



Briuselis, 2013 03 25
COM(2013) 150 final

ŽALIOJI KNYGA

ILGALAIKIS EUROPOS EKONOMIKOS FINANSAVIMAS

(Tekstas svarbus EEE)

{SWD(2013) 76 final}

1. IŽANGA

Aktualus Europos uždavinys – vėl užtikrinti pažangų, tvarų ir integracinį ES ekonomikos augimą, kad būtų kuriamos darbo vietos, naudojamosi jos konkurenciniais pranašumais ir taip didinamas jos konkurencingumas pasaulio rinkoje.

Šiam uždaviniui įgyvendinti, vadovaujantis strategijos „Europa 2020“¹, 2012 m. pramonės politikos atnaujinimo², iniciatyvos „Inovacijų sąjunga“³ ir Europos infrastruktūros tinklų priemonės⁴ prioritetais, Europai reikia didelių ilgalaikių investicijų. Ilgalaikės investicijos – tai didinti inovacijas ir konkurencingumą padedančio ilgalaikio kapitalo, apimančio materialųjį turtą (pvz., energetikos, transporto ir ryšių infrastruktūros, pramonės ir paslaugų teikimo objektai, būstas ir prisitaikymo prie klimato kaitos bei ekologinių inovacijų technologijos) ir nematerialųjį turtą (pvz., švietimas ir moksliniai tyrimai bei plėtra), formavimas. Daugelis šių investicijų yra plačiau naudingos visuomenei, nes jomis remiamos esminės paslaugos ir keliami gyvenimo standartai, todėl visai visuomenei didėja jų teikiama nauda. O ir jų poveikis gali būti greitai juntamas. Jos sudaro sąlygas įmonėms ir viešajam sektoriui išleidžiant mažiau pasiekti daugiau ir taip reaguoti į naujus ekonominius, socialinius⁵ ir aplinkosaugos uždavinius, padėti pereiti prie tvaresnės ekonomikos ir didinti gamybinius ir pramoninius ekonomikos pajėgumus. Klimato kaitos tendencijos ir gamtos išteklių išsekvojimas dar labiau akcentuoja būtinybę užtikrinti tvarų augimą, nes dėl jų reikia daugiau ilgalaikių investicijų į mažai anglies dioksido į aplinką išskiriančią energetiką, energijos bei išteklių vartojimo efektyvumą ir infrastruktūrą, nenukrypstant nuo politinio tikslo – pasiekti, kad klimato kaita neviršytų dviejų laipsnių ir kad ekonomikos augimas būtų atsietas nuo išteklių naudojimo.

Šioms ilgalaikėms investicijoms finansuoti, viešasis sektorius ir visų dydžių įmonės turi turėti galimybių gauti nuspėjamą ilgalaikį finansavimą. Ekonomikos pajėgumas gauti tokio ilgalaikio finansavimo galimybes priklauso nuo finansų sistemos gebėjimo viešojo sektoriaus, įmonių ir namų ūkių santaupas veiksmingai ir efektyviai per atviras ir konkurencingas rinkas skirti tinkamiems naudotojams ir investicijoms. Tai gali įgyvendinti įvairūs tarpininkai (pvz., bankai, draudikai ir pensijų fondai) arba patys naudotojai tiesiogiai kapitalo rinkose. Šioje žaliojoje knygoje aptariama, kaip vyksta šis procesas. Kad ilgalaikį finansavimą būtų įmanoma skirti už priimtina kainą, ekonomika turi kaupiti ir pritraukti santaupas. Valdžia gali tai remti vykdydama patikimą fiskalinę politiką, taikydama efektyvią mokesčių sistemą ir sudarydama verslui palankią aplinką, didinančią ekonomikos patrauklumą investuotojams (taip pat iš užsienio).

Tinkamai sureguliuoti ilgalaikio finansavimo procesą ypač svarbu siekiant remti struktūrinę ekonomikos reformą ir vėl grįžti prie ilgalaikės ekonomikos augimo tendencijos. Be to, ilgalaikis finansavimas reikalingas per visą įmonės gyvavimo ciklą: reikia padėti įsteigti įmonę, leisti jai augti ir palaikyti jos augimą. Ilgalaikis finansavimas padeda įmonėms palaipsniui keistis per šį gyvavimo ciklą. Tam reikia išmanyti įvairias finansines priemones bei procesus ir turėti galimybę jais pasinaudoti. Ilgalaikis finansavimas taip pat padeda

¹ Žr. http://ec.europa.eu/europe2020/index_lt.htm.

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

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

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

⁵ Komisijos komunikate „Socialinės investicijos į augimą ir socialinę sanglaudą“ (COM(2013)83) pabrėžiama, kad valstybės narės socialinėje srityje turi plačiau naudotis novatoriškais finansavimo metodais, įskaitant privačiojo sektoriaus dalyvavimą.

finansuoti eksportą ir taip padeda didinti išorės konkurencingumą. Ilgalaikio finansavimo svarbą augimui ir darbo vietų kūrimui tarptautiniu mastu pripažino G 20⁶.

Finansų krizė paveikė Europos finansų sektoriaus galimybes santaupas skirti reikalingoms ilgalaikėms investicijoms. Svarbiausia, kad dėl finansų krizės ir šiuo metu prastos makroekonominės situacijos susidarė neapibrėžtumo ir rizikos vengimo atmosfera, ypač finansinę įtampą patiriančiose valstybėse narėse ir mažųjų bei vidutinių įmonių (MVĮ) atžvilgiu. Dėl finansų krizės pablogėjo bankų galimybės teikti ilgalaikes paskolas, nes koreguojant praeities kraštutinius jiems reikia mažinti finansinį įsiskolinimą. Kartu krizė padarė neigiamą poveikį skolininkų bei institucinių investuotojų pasitikėjimui ir norui rizikuoti.

Viena pagrindinių krizės pamokų yra tai, kad finansiniam stabilumui ir pasitikėjimui rinkomis atkurti būtina tinkamai reglamentuoti ir prižiūrėti finansų sektoriaus veiklą. Šį klausimą vertinant plačiau, tikslinga užtikrinti, kad detalai kalibruojant naują reglamentavimo ir priežiūros sistemą būtų sudarytos kuo veiksmingesnės sąlygos finansų sektoriui remti realiąją ekonomiką nesukeliant grėsmės finansiniam stabilumui.

Žvelgiant į laikotarpį po finansų krizės, kyla svarbus klausimas, ar finansuojant ilgalaikes investicijas tradiciškai didelę Europos priklausomybę nuo bankų tarpininkavimo pakeis įvairiapusiškesnė sistema, kurioje daug didesnę dalį sudarytų tiesioginis kapitalo rinkos finansavimas ir aktyviau dalyvautų instituciniai investuotojai ir alternatyvios finansų rinkos. Turint omenyje bankų rizikos valdymo kompetenciją, vietoje turimas žinias apie įmones ir santykius su jomis, bankų vaidmuo ir toliau neabejotinai bus svarbus skiriant ilgalaikes investicijas. Vis dėlto neaišku, ar komerciniai bankai vėl ims laikyti ilgalaikį turtą iki išpirkimo termino tokiu mastu, kaip buvo anksčiau.

Sumažėjus bankų, kaip ilgalaikių paskolų teikėjų, svarbai, nauji poreikiai ir galimybės finansuoti ilgalaikes investicijas atsiveria kitoms finansų įstaigoms ir tarpininkavimu užsiimantiems rinkos dalyviams. Tačiau institucinių investuotojų ir rinkų gebėjimas užpildyti šią spragą priklauso nuo keleto sąlygų. Reikalingas ne vien tinkamas rizikos ribojimo reglamentavimo sistemos sukalibravimas, daugelio teigimu, apskaitos principai, vertės nustatymas ir turto valdytojų elgesys sukelia papildomų sąnaudų ir nenuoseklių paskatų. Be to, Europos įmonių obligacijų, nuosavybės vertybinių popierių ir pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos tebėra santykinai mažiau išvystytos negu kitur, ir MVĮ vis dar praktiškai negali gauti ne bankų teikiamo finansavimo.

Ilgalaikiam finansavimui reikalingų veiksmingo ir efektyvaus tarpininkavimo kanalų užtikrinimas yra sudėtinga ir daugialypė užduotis. Šia žaliaja knyga siekiama pradėti plačias diskusijas, kaip skatinti ilgalaikio finansavimo pasiūlą ir kaip gerinti ir diversifikuoti finansinio tarpininkavimo sistemą, kad Europoje būtų užtikrintos ilgalaikės investicijos. Kaip bus matyti iš konsultacijų klausimų, šiose diskusijose reikėtų atsižvelgti į skirtingų finansų rinkos dalyvių specifiką ir spręsti klausimus, susijusius su įvairiomis pamatinėmis sąlygomis. Atsakymai į konsultacijų klausimus padės Komisijai toliau vertinti ilgalaikio finansavimo kliūtis siekiant nustatyti galimus politikos veiksmus, kuriais jos būtų šalinamos. Galimi tolesni veiksmai galėtų būti kelių formų: kai kuriose srityse gali prireikti naujo arba pakoreguoto reglamentavimo, o kitose – ES mastu skatinti glaudesnę koordinavimą ir gerosios patirties sklaidą, arba tai galėtų būti konkretūs veiksmai atskirose valstybėse narėse įgyvendinant Europos semestrą. Prie šios žaliosios knygos pridėtas Komisijos tarnybų darbinis dokumentas, kuriame išsamiau išdėstyta pagrindžiamoji analizė.

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

2. ILGALAIKIO FINANSAVIMO PASIŪLA IR ILGALAIKIŲ INVESTICIJŲ YPATYBĖS

Ekonomikos pajėgumas gauti finansavimą ilgalaikėms investicijoms priklauso nuo jos gebėjimo kaupti santaupas, taip pat pritraukti tiesioginių užsienio investicijų (TUI) ir jas išlaikyti.

Ilgalaikį finansavimą gali teikti įvairūs subjektai, įskaitant viešąjį sektorių, įmones ir namų ūkius. Be to, viešasis sektorius ir įmonės kuria ilgalaikio finansavimo paklausą. Europoje tiek investicijų, tiek santaupų santykis su BVP yra apie 20 %. Jis didesnis negu kituose regionuose. Tačiau šios bendros aplinkybės slepia tai, kad 2011 m. privačios investicijos buvo gerokai mažesnės negu 2007 m., ir jų nuosmukis keturis kartus didesnis negu realiojo BVP nuosmukis per tą patį laikotarpį⁷. Šiuo metu dėl prastos makroekonominės situacijos ir perspektyvos ir santaupų turėtojai, ir investuotojai jaučia labai didelį neapibrėžtumą, labai vengia rizikos ir jų pasitikėjimas labai sumažėjęs. Tai gali turėti ilgalaikių padarinių, dėl kurių atsirastų daugiau nuolatinių ilgalaikio finansavimo kliūčių ir būtų daromas poveikis paklausai:

- **viešasis sektorius.** Viešieji ištekliai, gaunami renkant mokesčius arba valstybei skolinantis, atlieka esminį vaidmenį finansuojant ilgalaikes investicijas, nes valstybės investicijos daro teigiamą netiesioginį poveikį ir būna papildomos privačiomis investicijomis. Nors viešasis sektorius visuomet atliks esminį vaidmenį užtikrinant viešąsias gėrybes ir viešąją infrastruktūrą, seniai sprendžiamas uždavinys, kaip didinti išlaidų efektyvumą sistemingiau atliekant naudos ir sąnaudų analizę ir atidžiai atsirenkant projektus. Be to, viešieji ištekliai dotacijų ar paskolų forma yra naudojami ilgalaikėms privačiojo sektoriaus investicijoms remti tose srityse, kuriose dėl rinkos nepakankamumo privataus finansavimo ir (arba) investavimo lygis nėra optimalus. Šiose srityse viešieji ištekliai neturėtų pakeisti privataus finansavimo, bet galėtų veikti kaip jų katalizatorius ir padėti valdyti su tuo susijusią riziką;
- **įmonės.** Įmonės investicijas finansuoja arba iš nuosavų išteklių, arba naudodamosi finansų sistema. Sumažėjusi paklausa ir neapibrėžtumas rinkoje turėjo įtakos įmonių pelnui. O jų investicijos buvo dar mažesnės, dėl to kai kuriose valstybėse narėse išaugo vidinės įmonių, ypač didelių, santaupos – pagal apskaičiavimus 2009–2011 m. didelių įmonių pinigų ir jų ekvivalentų pozicijos padidėjo maždaug 4 procentiniais punktais⁸. Vis dėlto daugeliui MVI nuolat trūksta likvidžių lėšų;
- **namų ūkiai.** Namų ūkiai – pagrindinis lėšų šaltinis investicijoms finansuoti. Tačiau priemonė, kurią jie naudoja mieliausiai, – trumpalaikės santaupos. Pavyzdžiui, 2000–2010 m. namų ūkiai turimų akcijų, palyginti su finansiniu turtu, sumažino 8 procentiniais punktais⁹. Paprastai namų ūkiai pirmenybę teikia likvidumui ir lengvo išpirkimo galimybei. Pirmenybė teikiama stabilumui ir šiuo metu plačiai vengiama rizikos. Todėl reikia sudaryti sąlygas kaupti daugiau ilgalaikių santaupų;
- **išorės finansavimas.** Dar vienas tradiciškai svarbus ilgalaikių projektų finansavimo šaltinis tebėra TUI. Nepaisant krizės, TUI srutai į ES, keletą paskutinių metų smarkiai sumažėję, 2011 m. atsigavo. 2011 m. ES vidaus TUI

⁷ Žr. *McKinsey Global Institute* (2012 m.).

⁸ Remiantis 170 Europos didelių ne finansų įmonių, kurių reitingus sudaro „Fitch“, pinigų ir pinigų ekvivalentų pokyčių tyrimu.

⁹ Žr. *McKinsey Global Institute* (2011 m.).

srantai pasiekė 242 mlrd. EUR, t. y. išaugo 13 %, palyginti su 2010 m. lygiu. Tarp atskirų ES šalių yra didelių skirtumų.

Bet kurios ekonomikos ilgalaikės augimo perspektyvos priklauso, be kita ko, nuo finansų sektoriaus gebėjimo minėtų šaltinių sutaupas skirti **našioms investicijoms**. Šioje žaliajoje knygoje ilgalaikės investicijos nagrinėjamos kaip ilgalaikio materialaus ir nematerialaus kapitalo formavimas. Taigi daugiausia dėmesio skiriama našiam (o ne finansiniam) kapitalui, vadovaujantis panašia nacionalinių sąskaitų sąvoka – jose investicijos apibrėžtos kaip bendrojo pagrindinio kapitalo formavimas. Našaus kapitalo formavimas per finansų krizę labai nukentėjo, o investicijos daugelyje ES šalių vis dar nesiekia prieš krizę buvusio lygio. Investicijos į materialų ir nematerialų našų kapitalą yra ypač svarbios siekiant atkurti ES ekonomikos augimą ir bus bet kurios ilgalaikės augimo strategijos pamatinis akmuo.

Ilgalaikėms gamybos priemonėms (ekonominei ir socialinei infrastruktūrai, pastatams, moksliniams tyrimams ir plėtrai, švietimui ir inovacijoms) daugiausia dėmesio skiriama ne todėl, kad augimui jos svarbesnės negu trumpalaikės gamybos priemonės (kompiuteriai, mobilieji telefonai ir transporto priemonės). Priešingai, investicijų į trumpalaikes gamybos priemones mastas labai procikliškas. Šiuo metu jos sumažėjusios dėl prastos makroekonominės perspektyvos Europoje, bet jos turėtų atsigauti, kai tik ekonomika pradės augti. Tas pats galioja kitoms našių įmonių išlaidoms, pvz., personalo išlaidoms (įdarbinimui) ir tiesioginių žaliavų pirkimui.

Ilgalaikių gamybos priemonių situacija labai skirtinga – joms būdingi ilgi investavimo (statybos) laikotarpiai ir reikalingas **ilgalaikis finansavimas** turint omenyje, kad grąžą iš investicijų generuojantys pinigų srantai atsiranda tik po gana ilgo laiko. Kadangi didelę ilgalaikio našaus kapitalo dalį sudaro viešoji infrastruktūra, toks kapitalas tradiciškai atlikdavo ekonomikos stabilizavimo vaidmenį – tai priklauso nuo viešojo sektoriaus gebėjimo viešąsias investicijas vykdyti anticikliška ir nuo to, kad finansų sektorius, teikdamas lėšas investicijoms, turėtų pakankamai pagrindo tikėtis, kad pasibaigus statybos laikotarpiui bus ekonomikos pakilimas.

Vienintelės, visiems priimtinos ilgalaikio finansavimo apibrėžties nėra. Apskritai galima laikyti, kad ilgalaikis finansavimas – procesas, kai finansų sistema teikia finansavimą ilgą laiką trunkančioms investicijoms. Šioje apibrėžtyje akcentuojami su ilgalaikiu finansavimu susiję įvairūs požymiai¹⁰. Kita vertus, šiuo metu vykstant tarptautiniam G 20 darbui dėl ilgalaikių investicijų, ilgalaikis finansavimas apibrėžiamas siauriau, pabrėžiant ilgesnius kaip penkeri metai finansavimo terminus, įskaitant finansavimo šaltinius, nesusijusius su konkrečiu terminu (pvz., nuosavybės vertybiniai popieriai).

Klausimai:

- 1) *Ar sutinkate su pirmiau pateikta ilgalaikio finansavimo pasiūlos ir ypatybių analize?*
- 2) *Ar turite nuomonę dėl to, kokia ilgalaikio finansavimo apibrėžtis tinkamiausia?*

3. ILGALAIKIO EUROPOS EKONOMIKOS FINANSAVIMO DIDINIMAS

Ekonomikos pajėgumas visais būdais finansuoti ilgalaikes investicijas priklauso nuo finansų sistemos gebėjimo tas lėšas veiksmingai ir efektyviai per atviras ir konkurencingas rinkas

¹⁰ Šie požymiai apima investuotojo ypatybes, turto pobūdį, finansinio tarpininkavimo tipą ir turto vertinimą bei įkainojimą. Daugiau informacijos žr. prie šios žaliosios knygos pridėtame tarnybų darbiname dokumente.

skirti tinkamiems naudotojams ir investicijoms. Tai įgyvendinti gali įvairūs tarpininkai, įskaitant bankus, draudikus ir pensijų fondus, arba patys naudotojai tiesiogiai finansų rinkose. Tačiau visiškai veiksmingai atlikti ilgalaikio finansavimo teikėjų vaidmenį jiems trukdo įvairūs veiksniai. Pašalinti kai kuriuos šiuos veiksnius truks ilgiau nei kitus.

Viena pagrindinių krizės pamokų yra tai, kad finansiniam stabilumui ir pasitikėjimui rinkomis atkurti būtina tinkamai reglamentuoti ir prižiūrėti finansų sektoriaus veiklą. Šiuo atžvilgiu ES vykdo visapusišką finansų reformos programą, kuri papildo platesnę fiskalinę ir ekonomikos reformą. Finansinis stabilumas yra esminis, bet vien jo nepakanka. Šį klausimą vertinant plačiau, detalai kalibruojama nauja reglamentavimo ir priežiūros sistema (taip pat apmokestinimo srityje) turi finansų sektoriui veiksmingai sudaryti sąlygas ir sukurti paskatų remti realiąją ekonomiką nesukeliant grėsmės finansiniam stabilumui.

Ir valdžios institucijos, ir rinkos dalyviai bendrai atsako už šios aplinkos sukūrimą, pasitikėjimo bei tikrumo atkūrimą ir bendro Europos patrauklumo investuotojams didinimą. Tuo remiantis **ilgalaikio Europos ekonomikos finansavimo didinimo veiksmais reikėtų atsižvelgti į įvairius tarpusavyje susijusius veiksnius:**

- **finansų įstaigų pajėgumą skirti ilgalaikį finansavimą;**
- **finansų rinkų veiksmingumą ir efektyvumą kaip ilgalaikio finansavimo priemonių sąlygą;**
- **kompleksinius veiksnius, sudarančius ilgalaikio taupymo ir finansavimo sąlygas;**
- **MVĮ galimybes lengviau gauti finansavimą iš bankų ir ne bankų.**

3.1. Finansų įstaigų pajėgumas skirti ilgalaikį finansavimą

Komerciniai bankai

Tradiciškai bankai – svarbiausi finansiniai tarpininkai Europoje. Bankų sektoriaus dalis ES yra didelė, palyginti su kitais regionais, visų pirma su JAV, – tai rodo didesnę Europos priklausomybę nuo bankų tarpininkavimo. Laikui bėgant, dėl to atsiras ilgalaikio finansavimo problemų.

Krizė atskleidė, koks rizikingas per didelis svarto naudojimas ir įsipareigojimų bei turto terminų neatitikimas (angl. *maturity transformation*). Dėl nuosmukio kai kuriose šalyse sumažėjus paklausai, daugelis bankų dėl to pradėjo mažinti finansinį įsiskolinimą ir tuo prisidėjo prie šiuo metu jaučiamo ilgalaikio finansavimo trūkumo¹¹. Net ir užbaigus šį finansinio įsiskolinimo mažinimo procesą, dėl rizikos perkainojimo po krizės kapitalo kaina išaugs. Kapitalo kaina gali augti ir dėl bankų krizių valdymo priemonių sąnaudų, nors teigiamas lengviau pertvarkomo bankų sektoriaus sukūrimo poveikis bus itin naudingas visuomenei ir ekonomikai. Bankų ir valstybių tarpusavio ryšiai ir griežtesnis reglamentavimas taip pat paskatino bankų veiklą koncentruoti buveinės rinkose, dėl to sumažėjo tarpvalstybinis finansavimas ir suskaidyta bendroji rinka, o dėl to savo ruožtu dar labiau mažėja finansavimas ir auga kapitalo kaina, visų pirma šiuo metu įtampą patiriančiose šalyse.

¹¹ Pvz., remiantis ECB 2012 m. spalio mėn. atliktu bankų skolinimo tyrimu, euro zonos bankų kreditavimo standartai teikiant paskolas arba kredito linijas įmonėms grynąja verte sugriežtinti 15 %, palyginti su 10 % 2012 m. antrąjį ketvirtį. Atitinkamai naujų ilgalaikių paskolų apimtis per pirmą 2012 m. pusę labai sumažėjo, o esamų paskolų kiekis rodo didelio mažėjimo tendenciją pačioje laikotarpio pabaigoje.

Žvelgiant į ateitį, bendromis Europos **bankams taikomomis rizikos ribojimo taisyklėmis** siekiama užkirsti kelią praeities kraštutinumams, didinti bankų atsparumą rizikai ir užtikrinti pasitikėjimą, taip pat parengti bendrą taisyklių sąvadą bendrosios rinkos vientisumui apsaugoti. Ilgalaikio finansavimo atžvilgiu rizikos ribojimo reglamentavimu turi būti sprendžiamas klausimas dėl bankams, naudojantiems trumpalaikius indėlius ilgalaikiam skolinimui finansuoti, kylančios rizikos. Tai savaime nereiškia, kad taisyklės, kuriomis ribojamos bankų galimybės taip naudoti trumpalaikį finansavimą, nulems skolinimo realiajai ekonomikai sumažėjimą. Tačiau galimas kompromisas tarp apribojimų, taikomų likvidumo užtikrinimui siekiant garantuoti stabilumą, ir ilgalaikio finansavimo teikimo realiajai ekonomikai paaiškina, kodėl taisyklės reikia tinkamai sukalibruoti ir palaipsniui įgyvendinti. Pastaruoju metu Bazelio komiteto pateiktais pasiūlymais dėl likvidumo reikalavimų siekiama didinti bankų atsparumą ir kartu užtikrinti, kad įsipareigojimų bei turto terminų neatitikimo apribojimai neturėtų nenumatytų pasekmių. Komisija pasiūlė taikyti likvidumo reikalavimų parametrų kalibravimo stebėjimo laikotarpį ir peržiūrą¹².

Dar viena krizės pasekmė, kuri gali turėti įtakos bankų gebėjimui skirti ilgalaikį finansavimą, yra vis platesnė diskusija dėl to, ar įvykdžius papildomas tiesiogiai jų struktūrai taikomas reformas dar labiau sumažės žlugimo tikimybė ir poveikis, bus geriau užtikrintas gyvybiškai svarbių ekonominių funkcijų tęstinumas ir geresnė pažeidžiamų mažmeninių klientų apsauga. Naujausioje aukšto lygio ekspertų grupės dėl **ES bankų sektoriaus struktūros reformos** ataskaitoje patvirtinama, kad pastarųjų dešimtmečių bankų elgesys nulėmė neproporcingą finansų sektoriaus vidaus veiklos, o ne į klientus orientuotos veiklos (įskaitant ilgalaikį įmonių veiklos finansavimą) augimą. Grupė rekomendavo apriboti ir atskirti rizikingą prekybos praktiką. Šiuo metu Komisija sprendžia, kokiais tolesniais veiksmais atsižvelgti į grupės ataskaitą.

Žinoma, bankai nedings iš Europos tarpininkavimo grandinės. Jų kredito rizikos vertinimo kompetencija, žinios apie vietos įmones ir santykiai su jomis reiškia, kad jie ir toliau bus ir turės būti svarbūs rinkos dalyviai. Tačiau, turint omenyje nuo krizės pradžios įvykusius bankų sektoriaus pokyčius, atsirado naujų poreikių ir galimybių kitiems tarpininkams papildyti bankų vaidmenį ir darnesniais būdais skirti finansavimą ilgalaikėms investicijoms.

Klausimas

3) Turint omenyje kintantį bankų sektoriaus pobūdį, kokį vaidmenį ateityje, jūsų nuomone, bankai atliks skiriant finansavimą ilgalaikėms investicijoms?

Nacionaliniai bei daugiašaliai plėtros bankai ir finansinės paskatos

Tiek tarptautiniu, tiek nacionaliniu mastu veikiantys plėtros bankai turėtų atlikti tam tikrą vaidmenį padedant katalizuoti ilgalaikį finansavimą ir didinti finansų rinkų bei priemonių veiksmingumą ir efektyvumą. Nepaisant teigiamo grynojo tam tikrų investuotojų indėlio į ekonominę gerovę, rinkos nepakankamumas gali neleisti investuotojams prisimti tam tikros rizikos ir (arba) priimti tam tikrų investicinių sprendimų. Tokiais atvejais nacionaliniai ir daugiašaliai plėtros bankai gali būti naudingi skatinant privatų finansavimą pagal konkrečius jiems nustatytus viešosios politikos tikslus, susijusius su platesne ekonomine, socialine ir aplinkosaugine (ne vien finansine) pridėtine verte. Jei jie siektų kompensuoti įrodytą rinkos nepakankamumą, jų dalyvavimas gali atlikti svarbų anticiklinį vaidmenį, be kita ko, mažinant finansavimo kainos kintamumą tam tikrų kategorijų investuotojams ir atsveriant privačių subjektų greitų rezultatų vaikymąsi. Svarbu tai, kad plėtros bankų valdymu reikėtų užtikrinti,

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

kad finansavimo kainos pranašumu jie nesinaudotų privačiam finansavimui išstumti. Priešingai, jie turėtų stengtis katalizuoti privatų finansavimą tose srityse, kuriose jis retas.

Tiesioginis arba netiesioginis viešasis dalyvavimas gali būti užtikrintas siūlant įvairius finansavimo produktus arba prisidedant prie jų veikimo, be kita ko, pasidalijant riziką ir (arba) teikiant garantijas dėl rizikos¹³, taip pat padedant finansiniams tarpininkams palaikyti tarpusavio ryšius atitinkamuose tinkluose¹⁴. Pagal dabartinį ES biudžetą keletu ES lygmens finansinių priemonių¹⁵ (kai kurias kartu vykdo Komisija, Europos investicijų bankas (EIB) ir Europos investicijų fondas (EIF), taip pat bendradarbiaudami su valstybėmis narėmis) siekiama naikinti konkrečias rinkos spragas ir sudaryti geresnes sąlygas gauti finansavimą, taip pat ir ilgalaikį¹⁶. Ateityje ES daugiametėje finansinėje programoje bus vis dažniau naudojamos finansinės priemonės – tai gali būti svarbu siekiant didinti ES išleidžiamų lėšų poveikį, nes taip papildomai pritraukiamas ir katalizuojamas privatus ilgalaikis finansavimas. Visų pirma, didžioji daugiametės finansinės programos dalis, įskaitant visas ES struktūrines priemones, galės būti naudojama finansinėms priemonėms. Jų veiksmingumas priklausys nuo glaudžių Komisijos, EIB grupės ir valstybių narių ryšių palaikymo ir bendradarbiavimo.

Taip pat svarbu, kad dėl viešojo sektoriaus dalyvavimo nedidėtų bendrosios rinkos susiskaidymas. Nacionalinių ir ES lygmens veiksmų koordinavimas, vertinimas ir tarpusavio atskaitomybė galėtų padėti tam užkirsti kelią ir taip padidinti Europos modelio pridėtinę vertę. Glaudesnis nacionalinių ir daugiašalių plėtros bankų bendradarbiavimas padedant Komisijai ir EIB galėtų būti tokio koordinavimo veiksnys, be to, tai padėtų kurti Europos ekonominių interesų grupes tarpvalstybiniais projektams finansuoti. Būtų galima svarstyti ir užsienio valstybių fondų poveikį ir galimybę stiprinti arba kurti atitinkamus Europos subjektus.

Klausimai:

4) Kaip nacionalinių ir daugiašalių plėtros bankų vaidmuo galėtų geriausiai prisidėti prie ilgalaikių investicijų finansavimo? Ar įmanoma geriau koordinuoti tokių bankų veiklą siekiant ES politikos tikslų? Kaip ES biudžete numatytomis finansinėmis priemonėmis būtų galima geriau remti ilgalaikių investicijų, skirtų tvariam augimui užtikrinti, finansavimą?

5) Ar yra kitų viešosios politikos priemonių ir sistemų, kuriomis būtų galima remti ilgalaikių investicijų finansavimą?

¹³ Pvz., tarpiniais produktais (angl. *bridging products*) galima mažinti investuotojų arba finansų įstaigų vengimą rizikuoti. Tai gali būti pirmojo nuostolio kredito arba tarpinio kredito vertės didinimas; priemonės, pritaikytos ankstyvo etapo ir didelio masto parodomiesiems projektams, gaunantiems ir viešojo, ir privačiojo sektorių finansavimą.

¹⁴ Pvz., ilgalaikių investuotojų klube (angl. *Long-Term Investors Club*). Žr. <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Nuosavas arba rizikos kapitalas, garantijos arba kitos rizikos pasidalijimo priemonės, remiamos iš centrinio ES biudžeto arba struktūrinių fondų biudžeto. Daugiau informacijos žr. Komisijos komunikate „Naujos kartos naujoviškų finansinių priemonių – ES nuosavo kapitalo ir skolos platformų – programa“, COM(2011)662.

¹⁶ Pvz., projektų obligacijų iniciatyva ir priemonės, kurioms naudojami struktūrinių ir investicijų fondų, teikiančių skolos, tarpinį ir nuosavo kapitalo finansavimą mažosioms ir vidutinėms įmonėms, savivaldybėms ir infrastruktūros projektams, ištekliai. 2011 m. Komisija pasiūlė infrastruktūros dokumentų rinkinį, kurį sudaro nauja biudžeto priemonė (Europos infrastruktūros tinklų priemonė), taip pat peržiūrėtos transporto, energetikos bei IRT gairės ir Įmonių konkurencingumo ir MVĮ programa (COSME). Komisija ir EIB parengė dvi rizikos pasidalijimo finansines priemones: rizikos pasidalijimo finansinę priemonę daug mokslinių tyrimų vykdančioms ir inovacijas diegiančioms įmonėms ir TEN transporto projektams skirtą paskolų garantijų priemonę. 2007–2013 m. iš struktūrinių fondų mažiausiai 10,7 mlrd. EUR ES lėšų investuota į finansų inžinerijos priemones, o daugiausia investavo ERPF, užtikrindamas MVĮ galimybes gauti finansavimą. Laikui bėgant šios lėšos bus reinvestuojamos ir atneš naudos Europos ekonomikai.

Instituciniai investuotojai

Dėl savo verslo modeliams būdingų ilgesnių laikotarpių instituciniai investuotojai, pvz., (gyvybės) draudimo bendrovės, pensijų fondai, savitarpio fondai ir labdaros fondai, yra tinkami ilgalaikio finansavimo teikėjai. Apskaičiuota, kad kartu paėmus jie iš viso valdo 13,8 trln. EUR turto, t. y. daugiau kaip 100 % ES BVP¹⁷. Tarp ilgalaikio kapitalo teikėjų atsirado ir kitų institucinių investuotojų, pvz., valstybės turto fondai, specialūs infrastruktūros fondai ir (tam tikru mastu) privataus kapitalo fondai. Ilgalaikį finansavimą gali teikti ir rizikos kapitalo fondai.

Dėl ilgesnės turimų įsipareigojimų trukmės instituciniai investuotojai bent jau iš principo gali ilgam laikui investuoti į ilgalaikį našų turtą ir taip gauti didesnes pajamas, kurios atsvertų daugeliui tokio turto rūšių būdingą ilgalaikę riziką ir mažesnę likvidumą. Ilgesni laikotarpiai sudaro sąlygas instituciniams investuotojams veikti kantriai ir anticikliškai, ribojant greitų rezultatų vaikymąsi ir mažinant poreikį prisiimti trumpalaikius įsipareigojimus ilgalaikėms investicijomis įgyvendinti. Diversifikacijos poreikis ir pajamų šaltinių paieška mažų palūkanų sąlygomis juos skatino plėsti ilgalaikio finansavimo veiklą, didelę portfelių dalį skiriant tokioms ilgalaikėms priemonėms kaip nuosavas kapitalas, privatus kapitalas ir kitas nelikvidus turtas (pvz., kai kurie pensijų fondai pastaruoju metu tiesiogiai investavo į didelio masto atsinaujinančiosios energijos projektus).

Šiomis aplinkybėmis instituciniai investuotojai, kaip ir bankai, privalo laikytis įvairių rizikos ribojimo reikalavimų ir apskaitos standartų. Naujomis **draudimo įmonėms** taikomomis rizikos ribojimo taisyklėmis (direktyva „Mokumas II“)¹⁸ reikalaujama, kad jos turėtų turto, atitinkančio jų įsipareigojimų pobūdį ir trukmę; ilgalaikis investavimas suderintas su socialinėmis šių įmonių funkcijomis. Direktyva „Mokumas II“ siekiama įvesti suderintą ekonominę riziką grindžiamą režimą ir turtą vertinti rinkos dėsniais atitinkančia ekonomine verte. Naujųjų rizikos ribojimo taisyklių poveikis draudikų gebėjimui teikti ilgalaikį finansavimą iš dalies priklausys nuo to, kokia jų individuali pradinė pozicija ir kaip konkrečiai bus traktuojamas ilgesnio laikotarpio turtas. Diskusijose daugiausia svarstoma, kaip užtikrinti, kad rizikingam turtui taikomi reguliuojamojo kapitalo poreikio koeficientai pernelyg neapsunkintų ilgalaikio turto laikymo ir kad nesumažėtų teigiamų sistemos „Mokumas II“ paskatų, kuriomis skatinamas ilgalaikių įsipareigojimų ir ilgalaikių investicijų trukmės derinimas.

Šiuo atžvilgiu Komisijos tarnybos paprašė Europos draudimo ir profesinių pensijų institucijos (EDPPI) išnagrinėti, ar reikėtų pakoreguoti detalų kapitalo reikalavimų investicijoms į tam tikrą turtą sukalibravimą pagal direktyvą „Mokumas II“ (įskaitant infrastruktūros finansavimą ir projektų obligacijas; MVĮ finansavimą; skolos pakeitimą vertybiniais popieriais ir pan.) siekiant pašalinti ilgalaikio finansavimo kliūtis, tačiau nesukeliant papildomos rizikos ribojimo rizikos. Komisija, Taryba ir Parlamentas taip pat svarstė priemones, kuriomis būtų sudaromos geresnės ilgalaikes garantijas turinčių draudimo produktų ir ilgalaikių investicijų teikimo pagal direktyvą „Mokumas II“ sąlygos. EDPPI šias priemones įvertins iki 2013 m. birželio mėn. Remdamasi tomis techninėmis išvadomis, Komisija pateiks ataskaitą dėl tinkamų priemonių, kurias būtų galima įtraukti į direktyvą „Mokumas II“ arba į su ja susijusius deleguotuosius aktus.

Pensijų fondai turi valdyti jiems kylančią riziką, kad užtikrintų reikiamo lygio metinę grąžą jų naudos gavėjams. Pensijų fondų kapitalo taisyklės skirtingose valstybėse narėse skirtingos ir skiriasi nuo draudikams taikomų taisyklių, kad būtų atsižvelgta į kitokią su profesinių pensijų

¹⁷ Žr. „Fitch 2011“ ir EFAMA (2012 m.).

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

fondais susijusią riziką ir jiems prieinamus finansavimo išteklius. Komisija planuoja peržiūrėti Įstaigų, atsakingų už profesinių pensijų skyrimą, direktyvą¹⁹. Ją peržiūrint siekiama, *inter alia*, pagerinti sistemos narių apsaugą ir palengvinti tarpvalstybinę veiklą šioje srityje. Bus svarbu užtikrinti, kad profesinių pensijų sistemoms taikomos naujos rizikos ribojimo taisyklės netrukdytų teikti tvaraus ilgalaikio finansavimo. Todėl peržiūrint minėtą direktyvą reikės atsižvelgti į galimą poveikį ilgalaikiam finansavimui ir ekonomikos augimui.

Tačiau, be rizikos ribojimo taisyklių, institucinių investuotojų gebėjimą atlikti ilgalaikio finansavimo teikėjų vaidmenį veikia keletas kitų struktūrinių veiksnių. Ekonomikos nuosmukis tikriausiai turės ilgalaikį poveikį institucinių investuotojų ilgalaikio turto paskirstymo strategijoms, nes skatins taikyti konservatyvesnes investavimo strategijas. Pavyzdžiui, institucinių investuotojų investicijų į infrastruktūrą vidurkis tebėra mažas, palyginti su jų valdoma nekilnojamojo turto dalimi ir faktiniais investavimo į infrastruktūrą poreikiais. Kiek tai susiję su rizikos valdymu ir diversifikacija, instituciniai investuotojai gali baimintis didelio masto ilgalaikių investicinių projektų. Institucinių investuotojų, kurie nėra bankai, turto valdymo funkcijas vykdantys padaliniai taip pat gali būti nepripratę dirbti su nelikvidesniu turto – anksčiau šias užduotis dažnai atlikdavo obligacijų draudikai (angl. *monoline insurers*), teikę garantijas tokiam turtui. Laikui bėgant tai reiškia, kad kai kuriems investuotojams gali prireikti išsiugdyti papildomos kompetencijos, kad galėtų pagrįstai priimti investicinius sprendimus.

Todėl gali reikėti svarstyti iniciatyvas, kuriomis būtų jungiami finansiniai ištekliai²⁰ ir struktūrinami finansavimo paketai pagal skirtingus rizikos etapus. Šiuo atveju galėtų būti naudingas investuotojų ir ne finansų įmonių dialogas, be kita ko, skleidžiant gerą patirtį ir atliekant konkrečių atvejų tyrimus²¹. Komisija jau išipareigojo²² pateikti pasiūlymų dėl galimų **ilgalaikių investicinių fondų** formų. Kai kurios suinteresuotosios šalys jau dabar tikisi, kad nauja ilgalaikių investicinių fondų priemonė galėtų padėti pritraukti kapitalo visoje Sąjungoje. Tai galėtų padėti dideliems ir vidutiniams instituciniams investuotojams investuoti, pvz., į įvairius infrastruktūros projektus. Ilgalaikiai investiciniai fondai padės instituciniams investuotojams užtikrinti diversifikaciją ir rizikos paskirstymą. Be to, ilgalaikių investicinių fondų valdytojai gali suteikti papildomų žinių, kaip vertinti pagrindinius sandorius arba kaip atrinkti ir valdyti ilgalaikius infrastruktūros projektus.

Klausimai:

6) Kokių mastu ir kaip instituciniai investuotojai gali atlikti didesnę vaidmenį keičiant ilgalaikio finansavimo įpročius?

7) Kaip kuo geriau suderinti rizikos ribojimo tikslus ir norą remti ilgalaikį finansavimą, kai rengiamos ir įgyvendinamos atitinkamos rizikos ribojimo taisyklės draudikams, perdraudikams ir pensijų fondams, pvz., įstaigoms, atsakingoms už profesinių pensijų skyrimą?

8) Kas trukdo kurti bendro investavimo (angl. pooled investment) priemones? Ar būtų galima kurti ES masto platformas?

9) Kokias kitas galimybes ir priemones būtų galima svarstyti siekiant didinti bankų ir

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

²⁰ Vienas iš pavyzdžių – Jungtinėje Karalystėje siūloma pensijų infrastruktūros platforma (angl. *Pension Infrastructure Platform*), taip pat idėjos dėl bendro privataus kapitalo ir infrastruktūros fondo, kuri sudarytų kai kurie regioniniai pensijų fondai.

²¹ Pvz., įsteigtas finansų apskritis stas siekiant nustatyti, kada galima sukurti pritaikytą finansavimą ir novatoriškas finansines priemones efektyvaus išteklių naudojimo veiksams remti.

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

Bendras reglamentavimo reformos poveikis finansų įstaigoms

ES vykdo visapusišką finansų reformos programą. Apžvelgiant visus patvirtintus ir ateityje planuojamus rizikos ribojimo taisyklių, skirtų įvairiems finansų sektoriaus dalyviams (bankams, draudikams, pensijų teikėjams ir pan.), pokyčius, kyla svarbus klausimas, ar bendras jų poveikis ilgalaikio makroekonominio kapitalo formavimui galėtų būti didesnis negu tiesiog atskirų kiekvienos reformos rezultatų suma. Pavyzdžiui, jei bankai dėl griežtėjančių likvidumo reikalavimų mažina valdomą ilgalaikio materialaus turto dalį, šią spragą galėtų užpildyti ilgalaikių įsipareigojimų turintys instituciniai investuotojai, jei reglamentavimo sistemoje ne per daug dėmesio skiriama trumpalaikiam kintamumui. Tačiau likvidumo reikalavimus vienu metu įvedus įvairiems finansų rinkos dalyviams gali nelikti paskatų investuoti į mažiau likvidų turtą ir dėl to užsidarytų keletas galimų ilgalaikių investicijų finansavimo kanalų.

Todėl reikia atidžiai stebėti bendrą rizikos ribojimo reformų poveikį. Šį klausimą jau nagrinėja tokios tarptautinės reglamentavimo institucijos kaip Finansinio stabilumo taryba ir G 20 finansų ministrų ir centrinių bankų valdytojų grupė. Svarbu reglamentavimo tikslus – didesnę makrofinansinį stabilumą ir pasaulinę reglamentavimo konvergenciją – įgyvendinti taip, kad būtų kuo mažiau neigiamų paskatų finansuoti našias ilgalaikes investicijas.

Klausimas

10) Ar dabartinės ir planuojamos rizikos ribojimo reformos turi kaupiamąjį poveikį bendrų ilgalaikių investicijų dydžiui ir cikliškumui ir ar tas bendras poveikis reikšmingas? Kaip geriausiai reaguoti į tą poveikį, kad ir koks jis būtų?

3.2. Finansų rinkų veiksmingumas ir efektyvumas kaip ilgalaikio finansavimo priemonių sąlyga

Norint, kad būtų įvairesnių ilgalaikio finansavimo skyrimo priemonių, be institucinių investuotojų, reikalingos tinkamai veikiančios ir gilios kapitalo rinkos bei infrastruktūros.

Per keletą paskutinių dešimtmečių Europos obligacijų rinkos vystėsi ypač greitai²³. Tačiau ne finansų įmonių obligacijos Europoje vis dar sudaro tik 15 % įmonių skolos, palyginti su situacija kitur. Praktikoje galimybę naudotis Europos obligacijų rinkomis turi tik didelės įmonės, o vidutinės kapitalizacijos įmonės ir MVĮ tokių galimybių beveik neturi. Europos pakeitimo vertybiniais popieriais rinkos taip pat mažai išsivysčiusios, palyginti su kitais pasaulio regionais, todėl dar labiau mažėja esamų ilgalaikio finansavimo priemonių pasirinkimas.

Komisija pasiūlė reformas šiais tikslais: kuriant naujas prekybos vietas gerinti rinkos struktūrą; užtikrinti didesnę skaidrumą ir informacijos efektyvumą; griežtinti reikalavimus, kad mažėtų trumpalaikės ir spekuliacinės prekybos veiklos mastas; ir gerinti investuotojų

²³ Pvm., 2012 m. liepos mėn. euro zonos ne finansų įmonių išleistų skolos vertybinių popierių bendros neapmokėtos sumos iš viso sudarė 940 mlrd. EUR, t. y. padidėjo nuo 652 mlrd. EUR 2008 m. pradžioje (šaltinis – ECB).

apsauga²⁴. Reikės stebėti, kiek šios reformos pateisins viltis užtikrinti, kad kapitalo rinkos kuo veiksmingiau skirtų ilgalaikį finansavimą. Gali prireikti ir papildomų pastangų.

Padengtų obligacijų²⁵ rinkos pasirodė esančios gana atsparios krizei. Tačiau atskirų valstybių rinkos yra atsietos; reikia papildomos analizės siekiant išsiaiškinti, ar ir koku mastu didesnis suderinimas galėtų skatinti naudoti padengtas obligacijas, vadovaujantis naujaisiomis rinkos iniciatyvomis ir kartu tinkamai atsižvelgiant į nerimą dėl galimai didesnio turto suvaržymo bankų balansuose.

Papildomų ilgalaikio finansavimo šaltinių taip pat galėtų atsirasti performavus **pakeitimo vertybiniais popieriais rinkas**. Taikant tinkamą priežiūrą ir laikantis duomenų skaidrumo principų, jos gali padėti finansų įstaigoms atlaisvinti kapitalo, kuris tuomet gali būti naudojamas teikiant papildomas paskolas, ir valdyti riziką. Pati rinka inicijuoja pakeitimo vertybiniais popieriais rinkų skatinimo iniciatyvas, pavyzdžiui, ima specialiais ženklais žymėti aukštos kokybės, skaidrų ir standartizuotą pakeitimą vertybiniais popieriais. Reikėtų kurti paprastus pakeitimo vertybiniais popieriais produktus, kurie grindžiami aiškiais sverto nenaudojančiomis struktūromis ir kuriems naudojamas tinkamai atrinktas, diversifikuotas ir mažos rizikos pagrindinis turtas. Svarbu apsvarstyti specialiai MVĮ skirtas rinkas ir tinkamas rizikos ribojimo taisyklių bei priežiūros sistemas. Papildomai būtų galima svarstyti ir produktus, susijusius su konkrečiais sektoriais.

Visoje ES niekada nebuvo tikros **Europos projektų obligacijų²⁶ rinkos**. Komisija kartu su EIB pradėjo spręsti šį klausimą įgyvendindami projektų obligacijų iniciatyvą, t. y. finansų rinkos priemonę rinkos netobulumo ir kreditingumo problemoms spręsti. Įgyvendinant šią iniciatyvą siekiama parodyti, kad įmanoma infrastruktūros projektus finansuoti leidžiant obligacijas, ir galiausiai sukurti likvidžią projektų obligacijų rinką. Rinkos dalyviai, nors vis dar mažu mastu, taip pat kuria įvairias investavimo platformas, produktus ir priemones projektų obligacijų rinkoms skatinti. Vertėtų svarstyti, kaip skatinti labiau naudoti projektų obligacijas, taip pat atsižvelgiant į planuojamą tarpinį iniciatyvos vertinimą²⁷.

Daugelio teigimu, ekonomikai, įmonėms ir investiciniams projektams reikia daugiau **nuosavo kapitalo**, o ne skolos vertybinių popierių. Nuosavas kapitalas gali būti geresnė priemonė finansuojant ilgalaikes labai rizikingas investicijas, taip pat investicijas, kurioms būdinga didelė informacijos asimetrija ir neatsakingo elgesio rizika. Nuo krizės pradžios makroekonominis neapibrėžtumas ir mažų palūkanų sąlygos galėjo turėti įtakos įmonių norui investuoti į ilgalaikį nuosavą kapitalą ir prisiimti su tuo susijusią riziką. Vietoj to investuotojai prieglobsčio ieškojo investuodami į didelio kreditingumo valstybės skolos priemones. Paraleliai viešo akcijų platinimo potencialas rinkoje maksimaliai susitraukė, todėl sumažėjo įmonių galimybės gauti kapitalo, o Europos vertybinių popierių biržos vis dažniau atlieka likvidumo, o ne šviežio kapitalo teikėjų vaidmenį. Apskritai nuosavo kapitalo kaina liko aukšta, o skolos finansavimo kaina nukrito. Tai rodo, kad Europoje trūksta nuosavo kapitalo, ir ši problema tikriausiai greitai neišsprendės. Atrodo, kad šie pokyčiai didesnę poveikį padarė vidutinės kapitalizacijos įmonėms. Valdžios politika ir taisyklės dėl privačių veiklos

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

²⁵ Padengtos obligacijos – obligacijos, užtikrintos grupėmis hipotekos paskolų, kurios lieka emitento balanse, kitaip nei hipoteka užtikrintų vertybinių popierių atveju, kai turtas išbraukiamas iš balanso.

²⁶ Projektų obligacijos – privatus skolos vertybiniai popieriai, kuriuos išleidžia projekto bendrovė konkrečiam nebalansiniam projektui finansuoti.

²⁷ Tai galėtų apimti: a) ES projektų bendrovių išleistų projektų obligacijų standartizavimą ir ženklimą; b) konkrečios reglamentavimo sistemos poreikį; c) projektų obligacijų rinkos kūrimo (pvz., naudojant prekybos platformą) pastangų poreikio ir privalumų analizę. Panašiai projektų obligacijos galėtų būti naudojamos ekologinėms obligacijoms ir specialioms pramoninių parodomųjų projektų obligacijoms, įskaitant visiškai naujų komercinio masto pramoninių parodomųjų projektų atvejus.

vykdytojų pasirinkimo tarp nuosavo kapitalo ir skolos finansavimo turėtų būti kuo neutralesnės (pvz., toliau žr. dalį dėl įmonių apmokestinimo).

Klausimai:

11) Kaip būtų galima pagerinti kapitalo rinkos teikiamą finansavimą ilgalaikėms investicijoms Europoje?

12) Kaip kapitalo rinkos gali padėti sumažinti nuosavo kapitalo trūkumą Europoje? Kaip turėtų pasikeisti tarpininkavimu užsiimančių rinkos dalyvių veikla siekiant sklandžiau teikti finansavimą ilgalaikėms investicijoms, geriau palaikyti ilgalaikių investicijų, skirtų ekonomiškai, socialiai ir aplinkosaugos požiūriu tvariam augimui užtikrinti, finansavimą ir garantuoti tinkamą investuotojų ir vartotojų apsaugą?

13) Kokie yra labiau suderintos padengtų obligacijų sistemos kūrimo privalumai ir trūkumai? Iš kokių elementų galėtų būti sudaryta ši sistema?

14) Kaip būtų galima atgaivinti ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinką, kad būtų tinkamai suderintas finansinio stabilumo siekis ir poreikis gerinti finansų sistemos įsipareigojimų ir turto terminų neatitikimo padėtį?

3.3. Kompleksiniai veiksniai, sudarantys ilgalaikio taupymo ir finansavimo sąlygas

Taip pat reikėtų apsvarstyti keletą labiau kompleksinių ilgalaikiam investavimui svarbių veiksnių, turint omenyje galimą jų poveikį tiek ilgalaikio finansavimo pasiūlai, tiek su juo susijusiam tarpininkavimui.

Valdžios institucijų veiksmai, įskaitant apmokestinimo režimus, atlieka svarbų vaidmenį skatinant ilgalaikius investicinius projektus, teikia paskatų ir galimybių namų ūkiams ilgą laiką taupyti, o rinkos dalyviams – skirti ilgalaikį finansavimą našioms investicijoms. Valdžios institucijų nustatytos ilgalaikės politikos sistemos padeda kurti už politinį ciklą ilgesnes strategines investavimo darbotvarkes, nes suteikia daugiau skaidrumo ir tikrumo investuotojams bei įmonėms. Svarbu, kad dėl tokio valstybės dalyvavimo nebūtų iškraipyta konkurencija, išstumti privatūs investuotojai ar panaikintos vienodos veiklos sąlygos bendrojoje rinkoje.

Be to, kai kurios valstybės narės ėmėsi veiksnių skatinti namų ūkius priimti ilgalaikio taupymo ir investavimo sprendimus. Kai kuriose šalyse patvirtintos savanoriškos pensijų sistemos. Kitur siekiant remti ilgalaikių investicinių projektų finansavimą įvestos tikslinės taupomosios sąskaitos²⁸, kuriomis naudojantis gaunama (valstybės) garantuota fiksuota grąža ir kai kuriais atvejais taikomos tam tikros mokesčių lengvatos. Šiose sąskaitose esančios lėšos vėliau investuojamos į tokias viešąsias gėrybes kaip ligoninės, socialinis būstas ir universitetai. Ilgainiui galbūt vertėtų svarstyti, ar **turint konkrečių ES lygmens priemonių** galėtų būti lengviau sukaupti daugiau ilgalaikių santaupų, kurios būtų atviriau susietos su platesniais visuomeniniais tikslais. Šį modelį reikėtų pritaikyti, kad jis tiktų naudoti ES lygmeniu.

Vertės nustatymas, apskaitos principai ir turto valdytojų naudojamos strategijos, daugelio vertintojų nuomone, yra veiksniai, dėl kurių sudėtingėja tarpininkavimo grandinė, auga tarpininkavimo sąnaudos ir atsiranda nenuoseklių paskatų, pvz., atsirandančių dėl polinkio į

²⁸ Pvz., Prancūzijoje – *Livret A*; Italijoje – *libretti postale*; Vokietijoje – *Bausparvertrag* (taupymas pagal sutartį būstui finansuoti).

spekuliaciją ir greitų rezultatų vaikymąsi, kurias taip pat nulemia su ilgalaikėmis investicijomis siejama didesnė suvokiama rizika ir vėlyva grąža.

Klausimas

15) Kokių privalumų turi įvairūs ES lygmeniu egzistuojančių specialių taupomųjų sąskaitų modeliai? Ar būtų įmanoma sukurti ES modelį?

Apmokestinimas

Apmokestinimo struktūra ir lygis gali turėti poveikio investavimo ir taupymo sprendimams, o kartu ir augimui. Apskritai mokesčių sistemų struktūra turėtų būti tokia, kad ji kuo mažiau iškraipytų ekonominius piliečių ir bendrovių sprendimus, nebent mokesčiais ketinama ištaisyti netiesioginį konkretaus ir aiškiai apibrėžto rinkos nepakankamumo poveikį:

- **mokesčiai ir investicijos.** Pelno apmokestinimas yra vienas iš daugelio veiksnių, darančių įtaką sprendimams dėl investicijos dydžio ir jos finansavimo būdų. Konkrečiai, daugelio valstybių narių pelno apmokestinimo sistemose paprastai palankiau vertinama skola, o ne nuosavas kapitalas, todėl įmonėms atsiranda paskatų naudoti didesnę svertą, nes palūkanų mokėjimai atskaitomi, o kapitalo grąžai tokia lengvata paprastai netaikoma. Tinkamos struktūros mokesčių bazė, kuria mažinamas svarto lemiamas iškraipymas, taip pat galėtų sumažinti įmonių pažeidžiamumą, jei trumpam sumažėja kreditavimas. Tačiau reformas, kuriomis bandoma šalinti šį iškraipymą, vykdo tik labai mažas valstybių narių skaičius. Todėl tolesnės diskusijos dėl pelno mokesčio bazės struktūros aspektų, susijusių su jos neutralumu finansavimo atžvilgiu, galėtų būti naudingos visoje ES;
- **mokesčiai ir santaupos.** Santaupų apmokestinimas turi keletą svarbių padarinių ekonomikai, nes, be kita ko, jis veikia bendrą santaupų sumą ekonomikoje ir taip daro įtaką kapitalo paskirstymui ir investavimui. Turint omenyje šiuos padarinius, šios srities mokesčių politika turi būti rengiama ypač kruopščiai. Daugelis valstybių narių jau įgyvendino tam tikrų iniciatyvų, skirtų didinti (ilgalaikėms) santaupoms, visų pirma su pensija susijusioms santaupoms. Be to, daugelis valstybių narių taiko dvejopas pajamų apmokestinimo sistemas, kai kapitalo pajamos paprastai atskirai apmokestinamos mažesniu tarifu negu pajamos iš kitų šaltinių;
- **mokesčių paskatos.** Mokesčių paskatos dažnai laikomos priemonėmis, kuriomis skatinamos tam tikrų rūšių investicijos; mokesčių subsidija galėtų būti pateisinama, kai socialinė investicijos grąža viršija privačią grąžą investuotojui, todėl investavimo lygis nėra socialiai optimalus (pvz., moksliniai tyrimai bei plėtra ir aplinkosaugos klausimai). Nors yra argumentų už mokesčių paskatų naudojimą, jos taip pat gali būti administracinė našta, nes išauga taikytinų išimčių ar papildomų taisyklių skaičius. Be to, kai kuriais atvejais dėl didelės nacionalinių taisyklių įvairovės gali atsirasti galimybių rinktis palankesnes (arbitražas).

Klausimai:

16) Kokio tipo pelno apmokestinimo reformos, kuriomis būtų naikinamas nevienodas skolos ir nuosavo kapitalo vertinimas, padėtų pagerinti investavimo sąlygas?

17) Į kokias sąlygas reikėtų atsižvelgti, nacionaliniu lygmeniu nustatant tinkamas ilgalaikio

taupymo paskatas? Konkrečiai, kaip reikėtų naudoti mokesčių paskatas siekiant proporcingai skatinti ilgalaikį taupymą?

18) Kokių rūšių pelno mokesčio paskatos yra naudingos? Kokiomis priemonėmis būtų galima išvengti arbitražo rizikos, kai išimties arba paskatos taikomos konkrečiai veiklai?

19) Ar glaudžiau koordinuojant mokesčius Europos Sąjungoje būtų skatinamas ilgalaikių investicijų finansavimas?

Apskaitos principai

Apskaita nėra neutrali, ji daro įtaką ekonominiams sprendimams: apskaitos standartai ir priemonės (tokie kaip tarptautiniai finansinės atskaitomybės standartai) padeda užtikrinti bendrą kalbą tarp verslininkų, investuotojų ir valdžios institucijų ir palaiko pasitikėjimą bei saugą. Tai reiškia, kad jie turi suvienyti skirtingas nuomones: ekonominį interesą ir finansinį (investuotojo) interesą. Taikant **apskaitos pagal tikrąją vertę principus** gali išaugti finansinės informacijos skaidrumas ir nuoseklumas, nes taip parodoma turto ir įsipareigojimų rinkos vertė ir suteikiama informacijos apie santykinę finansinę skirtingų įstaigų būklę. Tačiau tai taip pat gali būti žalinga stabilumui ir ilgalaikio finansavimo perspektyvai. Pavyzdžiui, kai kurie tyrimai rodo, kad instituciniai investuotojai mažina portfelines investicijas į nuosavą kapitalą, nes jis laikomas kintamesniu ir rizikingesniu negu obligacijos. Kiti tyrimai rodo, kad rinkos dėsnius atitinkantis vertės nustatymas skatina ilgalaikius investuotojus didinti rizikos poziciją, jei kintamumas pripažįstamas ne pelno (nuostolių) ataskaitoje. Vertėtų toliau nagrinėti, ar kalbant apie ilgalaikes investicijas šie standartai atitinka savo paskirtį. Šiuo atžvilgiu būtų naudinga nustatyti, kaip suderinti investuotojams teikiamos informacijos tikslumą ir pakankamas paskatas laikyti ir valdyti labai ilgus trukmės turta.

Klausimas

20) Jūsų nuomone, kokių mastu apskaitos pagal tikrąją vertę principų naudojimas nulėmė investuotojų greitų rezultatų vaikymąsi? Kokią alternatyvą ar kitus tokių padarinių kompensavimo būdus būtų galima siūlyti?

Įmonių valdymo tvarka

Turto valdymo būdas gali būti svarbus teikiant ilgalaikį finansavimą, nes taip derinamos turto valdytojų, investuotojų ir įmonių paskatos, susijusios su ilgalaikėmis strategijomis, ir mažinamos abejonės, susijusios su greitų rezultatų vaikymusi, spekuliacijomis ir atstovavimu. Jau taikomos taisyklės dėl patikėtinio pareigų, interesų konfliktų, atlyginimų, naudojimosi balsavimo teisėmis ir informacijos apie išlaidas atskleidimo, konsultacijų dėl investavimo ir portfelio valdymo²⁹. Be to, tolesni veiksmai apibūdinti **Europos bendrovių teisės ir įmonių valdymo veiksmų plane**³⁰, įskaitant galimus Akcininkų teisių direktyvos pakeitimus. Būtų galima numatyti daugiau veiksmų, įskaitant tolesnį vertinimą, kaip formuojamos paskatos turto valdytojams, kad būtų geriau atsižvelgiama į ilgalaikiškumą, ir reikalavimą, kad turto valdytojai teiktų daugiau informacijos apie patikėtinio pareigų vykdymą. Be to, yra pateikta idėjų skatinti didesnę ilgalaikį akcininkų dalyvavimą ir jas būtų galima toliau svarstyti, pvz.,

²⁹ Žr. http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm ir http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

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

analizuoti galimybes ilgalaikiams investuotojams suteikti daugiau balsavimo teisių ar dividendų.

Klausimai:

21) Kokios paskatos galėtų padėti skatinti ilgesnio laikotarpio akcininkų dalyvavimą?

22) Kaip galima plėtoti turto valdytojams teikiamus įgaliojimus ir paskatas siekiant remti ilgalaikes investavimo strategijas ir santykius?

23) Ar reikia peržiūrėti patikėtinio pareigos apibrėžtį atsižvelgiant į ilgalaikį finansavimą?

Informacijos ir ataskaitų teikimas

Remiantis naujausiomis analizėmis, vis labiau tikimasi, kad būtų **atskleidžiama nefinansinė įmonių informacija**. Tyrimai rodo, kad įmonėms, iniciatyviai valdančioms savo veiklos tvarumo aspektus, kapitalo kaina visuomet mažesnė ir jų rezultatai ilguoju laikotarpiu geresni negu jų konkurentų. Bendrųjų informacijos atskleidimo reikalavimų gali nepakakti, kad būtų skatinami sprendimai dėl ilgalaikių investicijų, todėl Komisija rengia tvirtesnę nefinansinės informacijos teikimo sistemą. Galėtų būti naudinga papildomai svarstyti turto valdytojų ir savininkų nefinansinės informacijos atskleidimą, įskaitant tai, kaip valdant portfelį atsižvelgti į su tvarumu susijusią specifinę riziką ir poveikį. Be to, daugelio vertintojų nuomone, **ketvirčio finansinių ataskaitų teikimas** nederamai skatina rinkos dalyvius daugiausia dėmesio skirti labai trumpalaikiams rezultatams. Peržiūredama Skaidrumo direktyvą³¹, Komisija pasiūlė panaikinti ketvirčio informacijos teikimo pareigą.

Daugiausia dėmesio skirti metiniams arba trumpo laikotarpio rezultatams dažnai skatina ir **lyginamieji indeksai** bei **kredito reitingai**. Komisija pasiūlė sugriežtinti taisykles, kad būtų mažiau kliaujamasi tradiciniais reitingais, ir 2012 m. lapkričio mėn. pasiektas politinis susitarimas dėl kelių teisėkūros reformų³². Rodiklių ir reitingų, kuriais suderinama orientacija į ilgalaikę perspektyvą ir trumpalaikę atskaitomybę, kūrimas galėtų būti ilgalaikiams investuotojams naudinga priemonė.

Klausimai:

24) Ar labiau integravus finansinę ir nefinansinę informaciją būtų lengviau aiškiai apžvelgti ilgalaikius įmonės rezultatus ir dėl to priimti geresnius investicinius sprendimus?

25) Ar reikia kurti specifinius ilgalaikius indeksus?

3.4. MVĮ galimybės lengviau gauti finansavimą iš bankų ir ne bankų

Dabartinės MVĮ turi potencialo paremti būsimą ilgalaikį augimą. Tradiciškai joms labai sunku gauti finansavimą, kurio reikia norint augti. Turint omenyje jų priklausomybę nuo bankų teikiamo finansavimo, šie sunkumai dar padidėja dėl bankų vykdomo finansinio išskolinimo mažinimo. Be to, šiuo metu joms kliudo ES finansų rinkų susiskaidymas, nes sąlygos gauti finansavimą skirtingose šalyse labai skiriasi.

Sumažėjus bankų teikiamam finansavimui, šioje srityje suaktyvėjo veiksmai, kuriais skatinama kurti alternatyvius, su bankais nesusijusius MVĮ kreditavimo kanalus. 2011 m.

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

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

Komisija priėmė veiksmų planą MVĮ patiriamoms finansavimo problemoms spręsti³³. Jau susitarta dėl tam tikrų iniciatyvų, įskaitant naujas ES sistemas, susijusias su investavimu į rizikos kapitalą ir socialinio verslumo fondus. Be to, šiuo metu svarstomos kelios politikos iniciatyvos siekiant lengvinti MVĮ galimybes patekti į nuosavybės vertybinių popierių rinkas. Tačiau kiti su veiksmų planu susijusių teisės aktų pasiūlymai dar nepriimti. Taip pat pateikta pasiūlymų dėl galimybės daugiašalių prekybos platformų valdytojams registruotis naudojant ženklą „MVĮ augimo rinka“ ir dėl proporcingo režimo, kuriuo būtų mažinamos administracinės išlaidos ir našta, susidarančios rinkos finansavimo ieškančioms MVĮ³⁴. Lygiagrečiai augo esamos rinkos, pvz., turto finansavimo ir tiekimo grandinės finansavimo, taip pat finansinių inovacijų, kurioms naudojamos technologijos ir internetas, pvz., vadinamasis minios finansavimas (angl. *crowd-funding*).

Tačiau šių priemonių gali nepakakti norint sumažinti MVĮ sunkumus gauti finansavimą. Būtų galima svarstyti papildomus veiksmus, pvz.:

- **rizikos kapitalo plėtra.** Rizikos kapitalo sektoriui trūksta išteklių ir jam įtaką daro bankų bei draudimo sektorių rizikos ribojimo taisyklės. Rizikos kapitalo kiekį veiksmingai padidinti galėtų fondų fondai. Dar labiau sumažinti šios rinkos suvaržymus galėtų instituciniams investuotojams skirtas garantijų fondas;
- **specialiai MVĮ skirtų rinkų ir tinklų plėtra.** Norėdami savo investicijas paversti pradiniu viešu akcijų platinimu, rizikos kapitalo fondai taip pat yra priklausomi nuo tinkamai veikiančių į MVĮ orientuotų vertybinių popierių biržų. Tarp galimų priemonių – atskiro MVĮ skirto modelio, kuriuo siekiama daugiau negu dabartiniu antrosios Finansinių priemonių rinkų direktyvos pasiūlymu, sukūrimas ir specialių apskaitos taisyklių biržinėms MVĮ ir naujoms prekybos platformoms parengimas. Specialiai MVĮ skirtos rinkos galėtų padėti didinti jų matomumą, pritraukti naujų investuotojų ir remti naujų MVĮ skirtų pakeitimo vertybiniais popieriais priemonių kūrimą. Verslo tinklų sistemų kūrimas galėtų sudaryti palankias sąlygas MVĮ grupuotis, dalytis riziką, teikti savitarpio paslaugas ir vykdyti diversifikaciją ir taip gerinti savo galimybes gauti finansavimą;
- **MVĮ skirtų naujų pakeitimo vertybiniais popieriais priemonių kūrimas.** Komisija jau yra sukūrusi MVĮ skirtą pakeitimo vertybiniais popieriais priemonę ir pasiūliusi toliau remti pakeitimą vertybiniais popieriais per programą COSME. Be to, remiantis ES kriterijais, taikomais mažųjų ir vidutinių įmonių vykdomoms Europos intereso pramonės investicijoms, struktūrizuotų kreditų priemonės galėtų gauti Europos ženklus. Turint omenyje didelius pramonės sektorių ir investavimo ciklų skirtumus, šias priemones reikėtų diferencijuoti;
- **kredito balų suteikimo mažosioms ir vidutinėms įmonėms standartų rengimas** galėtų padėti spręsti patikimos informacijos apie MVĮ trūkumo problemą ir lengvinti sąlygas potencialiems investuotojams įvertinti jų kreditingumą. Bendrų minimalių kokybės standartų, susijusių su vidutinės kapitalizacijos įmonių ir MVĮ išorės vertinimu, rengimas galėtų dar labiau pagerinti jų galimybes gauti finansavimą, taip pat iš kitų valstybių, ir gilinti rinkos integraciją;

³³ Žr. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/index_lt.htm.

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

- **kitų netradicinių finansavimo šaltinių** (pvz., išperkamosios nuomos, tiekimo grandinės finansavimo, tokių internetinių finansavimo šaltinių kaip minios finansavimas ir pan.) **plėtra arba skatinimas**. Reikėtų toliau svarstyti, kaip užtikrinti, kad šios rinkos augtų tvariai ir būtų tinkamai remiamos reglamentavimo sistemoje.

Klausimai:

26) *Kokių papildomų veiksmų (susijusių su ES reglamentavimo ar kitomis reformomis) būtų galima numatyti siekiant palengvinti MVĮ galimybes gauti finansavimą iš alternatyvių šaltinių?*

27) *Kaip galėtų būti suformuotos mažosioms ir vidutinėms įmonėms skirtos pakeitimo vertybiniais popieriais priemonės? Kaip būtų geriausia naudoti pakeitimą vertybiniais popieriais, kad finansinių tarpininkų kapitalas galėtų būti panaudotas teikiant papildomą kreditavimą arba investicijas mažosioms ir vidutinėms įmonėms?*

28) *Ar būtų naudinga sukurti visiškai atskirą specialų MVĮ rinkoms skirtą modelį? Kaip ir kas galėtų plėtoti MVĮ skirtą rinką, įskaitant vertybiniais popieriais pakeistų produktų, konkrečiai sukurtų MVĮ finansavimo poreikiams tenkinti, rinką?*

29) *Ar ES reglamentavimo sistema padėtų, ar trukdytų plėtoti šiuos alternatyvius ne bankų mažosioms ir vidutinėms įmonėms teikiamo finansavimo šaltinius? Kokios reformos galėtų padėti remti nuolatinį jų augimą?*

Klausimas

30) *Be šioje žaliajoje knygoje pateiktos analizės ir galimų priemonių, kas dar galėtų prisidėti prie ilgalaikio Europos ekonomikos finansavimo?*

4. TOLESNI VEIKSMAI

Remdamasi šių konsultacijų rezultatais, Komisija svarstys, kokių tinkamų veiksmų imtis toliau. Gauti atsakymai, jei nebus konkrečiai prašoma juos laikyti konfidencialiais, bus paskelbti Komisijos interneto svetainėje, Komisija taip pat paskelbs konsultacijų rezultatų santrauką.

Suinteresuotosios šalys prašomos iki 2013 m. birželio 25 d. savo pastabas siųsti šiuo el. pašto adresu markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu.