



EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 25.3.2013
COM(2013) 150 final

ZELENA KNJIGA

DOLGOROČNO FINANCIRANJE EVROPSKEGA GOSPODARSTVA

(Besedilo velja za EGP)

{SWD(2013) 76 final}

1. UVOD

Pereč izziv, s katerim se sooča Evropa, je njena vrnitev na pot pametne, trajnostne in vključujoče rasti, ustvarjanja delovnih mest ter vlaganj na področjih, kjer ima konkurenčno prednost, s čimer bi izboljšala svojo konkurenčnost na svetovnem trgu.

Pri obravnavi tega izziva se Evropa sooča s potrebami po obsežnih, dolgoročnih naložbah v skladu s prednostnimi nalogami iz strategije Evropa 2020¹, posodobitvijo industrijske politike iz leta 2012², pobudo Unija inovacij³ in instrumentom za povezovanje Evrope⁴. Dolgoročno vlaganje je ustvarjanje dolgotrajnega kapitala, ki vključuje opredmetena sredstva (kot so energetska, prometna in komunikacijska infrastruktura, industrijske in storitvene zmogljivosti, stanovanja ter tehnologija s področja podnebnih sprememb in ekoloških inovacij) ter neopredmetena sredstva (kot so izobraževanje ter raziskave in razvoj), ki spodbujajo inovativnost in konkurenčnost. Veliko teh naložb koristi širši javnosti, saj ustvarjajo večje donose za družbo kot celoto s tem, ko podpirajo osnovne storitve in izboljšujejo življenjski standard. Njihov učinek se lahko čuti tudi kratkoročno. Podjetjem in vladam omogočajo, da proizvedejo več z manj viri, se odzivajo na nove gospodarske, družbene⁵ in okoljske izzive, olajšujejo prehajanje na bolj trajnostno gospodarstvo in povečujejo proizvodno in industrijsko zmogljivost gospodarstva. Trendi na področju podnebnih sprememb in izčrpavanja naravnih virov dodatno poudarjajo izziv trajnostne rasti, saj zahtevajo dolgoročneje naložbe v nizkoogljično energijo ter učinkovitost in infrastrukturo na področju energije in virov v skladu s političnim ciljem omejitve podnebnih sprememb na manj kot dve stopinji ter ločevanja gospodarske rasti od izkoriščanja virov.

Za financiranje teh dolgoročnih naložb potrebujejo vlade in podjetja različnih velikosti dostop do predvidljivega in dolgoročnega financiranja. Zmožnost gospodarstva, da zagotovi takšno dolgoročno financiranje, je odvisna od sposobnosti finančnega sistema za učinkovito in uspešno usmerjanje prihrankov vlad, podjetij in gospodinjstev praviim uporabnikom in v prave namene prek odprtih in konkurenčnih trgov. To se lahko izvede prek različnih posrednikov (npr. banke, zavarovalnice in pokojninski skladi) ter neposrednega dostopa do kapitalskih trgov. Ta zelena knjiga se osredotoča na delovanje tega postopka. Kot predpogoj za usmerjanje dolgoročnega financiranja z razumnimi stroški mora gospodarstvo ustvarjati in privabljati prihranke. Vladne politike lahko to podpirajo z doslednimi fiskalnimi politikami, učinkovitimi davčnimi sistemi in podjetjem prijaznim okoljem, ki spodbuja privlačnost gospodarstva za naložbe, tudi iz tujine.

Zagotovitev ustreznega postopka dolgoročnega financiranja je osrednjega pomena za podporo strukturnih gospodarskih reform in vrnitev k dolgoročnemu trendu gospodarske rasti. Dolgoročno financiranje je potrebno tudi skozi celoten življenjski cikel podjetja, saj pomaga pri ustanovitvi podjetja, omogoča njegovo rast, nato pa jo ohranja. Dolgoročno financiranje podpira prehod podjetij, ki napredujejo skozi ta cikel. To zahteva poznavanje in razpoložljivost različnih finančnih instrumentov in postopkov. Dolgoročno financiranje pomaga tudi pri financiranju izvoza in tako prispeva k izboljšanju zunanje konkurenčnosti.

¹ Glej http://ec.europa.eu/europe2020/index_sl.htm.

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

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

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

⁵ Sporočilo Komisije „Socialne naložbe za rast in kohezijo“ (COM (2013)83) poudarja potrebo, da države članice uporabijo inovativnejše pristope za financiranje na socialnem področju, tudi z vključevanjem zasebnega sektorja.

Pomen dolgoročnega financiranja za rast in ustvarjanje delovnih mest je na mednarodni ravni priznala skupina G-20⁶.

Finančna kriza je zmanjšala sposobnost evropskega finančnega sektorja, da usmerja prihranke v dolgoročne naložbe. Predvsem sta finančna kriza in trenutni slab makroekonomski položaj ustvarila ozračje negotovosti in nenaklonjenosti tveganjem, zlasti v državah članicah, ki so pod finančnim pritiskom, ter v malih in srednjih podjetjih (v nadaljnjem besedilu: MSP). Finančna kriza je oslabilo sposobnost bank za dolgoročna posojila, saj se morajo banke razdolžiti in odpraviti napake iz preteklosti. Hkrati je imela kriza tudi negativen vpliv na zaupanje posojilojemalcev in institucionalnih vlagateljev ter na njihovo pripravljenost za prevzemanje tveganj.

Eden izmed najpomembnejših naukov te krize je, da sta za obnovo finančne stabilnosti in povrnitev zaupanja v trge potrebna ustrezna ureditev in nadzor finančnega sektorja. V okviru širšega političnega odziva je primerno zagotoviti, da natančno umerjanje novega regulativnega in nadzornega okvira finančnemu sektorju čim bolj učinkovito omogoča, da podpira realno gospodarstvo, ne da bi pri tem ogrozil finančno stabilnost.

Pomembno vprašanje, ki si ga moramo zastaviti zunaj okvira finančne krize, je, ali se bo tradicionalno močna odvisnost Evrope od posredovanja bank pri financiranju dolgoročnih naložb zmanjšala in odprla vrata bolj raznolikemu sistemu s precej višjimi deleži neposrednega financiranja kapitalskih trgov in večjo udeležbo institucionalnih vlagateljev ter alternativnih finančnih trgov. Glede na njihove sposobnosti upravljanja tveganja ter poznavanje lokalnih podjetij ter njihove odnose z njimi ni nobenega dvoma, da bodo imele banke še naprej pomembno vlogo pri usmerjanju dolgoročnih naložb. Vendar ostaja negotovo, ali bodo komercialne banke nadaljevale s prakso držanja dolgoročnih sredstev do zapadlosti po prejšnjih stopnjah.

Zmanjšana vloga bank pri dolgoročnem posojanju ustvarja nove potrebe in priložnosti za druge finančne institucije in tržno posredovanje za usmerjanje financiranja v dolgoročne naložbe. Vendar je sposobnost institucionalnih vlagateljev in trgov, da zapolnijo to vrzel, odvisna od številnih pogojev. Poleg pravilnega umerjanja bonitetnega regulativnega okvira mnogi trdijo, da računovodska načela, metode vrednotenja in ravnanje upraviteljev premoženja ustvarjajo dodatne stroške in napačne spodbude. Poleg tega ostajajo evropski trgi podjetniških obveznic, lastniškega kapitala in listinjenja v primerjavi z drugimi gospodarstvi razmeroma nerazviti, nebančno financiranje pa je še vedno v veliki meri nedostopno MSP.

Zagotavljanje učinkovitih in uspešnih posredniških poti za dolgoročno financiranje je zapletena in večdimenzionalna naloga. Namen te zelene knjige je začeti obsežno razpravo o tem, kako spodbujati zagotavljanje dolgoročnega financiranja ter kako izboljšati in povečati raznolikost sistema finančnega posredovanja za dolgoročne naložbe v Evropi. Kot je razvidno iz vprašanj s posvetovanja, je treba pri tej razpravi upoštevati posebnosti različnih udeležencev na finančnih trgih ter tudi obravnavati vprašanja v zvezi z različnim sklopom pogojev za to. Odgovori na vprašanja iz posvetovanja bodo prispevali k nadaljnji oceni Komisije o ovirah za dolgoročno financiranje, da bi se določili možni politični ukrepi za njihovo odpravo. Morebitni nadaljnji ukrepi so lahko različni: na nekaterih področjih bo morda potrebna nova ali prilagojena ureditev, medtem ko bi bila na drugih področjih vloga EU lahko spodbujanje boljše usklajenosti in promocija najboljših praks, ali pa dogovor s posameznimi državami članicami o spremljanju v okviru evropskega semestra. Tej zeleni knjigi je priložen delovni dokument služb Komisije, ki podrobneje opisuje podporne analize.

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

2. ZAGOTAVLJANJE DOLGOROČNEGA FINANCIRANJA IN ZNAČILNOSTI DOLGOROČNIH NALOŽB

Sposobnost gospodarstva, da zagotovi financiranje za dolgoročne naložbe, je odvisna od njegove sposobnosti, da ustvari prihranke ter privablja in zadrži neposredne tuje naložbe.

Kot viri dolgoročnega financiranja lahko delujejo različni ponudniki, vključno z vladami, podjetji in gospodinjstvi. Vlade in podjetja ustvarjajo tudi povpraševanje po dolgoročnem financiranju. V Evropi so deleži naložb ali prihrankov v BDP približno 20 %. To je ugodno v primerjavi z drugimi regijami. Vendar ta splošna slika skriva dejstvo, da so bile zasebne naložbe v letu 2011 precej pod ravno iz leta 2007 ter da je bil njihov padec štirikrat večji kot padec realnega BDP v istem obdobju⁷. Tako varčevalci kot vlagatelji se trenutno soočajo z visokimi stopnjami negotovosti, nenaklonjenostjo tveganju in pomanjkanjem zaupanja zaradi slabega makroekonomskega stanja in slabih obetov. To ima lahko trajne učinke, ker ustvarja trajnejše ovire za zagotavljanje dolgoročnega financiranja, vpliva pa tudi na povpraševanje:

- **Vlade:** Javna sredstva iz davkov in državnega zadolževanja imajo ključno vlogo pri financiranju dolgoročnih naložb glede na pozitivne zunanje dejavnike, ki se pogosto povezujejo z državnimi naložbami in njihovim dopolnjevanjem z zasebnimi naložbami. Medtem ko bodo imele vlade vedno ključno vlogo pri zagotavljanju javnega blaga in javne infrastrukture, večja učinkovitost porabe prek bolj sistematične analize stroškov in koristi ter natančno pregledovanje projekta že dolgo predstavljata izziv. Poleg tega se javna sredstva v obliki nepovratnih sredstev ali posojil uporabljajo za podporo dolgoročnim naložbam zasebnega sektorja na področjih, kjer pomanjkljivosti na trgih vodijo do ravni zasebnega financiranja in/ali naložb, ki so pod optimalnimi. Na teh področjih javna sredstva ne bi smela nadomestiti zasebnega financiranja, vendar ga lahko spodbudijo in pomagajo obvladovati povezana tveganja.
- **Podjetja:** Podjetja financirajo naložbe iz lastnih sredstev ali z dostopanjem do finančnega sistema. Upad povpraševanja in negotovosti na trgu vplivajo na prihodke podjetij. Hkrati so se zmanjšale tudi naložbe podjetij, zaradi česar so se v nekaterih državah članicah povečali zneski notranjih prihrankov, zlasti v velikih podjetjih – denarna sredstva in enakovredne pozicije velikih podjetij so se po ocenah med letoma 2009 in 2011 povišali za približno štiri odstotne točke⁸. Vendar številna MSP trpijo zaradi stalnega pomanjkanja likvidnosti.
- **Gospodinjstva:** Gospodinjstva so glavni vir sredstev za financiranje naložb. Vendar so kratkoročni prihranki njihov najljubši instrument. Na primer, v obdobju 2000–2010 so gospodinjstva zmanjšala svojo udeležbo v lastniških finančnih instrumentih za osem odstotnih točk, izraženih kot delež finančnih sredstev⁹. Gospodinjstva imajo navadno raje likvidna sredstva in enostavna izplačila. Stabilnost je zaželena, nenaklonjenost tveganju pa je sedaj zelo razširjena. Zato je treba mobilizirati več dolgoročnih prihrankov.
- **Zunanje financiranje:** Neposredne tuje naložbe ostajajo še en tradicionalno pomemben vir financiranja dolgoročnih projektov. Kljub krizi so se tokovi

⁷ Glej McKinsey Global Institute (2012).

⁸ Podatki na podlagi raziskave bonitetne hiše Fitch glede sprememb stanja denarnih sredstev in njihovih ustreznikov v 170 velikih evropskih nefinančnih podjetjih.

⁹ Glej McKinsey Global Institute (2011).

neposrednih tujih naložb v EU v letu 2011 izboljšali, po strmem upadu v zadnjih nekaj letih. Tokovi neposrednih tujih naložb v EU so dosegli 242 milijard EUR v letu 2011 in so tako narasli za 13 % glede na ravni iz leta 2010. Znotraj EU obstajajo precejšnje razlike med državami.

Dolgoročne možnosti za rast vsakega gospodarstva so med drugim odvisne od sposobnosti finančnega sektorja za usmerjanje zgoraj omenjenih virov prihrankov v **produktivne naložbe**. Ta zelena knjiga obravnava dolgoročne naložbe v smislu ustvarjanja dolgotrajnih opredmetenih in neopredmetenih osnovnih sredstev. Zato je poudarek na produktivnem (v nasprotju s finančnim) kapitalom, podobno kot pri konceptu nacionalnih računov, v katerih so naložbe opredeljene kot bruto investicije v osnovna sredstva. Finančna kriza je močno prizadela ustvarjanje produktivnega kapitala, ravni naložb so v številnih državah EU še vedno pod ravnmi pred krizo. Naložbe v opredmetena in neopredmetena produktivna osnovna sredstva so bistvenega pomena za spremembo trendov rasti gospodarstva EU ter bodo temeljni element vsake strategije za dolgoročno rast.

Osredotočiti se je treba na dolgotrajno investicijsko blago (kot so gospodarska in socialna infrastruktura, zgradbe ter raziskave in razvoj, izobraževanje in inovacije). Ne zato, ker bi bilo bolj pomembno za rast kot kratkotrajno investicijsko blago (kot so računalniki, mobilni telefoni in vozila), ampak ker je obseg naložb za kratkotrajno investicijsko blago zelo procikličen. Ti obsegi so trenutno nizki zaradi slabih makroekonomskih obetov v Evropi, vendar si bodo opomogli, takoj ko se gospodarstvo okrepi. Enako velja za druge stroške proizvodnih podjetij, kot so stroški za osebje (zaposlovanje) in nakupi vmesnih proizvodnih dejavnikov.

Položaj na področju dolgoročnega investicijskega blaga je precej drugačen, zanj so značilna dolga obdobja naložb/gradnje in zahtevajo **dolgoročno financiranje**, saj se denarni tokovi, ki ustvarjajo donos iz naložb, začnejo šele po daljšem obdobju. Ker precejšen delež dolgoročnega produktivnega kapitala sestavlja javna infrastruktura, ima ta oblika kapitala običajno vlogo stabilizatorja gospodarstva, kar je odvisno od tega, ali so vlade sposobne zagotoviti javne naložbe na proticiklični način, in za finančni sektor pri zagotavljanju sredstev za naložbe, pri čemer se razumno zanaša na to, da bo gospodarstvo v polnem zamahu, ko bodo obdobja gradnje zaključena.

Enotna, univerzalno sprejeta opredelitev dolgoročnega financiranja ne obstaja. V širšem smislu se dolgoročno financiranje lahko šteje kot postopek, s katerim finančni sistem zagotavlja sredstva za plačevanje naložb, ki trajajo daljše časovno obdobje. Ta opredelitev se osredotoča na različne značilnosti, povezane z dolgoročnim financiranjem¹⁰. Nasprotno, mednarodna prizadevanja, ki trenutno potekajo pod okriljem skupine G-20 glede dolgoročnih naložb, opredeljujejo dolgoročno financiranje bolj ozko, pri čemer se osredotočajo na ročnost financiranja, ki presega pet let, vključno z viri financiranja, ki nimajo posebej določene ročnosti (npr. lastniški kapital).

Vprašanja:

- 1) Ali se strinjate z zgornjo analizo glede zagotavljanja in značilnosti dolgoročnega financiranja?
- 2) Kakšna se vam zdi najustreznejša opredelitev dolgoročnega financiranja?

¹⁰ Te značilnosti vključujejo značilnosti vlagatelja, naravo sredstev, vrsto finančnega posredništva ter vrednotenje in oblikovanje cen sredstev. Za nadaljnje podrobnosti glej delovni dokument služb Komisije, ki je priložen k tej zeleni knjigi.

3. IZBOLJŠANJE DOLGOROČNEGA FINANCIRANJA EVROPSKEGA GOSPODARSTVA

Kot za vse vrste financiranja, je zmožnost gospodarstva za financiranje dolgoročnih naložb odvisna od sposobnosti finančnega sistema za uspešno in učinkovito usmerjanje teh sredstev pravim uporabnikom in v prave naložbe prek odprtih in konkurenčnih trgov. Ta postopek lahko izvajajo različni posredniki – banke, zavarovalnice in pokojninski skladi – prav tako pa se lahko izvaja z neposrednim dostopom do finančnih trgov. Vendar številni dejavniki ovirajo popolnoma učinkovito dolgoročno financiranje. Nekateri od teh dejavnikov zahtevajo daljšo obravnavo.

Eden izmed najpomembnejših naukov te krize je, da sta za obnovo finančne stabilnosti in povrnitev zaupanja v trge potrebna ustrezná ureditev in nadzor finančnega sektorja. EU si v tem okviru prizadeva za celovit program finančnih reform, ki bi dopolnjeval širšo fiskalno in gospodarsko reformo. Finančna stabilnost je bistvena, vendar sama po sebi ne zadostuje. V okviru širšega političnega odziva mora natančno umerjanje novega regulativnega in nadzornega okvira učinkovito omogočati in spodbuditi finančni sektor, da podpre realno gospodarstvo, vključno na področju obdavčevanja, ne da bi se pri tem ogrozila finančna stabilnost.

Javni organi in udeleženci na trgu si delijo odgovornost za ustvarjanje tega okolja, povrnitev zaupanja in gotovosti ter krepitev splošne privlačnosti Evrope za naložbe. Na podlagi tega **morajo ukrepi za izboljšanje dolgoročnega financiranja evropskega gospodarstva obravnavati širok spekter medsebojno povezanih dejavnikov:**

- **sposobnost finančnih institucij za usmerjanje dolgoročnega financiranja,**
- **uspešnost in učinkovitost finančnih trgov za zagotavljanje instrumentov dolgoročnega financiranja,**
- **medsektorski dejavniki, ki omogočajo dolgoročno varčevanje in financiranje, ter**
- **enostavnost dostopa do bančnega in nebančnega financiranja za MSP.**

3.1. Sposobnost finančnih institucij za usmerjanje dolgoročnega financiranja

Komercialne banke

Banke so tradicionalno najpomembnejši finančni posredniki v Evropi. Delež bančnega sektorja v EU je visok v primerjavi z mednarodnim okoljem, zlasti v primerjavi z ZDA, kar kaže na večjo odvisnost Evrope od bančnega posredništva. To ustvarja izzive za dolgoročno financiranje.

Kriza je poudarila tveganja, povezana s čezmerno uporabo finančnih vzvodov in spremembami ročnosti. Skupaj z upadanjem povpraševanja v nekaterih državah v recesiji je to sprožilo razdolževanje številnih bank, kar je zlasti prispevalo k trenutnemu pomanjkanju dolgoročnega financiranja¹¹. Tudi ko se bo postopek razdolževanja zaključil, bo prevrednotenje tveganja po krizi dvignilo stroške kapitala. Stroški, povezani z orodji za obvladovanje bančne krize, lahko prav tako povečajo stroške kapitala, čeprav bodo pozitivni učinki vzpostavitve bančnega sektorja, ki ga je lažje reševati, izjemno koristni za družbo in gospodarstvo. Povezave med bankami in državami ter strožja ureditev so prav tako povečale

¹¹ Na primer, raziskava bančnih posojil ECB iz oktobra 2012 poroča, da so banke v euroobmočju povečale neto zaostrovanje bonitetnih standardov za posojila ali kreditne linije za podjetja za 15 %, v primerjavi z 10 % v drugem četrtletju leta 2012. Tudi obseg novih dolgoročnih posojil se je znatno zmanjšal v prvi polovici leta 2012, njihov obseg pa kaže precejšen trend upadanja v zelo kratkem času.

koncentriranje bančnih dejavnosti na domačih trgih, zaradi česar se je zmanjšalo čezmejno financiranje, enotni trg pa se je razdrobil, kar je dodatno zmanjšalo razpoložljivost financiranja in povečalo stroške kapitala, zlasti v državah, ki so trenutno v težavah.

V prihodnje bodo skupna evropska **bonitetna pravila za banke** namenjena preprečevanju pretirano tveganih poslov, ki so bili značilni za preteklost, izboljševanju odpornosti bank za tveganja in povrnitvi zaupanja ter oblikovanju enotnih predpisov za zaščito celovitosti enotnega trga. Z vidika dolgoročnega financiranja mora bonitetna ureditev obravnavati tveganja, s katerimi se srečujejo banke pri uporabi kratkoročnih depozitov za financiranje dolgoročnih posojil. To pa samo po sebi ne pomeni, da pravila, ki omejujejo sposobnost bank za uporabo kratkoročnega financiranja na tak način, zmanjšujejo posojila realnemu gospodarstvu. Možen kompromis med omejevanjem ustvarjanja likvidnosti za zagotavljanje stabilnosti in dolgoročnim financiranjem realnega gospodarstva pa zahteva ustrezno umerjanje in postopno izvajanje pravil. Cilj nedavnih predlogov Baselskega odbora za zahteve glede likvidnosti je izboljšanje odpornosti bank, pri čemer je treba zagotoviti, da omejitve sprememb ročnosti nimajo nezaželenih posledic. Komisija je predlagala obdobje spremljanja ter pregled umerjanja parametrov za zahteve glede likvidnosti¹².

Druga posledica krize, ki lahko vpliva na sposobnost bank za usmerjanje dolgoročnega financiranja, je vse bolj aktualna razprava o tem, ali bi dodatne reforme, ki neposredno zadevajo njihovo strukturo, dodatno zmanjšale verjetnost in posledice neuspeha, bolje zagotovile nadaljevanje ključnih gospodarskih funkcij in bolje zaščitile ranljive male stranke. Nedavno poročilo skupine strokovnjakov na visoki ravni o **reformi strukture bančnega sektorja EU** opisuje, kako je ravnanje bank v zadnjih desetletjih privedlo do nesorazmernega povečanja poslovanja med finančnimi institucijami, namesto do dejavnosti, usmerjenih k strankam, vključno z dolgoročnim financiranjem za podjetja. Skupina je priporočila omejevanje in izločanje tveganih tržnih praks. Komisija trenutno preučuje, kako nadalje ukrepati glede na poročilo skupine.

Banke bodo seveda ohranile svoje mesto v evropski posredniški verigi. Njihova sposobnost za oceno kreditnega tveganja in poznavanje lokalnih podjetij ter njihovi odnosi z njimi pomenijo, da bodo banke še naprej ostale in morajo ostati pomembni udeleženci na trgu. Glede na razvoj dogodkov v bančnem sektorju od začetka krize obstajajo nove potrebe in priložnosti za druge posrednike, ki bi lahko dopolnili vlogo bank z bolj uravnoteženim usmerjanjem financiranja v dolgoročne naložbe.

Vprašanje:

3) Glede na to, da se bančni sektor stalno razvija, kakšna bi morala biti po vašem mnenju prihodnja vloga bank pri usmerjanju financiranja v dolgoročne naložbe?

Nacionalne in multilateralne razvojne banke in finančne spodbude

Razvojne banke, ki delujejo tako v mednarodnem kot nacionalnem okolju, morajo pomagati pri spodbujanju dolgoročnega financiranja ter izboljševanju učinkovitosti in uspešnosti finančnih trgov in instrumentov. Kljub pozitivnim neto prispevkom nekaterih naložb k gospodarski blaginji, lahko težave na trgu vlagateljem preprečijo prevzemanje nekaterih tveganj in/ali sprejemanje nekaterih naložbenih odločitev. V teh primerih so lahko nacionalne in multilateralne razvojne banke koristne pri spodbujanju zasebnega financiranja glede na njihove posebne cilje javne politike, povezane s širšo gospodarsko, socialno in okoljsko dodano vrednostjo (v nasprotju s popolnoma finančno vrednostjo). Če se osredotočijo na

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

dokazane tržne pomanjkljivosti, lahko njihovo sodelovanje izpolni pomembno proticiklično vlogo, in sicer z zmanjšanjem nihanj stroškov financiranja za nekatere kategorije vlagateljev ter omejitvijo kratkoročno usmerjenega obnašanja zasebnih udeležencev. Pri tem je pomembno, da vodstvo razvojnih bank zagotavlja, da te ne bodo izkoristile svojih prednosti pri stroških financiranja, da bi izrinile zasebno financiranje. Namesto tega si morajo prizadevati za spodbujanje zasebnega financiranja na področjih, kjer se razvija prepočasi.

Državno posredovanje je lahko posredno ali neposredno, in sicer s ponudbo ali prispevki k številnim produktom za financiranje, vključno z delitvijo in/ali jamstvi za tveganja¹³ ter povezovanjem finančnih posrednikov v ustrezna omrežja¹⁴. V okviru sedanjega proračuna EU je več finančnih instrumentov na ravni EU¹⁵, izmed katerih jih več skupaj upravljajo Komisija, Evropska investicijska banka (EIB) in Evropski investicijski sklad (EIF) ter se upravljajo tudi v partnerstvu z državami članicami, namenjenih obravnavi specifičnih vrzeli na trgu in olajševanju dostopa do financiranja, vključno z dolgoročnim financiranjem¹⁶. Poleg tega se bodo znotraj večletnega finančnega okvira EU (v nadaljnjem besedilu: VFO) vedno bolj uporabljali finančni instrumenti, ki lahko imajo pomembno vlogo pri povečanju učinkov potrošnje EU z nadaljnjim izboljševanjem in spodbujanjem zasebnega dolgoročnega financiranja. Večji del VFO, vključno s strukturnimi instrumenti EU, bo na voljo za uporabo v finančnih instrumentih. Njihova učinkovitost bo odvisna od tesnega povezovanja in sodelovanja med Komisijo, skupino EIB in državami članicami.

Prav tako je pomembno, da državno posredovanje ne poveča razdrobljenosti enotnega trga. Usklajevanje, ocenjevanje in določanje odgovornosti med nacionalnimi ukrepi in ukrepi na ravni EU lahko pomaga pri preprečevanju tega ter izboljša dodano vrednost evropskega pristopa. Tesnejše sodelovanje med nacionalnimi in multilateralnimi razvojnimi bankami pod okriljem Komisije in EIB lahko zagotovi instrument za tako usklajevanje, vključno s podpiranjem ustanavljanja evropskih gospodarskih interesnih združenj za financiranje čezmejnih projektov. Prav tako se lahko upoštevata vpliv tujih državnih skladov in priložnost za krepitev ali ustvarjanje evropskih skladov.

Vprašanja:

4) *Kako lahko vloga nacionalnih in multilateralnih razvojnih bank najboljše podpre financiranje dolgoročnih naložb? Ali obstaja prostor za boljše usklajevanje med temi*

¹³ Na primer, „premostitveni produkti“ so instrumenti, ki lahko zmanjšajo nenaklonjenost vlagateljev ali finančnih institucij do tveganja. Vključujejo lahko izboljšanje kreditnega profila za kredite za prvo izgubo ali vmesne (*mezzanine*) kredite; instrumenti, posebej namenjeni začetnim in obsežnim demonstracijskim projektom, ki se financirajo iz javnega in zasebnega sektorja.

¹⁴ Na primer prek kluba dolgoročnih vlagateljev (*Long-Term Investors Club*). Glej <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Lastniški kapital ali tvegani kapital, jamstva ali drugi instrumenti delitve tveganja, ki jih podpira centralni proračun EU ali proračun za strukturne sklade EU. Za nadaljnje podrobnosti glej Sporočilo Komisije „Okvir za naslednjo generacijo inovativnih finančnih instrumentov – platformi EU za lastniški kapital in dolg“ (COM (2011)662).

¹⁶ Na primer, pobuda za projektne obveznice in instrumenti, ki uporabljajo sredstva iz strukturnih in investicijskih skladov, ki MSP, občinam in infrastrukturnim projektom zagotavljajo financiranje dolga, mešano (*mezzanine*) financiranje in financiranje lastniškega kapitala. Komisija je leta 2011 predlagala infrastrukturni sveženj, sestavljen iz novega proračunskega instrumenta, Instrumenta za povezovanje Evrope, revidiranih smernic za transport, energijo in IKT ter Programa za konkurenčnost podjetij in MSP (COSME). Komisija in EIB sta razvila dva instrumenta za financiranje delitve tveganj, tj. sklad za financiranje na osnovi delitve tveganja (RSFF) za raziskovalno intenzivna in inovativna podjetja ter instrument za posojilna jamstva za transportne projekte v okviru vseevropskega prometnega omrežja (LGTT). Iz strukturnih skladov za obdobje 2007–2013 se je doslej vložilo vsaj 10,7 milijarde EUR sredstev EU v instrumente finančnega inženiringa, predvsem iz ESRR za dostop MSP do financiranja. Ta sredstva se bodo dolgoročno ponovno vložila v korist evropskega gospodarstva.

bankami pri izvajanju ciljev politike EU? Kako lahko finančni instrumenti znotraj proračuna EU bolje podprejo financiranje dolgoročnih naložb v trajnostno rast?

5) Ali obstajajo druga orodja in okviri javne politike, ki lahko podpirajo financiranje dolgoročnih naložb?

Institucionalni vlagatelji

Zaradi daljših časovnih okvirov njihovih poslovnih modelov so institucionalni vlagatelji – kot so zavarovalnice (za življenjsko zavarovanje), pokojninski skladi, vzajemni skladi in dotacije – ustrezni subjekti za zagotavljanje dolgoročnega financiranja. Skupaj imajo po ocenah 13,8 bilijona EUR sredstev, kar presega 100 % BDP EU¹⁷. Pojavljajo se tudi drugi institucionalni vlagatelji, kot so državni premoženjski skladi, namenski infrastrukturni skladi in do neke mere skladi zasebnega lastniškega kapitala, ki zagotavljajo dolgoročni kapital. Tvegani kapital lahko prav tako zagotavlja dolgoročno financiranje.

Dolgoročnost njihovih obveznosti institucionalnim vlagateljem omogoča, da vsaj načeloma izvajajo dolgoročne naložbe, tako imenovane naložbe „kupi in drži“ (*buy and hold*), v dolgotrajna produktivna sredstva, s čimer dosegajo višje donose kot kompenzacijo za dolgoročna tveganja in slabšo likvidnost številnih tovrstnih sredstev. Daljši časovni okviri dopuščajo institucionalnim vlagateljem, da ukrepajo potrpežljivo in na proticiklični način, omejujejo kratkoročne ukrepe in zmanjšujejo potrebo po spremembah ročnosti. Potreba po razpršitvi in prizadevanje za ustvarjanje donosa glede na nizke obrestne mere sta bila gonilni sili za razširitev njihovih dejavnosti v dolgoročno financiranje, pri čemer so velik delež svojih portfeljev namenili dolgoročnim instrumentom, kot so lastniški kapital, zasebni kapital in druga nelikvidna sredstva (npr. nekateri pokojninski skladi so v zadnjih letih vlagali neposredno v obsežne projekte na področju obnovljive energije).

Ob upoštevanju tega morajo institucionalni vlagatelji, tako kot banke, spoštovati različne bonitetne predpise in upoštevati računovodske standarde. Nova bonitetna pravila za **zavarovalnice** (direktiva Solventnost II)¹⁸ od njih zahtevajo dovolj sredstev, da lahko krijejo svoje obveznosti ob upoštevanju njihove narave in trajanja; vlaganje v dolgoročne naložbe je v skladu z družbenimi funkcijami teh podjetij. Solventnost II si prizadeva za uvedbo usklajenega režima na osnovi gospodarskega tveganja ter vrednoti sredstva glede na njihovo tržno ekonomsko vrednost. Vpliv novih bonitetnih pravil na sposobnost zavarovalnic za dolgoročno financiranje bo delno odvisen od izhodiščnega položaja posamezne zavarovalnice ter od natančne določitve načina obravnave dolgoročnejših sredstev. Razprava je osredotočena na vprašanje, kako zagotoviti, da regulativne zahteve glede minimalnega kapitala za kritje tveganj, ki izhajajo iz sredstev, ne vplivajo preveč na držanje dolgoročnih sredstev, ter kako preprečiti zmanjšanje pozitivnih spodbud iz okvira Solventnosti II v zvezi z nagrajevanjem usklajevanja ročnosti dolgoročnih obveznosti in dolgoročnih naložb.

V tem okviru so službe Komisije zaprosile Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (EIOPA), naj preveri, ali je treba natančno umerjanje kapitalskih zahtev za naložbe v nekatera sredstva v okviru ureditve Solventnost II (vključno s financiranjem infrastrukture in projektnimi obveznicami; financiranjem MSP; listinjenjem dolga itd.) prilagoditi, da se zagotovi, da ni nobenih ovir za dolgoročno financiranje, pri čemer pa se ne sme ustvariti nobenih dodatnih bonitetnih tveganj. Komisija, Svet in Parlament so prav tako razpravljali o ukrepih za olajšanje zagotavljanja zavarovalniških produktov z dolgoročnimi jamstvi in dolgoročnimi naložbami v okviru ureditve Solventnost II. EIOPA bo te ukrepe ocenil do

¹⁷ Glej Fitch 2011 in EFAMA (2012).

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

junija 2013. Na podlagi teh tehničnih ugotovitev bo Komisija poročala o ustreznih ukrepih, ki se lahko vključijo v direktivo Solventnost II ali v povezane delegirane akte.

Pokojninski skladi morajo obvladovati tveganja, da bi svojim upravičencem zagotovili zahtevane ravni letnih donosov. Pravila glede minimalnega kapitala za pokojninske sklade se med državami članicami razlikujejo in so drugačna, kot tista za zavarovalnice, tako da upoštevajo različna tveganja, povezana s skladi za poklicno pokojninsko zavarovanje, in vire financiranja, do katerih lahko dostopajo. Komisija namerava revidirati direktivo o institucijah za poklicno pokojninsko zavarovanje¹⁹. Cilj pregleda je med drugim okrepiti zaščito članov pokojninskih shem in olajšati čezmejne dejavnosti na tem področju. Pomembno bo zagotoviti, da nova bonitetna pravila za poklicne pokojninske sheme ne odvrtačajo od vzdržnega dolgoročnega financiranja. Pri reviziji direktive o institucijah za poklicno pokojninsko zavarovanje se bodo tako morali upoštevati možni učinki na dolgoročno financiranje in gospodarsko rast.

Poleg bonitetnih pravil na sposobnost institucionalnih vlagateljev za dolgoročno financiranje vplivajo tudi številni drugi strukturni dejavniki. Upad gospodarske dejavnosti bo prav verjetno trajno spremenil strukturo portfeljev dolgoročnih sredstev institucionalnih vlagateljev, saj bodo ti težili k bolj konzervativnim naložbenim strategijam. Tako na primer povprečna izpostavljenost institucionalnih vlagateljev do naložb v infrastrukturo ostaja nizka v primerjavi z vrednostjo nepremičnin in glede na dejanske potrebe po naložbah v infrastrukturo. Kar zadeva obvladovanje in razpršitev tveganj, bi bila lahko obsežnost dolgoročnih naložbenih projektov razlog za zaskrbljenost institucionalnih vlagateljev. Odgovorni za upravljanje premoženja nebančnih institucionalnih vlagateljev prav tako morda niso vajeni ukvarjati se z bolj nelikvidnimi sredstvi, kar so naloge, ki so jih prej pogosto izvajale zavarovalnice, ki se ukvarjajo z zavarovanjem dolgov (*monoline insurers*), ki so jamčile za takšna sredstva. S časom to pomeni, da bodo nekateri vlagatelji morda morali razširiti obstoječe kompetence za podporo naložbenim odločitvam.

Zaradi tega bi morda bilo smiselno preučiti pobude za združevanje finančnih sredstev²⁰ in za strukturiranje paketov financiranja glede na različne faze tveganja. Pri tem bi lahko pomagali dialog med vlagatelji in nefinančnimi podjetji, širjenje dobrih praks in študije primerov²¹. Komisija se je prav tako že zavezala²², da bo pripravila predloge o možnih oblikah **dolgoročnih investicijskih skladov**. Prvi odzivi zainteresiranih strani kažejo, da bi nova vrsta dolgoročnih investicijskih skladov lahko olajšala zbiranje kapitala v Uniji. Večjim in srednje velikim institucionalnim vlagateljem bi lahko pomagala pri vlaganju, na primer, v vrsto infrastrukturnih projektov. Dolgoročni investicijski skladi bodo institucionalnim vlagateljem pomagali pri diverzifikaciji in razprševanju tveganj. Poleg tega lahko upravitelji dolgoročnih investicijskih skladov zagotovijo dodatno strokovno podporo pri obravnavanju osnovnih transakcij ali pri izbiri in upravljanju dolgoročnih infrastrukturnih projektov.

Vprašanja:

6) V kakšnem obsegu in kako lahko institucionalni vlagatelji igrajo pomembnejšo vlogo v

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

²⁰ Obstoječi primeri vključujejo predlagano platformo za pokojninsko infrastrukturo v Združenem kraljestvu in zamisli za skupen sklad zasebnega kapitala in infrastrukturni sklad med nekaterimi regionalnimi pokojninskimi skladi.

²¹ Na primer, organizirana je bila okrogla miza o financah, da bi se opredelile priložnosti za razvoj prilagojenih financ in inovativnih finančnih instrumentov za podporo ukrepov učinkovite rabe finančnih virov.

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

spreminjajočem se okolju dolgoročnega financiranja?

7) Kako se lahko v bonitetnih pravilih za zavarovalnice, pozavarovalnice in pokojninske sklade, kot so institucije za poklicno pokojninsko zavarovanje, doseže ravnotežje med bonitetnimi cilji in željo po spodbujanju dolgoročnega financiranja?

8) Katere so ovire za oblikovanje združenih naložbenih instrumentov? Bi se platforme lahko razvile na ravni EU?

9) Katere druge možnosti in instrumenti bi se lahko obravnavali za povečanje zmogljivosti bank in institucionalnih vlagateljev za usmerjanje dolgoročnega financiranja?

Kombinirani učinki reforme zakonodaje na področju finančnih institucij

EU si prizadeva za celovit program finančne reforme. Pri pregledovanju vseh izvršenih in načrtovanih prihodnjih sprememb bonitetnih predpisov, ki obravnavajo različne finančne akterje (banke, zavarovalnice, ponudnike pokojninskega zavarovanja), je pomembno vprašanje, ali bi lahko bil njihov kumulativni učinek na dolgoročno makroekonomsko rast kapitala večji od preproste vsote učinkov posameznih reform. Če banke na primer zaradi rastočih likvidnostnih zahtev zmanjšajo svojo izpostavljenost dolgoročnim naložbam v realno premoženje, bi lahko vrzel zapolnili institucionalni vlagatelji z dolgoročnimi obveznostmi, v kolikor v regulativnem okviru ne bi bilo prevelikega poudarka na kratkoročni volatiliti. Vendar bi lahko sočasna uvedba likvidnostnih zahtev za različne finančne tržne akterje ovirala naložbe v manj likvidna sredstva in tako hkrati blokirala več možnih kanalov financiranja za dolgoročne naložbe.

To zahteva skrbno spremljanje kumulativnih učinkov reform bonitetnih predpisov. Mednarodni regulativni organi, kot so Odbor za finančno stabilnost, skupina finančnih ministrov G-20 in centralne banke, to že preučujejo. Izziv pri tem je doseči regulativna cilja večje makrofinančne stabilnosti in globalnega zblíževanja predpisov na način, ki bi v čim večji meri zmanjšal negativne spodbude za financiranje donosnih dolgoročnih naložb.

Vprašanje:

10) Ali obstajajo kakršni koli kumulativni učinki sedanjih in načrtovanih reform bonitetnih predpisov na raven in cikličnost dolgoročnega investiranja skupaj in kako pomembni so? Kako bi se lahko najboljše obravnavali morebitni učinki?

3.2. Uspešnost in učinkovitost finančnih trgov pri zagotavljanju instrumentov dolgoročnega financiranja

Poleg institucionalnih vlagateljev so potrebni tudi dobro delujoči in močni kapitalski trgi ter infrastrukture, da lahko nudijo širši nabor instrumentov za usmerjanje dolgoročnega financiranja.

Evropski trgi obveznic so se v zadnjih nekaj desetletjih izjemno dobro razvili²³, vendar obveznice nefinančnih podjetij v Evropi še vedno predstavljajo samo 15 % skupnega dolga podjetij, kar je malo v primerjavi z drugimi gospodarstvi. V praksi imajo le velika podjetja dostop do evropskih trgov obveznic, medtem ko je večina podjetij s srednje veliko tržno

²³ Skupni neporavnani znesek dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale nefinančne družbe v euroobmočju, je na primer julija 2012 zrasel na 940 milijard EUR s 652 milijard EUR na začetku leta 2008 (vir: ECB).

kapitalizacijo in MSP komajda sposobnih izkoristiti trge obveznic. Evropski trgi listinjenja so prav tako premalo razviti v primerjavi z drugimi deli sveta, kar dodatno omejuje izbiro razpoložljivih instrumentov za dolgoročno financiranje.

Komisija je predlagala reforme za izboljšanje strukture trgov z ustvarjanjem novih mest trgovanja, povečanjem preglednosti in učinkovitosti informacij, zaostritvijo zahtev za zmanjšanje števila kratkoročnih in špekulativnih trgovalnih dejavnosti in izboljšanjem zaščite vlagateljev²⁴. Treba bo spremljati, v kolikšni meri bodo te reforme uspešne pri zagotovitvi, da kapitalski trgi dolgoročno financiranje usmerjajo kar najbolj učinkovito. Morda bodo potrebna nadaljnja prizadevanja.

Trgi kritih obveznic²⁵ so se med krizo izkazali za razmeroma odporne. Vendar pa so razdrobljeni po državah, zato je potrebna nadaljnja analiza, da se v skladu z nedavnimi tržno usmerjenimi pobudami in ob upoštevanju vprašanj, povezanih z morebitno večjo obremenitvijo sredstev v bančnih bilancah stanja, preuči, ali in v kolikšni meri bi lahko nadaljnje usklajevanje spodbudilo uporabo kritih obveznic.

Preoblikovanje **trgov listinjenja** bi prav tako lahko pomagalo sprostiti dodatne vire dolgoročnega financiranja. Ob ustreznem nadzoru in preglednosti podatkov lahko finančnim institucijam pomagajo sprostiti kapital, ki se nato lahko uporabi za dodatna posojila in obvladovanje tveganj. Pobude za spodbujanje trgov listinjenja, ki temeljijo na trgih, vključujejo nove oznake za visokokakovostna, pregledna in standardizirana listinjenja. Obstajajo tudi možnosti za razvoj enostavnih produktov listinjenja, ki bi temeljili na jasnih strukturah brez finančnih vzvodov in pri katerih bi se uporabljala dobro izbrana, raznolika osnovna sredstva z majhnim tveganjem. Trgi, namenjeni posebej MSP, ter ustrezna bonitetna pravila in nadzorni sistemi so pomembne teme, ki jih je treba preučiti. Dodatno bi se lahko preučili tudi produkti, povezani s posameznimi sektorji.

EU kot celota še nikoli ni imela pravega **evropskega trga projektnih obveznic**²⁶. Komisija je skupaj z EIB to vprašanje začela obravnavati s pobudo o projektnih obveznicah, rešitvijo za finančne trge, ki bi obravnavala tržne pomanjkljivosti in kreditno sposobnost. S pobudo se želi prikazati izvedljivost financiranja infrastrukturnih projektov z obveznicami, njen končni cilj pa je razvoj likvidnega trga projektnih obveznic. Čeprav v manjšem obsegu, udeleženci na trgu prav tako razvijajo različne naložbene platforme, produkte in orodja za spodbujanje trgov projektnih obveznic. Smiselno bi bilo premisliti, kako bi se lahko še dodatno spodbudila uporaba projektnih obveznic, pri čemer bi se upoštevala tudi načrtovana vmesna ocena pobude²⁷.

Mnogi analitiki tudi trdijo, da ekonomski, poslovni in naložbeni projekti potrebujejo več **lastniškega kapitala** in ne več dolga. Lastniški kapital je lahko boljši instrument za financiranje dolgoročnih naložb z visokim tveganjem, pa tudi za naložbe z veliko asimetrijo informacij in moralnim tveganjem. Od začetka krize so makroekonomska negotovost in nizke obrestne mere verjetno vplivale na povpraševanje podjetij in njihovo pripravljenost na tveganje v zvezi z dolgoročnim lastniškim kapitalom. Vlagatelji so se namesto tega zatekali k

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

²⁵ Krite obveznice so obveznice, zavarovane s skupinami hipotek, ki ostanejo v bilanci stanja izdajatelja, medtem ko se pri vrednostnih papirjih, zavarovanih s hipoteko, sredstva izločijo iz bilance stanja.

²⁶ Projektne obveznice so zasebni dolg, ki ga izdajo projektne družbe za financiranje posebnega zunajbilančnega projekta.

²⁷ Ta lahko vključuje: a) standardizacijo in označevanje projektnih obveznic, izdanih s strani projektnih družb v EU; b) presojo, ali je potreben poseben regulativni okvir; in c) analizo potrebe po in prednosti prizadevanj za razvoj trga projektnih obveznic (npr. prek platforme za trgovanje). Projektne obveznice bi se lahko razširilo tudi na zelene obveznice in obveznice za industrijske predstavitvene projekte, vključno z obveznicami za prototipne komercialne industrijske predstavitvene projekte.

državnim dolžniškim instrumentom z dobro boniteto. Hkrati so tržne priložnosti za prve javne ponudbe postale manjše kot kadar koli prej, kar omejuje dostop podjetij do kapitala, evropski borzni trgi pa igrajo vedno pomembnejšo vlogo kot ponudniki likvidnosti in ne svežega kapitala. Na splošno stroški lastniškega kapitala ostajajo visoki, medtem ko so se stroški dolžniškega financiranja znižali. To izpostavlja vrzel lastniškega kapitala, ki obstaja v Evropi, za odpravo katere bo potrebno nekaj časa. Za te dogodke se zdi, da so bolj vplivali na podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo. Politike in predpisi vlad morajo biti čim bolj nevtralni, kar zadeva izbiro zasebnih akterjev med financiranjem z lastniškim kapitalom ali dolgom (glej na primer obdavčevanje podjetij spodaj).

Vprašanja:

11) *Kako bi se lahko financiranje dolgoročnih naložb prek kapitalskih trgov v Evropi izboljšalo?*

12) *Kako lahko kapitalski trgi pomagajo zapolniti vrzel lastniškega kapitala v Evropi? Kaj bi se moralo spremeniti v načinu delovanja tržnega posredovanja, da bi se zagotovil boljši pretok financiranja v dolgoročne naložbe, podprlo financiranje dolgoročnih naložb v za gospodarstvo, družbo in okolje trajnostno rast ter omogočilo zadostno zaščito za vlagatelje in potrošnike?*

13) *Katere so prednosti in slabosti razvoja bolj usklajenega okvira za krite obveznice? kateri elementi bi lahko sestavljali tak okvir?*

14) *Kako bi se lahko oživilo trg listinjenja v EU, da bi se doseglo pravo ravnotežje med finančno stabilnostjo in potrebo po izboljšavah v zvezi s spremembami ročnosti v finančnem sistemu?*

3.3 Medsektorski dejavniki, ki omogočajo dolgoročno varčevanje in financiranje

Obstajajo številni bolj medsektorski dejavniki, pomembni za dolgoročne naložbe, ki bi jih prav tako bilo treba obravnavati zaradi vpliva, ki ga lahko imajo na zagotavljanje in posredovanje dolgoročnega financiranja.

Ukrepi javnih organov, vključno z davčnimi režimi, imajo pomembno vlogo pri spodbujanju dolgoročnih naložbenih projektov, zagotavljajo spodbude za in sposobnost gospodinjstev za dolgoročno varčevanje, udeležencem na trgu pa omogočajo, da dolgoročno financiranje usmerjajo v produktivne naložbe. Dolgoročni okviri politik, določeni s strani javnih organov, podpirajo razvoj strateških naložbenih načrtov, ki časovno presegajo politični cikel, s čimer zagotavljajo boljšo preglednost in večjo gotovost za vlagatelje in podjetja. Pomembno je, da posredovanje države v tem okviru ne izkrivlja konkurence, ne pritiska na naše zasebne vlagatelje in ne odpravlja enakopravnih konkurenčnih pogojev na enotnem trgu.

Nekatere države članice so sprejele tudi ukrepe za spodbujanje dolgoročnega varčevanja in naložb gospodinjstev. V nekaterih državah so bile sprejete pokojninske sheme s samodejnim članstvom. Druge so uvedle namenske varčevalne račune²⁸ za podporo financiranju dolgoročnih naložbenih projektov z (državno) zajamčenim stalnim donosom in v nekaterih primerih z določenimi davčnimi ugodnostmi. Sredstva na teh računih se nato vlagajo v javno koristne projekte, kot so bolnišnice, socialna stanovanja in univerze. Dolgoročno bi morda bilo smiselno preučiti, ali bi lahko **obstoj posebnih instrumentov na ravni EU** pomagal

²⁸ Na primer, *Livret A* v Franciji, *libretti postali* v Italiji in *Bausparvertrag* (pogodbena varčevanja za financiranje nepremičnin) v Nemčiji.

mobilizirati večje dolgoročne prihranke, bolj neposredno povezane s širšimi družbenimi cilji. Ta model bi bilo treba prilagoditi, da bi bil uporaben na ravni EU.

Mnogi analitiki navajajo metode vrednotenja, računovodska načela in strategije, ki jih uporabljajo upravitelji premoženja, kot dejavnike, ki zapletajo posredovalno verigo, višajo stroške posredovanja in vodijo do napačnih spodbud, kot so tiste, ki izhajajo iz nagnjenosti k špekuliranju in kratkoročni usmerjenosti, kar je tudi posledica višjih tveganj in odloženih donosov, ki se povezujejo z dolgoročnimi naložbami.

Vprašanje:

15) Kakšne so prednosti različnih modelov za poseben varčevalni račun, ki bi obstajal na ravni EU? Ali bi se lahko zasnoval model za EU?

Obdavčevanje

Struktura in raven obdavčitve lahko vplivata na odločitve o naložbah in prihrankih, s tem pa na rast. Na splošno bi morali biti davčni sistemi zasnovani tako, da bi čim manj vplivali na ekonomske odločitve državljanov in podjetij, razen če je namen davkov popraviti eksternalije, ki izhajajo iz konkretnih in dobro opredeljenih tržnih pomanjkljivosti.

- **Davki in naložbe:** Obdavčitev dohodkov pravnih oseb je eden od številnih dejavnikov, ki vplivajo na odločanje o ravneh naložb in o načinu financiranja. Sistemi obdavčitve dohodkov pravnih oseb so v večini držav članic običajno bolj naklonjeni dolgu kot lastniškemu kapitalu, pri čemer ustvarjajo spodbude za večjo zadolženost podjetij, ker se obresti odbijejo od davčne osnove, medtem ko takšne olajšave načeloma ne obstajajo za donose na kapital. S preudarno zasnovano davčno osnovo, ki zmanjšuje izkrivljanje zaradi zadolženosti, so podjetja lahko manj občutljiva na kratkoročno zmanjšanje razpoložljivosti kreditov. Reforme za odpravo tega izkrivljanja se izvajajo v zelo malo državah članicah. Nadaljnje razprave o obliki davčnih osnov podjetij v zvezi z njihovo nevtralnostjo financiranja bi tako lahko bile koristne po vsej EU.
- **Davki in prihranki:** Obdavčitev prihrankov ima več pomembnih gospodarskih posledic. Med drugim vpliva na skupno višino prihrankov v gospodarstvu in s tem na razporejanje kapitala in naložb. Glede na te učinke je treba davčne politike na tem področju previdno zasnovati. Mnoge države članice so že uvedle številne spodbude za povečanje (dolgoročnih) prihrankov, zlasti v zvezi s pokojninskimi prihranki. Poleg tega mnoge države članice uporabljajo dvojne sisteme davka na dohodek, kjer so dohodki od kapitala ponavadi obdavčeni po nižji stopnji kot drugi viri dohodkov.
- **Davčne spodbude:** Davčne spodbude se pogosto štejejo za instrumente za spodbujanje nekaterih vrst naložb; davčna subvencija je lahko upravičena, če so družbene koristi naložbe večje od zasebne koristi vlagatelja in je tako višina naložb pod družbeno optimalno (npr. raziskave in razvoj ter okoljska vprašanja). Čeprav obstajajo argumenti v prid uporabi davčnih spodbud, lahko te ustvarijo tudi upravne obremenitve zaradi večjega števila oprostitev davka ali dodatnih pravil, ki jih je treba uporabljati. Poleg tega lahko v nekaterih primerih veliko število različnih nacionalnih pravil ustvari možnosti za arbitražo.

Vprašanja:

16) Katere vrste reform obdavčitve dohodkov pravnih oseb bi lahko izboljšale pogoje za naložbe z odpravo izkrivljanj med dolgom in lastniškim kapitalom?

17) Kaj bi bilo treba upoštevati pri določanju ustreznih nacionalnih spodbud za dolgoročno varčevanje? Zlasti, kako bi bilo treba uporabiti davčne spodbude za spodbujanje dolgoročnega varčevanja na uravnotežen način?

18) Katere vrste davčnih spodbud za podjetja so koristne? Kateri ukrepi bi se lahko uporabili pri obravnavanju tveganj arbitraže, ko se oprostitve davkov/davčne spodbude odobrijo za specifične dejavnosti?

19) Bi večje usklajevanje davkov v EU koristilo financiranju dolgoročnih naložb?

Računovodska načela

Računovodstvo ni nevtrarno, temveč vpliva na ekonomske odločitve: računovodski standardi in postopki (kot so MSRP) pomagajo pri zagotavljanju skupnega jezika med podjetniki, vlagatelji in javnimi organi ter s tem krepijo zaupanje in varnost. To pomeni, da morajo uskladiti različne interese: gospodarski interes in finančni interes/interes vlagateljev. **Načela obračunavanja po pošteni vrednosti** lahko povečajo preglednost in skladnost računovodskih informacij, saj kažejo tržne vrednosti sredstev in obveznosti ter zagotovijo informacije o relativnem finančnem položaju različnih institucij. Vendar pa lahko tudi škodijo stabilnosti in dolgoročnemu financiranju. Na primer, v nekaterih raziskavah je bilo izpostavljeno, da institucionalni vlagatelji v naložbenih portfeljih zmanjšujejo naložbe v lastniški kapital, saj lastniški instrumenti štejejo za bolj nestabilne in tvegane od obveznic. V drugih raziskavah se trdi, da lahko s trgi skladno vrednotenje dolgoročne vlagateljke spodbudi, da povečajo izpostavljenost tveganju, če se volatiliteta pripozna izven njihovega poslovnega izida. Koristno bi bilo nadalje preučiti, ali so ti standardi ustrezni za uporabo pri dolgoročnih naložbah. V zvezi s tem bi bilo smiselno opredeliti, na kakšne načine bi se lahko točnost informacij, ki se dajo vlagateljem, uskladila z zadostnimi spodbudami za držanje in upravljanje zelo dolgoročnih sredstev.

Vprašanje:

20) Do kakšne mere je po vašem mnenju uporaba načel obračunavanja po pošteni vrednosti privedla do kratkoročne usmerjenosti pri obnašanju vlagateljev? Katere alternative ali druge načine za izravnavo takšnih učinkov bi lahko predlagali?

Ureditve korporativnega upravljanja

Način, kako se upravljajo sredstva, lahko igra pomembno vlogo pri dolgoročnem financiranju, če so spodbude za upravitelje premoženja, vlagatelje in podjetja usmerjene v dolgoročne strategije, s čimer se preprečuje razmišljanje o kratkoročni usmerjenosti, špekuliranju in zastopniških razmerjih. Pravila v zvezi s fiduciarnimi dolžnostmi, nasprotji interesov, nadomestili, izvajanjem glasovalnih pravic in razkrivanjem stroškov, kot tudi zagotavljanjem naložbenega svetovanja in upravljanjem portfeljev so že vzpostavljena²⁹. Nadaljnji ukrepi so opisani tudi v **Akcijskem načrtu za evropsko pravo gospodarskih družb in korporativno**

²⁹ Glej http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm in http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

upravljanje³⁰, vključno z možnimi spremembami direktive o pravicah delničarjev. Predvideli bi se lahko dodatni ukrepi, vključno z nadaljnjo oceno načina, na katerega so strukturirane spodbude upraviteljev premoženja, da bi se bolj upoštevali dolgoročni vidiki in od upraviteljev premoženja zahtevala večja preglednost v zvezi z izpolnjevanjem njihovih fiduciarnih dolžnosti. Zagovarjale so se tudi zamisli o spodbujanju bolj dolgoročne vključenosti delničarjev, ki bi se lahko nadalje obravnavale z, na primer, preučitvijo možnosti dodeljevanja večjih glasovalnih pravic ali dividend dolgoročnim vlagateljem.

Vprašanja:

21) *Kakšne vrste spodbud bi lahko pomagale spodbujati bolj dolgoročno vključenost delničarjev?*

22) *Kako se lahko razvijejo naloge in spodbude za upravitelje premoženja, da bodo podpirale dolgoročne naložbene strategije in razmerja?*

23) *Ali obstaja potreba po novi opredelitvi fiduciarne dolžnosti v okviru dolgoročnega financiranja?*

Informacije in poročanje

Nedavne analize poudarjajo vedno večje zanimanje za **razkrivanje nefinančnih podatkov s strani podjetij**. Raziskave kažejo, da imajo podjetja, ki proaktivno upravljajo trajnostne vidike svojega poslovanja, dosledno nižje stroške kapitala in so na dolgi rok pogosto uspešnejša od konkurentov. Splošne zahteve po razkritju morda ne bodo dovolj, da bi spodbudile odločitve o dolgoročnih naložbah, zato Komisija razvija močnejši okvir za poročanje nefinančnih podatkov. Razkrivanje nefinančnih podatkov s strani upraviteljev premoženja in lastnikov bi morda bilo koristno tudi nadalje preučiti, vključno s tem, kako bi se posebna tveganja in učinki, povezani z vzdržnostjo, lahko odražali v upravljanju portfeljev. Številni analitiki menijo tudi, da **četrtno poročanje** ustvarja napačne spodbude, saj se zaradi njega udeleženci na trgu osredotočajo na zelo kratkoročne rezultate. Pri pregledu direktive o preglednosti³¹ je Komisija predlagala odpravo obveznosti četrtnega poročanja.

Primerjalne analize in bonitetne ocene se prav tako lahko osredotočajo na letna ali kratka časovna obdobja. Komisija je predlagala zaostritev pravil, da bi se zmanjšalo zanašanje na tradicionalne ocene, v novembru 2012 pa je bil dosežen politični dogovor glede več zakonodajnih reform³². Razvoj metrik in ocen, ki omogočajo ravnotežje med dolgoročno perspektivo in kratkoročno odgovornostjo, bi lahko predstavljal koristno orodje za podporo dolgoročnim vlagateljem.

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

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

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

Vprašanja:

24) V kakšni meri lahko večje vključevanje finančnih in nefinančnih informacij pomaga zagotoviti jasnejši pregled nad dolgoročno uspešnostjo podjetja ter prispeva k boljšemu odločanju o naložbah?

25) Ali obstaja potreba po razvoju posebnih dolgoročnih primerjalnih analiz?

3.4 Enostavnost dostopa do bančnega in nebančnega financiranja za MSP

Današnja MSP imajo potencial, da postanejo temelj dolgoročne rasti v prihodnosti. MSP so se vedno soočala s precejšnjimi težavami pri dostopanju do financiranja za potrebe rasti. Glede na to, da se morajo za financiranje zanašati na banke, so se s tem, ko banke zmanjšujejo finančne vzvode, znašla v še večjih težavah. Poleg tega se zdaj soočajo z razdrobljenimi finančnimi trgi v EU, saj se pogoji financiranja med državami precej razlikujejo.

Manjša razpoložljivost financiranja s strani bank je že privedla do ukrepov politike, s katerimi se želi spodbuditi alternativne, nebančne kanale za posojila MSP. Komisija je leta 2011 sprejela akcijski načrt, ki obravnava probleme, s katerimi se srečujejo MSP pri financiranju³³. Dogovor je že bil dosežen o nekaterih pobudah, vključno z novimi okviri EU za vlaganje v tvegani kapital in v sklade za socialno podjetništvo. Pripravljajo se tudi nekatere pobude politik za olajšanje dostopa MSP do trgov lastniških vrednostnih papirjev. Vendar še morajo biti sprejeti drugi zakonodajni predlogi, povezani z akcijskim načrtom. Predstavljeni so bili tudi predlogi, v skladu s katerimi bi se upravljavcem multilateralnih platform za trgovanje dovolilo, da so registrirani tudi pod oznako „zagonski trg MSP“, in vzpostavila sorazmerna ureditev, ki bi zmanjšala upravne stroške in bremena za MSP, ki dostopajo do trgov za potrebe financiranja³⁴. Hkrati prihaja do rasti na uveljavljenih trgih, kot so trgi za financiranje z zastavo bilančnih sredstev (*asset financing*) in trgi za financiranje dobavne verige, kot tudi do finančnih inovacij, ki uporabljajo tehnologijo in internet, na primer s skupinskim financiranjem.

Vendar ti ukrepi morda ne bodo zadoščali za odpravo težav MSP pri dostopanju do financiranja. Obravnavali bi se lahko nadaljnji ukrepi, vključno z naslednjimi:

- **Razvoj tveganega kapitala.** Sektor tveganega kapitala se sooča s pomanjkanjem sredstev, nanj pa vplivajo bonitetni predpisi za banke in zavarovalnice. Skladi skladov bi lahko bili učinkoviti instrumenti za povečanje obsega tveganega kapitala. Sklad jamstev za institucionalne vlagatelje bi lahko dodatno zmanjšal omejitve na tem trgu.
- **Razvoj trgov in omrežij, namenjenim MSP.** Skladi tveganega kapitala so odvisni tudi od dobro delujočih borz, namenjenih MSP, da lahko vlagajo v prve javne ponudbe. Ukrepi bi lahko vključevali oblikovanje posebnega pristopa za MSP, ki bi presejal trenutni predlog za MiFID II, in razvoj posebnih računovodskih pravil za MSP, ki kotirajo na borzi, in novih platform za trgovanje. Trgi, posebej namenjeni MSP, bi lahko pomagali povečati njihovo prepoznavnost, privabili nove vlagatelje in podprli razvoj novih instrumentov listinjenja za MSP. Razvoj okvirov za poslovna omrežja bi lahko spodbujal združevanje MSP v skupine, delitev tveganj, vzajemno podporo in diverzifikacijo ter s tem izboljšal njihov dostop do financiranja.

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

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

- **Razvoj novih instrumentov listinjenja za MSP.** Komisija že ima instrument za listinjenje za MSP, predlagala pa je tudi nadaljnjo podporo pri listinjenju prek programa COSME. Poleg tega bi lahko v skladu z merili EU za industrijske naložbe MSP, ki so v evropskem interesu, strukturirani kreditni instrumenti prejeli evropske oznake. Glede na velike razlike med industrijskimi sektorji in med naložbenimi cikli bi bilo treba te instrumente diverzificirati.
- **Razvoj standardov za oceno točkovanja kreditne sposobnosti MSP.** To bi lahko pripomoglo k odpravi problema pomanjkanja zanesljivih informacij o MSP in s tem povezanih težav za potencialne vlagatelje pri ocenjevanju njihove kreditne sposobnosti. Razvoj skupnih minimalnih standardov kakovosti za zunanje vrednotenje podjetij s srednje veliko tržno kapitalizacijo in MSP bi lahko dodatno olajšal njihov dostop do financiranja, tudi čezmejnega, in poglobil povezovanje trgov.
- **Razvoj ali spodbujanje drugih, „netradicionalnih“ virov financiranja,** kot so zakup, financiranje dobavne verige, na spletu osnovani viri financiranja, kot je skupinsko financiranje, itd. Potreben je nadaljnji razmislek o tem, kako naj se zagotovi, da bodo ti trgi rasli na vzdržni osnovi in bodo ustrezno podprti z regulativnim okvirom.

Vprašanja:

26) *Kateri nadaljnji ukrepi bi se lahko predvideli v povezavi z zakonodajo EU ali drugimi reformami, da bi se olajšal dostop MSP do alternativnih virov financiranja?*

27) *Kakšne oblike bi lahko bili instrumenti listinjenja za MSP? Kateri so najboljši načini za uporabo listinjenja, da bi se mobiliziral kapital finančnih posrednikov za dodatna posojila/naložbe v MSP?*

28) *Ali bi bilo koristno oblikovati popolnoma ločen in poseben pristop za trge MSP? Kdo in kako bi lahko razvil trg za MSP, med drugim za listinjene produkte, posebej prilagojene finančnim potrebam MSP?*

29) *Ali bi regulativni okvir na ravni EU pripomogel ali oviral razvoj teh alternativnih, nebančnih virov financiranja za MSP? Katere reforme bi pomagale pri podpori njihove trajne rasti?*

Vprašanje:

30) *Kaj bi še lahko, poleg analize in možnih ukrepov, opisanih v tej zeleni knjigi, prispevalo k dolgoročnemu financiranju Evropskega gospodarstva?*

4. NASLEDNJI KORAKI

Na podlagi rezultatov tega posvetovanja bo Komisija preučila ustrezne ukrepe. Prejeti odgovori bodo, razen v primeru posebnega zahtevka po zaupnosti, na voljo na spletnih straneh Komisije, ki bo objavila povzetek rezultatov posvetovanja.

Zainteresirane strani vabimo, da svoja mnenja do 25. junija 2013 pošljejo na elektronski naslov: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu