



EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 25.3.2013
COM(2013) 150 final

GROENBOEK

LANGETERMIJNFINANCIERING VAN DE EUROPESE ECONOMIE

(Voor de EER relevante tekst)

{SWD(2013) 76 final}

1. INLEIDING

Europa's dringende uitdaging is de EU terug op de weg te brengen van slimme, duurzame en inclusieve groei, banen te creëren, voort te bouwen op de gebieden waarop het een concurrentievoordeel heeft en hierdoor zijn concurrentievermogen op de mondiale markt te vergroten.

Hiertoe wordt Europa, overeenkomstig de prioriteiten van de Europa 2020-strategie¹, de actualisering van het industriebeleid van 2012², het initiatief Innovatie-Unie³ en de Financieringsfaciliteit voor Europese verbindingen⁴ met grote investeringsbehoeften op lange termijn geconfronteerd. Langetermijninvesteringen zijn de vorming van kapitaal met een lange levensduur en hebben betrekking op materiële activa (zoals energie-, vervoer- en communicatiestructuren, industriële en dienstverleningsfaciliteiten, huisvesting en klimaatveranderings- en eco-innovatietechnologieën) en immateriële activa (zoals onderwijs en onderzoek en ontwikkeling) die innovatie en concurrentievermogen stimuleren. Veel van deze investeringen hebben bredere publieke voordelen, aangezien zij grotere opbrengsten voor de maatschappij als geheel genereren door het ondersteunen van essentiële diensten en het verbeteren van de levensstandaard. De impact ervan kan ook op korte termijn voelbaar gaan worden. Zij stellen ondernemingen en overheden in staat met minder middelen meer te produceren, op nieuwe economische, maatschappelijke⁵ en ecologische uitdagingen in te spelen, de overgang naar een duurzamere economie te vergemakkelijken en de productieve en industriële capaciteit van de economie te vergroten. Trends in klimaatverandering en de uitputting van de natuurlijke hulpbronnen onderstrepen de uitdaging van duurzame groei, aangezien deze, in overeenstemming met de politieke doelstelling om de klimaatverandering tot onder de twee graden te beperken en de economische groei van het hulpbronnengebruik los te koppelen, meer langetermijninvesteringen in koolstofarme energie, energie- en hulpbronnenefficiëntie en -infrastructuur vereisen.

Om deze langetermijninvesteringen te financieren, dienen overheden en ondernemingen van elke grootte toegang te hebben tot voorspelbare langetermijnfinanciering. De capaciteit van de economie om dergelijke langetermijnfinanciering beschikbaar te stellen, hangt af van het vermogen van het financiële systeem om de besparingen van overheden, bedrijven en huishoudens via open en concurrerende markten effectief en efficiënt naar de juiste gebruikers en toepassingen te kanaliseren. Dit kan door verschillende intermediairs (bv. banken, verzekeraars en pensioenfondsen) en door middel van directe toegang tot de kapitaalmarkten worden uitgevoerd. Voorliggend Groenboek spitst zich toe op de wijze waarop dit proces in zijn werk gaat. Een basisvoorwaarde om langetermijnfinanciering tegen redelijke kosten te kanaliseren, is dat de economie besparingen moet genereren en aantrekken. Het overheidsbeleid kan dit ondersteunen middels gezond begrotingsbeleid, efficiënte fiscale systemen en een bedrijfsvriendelijk klimaat dat de attractiviteit van de economie voor investeringen, ook uit het buitenland, bevordert.

Het juiste proces van financiering op lang termijn vinden, is van centraal belang om structurele economische hervorming te ondersteunen en tot de lange trend van economische

¹ Zie http://ec.europa.eu/europe2020/index_nl.htm

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

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

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

⁵ In de Commissiemededeling "Naar sociale investering voor groei en cohesie" (COM(2013) 83) wordt onderstreept dat de lidstaten meer gebruik moeten maken van innovatieve benaderingen voor financiering op maatschappelijk gebied, waaronder door deelname van de private sector.

groei terug te keren. Ook tijdens de hele levensduur van een onderneming is er behoefte aan langetermijnfinanciering voor de start, uitbouw en blijvende groei ervan. Langetermijnfinanciering ondersteunt de overgang van ondernemingen terwijl zij deze levenscyclus doorlopen. Daartoe moeten de verschillende financiële instrumenten en processen bekend en beschikbaar zijn. Langetermijnfinanciering draagt ook tot de financiering van de uitvoer en aldus tot het verbeteren van het externe concurrentievermogen bij. Het belang van langetermijnfinanciering voor groei en banenschepping is op internationaal niveau door de G20 erkend⁶.

De financiële crisis heeft het vermogen van de financiële sector in Europa beïnvloed om besparingen naar investeringsbehoeften op lang termijn te kanaliseren. Bovenal hebben de financiële crisis en de huidige zwakke macro-economische situatie, met name in die lidstaten welke onder financiële druk staan en voor kmo's, een klimaat van onzekerheid en risicoaversie gecreëerd. De financiële crisis heeft het vermogen van banken tot kredietverlening met lange looptijden beschadigd, aangezien zij hefboomwerking moeten afbouwen en de excessen van het verleden moeten corrigeren. Tegelijkertijd heeft de crisis een negatieve impact gehad op het vertrouwen en de risicobereidheid van kredietopnemers en institutionele beleggers.

Eén belangrijke les van de crisis is dat passende regulering van en passend toezicht op de financiële markten noodzakelijk is om de financiële stabiliteit en het vertrouwen in de markten te herstellen. Als onderdeel van een bredere beleidsrespons, is het passend ervoor te zorgen dat de gedetailleerde ijking van het nieuwe regelgevings- en toezichtskader de financiële sector op zeer effectieve wijze in staat stelt de reële economie te ondersteunen, zonder de financiële stabiliteit in gevaar te brengen.

Verder kijkend dan de financiële crisis, is een belangrijke vraag of Europa's historisch grote afhankelijkheid van bankbemiddeling bij financiering van langetermijninvesteringen zal wijken voor een meer gediversifieerd systeem met een significant groter aandeel van directe kapitaalmarktfinanciering en grotere betrokkenheid van institutionele beleggers en alternatieve financiële markten. Het lijkt geen twijfel dat, gezien hun risicobeheervaardigheden en lokale kennis van en betrekkingen met ondernemingen, banken belangrijke spelers zullen blijven in de kanalisering van langetermijninvesteringen. Het is echter onzeker of commerciële banken hun gewoonte zullen hervatten en in de mate zoals vroeger langetermijnactiva tot de vervaldag zullen aanhouden.

De verminderde rol van banken in de langetermijnkredietverlening opent voor andere financiële instellingen en marktgebaseerde bemiddeling nieuwe behoeften en kansen om financiering naar langetermijninvesteringen te kanaliseren. Het vermogen van institutionele beleggers en markten om dit tekort aan te vullen, hangt echter van een aantal voorwaarden af. Naast de juiste ijking van het prudentiële regelgevingskader, beweren velen dat verslagleggingsbeginselen, waarderingmetingen en het gedrag van vermogensbeheerders extra kosten en verkeerd afgestemde stimulansen creëren. Bovendien blijven, vergeleken met andere economieën, de bedrijfsobligatie-, aandelen- en securitisatiemarkten in Europa relatief onderontwikkeld en blijft niet-bancaire financiering grotendeels ontoegankelijk voor kmo's.

Het zorgen voor effectieve en efficiënte bemiddelingskanalen voor langetermijnfinanciering is een complexe en multidimensionale taak. Het doel van voorliggend Groenboek is een breed debat op gang te brengen over de wijze waarop het aanbod van langetermijnfinanciering moet worden bevorderd en het systeem van financiële bemiddeling voor langetermijninvesteringen

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

in Europa moet worden verbeterd en gediversifieerd. Zoals uit de vragen van de raadpleging op te maken is, moet bij dit debat ook rekening worden gehouden met de specificiteit van de verschillende financiële marktactoren en dienen ook vragen in verband met een gevarieerd geheel van mogelijk makende voorwaarden te worden behandeld. De antwoorden op de vragen van de raadpleging zullen helpen bij de verdere beoordeling door de Commissie van de belemmeringen voor langetermijnfinanciering met het oog op het vaststellen van mogelijke beleidsacties om deze te overwinnen. Een mogelijk vervolg kan verschillende vormen aannemen: op sommige gebieden kan nieuwe of aangepaste regelgeving nodig zijn, terwijl op andere gebieden de rol van het EU-niveau de vorm kan aannemen van aanmoediging van sterkere coördinatie en de bevordering van beste praktijken of specifieke follow-up met individuele lidstaten in de context van het Europese semester. Voorliggend Groenboek gaat vergezeld van een werkdocument van de diensten van de Commissie.

2. HET AANBOD VAN LANGETERMIJNFINANCIERING EN KENMERKEN VAN LANGETERMIJNINVESTERINGEN

De capaciteit van de economie om financiering voor langetermijninvesteringen aan te bieden, hangt af van haar vermogen om besparingen te genereren en buitenlandse directe investeringen (BDI) aan te trekken en te behouden.

Verschillende aanbieders, ook overheden, bedrijven en huishoudens, kunnen als bron van langetermijnfinanciering fungeren. Overheden en bedrijven creëren ook vraag naar langetermijnfinanciering. In Europa bedragen de verhoudingen tussen investeringen of besparingen en het bbp beide ongeveer 20 %. Dit is in vergelijking met andere regio's gunstig. Dit totaalbeeld verbergt evenwel het feit dat private investeringen in 2011 ruim onder hun niveau van 2007 lagen en dat deze daling vier keer zo groot was als de daling van het reële bbp gedurende dezelfde periode⁷. Zowel spaarders als investeerders ervaren momenteel als gevolg van de zwakke macro-economische situatie en vooruitzichten een hoge mate van onzekerheid, risicoaversie en gebrek aan vertrouwen. Dit kan blijvende effecten hebben, meer permanente belemmeringen voor het aanbod van langetermijnfinanciering creëren en ook de vraag beïnvloeden:

- **Overheden:** publieke middelen, afkomstig van fiscaliteit en publieke schuld, spelen een belangrijke rol in het financieren van langetermijninvesteringen gezien de positieve externe effecten die met overheidsinvesteringen vaak samengaan gaan en de complementariteiten ervan met private investeringen. Terwijl overheden altijd een sleutelrol zullen spelen in het aanbod van publieke goederen en publieke infrastructuur, is grotere bestedingsefficiëntie middels meer systematische kostenbatenanalyse en zorgvuldige projectdoorlichting een reeds lang bestaande uitdaging. Bovendien worden publieke middelen in de vorm van subsidies of leningen gebruikt ter ondersteuning van langetermijninvesteringen van de private sector op gebieden waar markttekortkomingen tot suboptimale niveaus van private financiering en/of investeringen leiden. Op deze gebieden mogen publieke middelen geen private financiering vervangen, maar kunnen zij deze katalyseren en de ermee samengaande risico's helpen beheren;
- **Bedrijven:** bedrijven financieren investeringen ofwel uit eigen middelen of door toegang te verkrijgen tot het financiële systeem. De zwakke vraag en marktonzekerheden hebben de bedrijfswinsten beïnvloed. Toch waren de

⁷ Zie McKinsey Global Institute (2012).

bedrijfsinvesteringen nog zwakker, hetgeen in sommige lidstaten in een stijging van het aanbod van interne besparingen, vooral van grote ondernemingen, resulteerde – kas en equivalente posities van grote bedrijven zijn van 2009 tot 2011 naar schatting met ongeveer vier procentpunten gestegen⁸. Ook veel kmo's lijden echter aan een aanhoudend gebrek aan liquiditeit;

- **Huishoudens:** huishoudens zijn de voornaamste bron van geldmiddelen om investeringen te financieren. Besparingen op korte termijn zijn echter hun voorkeursinstrument. Zo hebben gedurende de periode 2000-2010 de huishoudens hun aandelenbezittingen in verhouding tot de financiële activa met acht procentpunten verminderd⁹. Huishoudens verkiezen over het algemeen liquiditeit en gemakkelijke aflossing. Stabiliteit heeft de voorkeur en risicoaversie is wijdverspreid. Er is daarom behoefte aan om meer langetermijnbesparingen te mobiliseren; en
- **Externe financiering:** BDI blijven traditioneel eveneens een belangrijke bron om langetermijnprojecten te financieren. Ondanks de crisis hebben, na de steile daling van de jongste jaren, de DBI-stromen in de EU zich in 2011 hersteld. De inkomende BDI-stromen in de EU bereikten in 2011 242 miljard EUR en stegen dus ten opzichte van de niveaus van 2010 met 13 %. Binnen de EU zijn er substantiële verschillen tussen landen.

De langetermijngroeivoorzichten van elke economie hangen onder meer af van het vermogen van de financiële sector om de bovenvermelde bronnen van besparingen naar **productieve investeringen** te kanaliseren. Voorliggend Groenboek heeft betrekking op langetermijninvesteringen in de zin van de vorming van materieel en immaterieel kapitaal met een lange levensduur. De focus ligt dus op productief (in tegenstelling tot financieel) kapitaal naar analogie van het begrip investeringen in verband met de nationale rekeningen, dat als bruto-investeringen in vaste activa wordt gedefinieerd. De vorming van productief kapitaal is tijdens de financiële crisis zwaar getroffen, en in veel EU-landen liggen de investeringsniveaus nog steeds onder de niveaus van voor de crisis. Investeringen in materieel en immaterieel productief kapitaal zijn essentieel om de EU-economie er weer bovenop te helpen en zijn een hoeksteen van elke strategie voor langetermijngroei.

De focus wordt gelegd op kapitaalgoederen met een lange levensduur (zoals economische en maatschappelijke infrastructuur, gebouwen en O&O, onderwijs en innovatie), niet omdat deze voor de groei belangrijker zijn dan kapitaalgoederen met een kortere levensduur (zoals computers, mobiele telefoons en voertuigen), maar omdat de investeringsvolumes voor kapitaalgoederen met een korte levensduur in sterke mate procyclisch zijn. Deze volumes zijn momenteel lager wegens de zwakke macro-economische vooruitzichten in Europa, maar zullen naar verwachting herstellen zodra de economie weer aantrekt. Hetzelfde geldt voor andere uitgaven van productieve bedrijven zoals personeelskosten (inhuring) en aankoop van intermediaire inputs.

De situatie is zeer verschillend voor langetermijnkapitaalgoederen, die door lange investerings/bouwperiodes gekenmerkt worden en **langetermijnfinanciering** vereisen omdat de kasstromen die investeringsrendementen genereren pas na geruime tijd op gang komen. Aangezien een significant gedeelte van de voorraad productief langetermijnkapitaal uit

⁸ Gebaseerd op een enquête inzake wijzigingen van kas en kasequivalenten van 170 grote Europese niet-financiële bedrijven, uitgevoerd door Fitch.

⁹ Zie McKinsey Global Institute (2011).

publieke infrastructuur bestaat, heeft dit soort kapitaal traditioneel een stabiliserende rol voor de economie gespeeld – het hangt af van het vermogen van overheden om op anticyclische wijze voor publieke investeringen te zorgen, en van de financiële sector om bij de financiering van investeringen er redelijk vertrouwen in te hebben dat de economie in volle gang zal zijn wanneer de bouwperiodes beëindigd zijn.

Er bestaat niet zoiets als één universeel aanvaarde definitie van langetermijnfinanciering. Algemeen kan langetermijnfinanciering beschouwd worden als het proces door middel waarvan het financiële systeem de financiering verstrekt om voor investeringen te betalen die zich over een langere periode uitstrekken. Bij deze definitie ligt de klemtoon op de reeks kenmerken die met langetermijnfinanciering samengaan¹⁰. Een andere, engere, definitie van langetermijnfinanciering is gangbaar in het kader van de lopende internationale werkzaamheden onder auspiciën van de G20 inzake langetermijninvesteringen, waar meer gekeken wordt naar financieringslooptijden langer dan vijf jaar en financieringsbronnen zonder bepaalde looptijd (bv. aandelenfinanciering).

Vragen:

1) *Bent u het eens met de bovenstaande analyse betreffende het aanbod en de kenmerken van langetermijnfinanciering?*

2) *Wat is volgens u de meest passende definitie van langetermijnfinanciering?*

3. VERBETEREN VAN DE LANGETERMIJNFINANCIERING VAN DE EUROPESE ECONOMIE

Net als voor alle soorten financiering, hangt de capaciteit van de economie om langetermijninvesteringen te financieren af van het vermogen van het financiële systeem om deze geldmiddelen via open en concurrerende markten effectief en efficiënt naar de juiste gebruikers en investeringen te kanaliseren. Dit proces kan door verschillende intermediairs – waaronder banken, verzekeraars en pensioenfondsen – en door directe toegang tot de financiële markten worden uitgevoerd. Een reeks factoren weerhoudt er hen echter van een volledig effectieve rol op het gebied van langetermijnfinanciering te spelen. Het aanpakken van sommige van deze factoren zal meer tijd vergen dan andere.

Eén belangrijke les van de crisis is dat passende regulering van en passend toezicht op de financiële markten noodzakelijk is om de financiële stabiliteit en het vertrouwen in de markten te herstellen. De EU heeft in dit verband, ter aanvulling van een bredere budgettaire en economische hervorming, een omvattend programma van financiële hervorming uitgevoerd. Financiële stabiliteit is essentieel, maar onvoldoende. Als onderdeel van een bredere beleidsrespons moet de gedetailleerde ijking van het nieuwe regelgevings- en toezichtskader de financiële sector er op effectieve wijze toe in staat stellen en aanzetten de reële economie te ondersteunen, ook op het gebied van fiscaliteit, en dit zonder de financiële stabiliteit in gevaar te brengen.

Overheden en marktdeelnemers delen beide verantwoordelijkheid voor het creëren van dit klimaat, het opnieuw verankeren van vertrouwen en zekerheid en het verhogen van Europa's algehele attractiviteit als investeringsbestemming. Voortbouwend hierop, **moet in het kader van actie om de langetermijnfinanciering van de Europese economie te financieren een brede reeks onderling verband houdende factoren worden aangepakt:**

¹⁰ Deze kenmerken zijn onder meer de kenmerken van de investeerder, de aard van het activum, het soort financiële bemiddeling en de waardering en prijsbepaling van het activum. Voor verdere informatie, zie het werkdokument van de diensten bij voorliggend Groenboek.

- **de capaciteit van financiële instellingen om langetermijnfinanciering te kanaliseren;**
- **de efficiëntie en effectiviteit van financiële markten om langetermijnfinancieringsinstrumenten aan te bieden;**
- **horizontale factoren die langetermijnbesparingen en -financiering mogelijk maken; en**
- **het gemak waarmee kmo's toegang verkrijgen tot bancaire en niet-bancaire financiering.**

3.1. De capaciteit van financiële instellingen om langetermijnfinanciering te kanaliseren

Commerciële banken

Banken zijn traditioneel de belangrijkste financiële intermediairs in Europa. Internationaal gezien, met name vergeleken met de VS, is het aandeel van de banksector in de EU groot, hetgeen Europa's grotere afhankelijkheid van bankbemiddeling weerspiegelt. In de toekomst ontstaan daardoor uitdagingen inzake langetermijnfinanciering.

Door de crisis is de aandacht gevestigd op de risico's die samengaan met het buitensporig gebruik van hefboomwerking en looptijdtransformatie. Samen met de verzwakkende vraag in sommige landen in recessie heeft dit tot hefboomwerkingafbouw door veel banken geleid en met name tot de huidige schaarste aan langetermijnfinanciering bijgedragen¹¹. Zelfs nadat dit proces van hefboomwerkingafbouw eindigt, zal het opnieuw bepalen van de prijs van risico na de crisis de kosten van kapitaal doen stijgen. De kosten die samengaan met bancaire crisisbeheertools kunnen eveneens de kosten van kapitaal doen stijgen, hoewel de positieve effecten van het tot stand brengen van een meer afwikkeldere banksector uiterst voordelig zullen zijn voor maatschappij en de economie. De onderlinge verbanden tussen banken en overheden en strengere regelgeving hebben eveneens de concentratie van bankactiviteiten op de thuismarkten versterkt en tot verminderingen in grensoverschrijdende financiering en fragmentatie van de eengemaakte markt geleid, hetgeen de beschikbaarheid van financiering verder vermindert en de kosten van kapitaal, met name in landen die momenteel onder stress staan, opdrijft.

In de toekomst strekken gemeenschappelijke Europese **prudentiële regels voor banken** ertoe de excessen van het verleden te voorkomen, de veerkracht van banken ten opzichte van risico te vergroten en vertrouwen te vestigen, en een "single rule book" te ontwikkelen om de integriteit van de eengemaakte markt te beschermen. Vanuit een perspectief van langetermijnfinanciering moet de prudentiële regelgeving de risico's aanpakken waarmee banken worden geconfronteerd wanneer zij kortetermijndeposito's gebruiken om langetermijnkredietverlening te financieren. Daaruit volgt niet noodzakelijk dat regels die het vermogen van banken beperken om op deze wijze kortetermijnfinanciering te gebruiken zich in verminderde kredietverlening aan de reële economie vertalen. De potentiële inruil tussen beperking van de liquiditeitsschepping om voor stabiliteit te zorgen en het verlenen van langetermijnfinanciering voor de reële economie verklaart echter de noodzaak van passende

¹¹ Volgens de enquête inzake bancaire kredietverlening van de ECB van oktober 2012 bijvoorbeeld is de netto verstrenging van de kredietstandaarden door banken van de eurozone voor leningen of kredietlijnen aan ondernemingen in nettoterminen 15 % gestegen, vergeleken met 10 % in het tweede kwartaal van 2012. Net zo is het volume van nieuwe langetermijnleningen in de eerste helft van 2012 duidelijk gestegen en vertoont het aanbod ervan een significante neerwaartse trend wat het zeer korte gedeelte betreft.

ijking en geleidelijke uitvoering van de regels. Recente voorstellen van het Bazels Comité voor liquiditeitsvereisten zijn gericht op het vergroten van de veerkracht van banken en het garanderen dat beperkingen op looptijdtransformatie geen onbedoelde gevolgen hebben. De Commissie heeft een monitoringperiode alsook een toetsing van de ijkking van de parameters voor liquiditeitsvereisten voorgesteld¹².

Een ander gevolg van de crisis dat van invloed kan zijn op het vermogen van banken om langetermijnfinanciering te kanaliseren, is het groeiend debat over het feit of bijkomende hervormingen die rechtstreeks op hun structuur gericht zijn verder de waarschijnlijkheid en impact van falen zouden verkleinen, beter de voortzetting van vitale economische functies zouden garanderen en kwetsbare retailcliënten beter zouden beschermen. Het recente rapport van de Deskundigengroep op hoog niveau inzake de **hervorming van de structuur van de banksector van de EU** documenteert de wijze waarop het gedrag van banken de jongste decennia heeft geleid tot een onevenredige stijging van intrafinanciële activiteiten veeleer dan activiteiten waarbij de cliënt centraal staat, inclusief langetermijnfinanciering voor bedrijven. De groep heeft aanbevolen riskante handelspraktijken te beperken en te bannen. De Commissie denkt momenteel na over de wijze waarop aan het rapport van de groep follow-up moet worden gegeven.

Banken zullen natuurlijk niet uit de bemiddelingsketen in Europa verdwijnen. Hun kredietrisicobeoordelingsvaardigheden en lokale kennis van en betrekkingen met ondernemingen betekenen dat zij belangrijke spelers zullen blijven en moeten zijn. Maar tegen de achtergrond van ontwikkelingen sinds de crisis in de banksector, zijn er nieuwe behoeften en kansen voor andere intermediairs om de rol van de banken aan te vullen door op evenwichtiger wijze financiering naar langetermijninvesteringen te kanaliseren.

Vraag:

3) Welke rol wat betreft kanalisering van financiering naar langetermijninvesteringen ziet u gezien de evoluerende aard van de banksector in de toekomst voor de banken weggelegd?

Nationale en multilaterale ontwikkelingsbanken en financiële stimulansen

Zowel internationaal als nationaal actieve ontwikkelingsbanken moeten een rol spelen in het helpen katalyseren van langetermijnfinanciering en vergroten van de efficiëntie en effectiviteit van financiële markten en instrumenten. Ondanks de positieve nettobijdragen van bepaalde investeringen aan economische welvaart, kunnen markttekortkomingen investeerders ervan weerhouden bepaalde risico's te nemen en/of bepaalde investeringsbeslissingen te nemen. In die gevallen kunnen nationale en multilaterale ontwikkelingsbanken, gezien hun specifieke doelstellingen van openbare orde die verband houden met bredere economische, maatschappelijke en ecologische (in tegenstelling tot louter financiële) toegevoegde waarde, nuttig zijn voor het stimuleren van private financiering. Mits zij zich op gebleken markttekortkomingen richten, kan hun betrokkenheid een belangrijke contracyclische rol vervullen, ook door de volatiliteit van de financieringskosten voor bepaalde categorieën van investeerders en het kortetermijndenken van private actoren te verminderen. Het is belangrijk dat de governance van ontwikkelingsbanken garandeert dat deze hun voordeel inzake financieringskosten niet gebruiken om private financiering te verdringen. Veeleer moeten zij ernaar streven private financiering te kanaliseren op gebieden waar deze traag vorderingen boekt.

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

Publieke interventie kan, direct of indirect, worden gerealiseerd door het aanbieden van of bijdragen in een aantal financieringsproducten, waaronder delen en/of waarborgen van risico's¹³ en het samenbrengen van financiële intermediairs in passende netwerken¹⁴. Op grond van de huidige EU-begroting is een aantal van de financiële instrumenten op EU-niveau¹⁵, waarvan er meerdere gezamenlijk door de Commissie, de Europese Investeringsbank (EIB) en het Europees Investeringsfonds (EIF) alsook in partnerschap met lidstaten worden beheerd, gericht op het aanpakken van bepaalde marktekorten en het faciliteren van toegang tot financiering, waaronder langeretermijnfinanciering¹⁶. In de toekomst zal het meerjarig financieel kader (MFK) van de EU in toenemende mate gebruikmaken van financiële instrumenten die een belangrijke rol kunnen spelen in het vergroten van de impact van de EU-uitgaven door het verder verlenen van hefboomwerking aan en katalyseren van private langetermijnfinanciering. Met name zal het MFK, waaronder alle EU-structuurinstrumenten, grotendeels voor gebruik in verband met financiële instrumenten in aanmerking komen. De effectiviteit ervan zal afhangen van nauwe netwerking en samenwerking tussen de Commissie, de EIB-groep en de lidstaten.

Het is ook belangrijk dat publieke interventie niet tot de fragmentatie van de eengemaakte markt bijdraagt. Coördinatie, beoordeling en aanspreekbaarheid tussen nationale actie en actie op EU-niveau kunnen dit helpen voorkomen en de toegevoegde waarde van een Europese aanpak vergroten. Nauwere samenwerking, onder auspiciën van de Commissie en de EIB, tussen nationale en multilaterale ontwikkelingsbanken kan daarbij nuttig zijn, ook door ondersteuning van de instelling van Europese Economische Samenwerkingsverbanden voor de financiering van grensoverschrijdende projecten. De impact van buitenlandse overheidsfondsen en de kans om Europese overheidsfondsen te versterken of op te richten, kan eveneens worden onderzocht.

Vragen:

4) Hoe kunnen nationale en multilaterale ontwikkelingsbanken de financiering van langetermijninvesteringen het best ondersteunen? Is er bij het nastreven van EU-beleidsdoelstellingen ruimte voor grotere coördinatie tussen deze banken? Hoe kunnen financiële instrumenten in het kader van de EU-begroting de financiering van

¹³ 'Overbruggingsproducten' zijn bijvoorbeeld instrumenten die de risicoaversie van investeerders of financiële instellingen kunnen verminderen. Daartoe kunnen behoren eersteverlieskrediet- of mezzaninekredietverbetering, vehikels gespecialiseerd in grootschalige demonstratieprojecten in een vroege fase met financiering van de publieke sector samen met de private sector.

¹⁴ Bijvoorbeeld via de Long-Term Investors Club. Zie <http://www.ltic.org/>

¹⁵ Uit de centrale EU-begroting of de Structuurfondsenbegroting ondersteunde aandelen- of risicokapitaalfinanciering, waarborgen of andere instrumenten met risicodeling. Voor verdere informatie zie de Commissiemededeling "Een kader voor de volgende generatie innovatieve financiële instrumenten- de EU-platforms voor eigen en vreemd vermogen" (COM(2011) 662).

¹⁶ Bijvoorbeeld het initiatief inzake projectobligaties en instrumenten die gebruikmaken van middelen uit de Structuur- en Investeringsfondsen welke aandelen-, mezzanine- en schuldfinanciering voor kmo's, gemeenten en infrastructuurprojecten aanbieden. In 2011 heeft de Commissie een infrastructuurpakket bestaande uit een nieuw begrotingsinstrument, de Financieringsfaciliteit voor Europese verbindingen, alsook herziene richtsnoeren voor vervoer, energie en ICT en een Programma voor het concurrentievermogen van ondernemingen en voor kmo's (COSME) voorgesteld. De Commissie en de EIB hebben twee financieringsfaciliteiten met risicodeling, waaronder de Financieringsfaciliteit met risicodeling (RSFF) voor onderzoeksintensieve en innovatieve ondernemingen en het Leninggarantie-instrument voor TEN-Vervoer (LGTT) voor vervoersprojecten ontwikkeld. In het kader van de Structuurfondsen is, hoofdzakelijk door het EFRO ten behoeve van kmo-toegang tot financiering, gedurende de periode 2007-2013 tot dusver ten minste 10,7 mld. EUR EU-geld in financiële engineeringinstrumenten geïnvesteerd. Het geld zal ten voordele van de Europese economie op lange termijn worden geherinvesteerd.

langetermijninvesteringen in duurzame groei beter ondersteunen?

5) Zijn er andere publieke beleidsinstrumenten en -kaders die de financiering van langetermijninvesteringen kunnen ondersteunen?

Institutionele beleggers

Gezien de langere tijdhorizons van hun bedrijfsmodellen vormen institutionele beleggers – zoals (levens)verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, beleggingsfondsen en schenkingen – geschikte aanbieders van langetermijnfinanciering. Samen houden zij naar schatting in totaal 13,8 biljoen EUR aan activa aan, of meer dan 100 % van het bbp van de EU¹⁷. Ook andere institutionele beleggers– zoals overheidsvermogensfondsen, specifieke infrastructuurfondsen en, tot op zekere hoogte, private equity – blijken nu langetermijnkapitaal aan te bieden. Ook durfkapitaal kan langetermijnfinanciering aanbieden.

Door de langdurigheid van hun passiva kunnen institutionele beleggers, in beginsel althans, koop en houd-beleggingen in lange productieve activa doen en hogere rendementen behalen om langeretermijnrisico's en de lagere liquiditeit inherent aan veel van hun activa te compenseren. Door hun langere tijdhorizons kunnen institutionele beleggers zich op een geduldige, contracyclische manier gedragen, “kortetermijndenken” beperken en de behoefte aan looptijdtransformatie verminderen. Onder impuls van de behoefte aan diversificatie en het zoeken naar rendement gezien de lage rente hebben zij hun werkterrein tot langetermijnfinanciering uitgebreid en substantiële delen van hun portefeuilles voor langetermijninstrumenten zoals aandelen, private equity en andere illiquide activa bestemd (zo hebben sommige pensioenfondsen de jongste jaren rechtstreeks in grootschalige hernieuwbare-energieprojecten geïnvesteerd).

Tegen deze achtergrond zijn institutionele beleggers, net als banken, verplicht aan allerlei prudentiële voorschriften te voldoen en verslagleggingsstandaarden na te leven. De nieuwe prudentiële regels voor **verzekeringsondernemingen** (de Solvency II-richtlijn)¹⁸ vereisen dat zij activa aanhouden voor het dekken van de aard en de duur van hun passiva; het aanhouden van lange beleggingen is afgestemd op de maatschappelijke functies van deze ondernemingen. Solvency II is gericht op het invoeren van een geharmoniseerd economisch risicogebaseerd regime en waardeert activa tegen marktconsistente economische waarde. De impact van nieuwe prudentiële regels op het vermogen tot lange financiering van verzekeraars zal deels afhangen van hun individueel uitgangspunt en van de precieze fijne afstemming van de manier waarop langere activa worden behandeld. De discussie heeft zich toegespitst op de wijze waarop ervoor moet worden gezorgd dat de kapitaalsvereisten voor activarisico uit hoofde van de regelgeving niet al te zwaar op de aangehouden lange activa wegen en dat de positieve stimulansen van het Solvency II-kader voor het belonen van het in overeenstemming brengen van de duur van langetermijnpassiva middels langetermijnbeleggingen niet verminderen.

In dit verband hebben de Commissiediensten de Europese Autoriteit voor Verzekeringen en Bedrijfspensioenen (EIOPA) gevraagd te onderzoeken of de gedetailleerde ijking van kapitaalvereisten voor beleggingen in bepaalde activa krachtens het Solvency II-regime (waaronder infrastructuurfinanciering en projectobligaties, kmo-financiering, schuldsecuritisatie, enz.) moet worden aangepast om ervoor te zorgen dat er geen belemmeringen voor lange financiering zijn, met dien verstande dat geen bijkomende prudentiële risico's worden gecreëerd. De Commissie, de Raad en het Parlement hebben ook

¹⁷ Zie Fitch 2011 en EFAMA (2012).

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

maatregelen besproken om het aanbieden van verzekeringsproducten met langetermijnwaarborgen en langetermijnbeleggingen in het kader van Solvency II te vergemakkelijken. De EIOPA zal deze maatregelen tegen juni 2013 beoordelen. Op basis van deze technische bevindingen zal de Commissie rapporteren over passende maatregelen die in de Solvency II-richtlijn of in de gerelateerde gedelegeerde handelingen kunnen worden opgenomen.

De pensioenfondsen moeten hun risico's beheren om het vereiste niveau van jaarlijks rendement voor hun begunstigden te genereren. De kapitaalsregels voor pensioenfondsen verschillen per lidstaat en verschillen van die op grond waarvan de verzekeraars rekening houden met de verschillende risico's die met bedrijfspensioenfondsen samengaan en de financieringsbronnen waartoe zij mogelijk toegang verkrijgen. De Commissie is voornemens de richtlijn betreffende de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening te toetsen¹⁹. De toetsing is er onder meer op gericht de bescherming van aangeslotenen bij de regeling te versterken en grensoverschrijdende activiteit op dit gebied te vergemakkelijken. Het zal belangrijk zijn ervoor te zorgen dat nieuwe prudentiële regels voor bedrijfspensioenregelingen duurzame langetermijnfinanciering niet ontmoedigen. Bij de toetsing van de richtlijn betreffende de instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening zal dan ook rekening moeten worden gehouden met de potentiële effecten op de langetermijnfinanciering en economische groei.

Naast de prudentiële regels is echter een aantal structurele factoren van invloed op het vermogen van institutionele beleggers om een rol op het gebied van langetermijnfinanciering te spelen. De economische neergang zal waarschijnlijk een blijvende impact op het vertrouwen en de strategie voor activatoewijzing op lange termijn van institutionele beleggers hebben door conservatievere beleggingsstrategieën te bevorderen. Zo blijft de gemiddelde blootstelling aan infrastructuuractiva van de institutionele beleggers laag vergeleken met hun toewijzing aan vastgoed en aan werkelijke infrastructuurinvesteringsbehoeften. Wat risicobeheer en diversificatie betreft kunnen institutionele beleggers problemen hebben met de grootschaligheid van langetermijninvesteringsprojecten. De activabeheerfuncties van niet-bancaire institutionele beleggers zijn het mogelijk niet gewend om met meer illiquide activa om te gaan, taken die vroeger vaak door monolineverzekeraars werden uitgevoerd welke dergelijke activa garandeerden. Dit betekent dat sommige institutionele beleggers hun bestaande vaardigheden mogelijk mettertijd moeten uitbreiden om hun investeringsbeslissingen te ondersteunen.

Misschien is er daarom ruimte om initiatieven te bezien die opgezet zijn om financiële middelen te poolen²⁰ en financieringspakketten volgens verschillende risicofases te structureren. Een dialoog tussen institutionele beleggers en niet-financiële ondernemingen alsook middels verspreiding van goede praktijken en casestudy's kan in dit verband nuttig zijn²¹. De Commissie heeft er zich ook reeds toe verbonden²² voorstellen te doen over mogelijke vormen van **langetermijninvesteringsfondsen**. Uit vroege indicaties van stakeholders blijkt dat een nieuw LTIF-vehikel het aantrekken van kapitaal over heel de Unie kan faciliteren. Het kan grote en middelgrote institutionele beleggers helpen bijvoorbeeld in

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

²⁰ Bestaande voorbeelden zijn onder meer het voorgestelde Pension Infrastructure Platform in het VK en de ideeën voor een gemeenschappelijk private equity- en infrastructuurfonds tussen een aantal regionale pensioenfondsen.

²¹ Zo is een rondetafel over financiering opgezet om kansen vast te stellen voor het ontwikkelen van aangepaste financiering en innovatieve financiële instrumenten ter ondersteuning van acties inzake middelenefficiëntie.

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

een reeks infrastructuurprojecten te investeren. Het LTIF zal institutionele beleggers helpen met diversificatie en risicospreiding. Bovendien kunnen LTIF-managers mogelijk bijkomende expertise inbrengen over de wijze waarop de onderliggende transacties moeten worden onderzocht of over de wijze waarop langetermijninfrastructuurprojecten moeten worden geselecteerd en beheerd.

Vragen:

6) *In hoeverre en hoe kunnen institutionele beleggers in het veranderende landschap van de langetermijnfinanciering een grotere rol spelen?*

7) *Hoe kunnen prudentiële doelstellingen en de wens om langetermijnfinanciering te ondersteunen bij de opzet en de uitvoering van de betrokken prudentiële regels voor verzekeraars, herverzekeraars en pensioenfondsen, zoals instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, het best in evenwicht worden gebracht?*

8) *Wat zijn de belemmeringen voor het creëren van gepoolde investeringsvehikels? Kunnen op het EU-niveau platforms worden ontwikkeld?*

9) *Welke andere opties en instrumenten zijn denkbaar voor het verbeteren van de capaciteit van banken en institutionele beleggers om langetermijnfinanciering te kanaliseren?*

De gecombineerde effecten van regelgevingshervorming op financiële instellingen

De EU heeft een omvattend programma voor financiële hervorming uitgevoerd. Wanneer men de balans opmaakt van alle aangenomen en geplande toekomstige wijzigingen van de prudentiële voorschriften betreffende de verschillende financiële actoren (banken, verzekeraars, pensioenaanbieders, enz.) is een belangrijke vraag of hun gecumuleerde impact op de macro-economische kapitaalvorming op lange termijn groter kan zijn dan de eenvoudige som van effecten van elke hervorming afzonderlijk. Als bijvoorbeeld de banken als gevolg van toenemende liquiditeitsvereisten hun blootstelling aan lange reële activa verminderen, kunnen institutionele beleggers met lange passiva het tekort aanvullen zolang het regelgevingskader een buitensporige focus op kortetermijnvolatiliteit vermijdt. De gelijktijdige invoering van liquiditeitsvereisten voor verschillende marktpelers kan echter investeringen in minder liquide activa ontmoedigen en daardoor tegelijk verschillende mogelijke financieringskanalen voor langetermijninvesteringen blokkeren.

Dit vraagt om nauwlettende monitoring van alle cumulatieve effecten van prudentiële hervormingen. Internationale regelgevingsinstanties zoals de Raad voor Financiële Stabiliteit en de G20-Groep van ministers van Financiën en centrale banken onderzoeken dit reeds. De uitdaging bestaat erin de regelgevingsdoelstellingen van grotere macrofinanciële stabiliteit en mondiale regelgevingsconvergentie derwijze te realiseren dat alle negatieve stimulansen voor het financieren van productieve langetermijninvesteringen worden geminimaliseerd.

Vraag:

10) *Zijn er cumulatieve effecten van de huidige en geplande prudentiële hervormingen op het niveau en de cycliciteit van de totale langetermijninvesteringen en hoe significant zijn deze? Hoe kan elk effect het best worden aangepakt?*

3.2. De efficiëntie en de effectiviteit van de financiële markten om langetermijnfinancieringsinstrumenten aan te bieden

Naast institutionele beleggers is er behoefte aan goed functionerende en diepe kapitaalmarkten en infrastructuren om een bredere waaier van instrumenten aan te bieden om langetermijnfinanciering te kanaliseren.

Gedurende de jongste decennia hebben de Europese obligatiemarkten zich opmerkelijk sterk ontwikkeld²³. Obligaties van niet-financiële ondernemingen maken, vergeleken met andere economieën, in Europa echter nog steeds slechts 15 % van de ondernemingsschuld uit. In de praktijk hebben alleen grote ondernemingen toegang tot de Europese obligatiemarkten, terwijl de meeste midcaps en kmo's nauwelijks in staat zijn om op de obligatiemarkten geld op te halen. Ook de Europese securitisatiemarkten zijn vergeleken met andere delen van de wereld onderontwikkeld, waardoor de waaier van beschikbare financieringsinstrumenten verder beperkt wordt.

De Commissie heeft hervormingen voorgesteld om de marktstructuur te verbeteren door het oprichten van nieuwe handelsplatformen, het vergroten van de transparantie en informatieverstrekkings-efficiëntie, het verbeteren van de vereisten om kortetermijn- en speculatieve transacties te verminderen en het verbeteren van de bescherming van de belegger.²⁴ In hoeverre er door deze hervormingen voor gezorgd kan worden dat de kapitaalmarkten zo effectief mogelijk langetermijnfinanciering kanaliseren, zal moeten worden gemonitord. Verdere inspanningen kunnen nodig zijn.

De markten voor gedekte obligaties²⁵ bleken tijdens de crisis relatief veerkrachtig. De markten zijn echter langs nationale lijnen gefragmenteerd en verdere analyse is vereist om na te gaan of en in hoeverre, overeenkomstig recente marktgeleide initiatieven en naar behoren rekening houdend met de problemen die verband houden met de potentiële verhoogde activalast van de bankbalansen, grotere harmonisatie het gebruik van gedekte obligaties kan aanmoedigen.

Het hervormen van de **securitisatiemarkten** kan eveneens bijdragen tot het ontsluiten van bijkomende bronnen van langetermijnfinanciering. Onderworpen aan passend toezicht en passende gegevenstransparantie kunnen zij financiële instellingen helpen kapitaal vrij te maken, dat dan voor bijkomende kredietverlening kan worden gemobiliseerd, en risico beheren. Marktgebaseerde initiatieven om de securitisatiemarkten te stimuleren, zijn onder meer opkomende labels voor transparante en gestandaardiseerde securitisaties van hoge kwaliteit. Er is ruimte om, met gebruikmaking van goed geselecteerde, gediversifieerde en vrij risicoloze onderliggende activa, op basis van duidelijke structuren zonder hefboomwerking, eenvoudige securitisatieproducten te ontwikkelen. Bepaalde markten speciaal voor kmo's en toereikende prudentiële regels en toezichtsstelsels zijn belangrijke onderwerpen om te bezien. Verder kan aandacht worden besteed aan producten die aan bepaalde sectoren gerelateerd zijn.

De EU als geheel heeft nooit een echte **Europese projectobligatiemarkt**²⁶ gekend. De Commissie heeft dit samen met de EIB ter hand genomen door het uitvoeren van het initiatief

²³ Zo waren er in juli 2012 in de eurozone door niet-financiële ondernemingen uitstaande schuldeffecten voor in totaal 940 mld. EUR uitgegeven, tegenover ongeveer 652 mld. EUR begin 2008 (Bron: ECB).

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

²⁵ Gedekte obligaties zijn obligaties die gedekt zijn door pools van hypotheeken welke op de balans van de emittent blijven staan, in tegenstelling tot door hypotheek gedekte effecten, waar de activa van de balans worden gehaald.

²⁶ Projectobligaties zijn door een projectmaatschappij uitgegeven private schuld om een bepaald buitenbalansproject te financieren.

inzake projectobligaties, een financiële marktoplossing om marktonvolkomenheden en kredietwaardigheid aan te pakken. Het initiatief is erop gericht de haalbaarheid van obligatiefinanciering voor infrastructuurprojecten aan te tonen, en het uiteindelijke doel ervan is het ontwikkelen van een liquide projectobligatiemarkt. Hoewel nog op kleine schaal, ontwikkelen de marktdeelnemers voorts diverse investeringsplatforms, -producten en -tools om de projectobligatiemarkten te stimuleren. Het is nuttig, mede rekening houdend met de geplande tussentijdse evaluatie van het initiatief, erover na te denken op welke wijze het gebruik van projectobligaties verder kan worden bevorderd²⁷.

Velen beweren ook dat de economie, bedrijven en investeringprojecten meer behoefte hebben aan **aandelen-** dan aan obligatiefinanciering. Aandelen kunnen een beter financieringsinstrument zijn voor zeer risicovolle langetermijninvesteringen en ook voor investeringen met significante informatie-assymetrieën en moreel risico. Sinds de crisis hebben de macro-economische onzekerheid en de lage rente mogelijk invloed gehad op de vraag van ondernemingen naar en de risicobereidheid ten opzichte van langetermijnaandelenkapitaal. De beleggers hebben in plaats daarvan hun toevlucht genomen tot overheidsschuldinstrumenten met hoge kredietwaardigheid. Parallel hieraan zijn nieuwe beursintroductions schaarser dan ooit, waardoor de toegang tot kapitaal van ondernemingen wordt beperkt, en spelen Europese beurzen in toenemende mate een rol van aanbieder van liquiditeit en niet van nieuw kapitaal. Al bij al blijven de kosten van aandelenkapitaal hoog, terwijl de kosten van schuldfinanciering zijn gedaald. Daardoor wordt de aandacht gevestigd op het tekort aan aandelenfinanciering in Europa, en het zal waarschijnlijk tijd vergen om dit aan te pakken. Deze ontwikkelingen lijken een grotere impact op midcaps te hebben gehad. Overheidsbeleid en -voorschriften moeten ten aanzien van de keuzes van private actoren tussen aandelen- en schuldfinanciering zo neutraal mogelijk zijn (zie bijvoorbeeld hieronder in verband met vennootschapsfiscaliteit).

Vragen:

11) Hoe kan de financiering door de kapitaalmarkt van langetermijninvesteringen in Europa worden verbeterd?

12) Hoe kunnen de kapitaalmarkten helpen om het tekort aan aandelenfinanciering in Europa aan te vullen? Wat moet veranderen in de wijze waarop marktgebaseerde bemiddeling functioneert om ervoor te zorgen dat de financiering beter naar langetermijninvesteringen kan stromen, beter de financiering van langetermijninvesteringen in economisch, maatschappelijk en ecologisch duurzame groei ondersteunt en garandeert dat beleggers en consumenten op toereikende wijze worden beschermd?

13) Wat zijn de voors en tegens van het ontwikkelen van een geharmoniseerder kader voor gedekte obligaties? Uit welke elementen kan dit kader bestaan?

14) Hoe kan de securitisatiemarkt in de EU nieuw leven worden ingeblazen om tot het juiste evenwicht te komen tussen financiële stabiliteit en de behoefte aan verbetering van de looptijdtransformatie door het financiële systeem?

²⁷

Daartoe kan behoren: a) standaardisatie en labeling van door projectmaatschappijen in de EU uitgegeven projectobligaties; b) beoordeling of een specifiek regelgevingskader nodig is; en c) analyse of het nodig en nuttig is (bv. middels een transactieplatform) aan de ontwikkeling van projectobligatiemarkten te werken. Evenzo kunnen, mede voor nieuwe industriële demonstratieprojecten op grote schaal, de projectobligaties tot groene obligaties en specifieke projectobligaties voor industriële demonstratie worden uitgebreid.

3.3. Horizontale factoren die langetermijnbesparingen en -financiering mogelijk maken

Er dient ook een aantal voor langetermijninvesteringen relevante meer horizontale factoren te worden onderzocht gezien de mogelijke impact ervan op zowel het aanbod als de bemiddeling van langetermijnfinanciering.

De acties van overheden, waaronder fiscale regimes, spelen een belangrijke rol in het op gang brengen van langetermijninvesteringprojecten en het creëren van stimulansen en capaciteit voor huishoudens om op lange termijn te sparen en voor marktdeelnemers om langetermijnfinanciering naar productieve investeringen te kanaliseren. Door de overheden vastgestelde langetermijnbeleidskaders ondersteunen de ontwikkeling van strategische investeringsagenda's naast de beleidscyclus en zorgen voor grotere transparantie en verhoogde zekerheid voor investeerders en ondernemingen. Het is belangrijk dat staatsinterventie in dit verband de concurrentie niet verstoort, geen private investeerders verdringt of het gelijke speelveld op de eengemaakte markt niet vernietigt.

Sommige lidstaten hebben ook actie ondernomen om langetermijnbesparingen en investeringsbeslissingen door huishoudens te bevorderen. In sommige landen zijn regelingen van automatisch pensioensparen ingevoerd. Andere landen hebben specifieke spaarrekeningen ingevoerd²⁸ om de financiering van langetermijninvesteringprojecten te ondersteunen, met een (door de overheid) gewaarborgd vast rendement en in sommige gevallen bepaalde fiscale voordelen. De geldmiddelen op deze rekeningen worden dan in publieke voorzieningen zoals ziekenhuizen, sociale huisvesting en universiteiten geïnvesteerd. Op langere termijn kan het de moeite zijn na te gaan of de **beschikbaarheid van eigen vehikels op EU-niveau** grotere langeretermijnbesparingen kunnen helpen mobiliseren die meer direct aan bredere maatschappelijke doelstellingen gerelateerd zijn. Om op EU-niveau toepasbaar te zijn, behoeft dit model aanpassing.

Ook waarderingsmaatstaven, verslagleggingsbeginselen en door vermogensbeheerders ingezette strategieën worden door veel commentatoren genoemd als factoren die de bemiddelingsketen compliceren, de kosten van bemiddeling doen stijgen en verkeerd afgestemde stimulansen creëren, zoals die welke ontstaan door de tendens tot speculeren en kortetermijndenken, welke ook toe te schrijven zijn aan het feit dat langetermijninvesteringen met hogere risico's en uitgestelde opbrengsten worden geassocieerd.

Vraag:

15) Wat zijn de voordelen van de diverse modellen voor een specifieke spaarrekening die op EU-niveau beschikbaar zijn? Kan een EU-model worden opgezet?

Fiscaliteit

De structuur en het niveau van belastingen kan een impact hebben op de investerings- en spaarbeslissingen en bijgevolg op de groei. Over het algemeen moeten belastingstelsels derwijze worden opgezet dat de economische beslissingen van burgers en bedrijven zo weinig mogelijk worden verstoord, tenzij de fiscaliteit bestemd is om externe effecten te corrigeren die uit specifieke en welomschreven markttekortkomingen voortkomen:

- **Fiscaliteit en investeringen:** vennootschapsbelasting (VB) is een van de vele factoren die van invloed zijn op beslissingen over niveaus van investering en

²⁸ Bijvoorbeeld het *Livret A* in Frankrijk, de *libretti postali* in Italië en het *Bausparvertrag* (contractueel sparen voor woningfinanciering) in Duitsland.

op de wijze van financiering ervan. Met name bevoordelen VB-stelsels in de meeste lidstaten meestal schuld- boven aandelenfinanciering en creëren zij stimulansen voor hogere hefboomwerking voor bedrijven omdat rentebetalingen aftrekbaar zijn terwijl kapitaalwinst dat over het algemeen niet is. Een goed opgezette belastinggrondslag die de verstoring van de hefboomwerking vermindert, kan ondernemingen minder kwetsbaar maken voor een vermindering van krediet op korte termijn. Hervormingen die deze verstoring trachten op te heffen, zijn echter in zeer weinig lidstaten te vinden. Verdere besprekingen over de opzet van de vennootschapsbelastinggrondslag met betrekking tot de financieringsneutraliteit ervan kunnen dus in heel de EU nuttig zijn;

- **Fiscaliteit en besparingen:** de belastingheffing op besparingen heeft, mede door het totale bedrag van besparingen in de economie en daardoor de kapitaaltoewijzing en investeringen te beïnvloeden, een aantal belangrijke economische implicaties. Gezien deze effecten moet het fiscale beleid op dit gebied zorgvuldig worden opgezet. Veel lidstaten hebben reeds, met name met betrekking tot pensioengerelateerde besparingen, een aantal stimulansen ingevoerd om (langetermijn)besparingen te verhogen. Bovendien passen veel lidstaten tweeledige stelsels van vennootschapsbelasting toe, waarbij kapitaalinkomsten over het algemeen afzonderlijk tegen een lager tarief worden belast dan andere bronnen van inkomsten; en
- **Fiscale stimulansen:** fiscale stimulansen worden vaak als instrumenten beschouwd om bepaalde soorten investeringen aan te moedigen; een belastingsubsidie kan gerechtvaardigd zijn wanneer het sociale rendement van een investering hoger is dan het private rendement van de investeerder en investeringsniveaus bijgevolg onder het sociale optimum liggen (bv. bij O&O en milieuproblemen). Hoewel fiscale stimulansen in sommige gevallen bruikbaar zijn, kunnen zij ook administratieve lasten creëren door het aantal toe te passen vrijstellingen of bijkomende regels te vergroten. Ook de vele verschillende nationale regels kunnen in sommige gevallen arbitragemogelijkheden creëren.

Vragen:

16) Welk soort VB-hervormingen kunnen de investeringsvoorwaarden verbeteren door verstoringen tussen schuld- en aandelenfinanciering op te heffen?

17) Met welke overwegingen moet rekening worden gehouden bij de vaststelling op nationaal niveau van de juiste stimulansen voor langetermijnbesparingen? Hoe moeten met name fiscale stimulansen worden gebruikt om op evenwichtige wijze langetermijnbesparingen aan te moedigen?

18) Welke soorten vennootschapsbelastingstimulansen zijn nuttig? Welke maatregelen kunnen worden gebruikt om, wanneer voor bepaalde activiteiten vrijstellingen/stimulansen worden verleend, met de risico's van arbitrage om te gaan?

19) Zou diepere fiscale coördinatie in de EU de financiering van langetermijninvesteringen ondersteunen?

Verslagleggingsbeginselen

Verslaglegging is niet neutraal, zij geeft vorm aan economische beslissingen: verslagleggingsstandaarden en -maatregelen (zoals de IFRS) helpen ervoor te zorgen dat

ondernemers, investeerders en overheden een gemeenschappelijke taal spreken en ondersteunen vertrouwen en veiligheid. Dit betekent dat zij verschillende standpunten moeten verzoenen: een economische belang en een financieel/investeerdersbelang. **Beginselen inzake verslaglegging op basis van de waarde in het economisch verkeer** kunnen de transparantie en consistentie van de financiële informatie vergroten aangezien zij de marktwaarde van activa en passiva tonen en informatie over de relatieve financiële toestand van verschillende instellingen verstrekken. Maar een en ander kan ook nadelig zijn voor de stabiliteit en langetermijnfinancieringshorizon. Volgens bepaald onderzoek bijvoorbeeld verminderen de institutionele beleggers de aandelentoewijzingen in investeringsportefeuilles omdat aandelen als volatieler en riskanter dan obligaties worden beschouwd. Volgens ander onderzoek kan marktconsistente waardering langetermijnbeleggers ertoe aanmoedigen hun risicoblootstelling te verhogen als de volatiliteit buiten hun winst- en verliesrekeningen wordt opgenomen. Het is nuttig verder te onderzoeken of deze standaarden wat langetermijninvesteringen betreft adequaat zijn. In dit verband zou het dienstig zijn na te gaan op welke manieren een evenwicht kan worden gevonden tussen accuraatheid van de aan investeerders verstrekte informatie en voldoende stimulansen om activa op zeer lange termijn aan te houden en te beheren.

Vraag:

20) In hoeverre bent u van oordeel dat het gebruik van beginselen inzake verslaglegging op basis van de waarde in het economisch verkeer in het gedrag van beleggers tot kortetermijndenken heeft geleid? Welke alternatieven of andere manieren om dergelijke effecten te compenseren, kunnen worden gesuggereerd?

Regelingen inzake corporate governance

De manier waarop activa worden beheerd, kan bij langetermijnfinanciering een belangrijke rol spelen in termen van het afstemmen van de stimulansen van vermogensbeheerders, investeerders en ondernemingen op langetermijnstrategieën, het verminderen van de problemen rond kortetermijndenken, speculatie en lastgevingsverhoudingen. Er zijn reeds regels van kracht ten aanzien van fiduciaire verplichtingen, belangenconflicten, beloning, de uitoefening van stemrechten en informatie over de kosten en het aanbieden van beleggingsadvies en portefeuillebeheer²⁹. Verdere actie wordt ook beschreven in het **Actieplan betreffende Europees vennootschapsrecht en corporate governance**,³⁰ onder meer middels mogelijke wijzigingen van de richtlijn aandeelhoudersrechten. Bijkomende stappen zijn denkbaar, onder meer verdere beoordeling van de manier waarop de stimulansen van vermogensbeheerders worden gestructureerd om beter met langetermijnoverwegingen rekening te houden en van vermogensbeheerders meer transparantie inzake de vervulling van hun fiduciaire verplichtingen te vereisen. Er zijn ook ideeën naar voren gebracht om een grotere betrokkenheid van aandeelhouders op lange termijn te stimuleren waarover verder kan worden nagedacht, zoals het analyseren van de mogelijkheid van opties rond het verlenen van uitgebreide stemrechten of dividenden aan langetermijninvesteerders.

Vragen:

21) Welk soort stimulansen kunnen een betere betrokkenheid van de aandeelhouders op lange termijn helpen bevorderen?

²⁹ Zie http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm

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

22) *Hoe kunnen de aan vermogensbeheerders verleende mandaten en stimulansen worden ontwikkeld om investeringsstrategieën en -betrokkingen op lange termijn te ondersteunen?*

23) *Is er behoefte aan de omschrijving van de fiduciaire verplichting weer op te nemen in de context van langetermijnfinanciering?*

Informatieverstrekking en rapportage

Volgens recente analyses is er groeiende vraag naar **openbaarmaking van niet-financiële informatie door ondernemingen**. Uit onderzoek blijkt dat ondernemingen die proactief duurzaamheidsaspecten van hun activiteiten beheren consistent lagere kapitaalskosten hebben en op langere termijn meestal beter presteren dan hun concurrenten. Omdat generieke vereisten voor openbaarmaking van informatie misschien niet voldoende zijn om beslissingen betreffende langetermijninvesteringen te stimuleren, werkt de Commissie momenteel aan de ontwikkeling van een robuuster niet-financieel rapportagekader. Het is wellicht ook nuttig over openbaarmaking van niet-financiële informatie door vermogensbeheerders en eigenaars na te denken, ook over de wijze waarop specifieke risico's en effecten die verband houden met duurzaamheid in het portefeuillebeheer tot uitdrukking kunnen komen. Veel commentatoren zijn ook van oordeel dat **kwartaalrapportage** de verkeerde stimulansen creëert en marktdeelnemers ertoe aanzet zich op resultaten op zeer korte termijn te richten. Bij de toetsing van de transparantierichtlijn³¹ heeft de Commissie voorgesteld de verplichting tot kwartaalrapportage af te schaffen.

Ook **benchmarks** en **ratings** kunnen zich op jaarhorizons of korte horizons richten. De Commissie heeft voorgesteld de regels aan te scherpen om de afhankelijkheid van traditionele ratings te verminderen en in november 2012 is over verschillende wetgevingshervormingen een politiek akkoord bereikt³². De ontwikkeling van meetstandaarden en ratings waarbij een evenwicht wordt nagestreefd tussen een langetermijnperspectief en aanspreekbaarheid op korte termijn kan nuttig zijn om langetermijninvesteerders bij te staan.

Vragen:

24) *In hoeverre kan verhoogde integratie van financiële en niet-financiële informatie tot het overzichtelijker maken van de prestaties van een onderneming op lange termijn en tot betere investeringsbesluitvorming bijdragen?*

25) *Is er behoefte aan specifieke langetermijnbenchmarks te ontwikkelen?*

3.4. Het gemak waarmee kmo's toegang verkrijgen tot bancaire en niet-bancaire financiering

De kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) van vandaag hebben het potentieel om de langetermijngroei van de toekomst te ondersteunen. Historisch gezien zijn zij met significante moeilijkheden geconfronteerd om toegang te verkrijgen tot financiering om te groeien. Gezien hun afhankelijkheid van bancaire financiering, worden deze moeilijkheden versterkt aangezien de banken hefboomwerking afbouwen. Bovendien worden zij nu met gefragmenteerde financiële markten in de EU geconfronteerd, omdat de voorwaarden inzake toegang tot financiering aanzienlijk per land verschillen.

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

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

Onder impuls van de verminderde beschikbaarheid van bancaire financiering is reeds beleidsactie ondernomen om de ontwikkeling van alternatieve, niet-bancaire kanalen voor kmo-kredietverlening te bevorderen. In 2011 heeft de Commissie een actieplan aangenomen om de financiële problemen waarmee kmo's worden geconfronteerd aan te pakken³³. Over bepaalde initiatieven is er reeds een akkoord, waaronder de nieuwe EU-kaders voor investeringen in durfkapitaal en in sociaalondernemersfondsen. Ook loopt er een aantal beleidsinitiatieven om de toegang van kmo's tot de aandelenmarkten te vergemakkelijken. Andere wetgevingsvoorstellen in verband met het actieplan moeten echter nog worden aangenomen. Er zijn ook voorstellen ingediend op grond waarvan exploitanten van multilaterale handelsplatforms zich ook onder het label "kmo-groeimarkt" kunnen laten registreren en voor een evenredig regime dat de beheerkosten en lasten verlaagt voor kmo's die toegang verkrijgen tot de markten voor financiering³⁴. Parallel hieraan is er in reeds lang bestaande markten, zoals activafinanciering en aanbodketenfinanciering alsook financiële innovaties die gebruik maken van technologie en het internet, bij voorbeeld door middel van crowdfunding groei geweest.

Maar deze maatregelen zijn misschien niet voldoende om de moeilijkheden van kmo's aan te pakken om toegang te verkrijgen tot financiering. Verdere stappen zijn denkbaar waaronder:

- **Ontwikkelen van durfkapitaal** De durfkapitaalsector lijdt onder gebrek aan middelen en wordt beïnvloed door de prudentiële bank- en verzekeringsregelgeving. Paraplufondsen kunnen efficiënte instrumenten zijn om het volume aan durfkapitaal te vergroten. Een fonds van waarborgen voor institutionele beleggers kan de beperkingen in deze markt verder verminderen;
- **Ontwikkelen van specifieke markten en netwerken voor kmo's** Durfkapitaalfondsen zijn eveneens van goed presterende kmo-georiënteerde beurzen afhankelijk om hun investeringen in beursintroducties om te zetten. Mogelijke maatregelen zijn het instellen van een afzonderlijke aanpak voor kmo's die verder gaat dan het huidige MiFID II-voorstel en de ontwikkeling van specifieke verslagleggingsregels voor beursgenoteerde kmo's en nieuwe handelsplatforms. Specifieke kmo-markten kunnen bijdragen tot het vergroten van hun zichtbaarheid, nieuwe investeerders aantrekken en de ontwikkeling van nieuwe securitisatie-instrumenten voor kmo's ondersteunen. Het ontwikkelen van kaders voor zakelijke netwerken kan bevorderlijk zijn voor kmo-pooling, risicodeling, onderlinge waarborging en diversificatie en aldus hun toegang tot financiering verbeteren;
- **Ontwikkelen van nieuwe securitisatie-instrumenten voor kmo's** De Commissie heeft reeds een kmo-securitisatie-instrument ingevoerd en zij heeft voorgesteld ondersteuning voor securitisatie aan te bieden via het COSME-programma. Bovendien kunnen vehikels voor gestructureerde kredieten overeenkomstig de EU-criteria voor industriële investeringen van Europees belang door kmo's een Europees label ontvangen. Gezien de grote verschillen tussen industriële sectoren en tussen investeringscycli moeten deze instrumenten worden gedifferentieerd;
- **Het ontwikkelen van standaarden voor kredietscorebeoordelingen van kmo's** kan helpen bij het aanpakken van het gebrek aan betrouwbare informatie over kmo's en de daarmee verband houdende moeilijkheid voor

³³ Zie http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/index_nl.htm

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

potentiële investeerders om hun kredietwaardigheid te beoordelen. Het ontwikkelen van gemeenschappelijke minimumkwaliteitsstandaarden betreffende externe evaluatie van midcaps en kmo's kan hun toegang tot financiering, ook over de grenzen heen, verder vergemakkelijken en de marktintegratie verdiepen; en

- **Ontwikkeling of bevordering van andere "niet-traditionele" bronnen van financiering**, zoals leasing, aanbodketenfinanciering, internetgebaseerde bronnen van financiering zoals crowdfunding enz. Er dient verder te worden nagedacht over de manier waarop ervoor kan worden gezorgd dat deze markten op duurzame basis groeien en naar behoren binnen een regelgevingskader worden ondersteund.

Vragen:

26) *Welke verdere stappen zijn op het stuk van EU-regelgeving of andere hervormingen denkbaar om de toegang van kmo's tot alternatieve bronnen van financiering te vergemakkelijken?*

27) *Hoe kunnen securitisatie-instrumenten voor kmo's worden opgezet? Wat zijn de beste manieren om securitisatie te gebruiken om voor bijkomende kredietverlening/investeringen ten behoeve van kmo's kapitaal van financiële intermediairs te mobiliseren?*

28) *Is het nuttig een volledig afzonderlijke en specifieke aanpak voor kmo-markten op te zetten? Hoe en door wie kan voor kmo's een markt, waaronder voor gesecuritiseerde producten die specifiek voor de financieringsbehoeften van kmo's zijn opgezet, worden ontwikkeld?*

29) *Zou een EU-regelgevingskader de ontwikkeling van deze alternatieve niet-bancaire bronnen van financiering voor kmo's helpen of hinderen? Welke hervormingen kunnen bijdragen tot het ondersteunen van hun ononderbroken groei?*

Vraag:

30) *Wat zou er, naast de analyse en potentiële maatregelen in dit Groenboek, nog tot de langetermijnfinanciering van de Europese economie kunnen bijdragen?*

4. VOLGENDE STAPPEN

Op basis van de uitkomst van deze raadpleging zal de Commissie bezien welke passende actie zal worden ondernomen. De ontvangen antwoorden zullen op de Commissiewebsite beschikbaar zijn tenzij uitdrukkelijk om vertrouwelijkheid wordt gevraagd, en de Commissie zal een samenvatting van de resultaten van de raadpleging publiceren.

Stakeholders worden verzocht hun opmerkingen tegen 25 juni 2013 aan het volgende e-mailadres te zenden: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu