi ja stiimuleid, et toetada pikaajalisi investeerimisstrateegiaid ja -suhteid?

23) Kas pikaajalise rahastamise kontekstis oleks vaja usaldussuhtest tulenevate kohustuste määratlus läbi vaadata?

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

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

Teave ja aruandlus

Hiljutistes analüüsidest rõhutatakse kasvavat nõudlust **ettevõtete avalikustatava mittefinantsteabe järele**. Uuringud annavad alust arvata, et oma tegevuse jätkusuutlikkuse aspekte järjepidevalt juhtivate ettevõtete jaoks on kapitali hind madalam ja neil on kalduvus saavutada pikas perspektiivis konkurentidest paremad majandustulemused. Üldistest avalikustamiskoostest ei pruugi piisata, et stimuleerida pikaajaliste investeeringute kohta tehtavaid otsuseid, mistõttu teeb komisjon tööd tugevama mittefinantsaruandluse raamistiku väljatöötamiseks. Täiendavat mõtteainet võib pakkuda ka mittefinantsteabe avalikustamine varahaldurite ja omanike poolt, sealhulgas see, kuidas kajastada portfelli valitsemise jätkusuutlikkusega seotud spetsiifilisi riske ja mõjusid. Paljud kommenteerijad leiavad ka, et **kvartaalne aruandlus** põhjustab valesid stiimuleid, sundides turuosalisi keskenduma väga lühiajalistele tulemustele. Läbipaistvusdirektiivi läbivaatamisel³¹ on komisjon teinud ettepaneku kaotada kvartaalse aruandluse kohustus.

Võrdlusnäitajad ja krediidireitingud võivad samuti keskenduda kas aastastele või lühikestele perioodidele. Komisjon on teinud ettepaneku muuta eeskirjad rangemaks, et vähendada tuginemist traditsioonilistele krediidireitingutele, ning 2012. aasta novembris jõuti poliitilisele kokkuleppele mitmetes seadusandlikes reformides³². Selliste mõõtesüsteemide ja krediidireitingute väljatöötamine, mis tasakaalustavad pikaajalise perspektiivi edendamist ja lühiajalist vastutust, võib olla kasulikuks töövahendiks, mis on abiks pikaajalistele investoritele.

Küsimused:

24) Mil määral saab finants- ja mittefinantsteabe suurem integreerimine aidata anda ettevõtte pikaajalistest majandustulemustest selgema ülevaate ja aidata kaasa paremate investeerimisotsuste tegemisele?

25) Kas on vaja töötada välja spetsiaalsed pikaajalised võrdlusnäitajad?

3.4 VKEdel lihtne juurdepääs pankadest saadavale ja pangandusvälisele rahastamisele

Tänapäevased väikesed ja keskmise suurusega ettevõtted (VKEd) võivad panna aluse tulevasele pikaajalisele majanduskasvule. Neil on ajalooliselt olnud märkimisväärsed raskused kasvuks rahastamise saamisel. Arvestades nende sõltuvust pankadepoolsest rahastamisest, on need raskused pankade finantsvõimenduse vähendamise tõttu süvenenud. Lisaks sellele seisavad nad nüüd silmitsi killustunud finantsturgudega ELis, sest rahastamise kättesaadavuse tingimused varieeruvad liikmesriigiti märkimisväärselt.

Pangast saadava rahastamise vähenenud kättesaadavus on juba olnud ajendiks poliitikameetmele, millega edendatakse VKEdele laenuandmiseks alternatiivsete pangandusväliste kanalite loomist. 2011. aastal võttis komisjon vastu tegevuskava VKEde rahastamisvõimaluste parandamiseks³³. Kokkuleppele on juba jõutud teatavates algatustes, sealhulgas ELi riskikapitali ja sotsiaallettevõtlusfondidesse investeerimise raamistikes. Samuti

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

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

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

on töös mõned poliitikaalgatused, millega lihtsustada VKEde juurdepääsu aktsiaturgudele. Muid tegevuskavaga seotud õigusaktide ettepanekuid ei ole siiski veel vastu võetud. Samuti on esitatud ettepanekud lubada mitmepoolsete kauplemisplatvormide korraldajatel olla registreeritud ka „VKEde kasvuturu” nimetuse all ning ettepanekud proportsionaalse korra kohta, mis vähendab halduskulusid ja -koormust VKEde jaoks, kes pöörduvad rahastamiseks turu poole³⁴. Samal ajal on kasvanud juba pikka aega olemas olnud turud, nagu varade ja tarneahela rahastamine, samuti tehnoloogiat ja internetti kasutavad finantsinnovatsioonid, nagu ühisrahastamine.

Ent need meetmed ei pruugi olla VKEde rahastamisele juurdepääsu raskuste leevendamiseks piisavad. Kaaluda võiks täiendavaid meetmeid, sealhulgas:

- **Riskikapitali arendamine.** Riskikapitali sektor kannatab vahendite puuduse all ja seda mõjutavad pankade ja kindlustusandjate usaldatavusnõuded. Fondifondid võiksid olla tõhusad vahendid, millega suurendada riskikapitali mahtu. Turul valitsevaid piiranguid võiks veelgi vähendada institutsionaalsetele investoritele pakutavate garantiide fond.
- **VKEde jaoks spetsiaalsete turgude ja võrgustike loomine.** Riskikapitalifondid sõltuvad ka hästi toimivatest VKEdele orienteeritud väärtpaberibörsidest, et muuta oma investeringud esmasteks avalikeks pakkumisteks. Meetmed võiksid hõlmata VKEde jaoks eraldi lähenemisviisi loomist ja ulatuda praegusest MIFID II ettepanekust kaugemale ning sisaldada spetsiifiliste raamatupidamiseeskirjade väljatöötamist börsil noteeritud VKEde ja uute kauplemisplatvormide jaoks. Spetsiaalselt VKEdele mõeldud turud võiksid aidata suurendada nende nähtavust, tõmmata ligi uusi investoreid ja toetada VKEde uute väärtpaberistamisinstrumentide väljatöötamist. Ettevõtlusvõrgustike jaoks raamistike loomine võiks soodustada VKEde koondamist, riskide jagamist, jaotamist ja hajutamist ning seega parandada nende juurdepääsu rahastamisele.
- **VKEde jaoks uute väärtpaberistamisinstrumentide väljatöötamine.** Komisjon on juba töötanud välja ühe VKEde väärtpaberistamisinstrumendi ja on teinud ettepaneku jätkata väärtpaberistamisele toe pakkumist COSME programmi kaudu. Lisaks sellele võiksid struktureeritud krediidi vahendid saada Euroopa jaoks huvi pakkuva VKEde tööstusinvesteeringuid käsitleva ELi kriteeriumi alusel Euroopa kvaliteedimärgiseid. Tööstussektorite ja investeerimistsüklite suuri erinevusi silmas pidades peaksid need vahendid olema diferentseeritud.
- **VKEde krediidihindamise standardite väljatöötamine** võiks aidata täita puudust usaldusväärse teabe järele VKEde kohta ja vähendada sellega seonduvaid potentsiaalsete investorite raskusi nende krediidivõimelisuse hindamisel. Ühiste minimaalsete kvaliteedistandardite väljatöötamine keskmise turukapitalisatsiooniga ning väikeste ja keskmise suurusega ettevõtjate välishindamise jaoks võiks veelgi hõlbustada nende juurdepääsu rahastamisele, sealhulgas piiriülesele rahastamisele, ning süvendada turu integratsiooni.
- **N-ö ebatraditsiooniliste rahastamisallikate, väljatöötamine ja edendamine.** Selliste rahastamisallikate hulka kuulub näiteks liising, tarneahela rahastamine, internetipõhised rahastamisallikad, nagu ühisrahastamine (*crowd-funding*) jms.

³⁴

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

Täiendavalt on vaja kaaluda, kuidas tagada, et need turud kasvaksid jätkusuutlikult ja et neid toetataks nõuetekohaselt regulatiivse raamistikuga.

Küsimused:

26) Milliseid täiendavaid meetmeid võiks ELi regulatsioonide ja muude reformide näol ette näha, et lihtsustada VKEde juurdepääsu rahastamisele alternatiivsetest rahastamisallikatest?

27) Kuidas võiksid VKEdele mõeldud väärtpaberistamisinstrumendid olla kavandatud? Millised on parimad viisid väärtpaberistamise kasutamiseks, et kaasata finantsvahendajate kapitali VKEdele täiendavaks laenuandmiseks/investeeringuteks?

28) Kas oleks mõttekas luua täiesti eraldiseisev ja erinev lähenemisviis VKEde turgudele? Kuidas ja kes võiks välja arendada turu VKEde jaoks, sealhulgas spetsiaalselt VKEde rahastamisvajaduste täitmiseks mõeldud väärtpaberistamistoodete jaoks?

29) Kas ELi regulatiivne raamistik aitaks kaasa selliste alternatiivsete VKEdele mõeldud pangandusväliste rahastamisallikate arengule või takistaks seda? Millised reformid võiksid aidata nende jätkuvat kasvu toetada?

Küsimus:

30) Mis võiks lisaks käesolevas rohelises raamatus esitatud analüüsile ja võimalikele meetmetele veel Euroopa majanduse pikaajalisele rahastamisele kaasa aidata?

4. JÄRGMISED SAMMUD

Käesoleva konsultatsiooni tulemuste põhjal kaalub komisjon asjakohaseid edasisi meetmeid. Saadud vastused avaldatakse komisjoni veebisaidil (välja arvatud juhul, kui selgesõnaliselt palutakse jätta vastus konfidentsiaalseks) ja komisjon avaldab konsultatsiooni tulemuste kokkuvõtte.

Huvirühmi kutsutakse üles saatma oma märkused enne 25. juunit 2013 järgmisele e-posti aadressile: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu