



Bruxelles, 25.3.2013
COM(2013) 150 final

CARTE VERDE

FINANȚAREA PE TERMEN LUNG A ECONOMIEI EUROPENE

(Text cu relevanță pentru SEE)

{SWD(2013) 76 final}

1. INTRODUCERE

Marea provocare cu care se confruntă Europa constă în readucerea UE pe calea dezvoltării inteligente, durabile și inclusive, prin crearea de noi locuri de muncă și consolidarea domeniilor în care deține avantaje concurențiale, sporindu-și astfel competitivitatea pe piața mondială.

Pentru a răspunde acestei provocări, Europa se confruntă cu necesități de investiții pe termen lung și la scară largă, potrivit priorităților strategiei Europa 2020¹, actualizării comunicării privind politica industrială pe anul 2012², inițiativei „O Uniune a inovării”³ și mecanismului „Conectarea Europei”⁴. Investițiile pe termen lung înseamnă crearea de capital cu durată lungă de viață, care include active corporale (precum infrastructurile energetice, de transport și de comunicații, unitățile industriale și de servicii, construcția de locuințe, precum și tehnologiile din domeniul schimbărilor climatice și al inovării ecologice) și active necorporale (precum educația, cercetarea și dezvoltarea) care sporesc inovarea și competitivitatea. Multe dintre aceste investiții au ca rezultat beneficii publice mai ample deoarece reprezintă un câștig mai mare pentru societate în ansamblu, prin sprijinirea serviciilor esențiale și prin îmbunătățirea standardelor de viață. Impactul acestora poate începe să se facă simțit pe termen scurt. Investițiile permit întreprinderilor și guvernelor să producă mai mult utilizând mai puține resurse, răspunzând astfel noilor provocări economice, sociale⁵ și de mediu, facilitând tranziția la o economie mai durabilă și îmbunătățind capacitatea industrială și de producție a economiei. Tendințele în materie de schimbări climatice și epuizarea resurselor naturale evidențiază în continuare provocarea creșterii durabile, necesitând mai multe investiții pe termen lung în energia cu un nivel redus de carbon, în eficiența energetică și a resurselor, precum și în infrastructură, în concordanță cu obiectivele politice de limitare a schimbărilor climatice la mai puțin de două grade și de decuplare a creșterii economice de utilizarea resurselor.

Pentru finanțarea investițiilor pe termen lung, guvernele și întreprinderile, indiferent de dimensiuni, trebuie să aibă acces la finanțări previzibile pe termen lung. Capacitatea unei economii de a pune la dispoziție astfel de finanțări pe termen lung depinde de măsura în care sistemul financiar poate canaliza economiile către guverne, întreprinderi și gospodării într-un mod eficace și eficient către utilizatorii și întrebuintările adecvate prin intermediul unor piețe deschise și competitive. Acest lucru se poate realiza cu ajutorul a diverși intermediari (de exemplu, bănci, asigurători și fonduri de pensii) și prin accesul direct la piețele de capital. Prezenta carte verde se axează asupra modului în care funcționează acest proces. Ca o condiție prealabilă pentru canalizarea finanțării pe termen lung la un preț rezonabil, economia trebuie să genereze și să atragă economii. Politicile guvernamentale pot sprijini astfel de acțiuni prin politici bugetare sănătoase, sisteme fiscale eficiente și un mediu de afaceri permisiv, care favorizează sporirea atractivității economiei pentru investiții, inclusiv investiții străine.

¹ A se vedea: http://ec.europa.eu/europe2020/index_ro.htm

² A se vedea: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:RO:PDF>

³ A se vedea: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:RO:PDF>

⁴ A se vedea: http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf

⁵ Comunicarea Comisiei „Către investiții sociale pentru promovarea creșterii și coeziunii” (COM(2013)83) subliniază necesitatea ca statele membre să utilizeze mai mult abordările inovatoare în materie de finanțare în domeniul social, inclusiv prin participarea sectorului privat.

Calibrarea corectă a procesului de finanțare pe termen lung este esențială pentru sprijinirea reformei economice structurale și pentru revenirea la o tendință de creștere economică pe termen lung. Finanțarea pe termen lung este necesară, de asemenea, pe durata întregului ciclu de viață al unei întreprinderi, contribuind la demararea afacerii, facilitând dezvoltarea acesteia și susținând apoi această dezvoltare. Finanțarea pe termen lung sprijină evoluția întreprinderilor pe întregul parcurs al desfășurării ciclului de viață. Pentru aceasta este nevoie de cunoașterea diferitelor instrumente și procese financiare și este nevoie ca acestea să fie efectiv disponibile. Finanțarea pe termen lung contribuie, de asemenea, la finanțarea exportului, contribuind astfel la îmbunătățirea competitivității externe. Importanța finanțării pe termen lung pentru creșterea economică și crearea de locuri de muncă a fost recunoscută la nivel internațional de către G20⁶.

Criza financiară a afectat capacitatea sistemului financiar din Europa de a canaliza economiile către nevoile de investiții pe termen lung. Aspectul cel mai important este însă climatul de nesiguranță și de reticență față de asumarea de riscuri creat de criza financiară și situația macroeconomică precară actuală, mai ales în statele membre care se confruntă cu tensiuni financiare, precum și în cazul IMM-urilor. Criza financiară a afectat capacitatea băncilor de a acorda împrumuturi cu scadențe mai lungi, deoarece acestea trebuie să își reducă gradul de îndatorare, corectând excesele din trecut. În același timp, criza a avut un impact negativ asupra încrederii și a apetitului pentru risc al beneficiarilor împrumuturilor și al investitorilor instituționali.

Una dintre principalele lecții ale crizei constă în faptul că reglementarea și supravegherea adecvată a sectorului financiar sunt necesare pentru restabilirea stabilității financiare și a încrederii la nivelul piețelor. Ca parte a unor măsuri de politică mai generale, este necesar să se garanteze că o calibrare detaliată a noului cadru de reglementare și de supraveghere permite sectorului financiar să sprijine în modul cel mai eficient economia reală, fără a pune în pericol stabilitatea financiară.

Privind dincolo de criza financiară, o întrebare importantă este dacă dependența istorică a Europei de intermedierea bancară pentru finanțarea investițiilor pe termen lung va face loc unui sistem mai diversificat, cu cote semnificativ mai mari de finanțare directă de pe piața de capital și o mai mare implicare a investitorilor instituționali și a piețelor financiare alternative. Nu există nicio îndoială că, având în vedere competențele în materie de gestionare a riscului, relațiile întreținute cu întreprinderile locale și cunoașterea acestora, băncile vor continua să joace un rol important în canalizarea investițiilor pe termen lung. Cu toate acestea, nu este clar dacă băncile comerciale vor reveni la practica deținerii de active pe termen lung până la scadență la nivelurile anterioare.

Rolul diminuat al băncilor în acordarea de împrumuturi pe termen lung deschide calea unor noi necesități și oportunități pentru alte instituții financiare și intermediari de pe piață în vederea canalizării finanțării investițiilor pe termen lung. Cu toate acestea, capacitatea investitorilor instituționali și a piețelor de a acoperi această lacună depinde de o serie întreagă de factori. Pe lângă calibrarea corectă a cadrului prudential de reglementare, mulți susțin că principiile contabile, măsurile de evaluare și comportamentul administratorilor de active creează costuri suplimentare și stimulente cu efect pervers. De asemenea, piețele de obligațiuni corporative, de capital și de securitizări din Europa rămân relativ subdezvoltate comparativ cu alte economii, în timp ce finanțarea nebanară rămâne în mare parte inaccesibilă pentru IMM-uri.

⁶ A se vedea: <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>

Asigurarea unor canale de intermediere eficace și eficiente pentru finanțarea pe termen lung este o sarcină complexă și multidimensională. Scopul prezentei cărți verzi este de a iniția o dezbatere mai amplă vizând modalitățile de încurajare a finanțării pe termen lung, precum și modalitățile de ameliorare și de diversificare a sistemului de intermediere financiară pentru investițiile pe termen lung din Europa. După cum reiese din întrebările din consultare, prezenta dezbatere ar trebui să țină cont de specificul diferiților participanți de pe piața financiară, abordând în același timp aspecte legate de o gamă diversificată de condiții favorabile. Răspunsurile la întrebările din cadrul consultării vor contribui la continuarea evaluării de către Comisie a obstacolelor în calea finanțării pe termen lung, în vederea identificării unor posibile acțiuni strategice pentru înlăturarea acestora. Eventualele măsuri ulterioare ar putea lua mai multe forme: în unele domenii pot fi necesare reglementări noi sau adaptate, în timp ce în altele rolul UE ar putea consta într-o mai bună coordonare și în promovarea celor mai bune practici sau ar putea lua forma unui efort specific de monitorizare cu fiecare stat membru în contextul semestrului european. Prezenta carte verde este însoțită de un document de lucru al serviciilor Comisiei care prezintă în mai mare detaliu analiza aflată la baza acesteia.

2. FURNIZAREA DE FINANȚARE PE TERMEN LUNG ȘI CARACTERISTICILE INVESTIȚIILOR PE TERMEN LUNG

Capacitatea unei economii de a furniza finanțare pentru investițiile pe termen lung depinde de capacitatea acesteia de a genera economii și de a atrage și reține investițiile străine directe (ISD).

Diverși furnizori pot acționa ca surse de finanțare pe termen lung, inclusiv guvernele, întreprinderile și gospodăriile. Guvernele și întreprinderile creează, de asemenea, cerere de finanțare pe termen lung. În Europa, rata investițiilor și cea a economisirii raportate la PIB sunt ambele de aproximativ 20%, o situație favorabilă în comparație cu alte regiuni. Totuși, această imagine de ansamblu ascunde faptul că investițiile private din 2011 s-au situat cu mult sub nivelul din 2007, înregistrând o scădere de patru ori mai mare decât scăderea valorii reale a PIB în aceeași perioadă⁷. Atât persoanele care economisesc, cât și investitorii se confruntă în prezent cu un nivel ridicat de nesiguranță, aversiune față de riscuri și lipsă de încredere ca urmare a situației și a perspectivelor macroeconomice slabe. Acest lucru poate avea efecte de durată, creând obstacole permanente în calea finanțării pe termen lung și afectând în același timp cererea:

- **Administrații publice:** resursele publice, provenind din impozitare și îndatorarea publică, joacă un rol esențial în finanțarea investițiilor pe termen lung, având în vedere externalitățile pozitive deseori asociate cu investițiile guvernamentale și complementaritățile acestora cu investițiile private. Deși guvernele vor juca întotdeauna un rol esențial în furnizarea de bunuri și infrastructuri publice, eficientizarea cheltuielilor printr-o analiză mai sistematică a raportului costuri-beneficii și o selectare mai atentă a proiectelor rămâne o provocare permanentă. De asemenea, resursele publice sub formă de subvenții sau împrumuturi sunt folosite pentru sprijinirea investițiilor pe termen lung în sectorul privat, în domenii în care disfuncționalitățile pieței conduc la niveluri nesatisfăcătoare de finanțare și/sau de investiții private. În aceste domenii, resursele publice nu ar trebui să înlocuiască finanțarea privată, însă pot contribui la accelerarea acesteia și la gestionarea riscurilor asociate.

⁷ A se vedea McKinsey Global Institute (2012).

- **Întreprinderi:** întreprinderile finanțează investiții fie din resurse proprii, fie prin accesarea sistemului financiar. Reducerea cererii și incertitudinile de pe piață au afectat încasările întreprinderilor. În același timp, investițiile realizate de întreprinderi au fost încă și mai scăzute, ceea ce a condus la creșterea, în unele state membre, a economiilor deținute de întreprinderi, în special cele de mari dimensiuni; se estimează că numerarul și pozițiile echivalente ale întreprinderilor mari au crescut cu aproximativ patru puncte procentuale în perioada 2009-2011⁸. Cu toate acestea, multe IMM-uri suferă de o lipsă continuă de lichidități.
- **Gospodăriile:** gospodăriile reprezintă principala sursă de finanțare a investițiilor, dar instrumentul preferat al acestora este reprezentat de economiile pe termen scurt. De exemplu, în perioada 2000-2010, gospodăriile și-au redus participațiile de capital cu opt puncte procentuale ca procent din activele financiare⁹. Gospodăriile preferă în general plasamentele lichide și ușor de răscumpărat. Se preferă stabilitatea, iar aversiunea față de riscuri este în prezent larg răspândită. Prin urmare, este necesară mobilizarea în mai mare măsură a economiilor pe termen lung; și
- **Finanțarea externă:** ISD rămâne o altă sursă importantă de finanțare a proiectelor pe termen lung. În pofida crizei, fluxurile de investiții străine directe în UE au cunoscut o redresare în 2011, după declinul abrupt din ultimii ani. Fluxurile de ISD către UE au atins valoarea de 242 de miliarde EUR în 2011, înregistrând astfel o creștere de 13 % față de nivelul din 2010. În cadrul UE există însă disparități substanțiale de la o țară la alta.

Perspectivile de creștere pe termen lung ale oricărei economii depind, între altele, de capacitatea sistemului financiar de a-și canaliza sursele de economii menționate anterior în **investiții productive**. Prezenta carte verde se referă la investițiile pe termen lung în sensul creării de capital corporal și necorporal cu durată lungă. Astfel, accentul este pus pe capitalul de producție (spre deosebire de cel financiar), într-un mod asemănător modului de înregistrare a investițiilor în contabilitatea națională, unde acestea sunt definite drept crearea de capital fix brut. Crearea de capital productiv a fost profund afectată de criza financiară, iar nivelul investițiilor se situează încă mult sub valoarea de dinainte de criză în multe dintre țările UE. Investițiile în capitalul productiv corporal și necorporal sunt esențiale pentru redresarea economiei UE și vor constitui o piatră de temelie pentru orice strategie de creștere pe termen lung.

Accentul se pune pe bunuri de capital cu durată lungă (precum infrastructura economică și socială, clădiri, cercetare și dezvoltare, educație și inovare), nu pentru că acestea sunt mai importante pentru creștere decât bunurile de capital cu durată mai scurtă (precum calculatoarele, telefoanele mobile și vehiculele), ci pentru că volumele de investiții pentru bunurile de capital cu o durată mai scurtă de viață sunt puternic prociclice. Aceste volume au scăzut în prezent din cauza perspectivelor macroeconomice slabe din Europa, însă se preconizează că se vor redresa odată cu relansarea economiei. Același lucru este valabil, de asemenea, pentru alte cheltuieli ale întreprinderilor productive precum cheltuielile cu personalul (angajări) și achizițiile de produse intermediare.

⁸ Pe baza unui sondaj privind modificările postului „numerar și de echivalente de numerar” în 170 de întreprinderi europene nefinanciare cotate de agenția Fitch.

⁹ A se vedea McKinsey Global Institute (2011).

Situația este foarte diferită în cazul bunurilor de capital cu durată lungă de viață, care sunt caracterizate prin perioade lungi de investiție/construcție și necesită **finanțări pe termen lung** deoarece fluxurile de lichidități încep să genereze profit doar după o perioadă considerabilă de timp. Având în vedere că o parte semnificativă a capitalului productiv cu durată lungă constă în infrastructură publică, acest tip de capital a jucat în mod tradițional un rol stabilizator în economie – rol care depinde de capacitatea guvernelor de a face investiții publice într-o manieră anticiclică și de încrederea sectorului financiar la momentul furnizării de fonduri pentru investiții că economia se va fi redresat până la încheierea perioadelor de construcție.

Nu există o definiție unică și universal acceptată a finanțării pe termen lung. În linii mari, finanțarea pe termen lung poate fi considerată drept procesul prin care sistemul financiar oferă finanțare pentru investițiile care se întind pe o perioadă de timp mai mare. Această definiție se axează pe setul de caracteristici asociate cu finanțarea pe termen lung¹⁰. O abordare alternativă este întâlnită în cadrul eforturilor internaționale aflate în curs de desfășurare sub auspiciile G20 pe tema investițiilor pe termen lung, care definesc finanțarea pe termen lung mai restrictiv, concentrându-se pe scadența finanțării mai mare de cinci ani, incluzând aici sursele de finanțare care nu au o scadență anume (de exemplu acțiunile).

Întrebări:

- 1) *Sunteți de acord cu analiza de mai sus privind furnizarea și caracteristicile finanțării pe termen lung?*
- 2) *Aveți un punct de vedere privind cea mai adecvată definiție a finanțării pe termen lung?*

3. AMELIORAREA FINANȚĂRII PE TERMEN LUNG A ECONOMIEI EUROPENE

La fel ca în cazul tuturor tipurilor de finanțare, capacitatea unei economii de a finanța investiții pe termen lung depinde de capacitatea sistemului financiar de a canaliza în mod eficace și eficient fondurile respective către utilizatorii și investițiile adecvate, prin intermediul unor piețe deschise și competitive. Acest proces poate fi realizat cu ajutorul a diverși intermediari – inclusiv bănci, asiguratorii și fonduri de pensii – și prin accesul direct la piețele financiare. Cu toate acestea, o serie de factori îi împiedică pe aceștia să joace un rol pe deplin eficient în finanțarea pe termen lung, iar în cazul unora dintre acești factori găsirea de soluții necesită mai mult timp.

Una dintre principalele lecții ale crizei este că reglementarea și supravegherea eficientă a sectorului financiar sunt necesare pentru redresarea stabilității financiare și a încrederii la nivelul piețelor. În acest context, UE pune în practică un program cuprinzător de reformă financiară, în completarea reformei fiscale și economice de ordin mai general. Stabilitatea financiară este esențială, dar în lipsa altor măsuri este insuficientă. Ca parte a unui răspuns politic mai amplu, calibrarea detaliată a noului cadru de reglementare și de supraveghere trebuie să permită sectorului financiar să sprijine economia reală și trebuie să stimuleze sectorul financiar în această direcție, inclusiv în domeniul impozitării, fără a pune în pericol stabilitatea financiară.

¹⁰ Aceste trăsături includ caracteristicile investitorului, natura activelor, tipul de intermediere financiară și evaluarea și prețul activelor. Pentru detalii suplimentare, a se consulta documentul de lucru al serviciilor Comisiei care însoțește prezenta carte verde.

Atât autoritățile publice, cât și participanții la piață sunt responsabili pentru crearea unui astfel de mediu, pentru regăsirea încrederii și a siguranței și pentru sporirea atractivității generale a Europei ca destinație de investiții. Pe aceste baze, **acțiunile întreprinse în vederea ameliorării finanțării pe termen lung a economiei europene trebuie să abordeze o gamă largă de factori interconectați:**

- **capacitatea instituțiilor financiare de a canaliza finanțarea pe termen lung;**
- **eficiența și eficacitatea piețelor financiare în ceea ce privește oferirea de instrumente de finanțare pe termen lung;**
- **factori transversali care permit economisirea și finanțarea pe termen lung;** și
- **facilitarea accesului IMM-urilor la finanțare bancară și nebancară.**

3.1. Capacitatea instituțiilor financiare de a canaliza finanțarea pe termen lung

Bănci comerciale

În mod tradițional, băncile au fost cei mai importanți intermediari financiari în Europa. Ponderea sectorului bancar în UE este relativ mare comparativ cu alte țări, în special în comparație cu SUA, acest lucru demonstrând dependența mai mare a Europei de intermedierea bancară. Această situație poate crea în viitor noi provocări pentru finanțarea pe termen lung.

Criza a accentuat riscurile asociate cu folosirea excesivă a efectului de levier și a transformării scadențelor. Împreună cu scăderea cererii în unele state aflate în recesiune, această situație a condus la reducerea efectului de levier de către multe bănci, contribuind în special la deficitul de finanțare pe termen lung din prezent¹¹. Chiar după ce procesul de reducere a efectului de levier se va încheia, reevaluarea riscurilor în urma crizei va conduce la creșterea costurilor de capital. Costurile asociate cu instrumentele de gestionare a crizei bancare pot să antreneze la rândul lor creșteri ale costurilor de capital, deși efectele pozitive ale instituirii unui sector bancar mai solvabil sunt extrem de benefice pentru societate și pentru economie. Interconexiunile dintre bănci și fondurile suverane, precum și reglementările mai stricte au amplificat, de asemenea, concentrarea activităților bancare pe piețele interne, conducând la diminuarea finanțării transfrontaliere și la fragmentarea pieței unice, efecte care la rândul lor reduc și mai mult disponibilitatea de finanțare și contribuie la creșterea costului capitalului, în special în statele supuse în prezent unor tensiuni.

În perspectivă, **normele prudențiale europene comune pentru bănci** vizează prevenirea exceselor din trecut, sporind rezistența băncilor la risc și încrederea și instituind în același timp un cadru unic de reglementare pentru a proteja integritatea pieței unice. Dintr-o perspectivă de finanțare pe termen lung, normele prudențiale trebuie să abordeze riscurile cu care se confruntă băncile atunci când utilizează depozite pe termen scurt pentru a finanța împrumuturi pe termen lung. Aceasta nu înseamnă automat că reglementările care limitează capacitatea băncilor de a folosi finanțarea pe termen scurt în acest fel conduc la reducerea împrumuturilor pentru economia reală. Cu toate acestea, nevoia unui echilibru între

¹¹ De exemplu, sondajul BCE privind împrumuturile bancare din octombrie 2012 arată că înăsprirea normelor de credit pentru întreprinderi de către băncile din zona euro a crescut cu 15% (valori nete), comparativ cu 10% în al doilea trimestru al anului 2012. De asemenea, volumul de noi împrumuturi pe termen lung acordate a scăzut semnificativ în prima jumătate a anului 2012, iar acestea prezintă o tendință semnificativă de scădere pe termen foarte scurt.

restricționarea creării de lichidități pentru a asigura stabilitatea și oferirea de finanțare pe termen lung pentru economia reală explică necesitatea unei calibrări adecvate și a unei implementări progresive a normelor. Propunerile recente din partea Comitetului de la Basel privind cerințele în materie de lichidități vizează sporirea rezistenței sistemului bancar, asigurându-se în același timp că restricțiile privind transformarea scadenței nu au consecințe neprevăzute. Comisia a propus o perioadă de monitorizare, precum și o revizuire a calibrării parametrilor privind cerințele în materie de lichidități¹².

O altă consecință a crizei care poate afecta capacitatea băncilor de a canaliza finanțarea pe termen lung este dezbaterea din ce în ce mai intensă în ceea ce privește măsura în care reforme suplimentare vizând în mod direct structura acestora ar reduce probabilitatea și impactul disfuncționalităților, ar asigura o mai bună continuitate a funcțiilor economice vitale și ar proteja mai bine clienții de retail vulnerabili. Recentul raport al grupului de experți la nivel înalt privind **reformarea structurii sectorului bancar al UE** expune modul în care comportamentul bancar din ultimele două decenii a condus la o creștere disproporționată a activităților pur financiare în detrimentul celor care implică în mod direct clienții, inclusiv finanțarea pe termen lung pentru întreprinderi. Grupul a recomandat restricționarea și separarea practicilor de tranzacționare riscante. În prezent, Comisia examinează modul în care să se dea curs acestui raport.

Se înțelege de la sine că băncile nu vor dispărea din lanțul de intermediere din Europa. Competențele acestora în materie de evaluare a riscurilor, precum și cunoștințele locale cu privire la întreprinderi și relațiile cu acestea fac ca băncile să continue să fie participanți importanți și necesari. Însă, în contextul evoluțiilor pe fondul crizei în sistemul bancar, există noi nevoi și oportunități pentru alți intermediari care să completeze rolul băncilor prin canalizarea finanțării către investițiile pe termen lung într-o manieră mai echilibrată.

Întrebare:

3) Având în vedere natura evolutivă a sectorului bancar, în perspectivă, care este, după părerea dumneavoastră, rolul băncilor în canalizarea finanțării către investițiile pe termen lung?

Băncile naționale sau multilaterale de dezvoltare și stimulentele financiare

Băncile de dezvoltare active atât la nivel internațional, cât și național, pot contribui la accelerarea finanțării pe termen lung și la sporirea eficienței și a eficacității piețelor și a instrumentelor financiare. În pofida contribuțiilor nete pozitive ale anumitor investiții la bunăstarea economică, disfuncționalitățile pieței îi pot împiedica pe investitori să își asume anumite riscuri și/sau să ia anumite decizii privind investițiile. În aceste situații, băncile naționale și multilaterale de dezvoltare se pot dovedi utile pentru stimularea finanțării private, având în vedere obiectivele specifice de interes public ale acestora privind o valoare adăugată economică, socială și de mediu cu implicații mai largi (nu doar pur financiară). Cu condiția să se concentreze asupra situațiilor demonstrate de disfuncționalitate a pieței, implicarea acestora poate îndeplini un rol anticiclic important, inclusiv prin reducerea volatilității costurilor de finanțare pentru anumite categorii de investitori și prin atenuarea viziunii pe termen scurt asupra sectoarelor private. Este de asemenea important ca prin guvernarea băncilor de dezvoltare să se asigure că acestea nu profită de avantajul costului de finanțare pentru a da la o parte finanțarea privată, ci depun eforturi pentru a stimula finanțarea privată în domenii în care aceasta este mai puțin dezvoltată.

¹²

A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm.

Intervenția publică se poate obține, direct sau indirect, oferind sau contribuind la o gamă de produse de finanțare, inclusiv partajarea și/sau garantarea riscurilor¹³, și reunind intermediarii financiari în cadrul unor rețele adecvate¹⁴. Bugetul actual al UE prevede o serie de instrumente financiare la nivelul UE¹⁵, unele dintre ele derulate în comun de către Comisie, Banca Europeană de Investiții (BEI) și Fondul European de Investiții (FEI), precum și în parteneriat cu statele membre, care vizează abordarea curenților de pe piață și facilitarea accesului la finanțare, inclusiv la finanțarea pe termen lung¹⁶. În perspectivă, cadrul financiar multianual al UE (CFM) va folosi tot mai mult instrumentele financiare, care pot juca un rol important în sporirea impactului cheltuielilor UE, amplificând și catalizând și mai mult finanțarea privată pe termen lung. În special, o mare parte din CFM, inclusiv toate instrumentele structurale ale UE, va fi eligibilă pentru utilizare în cadrul instrumentelor financiare. Eficacitatea acestora va depinde de interconectarea și cooperarea strânsă între Comisie, Grupul BEI și statele membre.

Este de asemenea important ca intervenția publică să nu contribuie la fragmentarea pieței unice. Coordonarea, evaluarea și responsabilitatea între acțiunile la nivel național și cele la nivelul UE pot împiedica acest lucru, sporind valoarea adăugată a unei abordări europene. O mai strânsă cooperare între băncile naționale și multilaterale de dezvoltare, sub egida Comisiei și a BEI, ar putea oferi un instrument pentru o astfel de coordonare, inclusiv prin sprijinirea creării de grupuri de interese economice europene pentru finanțarea proiectelor transfrontaliere. Ar putea fi avute de asemenea în vedere impactul fondurilor suverane străine și oportunitatea de a consolida sau de a crea fonduri europene ar trebui.

¹³ De exemplu, „produsele-punte” (*bridging products*) sunt instrumente care pot reduce aversiunea față de risc a investitorilor sau a investitorilor financiari. Printre aceste instrumente se numără produsele de tip *first-loss credit* sau ameliorarea calității creditului de tip mezanin, instrumentele specializate în proiectele demonstrative incipiente sau la scară largă cu finanțare din partea sectorului public și privat.

¹⁴ De exemplu, prin intermediul Long-Term Investors Club (Clubul investitorilor pe termen lung). A se consulta <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Capitalul propriu sau capitalul speculativ, garanțiile sau alte instrumente de partajare a riscurilor sprijinite din bugetul central al UE sau bugetul fondurilor structurale. Pentru detalii suplimentare, a se consulta Comunicarea Comisiei „Un cadru pentru noua generație de instrumente financiare inovatoare – platformele de capital propriu și platformele de datorie ale UE” (COM(2011)662).

¹⁶ De exemplu, inițiativa „Project Bond” și instrumentele care folosesc resurse din fondurile structurale și de investiții, furnizând IMM-urilor, municipalităților și proiectelor de infrastructură finanțare prin împrumut, finanțare de tip mezanin și finanțare de capital. În 2011, Comisia a propus un pachet de infrastructură, constând într-un nou instrument bugetar, mecanismul „Conectarea Europei”, precum și orientări revizuite privind transportul, energia și telecomunicațiile și un „Program pentru competitivitatea întreprinderilor și IMM-urilor” (COSME). Comisia și BEI au elaborat două mecanisme de finanțare cu partajarea riscurilor, incluzând Mecanismul de finanțare cu partajarea riscurilor (RSFF) pentru întreprinderile cu o componentă de cercetare și inovare pronunțată și Instrumentul de garantare a împrumuturilor pentru proiecte în cadrul rețelei transeuropene de transport (Loan Guarantee instrument for TEN-transport projects, LGTT). În cadrul fondurilor structurale pentru perioada 2007-2013, până în prezent s-au investit cel puțin 10,7 miliarde EUR provenind din fonduri ale UE în instrumentele de inginerie financiară, în special la nivelul FEDER pentru accesul IMM-urilor la finanțare. Această sumă va fi reinvestită pe termen lung în beneficiul economiei europene.

Întrebări:

4) Cum ar putea rolul băncilor naționale și multilaterale de dezvoltare să sprijine cel mai bine finanțarea investițiilor pe termen lung? Este posibilă o mai bună coordonare între aceste bănci în încercarea de a atinge obiectivele UE? Cum ar putea instrumentele financiare din cadrul bugetului UE să sprijine mai eficient finanțarea investițiilor pe termen lung pentru o creștere durabilă?

5) Există alte instrumente și cadre de politici publice care să sprijine finanțarea investițiilor pe termen lung?

Investitori instituționali

Având în vedere orizonturile temporale mai ample ale modelelor de afaceri ale acestora, investitorii instituționali – precum întreprinderile de asigurări (de viață), fondurile de pensii, fondurile mutuale și fondurile de dotare – sunt furnizori adecvați de finanțare pe termen lung. Împreună, aceștia dețin un total estimat de 13 800 de miliarde EUR în active, reprezentând mai mult de 100% din PIB-ul UE¹⁷. Alți investitori instituționali – precum fondurile suverane de investiții, fondurile speciale pentru infrastructură și, într-o oarecare măsură, fondurile de capital privat – au început, de asemenea, să devină furnizori de capital pe termen lung. Capitalul de risc poate oferi, de asemenea, finanțare pe termen lung.

Durata îndelungată a pasivelor permite investitorilor instituționali, cel puțin în principiu, să facă investiții de tip *buy-and-hold* în active productive cu durată lungă de viață, realizând randamente mai mari pentru a compensa riscurile pe termen lung și lichiditatea mai scăzută, inerente multora dintre aceste active. Orizonturile temporale mai ample permit investitorilor instituționali să nu se grăbească și să acționeze anticiclic, reducând „viziunea pe termen scurt” și nevoia de transformare a scadențelor. Nevoia de diversificare și căutarea rentabilității, având în vedere mediul caracterizat de o rată foarte redusă a dobânzii, i-au determinat pe aceștia să își extindă activitatea către finanțarea pe termen lung, alocând cote substanțiale din portofoliile lor pentru instrumente pe termen lung, precum capitaluri proprii, capitalurile private și alte active nelichide (de exemplu, în ultimii ani, unele fonduri de pensii au investit direct în proiecte ample în domeniul energiei regenerabile).

În acest context, la fel ca în cazul băncilor, investitorii instituționali sunt obligați să respecte o varietate de norme prudențiale și să se conformeze unor standarde de contabilitate. Noile reglementări prudențiale pentru **întreprinderile de asigurare** (Directiva Solvabilitate II)¹⁸ impun ca acestea să dețină active pentru a acoperi natura și durata pasivelor lor; deținerea de investiții pe termen lung corespunde cu funcțiile sociale ale acestor întreprinderi. Directiva Solvabilitate II vizează introducerea unui regim economic armonizat, bazat pe risc și evaluează activele la o valoare economică consecventă cu piața. Impactul noilor reglementări prudențiale asupra capacității de finanțare pe termen lung a asigurătorilor va depinde în parte de punctul de plecare individual al fiecăruia și de adaptarea exactă a modului în care sunt tratate activele pe termen mai lung. Discuțiile s-au concentrat asupra modului în care se poate garanta că cerințele în materie de capitaluri proprii aplicabile activelor cu risc crescut nu vor afecta prea mult deținerea de active pe termen lung, precum și asupra evitării reducerii stimulentele pozitive din cadrul Solvabilitate II pentru încurajarea respectării unei corespondențe între pasive pe termen lung și investiții pe termen lung.

¹⁷ A se vedea Fitch 2011 și EFAMA (2012).

¹⁸ A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm.

Pe acest fond, serviciile Comisiei au solicitat Autorității Europene pentru Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA) să verifice în ce măsură calibrarea detaliată a cerințelor de capital pentru investiții în anumite active în cadrul regimului Solvabilitate II (inclusiv finanțarea de infrastructuri și obligațiunile pentru finanțare de proiecte, finanțarea IMM-urilor, securitizarea datoriilor etc.) trebuie ajustată pentru a se asigura că nu există obstacole în calea finanțării pe termen lung, însă fără crearea de riscuri prudențiale suplimentare. Comisia, Consiliul și Parlamentul au dezbătut de asemenea măsuri pentru facilitarea furnizării de produse de asigurare cu garanții pe termen lung și investiții pe termen lung în conformitate cu Directiva Solvabilitate II. EIOPA trebuie să evalueze măsurile până în iunie 2013. Pe baza constatărilor tehnice, Comisia va prezenta un raport privind măsurile adecvate care ar putea fi incluse în Directiva Solvabilitate II sau în actele delegate conexe.

Fondurile de pensii trebuie să își gestioneze riscurile în vederea generării randamentului anual necesar pentru beneficiarii acestora. Normele referitoare la capitalul fondurilor de pensii diferă de la un stat membru la altul și diferă, de asemenea, de cele aplicabile asigurătorilor, pentru a ține seama de diferitele riscuri aferente fondurilor de pensii ocupaționale și resurselor de finanțare pe care le pot accesa acestea. Comisia intenționează să revizuiască Directiva privind activitățile și supravegherea instituțiilor pentru furnizarea de pensii ocupaționale (IORP)¹⁹. Revizuirea are ca scop, între altele, consolidarea protecției participanților și facilitarea activității transfrontaliere în domeniu. Este important să se garanteze că noile norme prudențiale pentru schemelor de pensii ocupaționale nu descurajează finanțarea sustenabilă pe termen lung. În consecință, revizuirea Directivei IORP trebuie să țină seama de impactul potențial asupra finanțării pe termen lung și asupra creșterii economice.

Cu toate acestea, pe lângă regulile prudențiale, o serie de alți factori structurali afectează capacitatea investitorilor instituționali de a juca un rol în finanțarea pe termen lung. Este probabil ca recesiunea economică să aibă un impact de durată asupra strategiilor investitorilor instituționali de alocare a activelor pe termen lung prin promovarea unor strategii de investiții mai conservatoare. De exemplu, expunerea medie a investitorilor instituționali la activele de infrastructură rămâne scăzută în comparație cu alocarea acestora pentru bunurile imobile și pentru necesitățile efective de investiții în infrastructură. În ceea ce privește gestionarea riscurilor și diversificarea, este posibil ca investitorii instituționali să aibă temeri legate de amploarea deosebită a proiectelor de investiții pe termen lung. De asemenea, este posibil ca funcțiile de administrare a activelor ale investitorilor instituționali nebancari să nu fie obișnuite cu gestionarea mai multor active nelichide, sarcini îndeplinite anterior de asiguratori monoline care garantau aceste active. În timp, unii investitori ar putea fi nevoiți să își extindă competențele existente pentru sprijinirea deciziilor de investiții.

În consecință, ar putea fi luate în considerare inițiativele destinate punerii în comun a resurselor financiare²⁰ și structurării pachetelor de finanțare în conformitate cu diferitele faze ale riscului. Dialogul dintre investitori și întreprinderile nefinanciare, precum și difuzarea bunelor practici și a studiilor de caz ar putea fi de folos în această situație²¹. Comisia s-a angajat²² deja să înainteze propuneri legate de posibilele forme de **fonduri de investiții pe termen lung** (LTIF). Primele indicii primite de la părțile interesate sugerează că un nou

¹⁹ A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm

²⁰ Printre exemplele existente se numără propunerea de platformă a infrastructurii de pensii din Regatul Unit și ideile privind crearea unui fond comun de capitaluri proprii private și de investiții în infrastructură între o serie fonduri de pensii regionale.

²¹ De exemplu, a fost creată o masă rotundă pe probleme financiare pentru identificarea oportunităților de dezvoltare a instrumentelor de finanțare adaptate și a instrumentelor financiare inovatoare pentru sprijinirea acțiunilor privind utilizarea eficientă a resurselor.

²² A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_ro.htm

instrument LTIF ar putea facilita obținerea de capital în cadrul Uniunii Europene. Acesta ar putea ajuta investitorii instituționali mari și mijlocii să investească, de exemplu, într-o gamă de proiecte de infrastructură. În plus, administratorii LTIF ar putea oferi expertiză suplimentară în ceea ce privește modul de abordare a tranzacțiilor suport sau modul de selectare și de gestionare a proiectelor de infrastructură pe termen lung.

Întrebări:

6) *În ce măsură și în ce mod pot juca investitorii instituționali un rol mai important în mediul în schimbare al finanțării pe termen lung?*

7) *Cum pot fi echilibrate optim obiectivele prudențiale și dorința de a sprijini finanțarea pe termen lung în cadrul conceperii și punerii în aplicare a respectivelor norme prudențiale pentru companiile de asigurare, companiile de reasigurare și fondurile de pensii, precum IORP?*

8) *Care sunt barierele împotriva creării unor forme de investiții colective? Ar putea fi dezvoltate platforme la nivelul UE?*

9) *Ce alte opțiuni și instrumente ar putea fi luate în considerare pentru consolidarea capacității băncilor și investitorilor instituționali de canalizare a finanțării pe termen lung?*

Efectele combinate ale reformei reglementărilor asupra instituțiilor financiare

UE desfășoară un program cuprinzător de reformă financiară. Atunci când se face bilanțul tuturor modificărilor adoptate și avute în vedere ale normelor prudențiale aplicabile diversilor actori financiari (bănci, întreprinderi de asigurări, furnizori de pensii etc.), o întrebare importantă este dacă impactul cumulat al acestora asupra formării de capital pe termen lung la nivel macroeconomic ar putea fi mai mare decât suma efectelor reformelor individuale. De exemplu, în cazul în care băncile își reduc expunerea la active imobile pe termen lung ca urmare a cerințelor în creștere în materie de lichiditate, investitorii instituționali cu pasive pe termen lung ar putea acoperi lacunele atât timp cât cadrul de reglementare nu pune un accent excesiv pe volatilitatea pe termen scurt. Cu toate acestea, introducerea simultană a cerințelor în materie de lichiditate pentru diferiți actori de pe piața financiară poate descuraja investițiile în activele cu un grad mai scăzut de lichiditate, blocând astfel o serie de surse posibile de finanțare pentru investițiile pe termen lung.

Din acest motiv, este necesară o monitorizare atentă a oricăror efecte cumulative ale reformelor prudențiale. Organismele internaționale de reglementare precum Consiliul pentru Stabilitate Financiară și Grupul G20 al Miniștrilor Finanțelor și Guvernatorilor Băncilor Naționale analizează deja acest aspect. Provocarea constă în atingerea obiectivelor de reglementare legate de o stabilitate macrofinanciară mai mare și o convergență reglementară globală într-o manieră care să reducă la minim stimulentele negative pentru finanțarea investițiilor productive pe termen lung.

Întrebare:

10) *Există impacturi cumulative ale reformelor prudențiale existente și avute în vedere asupra nivelului și ciclicității investițiilor agregate pe termen lung? Cât de semnificative sunt*

3.2. Eficiența și eficacitatea piețelor financiare în ceea ce privește oferirea de instrumente de finanțare pe termen lung

Alături de investitorii instituționali, buna funcționare și profunzimea piețelor de capital și a infrastructurilor sunt necesare pentru a oferi o gamă largă de instrumente pentru canalizarea finanțării pe termen lung.

Piețele de obligațiuni din Europa s-au dezvoltat deosebit de mult în ultimele decenii²³. Cu toate acestea, obligațiunile întreprinderilor nefinanciare din Europa acoperă în continuare numai 15% din datoria întreprinderilor, valoare inferioară celei din alte economii. În practică, doar întreprinderile mari au acces la piețele de obligațiuni din Europa, în timp ce majoritatea întreprinderilor cu capitalizare intermediară și IMM-urile nu au aproape deloc acces la piețele de obligațiuni. Piețele europene de securitizări sunt, de asemenea, subdezvoltate în comparație cu alte părți ale lumii, limitând și mai mult gama de instrumente de finanțare pe termen lung disponibile.

Comisia a propus reforme pentru îmbunătățirea structurii pieței prin crearea de noi locuri de tranzacționare, prin creșterea transparenței și a eficienței informațiilor, prin consolidarea cerințelor de reducere a activităților de tranzacționare speculative și pe termen scurt și prin consolidarea protecției investitorilor²⁴. Va fi nevoie de monitorizarea măsurii în care aceste reforme reușesc să garanteze că piețele de capital canalizează finanțarea pe termen lung cu eficacitate maximă. Eforturi suplimentare pot fi necesare în acest sens.

Piețele de obligațiuni garantate²⁵ s-au dovedit relativ solide în timpul crizei. Cu toate acestea, piețele sunt fragmentate de-a lungul frontierelor naționale, fiind necesară continuarea analizei pentru a stabili dacă și în ce măsură o armonizare sporită ar putea stimula utilizarea obligațiunilor garantate, în conformitate cu inițiativele recente pornite din piață și ținând cont, în același timp, de problemele legate de potențiala creștere a grevării cu sarcini a activelor din bilanțurile băncilor.

Remodelarea **piețelor de securitizări** ar putea contribui, de asemenea, la deblocarea surselor suplimentare de finanțare pe termen lung. Cu condiția unei supravegheri corespunzătoare și a transparenței datelor, acestea pot contribui la eliberarea de capital la nivelul instituțiilor financiare, care poate fi apoi mobilizat pentru împrumuturi suplimentare și pentru administrarea riscurilor. Printre inițiativele de piață pentru stimularea piețelor de securitizări se numără apariția unor etichete pentru securitizări de înaltă calitate, transparente și standardizate. Ar putea fi dezvoltate produse de securitizare simple pe baza structurilor clare care nu recurg la efectul de levier, utilizând active suport bine selectate, diversificate și cu risc redus. Piețele dedicate, în special pentru IMM-uri, precum și regulile prudențiale și sistemele de supraveghere constituie aspecte importante de analizat. Ar trebuie avute în vedere în mai mare măsură produsele legate de sectoare specifice.

²³ De exemplu, sumele nerambursate totale ale titlurilor de creanță emise de întreprinderile nefinanciare în zona euro se ridicau la 940 de miliarde EUR în luna iunie 2012, înregistrând o creștere de la aproximativ 652 de miliarde EUR la începutul anului 2008 (Sursă: BCE).

²⁴ A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

²⁵ Obligațiunile garantate reprezintă obligațiunile garantate prin ansambluri de ipoteci care rămân în bilanțul emitentului, spre deosebire de titlurile de valoare garantate prin ipoteci, unde activele sunt scoase în afara bilanțului.

În ansamblu, UE nu a avut niciodată o adevărată **piață europeană a obligațiunilor pentru finanțarea proiectelor**²⁶. Împreună cu BEI, Comisia a început să abordeze acest aspect prin implementarea inițiativei „Project Bond”, o soluție bazată pe piețele financiare pentru soluționarea problemelor legate de imperfecțiunile pieței și bonitate. Inițiativa urmărește să demonstreze fezabilitatea finanțării proiectelor de infrastructură prin intermediul obligațiunilor și are drept scop, în ultimă instanță, dezvoltarea unei piețe lichide de obligațiuni pentru finanțarea proiectelor. Deși se realizează încă la scară mică, participanții pe piață dezvoltă, de asemenea, diferite platforme, produse și instrumente de investiții pentru stimularea piețelor de obligațiuni pentru finanțarea proiectelor. Trebuie analizat modul de promovare a utilizării obligațiunilor pentru finanțarea proiectelor, luând de asemenea în considerare prevăzuta evaluare intermediară a inițiativei²⁷.

Mulți susțin, de asemenea, că economia, întreprinderile și proiectele de investiții au nevoie de mai mult **capital propriu**, mai curând decât de mai multe datorii. Capitalul propriu poate fi un instrument de finanțare mai bun pentru investițiile pe termen lung cu risc ridicat, precum și pentru investiții cu asimetrie informațională semnificativă și riscuri morale. În contextul crizei, este posibil ca incertitudinea macroeconomică și contextul ratelor scăzute ale dobânzilor să fi afectat cererea și disponibilitatea întreprinderilor de a accepta riscul aferent capitalurilor proprii pe termen lung. În schimb, investitorii au apelat la instrumente de îndatorare publică cu o bonitate solidă. În paralel, ferestrele de piață pentru oferte publice inițiale au devenit mai mici ca niciodată, limitând accesul întreprinderilor la capital, iar bursele de valori europene joacă din ce în ce mai mult rolul de furnizori de lichidități, și nu de capital nou. În general, costul capitalurilor proprii se menține ridicat, în timp ce costul finanțării prin împrumuturi a scăzut. Acest aspect evidențiază deficitul de capitaluri proprii din Europa, a cărui soluționare ar putea constitui un proces de durată. Aceste evoluții par să fi avut un impact major asupra întreprinderilor cu capitalizare intermediară. Politicile și normele guvernamentale trebuie să fie cât mai neutre în ceea ce privește opțiunea agenților privați între finanțarea prin capitaluri proprii și prin îndatorare (de exemplu, a se vedea mai jos aspectele privind impozitarea întreprinderilor).

Întrebări:

11) *Cum poate fi îmbunătățită finanțarea de pe piața de capital a investițiilor pe termen lung în Europa?*

12) *Cum pot contribui piețele de capital la combaterea deficitului de capitaluri proprii în Europa? Ce aspecte trebuie schimbate în modul în care intermedierea de piață operează pentru a asigura că finanțarea poate fi canalizată în mod optim spre investițiile pe termen lung, pentru a sprijini mai bine finanțarea investițiilor pe termen lung într-o creștere economică, socială și de mediu durabilă, asigurând în același timp protecția corespunzătoare a investitorilor și a consumatorilor?*

13) *Care sunt avantajele și dezavantajele dezvoltării unui cadru mai armonizat pentru obligațiunile garantate? Ce elemente ar putea alcătui acest cadru?*

²⁶ Obligațiunile pentru finanțarea proiectelor constituie o datorie privată, fiind emise de către întreprinderea titulară a proiectului pentru finanțarea unui anumit proiect extra-bilanțier.

²⁷ Aceasta ar putea include: a) standardizarea și etichetarea obligațiunilor pentru finanțarea proiectelor emise de întreprinderile titulare ale proiectelor din UE; b) analiza necesității unui cadru de reglementare și c) analiza necesității și a oportunității realizării de acțiuni pentru dezvoltarea unei piețe de obligațiuni pentru finanțarea proiectelor (de exemplu, prin intermediul unei platforme de tranzacționare). În mod similar, obligațiunile pentru finanțarea proiectelor ar putea fi extinse la obligațiuni ecologice și la obligațiuni pentru finanțarea proiectelor industriale demonstrative dedicate, inclusiv pentru proiectele industriale demonstrative de pionierat la scară comercială.

14) Cum poate fi revitalizată piața de securitizări din Uniunea Europeană pentru a obține un echilibru optim între stabilitatea financiară și necesitatea îmbunătățirii transformării scadențelor de către sistemul financiar?

3.3 Factori transversali care permit economisirea și finanțarea pe termen lung

Există o serie de factori transversali relevanți pentru investițiile pe termen lung care ar trebui luați, de asemenea, în considerare, dat fiind impactul pe care îl pot avea aceștia asupra ofertei și asupra intermediarii finanțării pe termen lung.

Acțiunile autorităților publice, inclusiv regimurile fiscale, joacă un rol important în favorizarea proiectelor de investiții pe termen lung, stimularea și sporirea capacității de economisire pe termen lung a gospodăriilor, precum și a capacității participanților de pe piață de a canaliza finanțarea pe termen lung către investițiile productive. Cadrele politice pe termen lung instituite de autoritățile publice sprijină elaborarea programelor de investiții strategice dincolo de ciclul politic, furnizând o mai mare transparență și o siguranță sporită pentru investitori și întreprinderi. Este important ca intervenția statului în acest context să nu denatureze concurența, să nu excludă investitorii privați și să nu distrugă condițiile egale de concurență în cadrul pieței unice.

Anumite state membre au luat, de asemenea, măsuri de promovare a economisirii și a deciziilor de investiții pe termen lung ale gospodăriilor. În unele țări au fost adoptate sisteme de pensii cu afiliere automată, în timp ce în altele au fost introduse conturi de economii cu țintă precisă²⁸ în vederea sprijinirii eforturilor de finanțare a proiectelor de investiții pe termen lung, furnizându-se randamente fixe garantate (de către guvern) și, în unele cazuri, anumite facilități fiscale. Fondurile din aceste conturi sunt ulterior investite în bunuri publice precum spitalele, locuințele sociale și universitățile. Pe termen lung, poate fi util să se ia în considerare dacă **disponibilitatea anumitor instrumente specifice la nivelul UE** ar putea contribui la mobilizarea unor economii mai mari pe termen lung, legate mai direct de obiectivele sociale mai generale. Acest model ar trebui adaptat pentru a putea fi aplicat la nivelul UE.

Metodele de evaluare, principiile contabile și strategiile elaborate de către administratorii de active sunt, de asemenea, invocate de numeroși comentatori drept factori care complică lanțul de intermediere, majorează costurile intermediarii și creează stimulente cu efect pervers, precum cele care rezultă din favorizarea speculei și a operațiunilor pe termen scurt și care se datorează în egală măsură riscurilor percepute ca fiind mai mari și perioadelor mai lungi până la obținerea de beneficii aferente investițiilor pe termen lung.

Întrebare:

15) Care sunt avantajele diverselor modele de cont specific de economii disponibile în UE? Ar putea fi elaborat un model la nivelul UE?

Impozitare

Structura și nivelul impozitării pot avea un impact semnificativ asupra deciziilor de investiții și de economisire și, implicit, asupra creșterii economice. În general, sistemele fiscale ar trebui concepute astfel încât să denatureze cât mai puțin deciziile economice ale cetățenilor și

²⁸ De exemplu, *livret A* în Franța, *libretti postali* în Italia și contractele de economisire pentru finanțarea locuințelor (*Bausparvertrag*) din Germania.

ale întreprinderilor, cu excepția cazului în care impozitele vizează corectarea externalităților care rezultă din disfuncționalități specifice și bine definite ale pieței:

- **Impozite și investiții:** impozitul pe profit reprezintă unul dintre numeroșii factori care influențează deciziile privind nivelurile investițiilor, precum și modalitatea de finanțare a acestora. În special, sistemele de impozitare a profiturilor din majoritatea statelor membre tind să favorizeze îndatorarea în detrimentul capitalurilor proprii, stimulând întreprinderile în direcția creșterii efectului de levier, întrucât plățile de dobânzi sunt deductibile, în timp ce, în general, nu există astfel de exonerări pentru randamentul capitalului. O bază de impozitare bine concepută, care reduce denaturarea efectului de levier, ar putea face de asemenea întreprinderile mai puțin vulnerabile la reducerile pe termen scurt ale creditării. Cu toate acestea, astfel de reforme care încearcă să elimine denaturările respective pot fi întâlnite doar în foarte puține state membre. Prin urmare, discuțiile ulterioare în legătură cu proiectarea bazelor de impozitare a întreprinderilor din punctul de vedere al neutralității finanțării s-ar putea dovedi utile pe teritoriul UE;
- **Impozite și economii:** impozitarea economiilor prezintă o serie de implicații economice importante, inclusiv prin afectarea valorii totale a sumelor economisite la nivelul economiei, influențând, prin urmare, alocarea capitalului și investițiile. Având în vedere aceste efecte, politicile fiscale în domeniu trebuie concepute cu atenție. Numeroase state membre au pus deja în aplicare o serie de stimulente de creștere a economisirii (pe termen lung), în special în ceea ce privește economisirea pentru pensii. În plus, numeroase state membre aplică sisteme duale de impozitare a veniturilor, în care veniturile din capital sunt în general impozitate separat, la o rată mai scăzută decât a altor surse de venit; și
- **Stimulente fiscale:** stimulentele fiscale sunt deseori considerate drept instrumente de încurajare a anumitor tipuri de investiții. O subvenție pentru impozite poate fi justificată în cazul în care beneficiile sociale sunt mai mari decât profitul privat al investitorului, ceea ce face ca investițiile să se situeze sub nivelul optim din punct de vedere social (de exemplu, aspecte referitoare la cercetare și dezvoltare sau la mediu). Deși există cazuri în care stimulentele fiscale sunt justificate, acestea pot genera, în egală măsură, sarcini administrative prin creșterea numărului de scutiri sau de norme suplimentare care trebuie aplicate. De asemenea, în anumite cazuri, gama variată de norme naționale existente poate ocaziona situații de arbitraj.

Întrebări:

16) Ce tip de reforme ale impozitului pe profit ar putea îmbunătăți condițiile de investiții prin eliminarea distorsionării raporturilor dintre îndatorare și capitaluri proprii?

17) Ce aspecte trebuie luate în considerare pentru stabilirea stimulentei adecvate la nivel național în vederea realizării de economii pe termen lung? În particular, cum ar trebui utilizate stimulentele fiscale pentru a încuraja realizarea de economii pe termen lung în mod echilibrat?

18) Ce tipuri de stimulente fiscale corporative sunt avantajoase? Ce măsuri pot fi utilizate pentru a gestiona riscul de arbitraj în momentul acordării de scutiri/stimulente pentru anumite activități?

19) O coordonare fiscală mai accentuată la nivelul UE ar sprijini finanțarea investițiilor pe termen lung?

Principii contabile

Contabilitatea nu este neutră, ci influențează anumite decizii economice: standardele și măsurile de contabilitate (de exemplu, IFRS) contribuie la răspândirea unei limbi comune în rândul antreprenorilor, al investitorilor și al autorităților publice, sprijinind încrederea și siguranța. Aceasta înseamnă că trebuie reconciliate puncte de vedere diferite: interesul economic pe de o parte, interesul financiar sau al investitorilor pe de alta. **Principiile contabilității la valoarea justă** pot spori transparența și coerența informațiilor financiare, deoarece indică valoarea de piață a activelor și a pasivelor, furnizând informații privind situația financiară relativă a diferitor instituții, dar pot fi de asemenea dăunătoare stabilității și orizontului de finanțare pe termen lung. De exemplu, unele cercetări evidențiază reducerea alocării de capitaluri proprii în portofolii de investiții de către investitorii instituționali, deoarece capitalurile sunt considerate mai volatile și mai riscante decât obligațiunile. Alte studii argumentează că evaluarea la prețul pieței poate încuraja investitorii pe termen lung să își sporească expunerea la risc, cu condiția ca volatilitatea să fie înregistrată separat de conturile lor de profit și pierdere. Este important să se examineze dacă standardele sunt adaptate investițiilor pe termen lung. În acest context, ar fi util să se identifice modalități de găsire a unui echilibru între informațiile furnizate investitorilor și existența unor stimulente suficiente pentru a deține și gestiona active pe termen foarte lung.

Întrebare:

20) În ce măsură considerați că utilizarea principiilor contabilității la valoarea justă a condus la proliferarea perspectivelor pe termen scurt în rândul investitorilor? Ce alternative sau modalități de compensare a acestor efecte ar putea fi sugerate?

Mecanisme de guvernare corporativă

Modalitatea de gestionare a activelor poate juca un rol important în finanțarea pe termen lung, contribuind la alinierea stimulentei pentru administratorii de active, investitori și întreprinderi în materie de adoptare a unor strategii pe termen lung, reducând preocupările legate de planurile pe termen scurt, speculă și relațiile de reprezentare. Există deja norme privind obligațiile fiduciare, conflictele de interese, remunerarea, exercitarea drepturilor de vot și publicarea costurilor, precum și furnizarea de consultanță pentru investiții și gestionarea de portofolii²⁹. De asemenea, în **Planul de acțiune privind dreptul european al societăților comerciale și guvernarea corporativă**³⁰ sunt descrise acțiuni suplimentare, inclusiv prin eventuala modificare a Directivei privind drepturile acționarilor. Pot fi avute în vedere etape suplimentare, inclusiv evaluarea mai aprofundată a modului în care sunt structurate stimulentele adresate administratorilor de active cu scopul de a lua în considerare într-o mai mare măsură obiectivele pe termen lung și solicitarea unui nivel de transparență mai ridicat din partea administratorilor de active în ceea ce privește îndeplinirea obligațiilor lor fiduciare. Au fost avansate idei pentru încurajarea implicării pe termen mai lung a acționarilor, care ar putea face obiectul unor reflecții ulterioare. Printre aceste idei se numără analizarea opțiunilor de majorare a drepturilor de vot sau a dividendelor acordate investitorilor pe termen lung.

²⁹ A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm și http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

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

Întrebări:

21) *Ce tipuri de stimulente ar putea contribui la promovarea unei mai mari implicări pe termen lung a acționarilor?*

22) *Cum pot fi dezvoltate mandatele și stimulentele acordate administratorilor de active în vederea sprijinirii strategiilor și a relațiilor de investiții pe termen lung?*

23) *Este necesară revizuirea definiției obligației fiduciare în contextul finanțării pe termen lung?*

Informare și raportare

Analizele recente au evidențiat o cerere în creștere în ceea ce privește **publicarea informațiilor fără caracter financiar de către întreprinderi**. Cercetările sugerează că întreprinderile care gestionează în mod proactiv aspectele referitoare la sustenabilitatea propriilor operațiuni înregistrează costuri mai scăzute ale capitalului și tind să își devanseze concurenții pe termen lung. Este posibil ca cerințele generale de publicare să nu fie suficiente pentru a stimula adoptarea de decizii de investiții pe termen lung, de aceea Comisia lucrează în prezent la elaborarea unui cadru mai robust de raportare a informațiilor fără caracter financiar. Publicarea informațiilor fără caracter financiar de către administratorii și deținătorii de active poate necesita, de asemenea, o atenție suplimentară, inclusiv asupra modului în care trebuie să se reflecte riscurile și impacturile specifice privind sustenabilitatea în gestionarea portofoliului. Numeroși comentatori consideră de asemenea că **raportarea trimestrială** oferă stimulente greșite, determinând participanții de pe piață să se concentreze pe rezultate de foarte scurtă durată. În cadrul reexaminării Directivei privind transparența³¹, Comisia a propus eliminarea obligației de raportare trimestrială.

Criteriile de referință și ratingurile de credit pot de asemenea contribui la concentrarea pe orizonturile anuale sau pe termen scurt. Comisia a propus ca normele să devină mai stricte, în vederea reducerii dependenței de ratingurile tradiționale, în noiembrie 2012 ajungându-se la un acord politic privind câteva reforme legislative³². Dezvoltarea sistemelor de măsurare și a ratingurilor care conciliază promovarea unei perspective pe termen lung cu asigurarea unei răspunderi pe termen scurt poate oferi un instrument util pentru sprijinirea investitorilor pe termen lung.

Întrebări:

24) *În ce măsură poate contribui integrarea sporită a informațiilor cu și fără caracter financiar la furnizarea unei viziuni de ansamblu mai clare asupra performanței pe termen lung a unei întreprinderi și la îmbunătățirea deciziilor de investiții?*

26) *Trebuie elaborate criterii de referință specifice pe termen lung?*

³¹ A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_ro.pdf.

³² A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

3.4 Facilitarea accesului IMM-urilor la finanțare bancară și nebancară

Întreprinderile mici și mijlocii (IMM) din ziua de azi au potențialul de a sta la baza creșterii economice pe termen lung din viitor. Acestea s-au confruntat în trecut cu dificultăți semnificative în ceea ce privește accesarea fondurilor destinate creșterii economice. Având în vedere dependența IMM-urilor de finanțarea bancară, dificultățile s-au accentuat odată cu reducerea gradului de îndatorare al băncilor. De asemenea, acestea se confruntă în prezent cu piețe financiare fragmentate în UE, accesul la condițiile de finanțare variind considerabil de la un stat la altul.

Reducerea disponibilității finanțării bancare a impulsionat deja acțiunea politică pentru promovarea dezvoltării de canale alternative, nebancare pentru creditarea IMM-urilor. În 2011, Comisia a adoptat un plan de acțiune pentru abordarea problemelor în materie de finanțare cu care se confruntă IMM-urile³³. Unele inițiative au făcut deja obiectul unui acord, inclusiv noile cadre UE privind investițiile în fondurile cu capital de risc și în fondurile de antreprenoriat social. Sunt, de asemenea, în curs inițiative politice care vizează facilitarea accesului IMM-urilor la piețele de capital. Cu toate acestea, alte propuneri legislative aferente planului de acțiune nu au fost încă adoptate. De asemenea, au fost prezentate propuneri care permit operatorilor platformelor de tranzacționare multilaterale să fie înregistrați și sub eticheta de „piață de creștere pentru IMM-uri”, precum și pentru un sistem proporțional care va scădea costurile de administrare și sarcinile IMM-urilor care accesează piața în căutare de finanțare³⁴. În paralel, s-au înregistrat creșteri pe piețele cu tradiție, precum titlurile garante prin active sau finanțarea lanțului de aprovizionare (*supply-chain finance*), precum și inovații financiare care utilizează tehnologia și internetul, de exemplu prin finanțarea participativă (*crowdfunding*).

Este posibil însă ca aceste măsuri să nu fie suficiente pentru a aborda dificultățile întâmpinate de IMM-uri în ceea ce privește accesarea finanțării. Pot fi avute în vedere etape suplimentare, inclusiv:

- **Dezvoltarea capitalului de risc.** Sectorul capitalului de risc suferă de lipsa resurselor și este supus influenței reglementărilor prudențiale din sectorul bancar și din cel al asigurărilor. Fondurile de fonduri pot constitui instrumente eficiente pentru creșterea volumului capitalului de risc. Un fond de garanții pentru investitorii instituționali ar putea reduce și mai mult constrângerile care afectează această piață;
- **Dezvoltarea de piețe dedicate și de rețele pentru IMM-uri.** Fondurile cu capital de risc depind, în egală măsură, de bursele de valori orientate către IMM-uri pentru de a-și transforma investițiile în oferte publice inițiale. Măsurile pot include crearea unei abordări distincte pentru IMM-uri, mergând dincolo de propunerea MiFID II actuală, și elaborarea de norme contabile specifice pentru IMM-urile cotate la bursă și noile platforme de tranzacționare. Piețele dedicate IMM-urilor pot să contribuie la creșterea vizibilității acestora, să atragă noi investitori și să sprijine dezvoltarea de noi instrumente de securitizare a IMM-urilor. Elaborarea de cadre pentru rețelele de afaceri ar putea favoriza punerea în comun a fondurilor de către IMM-uri, partajarea riscurilor, mutualizarea și diversificarea, îmbunătățind astfel accesul acestora la finanțare;

³³ A se vedea: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_ro.pdf.

³⁴ A se vedea: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

- **Dezvoltarea de noi instrumente de securitizare pentru IMM-uri.** Comisia dispune deja de un instrument de securitizare a IMM-urilor și a propus sprijinirea în continuare a securitizării prin intermediul programului COSME. În plus, instrumentele pentru credite structurate care respectă criteriile UE în materie de investiții industriale de interes european ale IMM-urilor ar putea primi etichete europene. Având în vedere numeroasele diferențe care există între sectoarele industriale și ciclurile de investiții, ar trebui să se facă o diferențiere între aceste instrumente;
- **Dezvoltarea de standarde pentru evaluarea solvabilității IMM-urilor** ar putea remedia lipsa de informații fiabile privind IMM-urile și ar putea constitui o soluție la dificultățile întâmpinate de potențialii investitori în ceea ce privește evaluarea solvabilității acestora. Elaborarea unor standarde comune minime de calitate privind evaluarea externă a întreprinderilor cu capitalizare intermediară (*mid-caps*) și a IMM-urilor poate să faciliteze și mai mult accesul acestora la finanțare, inclusiv la nivel transfrontalier, și să promoveze integrarea pieței; și
- **Dezvoltarea sau promovarea altor surse „netradiționale” de finanțare** precum leasing-ul, finanțarea lanțului de aprovizionare, sursele de finanțare pe internet, precum finanțarea participativă (*crowdfunding*) etc. Este nevoie să se reflecteze în continuare la modul în care se poate garanta că aceste piețe se dezvoltă în mod durabil și sunt sprijinite în mod corespunzător printr-un cadru de reglementare.

Întrebări:

26) *Ce alte măsuri ar putea fi avute în vedere, în materie de reglementări ale UE sau alte reforme, pentru a facilita accesul IMM-urilor la surse alternative de finanțare?*

27) *Cum ar putea fi concepute instrumentele de securitizare a IMM-urilor? Care sunt cele mai bune modalități de utilizare a securitizării pentru a mobiliza capitalul intermediarilor financiari în direcția împrumuturilor/investițiilor suplimentare destinate IMM-urilor?*

28) *Ar fi utilă elaborarea unei abordări separate și distincte pentru piețele destinate IMM-urilor? Cum și de către cine ar putea fi dezvoltată o piață pentru IMM-uri, inclusiv pentru produsele securitizate concepute special pentru nevoile de finanțare ale IMM-urilor?*

29) *Un cadru de reglementare al UE ar sprijini sau ar împiedica dezvoltarea acestor surse nebankare de finanțare pentru IMM-uri? Ce reforme ar putea contribui la susținerea creșterii constante a acestora?*

Întrebare:

30) *În afara analizei și a potențialelor măsuri prezentate în această carte verde, ce altceva ar putea contribui la finanțarea pe termen lung a economiei europene?*

4. ETAPE VIITOARE

Pe baza rezultatelor acestei consultări, Comisia va evalua care sunt cele mai potrivite acțiuni pentru viitor. Răspunsurile primite vor fi disponibile pe site-ul web al Comisiei, cu excepția cazurilor de solicitare explicită a confidențialității, iar Comisia va publica o sinteză a rezultatelor consultării.

Părțile interesate sunt invitate să își trimită observațiile până la 25 iunie 2013 la următoarea adresă de e-mail: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu