



EUROPEISKA
KOMMISSIONEN

Bryssel den 27.3.2014
COM(2014) 168 final

**MEDDELANDE FRÅN KOMMISSIONEN TILL RÅDET OCH
EUROPAPARLAMENTET**

om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin

{SWD(2014) 105 final}

1. INLEDNING

1.1 Ekonomisk bakgrund

Den ekonomiska och finansiella krisen har påverkat finanssektorns förmåga att kanalisera kapital till realekonomin, framför allt när det gäller långsiktiga investeringar. Ett starkt beroende av bankförmedling i kombination med minskad utlåning från bankerna och sämre förtroende hos investerarna har minskat tillgången på finansiering i alla sektorer av ekonomin. Unionen har agerat beslutsamt för att vända utvecklingen och återskapa förutsättningarna för hållbar tillväxt och investeringar. Offentliga finanser har konsoliderats och förfaranden har införts för en bättre samordning av budgetpolitik och ekonomisk politik. Europeiska centralbanken (ECB) har vidtagit kraftfulla åtgärder för att återskapa förtroendet för marknaderna. Inrättandet av bankunionen bidrar till att minska den finansiella fragmenteringen och återskapa förtroendet för euroområdet.

För att utnyttja dessa förbättringar krävs långsiktiga investeringar som stöder en smart, hållbar tillväxt som gynnar alla. Finanssystemets förmåga att kanalisera medel till långsiktiga investeringar kommer att bli avgörande för att säkerställa att Europas tillväxt är hållbar.

1.2 Behovet av långsiktig finansiering

Långsiktig finansiering har vissa centrala egenskaper¹:

- Den finansierar *produktiv* verksamhet som främjar tillväxt genom lägre kostnader och diversifierade produktionsmedel och genom att skapa arbetstillfällen på ett smart och hållbart sätt som gynnar alla.
- Den präglas av *tålamod* eftersom investerarna är intresserade av investeringarnas långsiktiga avkastning och långsiktiga vinster, snarare än kortsiktiga kursfluktuationer. Detta långsiktiga perspektiv motverkar konjunktursvängningar och främjar finansiell stabilitet.
- Den präglas av *engagemang* eftersom investerarna i sina strategier beaktar långsiktiga aspekter, t.ex. miljöfrågor, sociala frågor och frågor som gäller företagsstyrning.

Infrastruktur samt små och medelstora företag är två viktiga faktorer för att skapa hållbar tillväxt. Infrastruktur av hög kvalitet ökar produktiviteten i den övriga ekonomin, vilket möjliggör tillväxt och bidrar till en sammanlänkad inre marknad. Investeringsbehoven för EU:s transport-, energi- och telekomnät beräknas till en biljon euro under perioden fram till 2020.² Det kommer även att behövas betydande investeringar i humankapital³ och inom forskning och utveckling, ny teknik och innovation inom ramen för Europa 2020-strategin samt klimat- och energipaketet för 2030⁴.

Små och medelstora företag svarar för två tredjedelar av sysselsättningen och nästan 60 % av mervärdet i EU. De bidrar i betydande omfattning till BNP-tillväxten genom sin allmänna betydelse, sin innovationsförmåga och möjligheterna att växa och skapa sysselsättning.

¹ Begrepp som OECD införde i *Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies*, 2011, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf>.

² Fonden för ett sammanlänkat Europa: 500 miljarder euro på transportområdet, 200 miljarder euro på energiområdet och 270 miljarder inom området för snabbt bredband (<http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf>).

³ Se förslagspaketet om sociala investeringar, COM(2013) 83, 20.2.2013.

⁴ Meddelande om en politisk ram för klimat och energi under perioden 2020–2030, http://ec.europa.eu/energy/doc/2030/com_2014_15_en.pdf.

Det klimat av osäkerhet och ovilja att ta risker som har uppstått genom den finansiella och ekonomiska krisen har präglat såväl utbudet som efterfrågan på finansiering. På efterfrågesidan märks detta på en minskad efterfrågan från små och medelstora företag, offentlig-privata partnerskap och andra investeringsprojekt som kräver långsiktig finansiering, vilket resulterar i en för låg nivå för långsiktiga investeringar och långsiktig finansiering. På utbudssidan har krisen ökat oviljan att ta risker, vilket har lett till en prioritering av likviditet som, tillsammans med minskad utlåning från bankerna, har försämrat ekonomins förmåga att på egen hand få fram finansiering med långa löptider. Den alltför låga nivån på långsiktig finansiering är också ett tecken på marknadsmisslyckanden och bristande effektivitet i förmedlingskedjan.⁵

Det är mycket viktigt att Europa tar itu med dessa problem. Ekonomins kapacitet att erbjuda långsiktig finansiering för att stärka konkurrenskraften hos Europas industri och näringsliv är beroende av dess förmåga att kanalisera besparingar genom en öppen, säker och konkurrenskraftig finanssektor. Därför är investerarnas rättssäkerhet och förtroende särskilt viktiga.

1.3 Grönbok och offentligt samråd om långsiktig finansiering

Den 25 mars 2013 antog Europeiska kommissionen en grönbok om långsiktig finansiering. Grönboken startade en bred debatt om de olika faktorer som främjar den europeiska ekonomins förmåga att dra till sig de medel den behöver för att fortsätta och påskynda återhämtningen. Syftet med dokumentet var att undersöka hur man bättre kunde kanalisera regeringarnas, företagens och hushållens besparingar mot långsiktiga investeringsbehov.

Samrådet om grönboken mottogs mycket positivt av intressenterna, och 292 svar kom in från alla delar av ekonomin⁶. En stor majoritet av de berörda aktörerna höll med om att det finns behov av att utöka källorna till långsiktig finansiering i Europa, samtidigt som de erkände att bankerna även i fortsättningen kommer att spela en viktig roll, framför allt för små och medelstora företag. Vikten av att ha väl utformade och stabila regler underströks som något mycket viktigt, samtidigt som många aktörer också ville se en bättre kalibrering av regleringsreformen så att den i större utsträckning inriktas på långsiktiga finansieringsmål.

1.4 Andra europeiska och internationella politiska initiativ

Debatten om långsiktig finansiering har uppmärksamrats på europeisk och internationell nivå. Europeiska ekonomiska och sociala kommittén inrättade en högnivågrupp som offentliggjorde sin rapport om små och medelstora företag samt infrastruktur i december 2013⁷. Europaparlamentet antog den 26 februari 2014 en resolution⁸ om långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin. Resolutionen omfattar många av de frågor som tas upp i detta meddelande.

På internationell nivå undertecknade G20 i september 2013 en arbetsplan om investeringsfinansiering⁹ och inrättade en arbetsgrupp för att arbeta vidare med frågan om långsiktig finansiering. Dessutom har OECD utvecklat högnivåprinciper för institutionella investerare som deltar i långsiktig finansiering.¹⁰

⁵ För en detaljerad förklaring, se kommissionens arbetsdokument som åtföljer grönboken om långsiktig finansiering: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>.

⁶ En utförlig sammanfattning av svaren liksom de icke sekretessbelagda svaren finns på http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses_en.pdf.

⁷ http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf

⁸ [http://www.europarl.europa.eu/oel/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175\(INI\)&l=en](http://www.europarl.europa.eu/oel/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175(INI)&l=en)

⁹ Se <http://en.g20russia.ru/news/20130906/782782178.html>

¹⁰ Se <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20-OECD-Principles-LTI-Financing.pdf>

Mot ovanstående bakgrund och med samrådet om grönboken som grund redovisas i detta meddelande ett antal konkreta åtgärder. Att utveckla och diversifiera finansieringen av långsiktiga investeringar är en komplicerad uppgift med flera dimensioner där det inte finns någon enkel eller ”magisk” lösning utan snarare en uppsättning svar och initiativ. De åtgärder som föreslås i meddelandet fokuserar på att i) mobilisera privata källor till långsiktig finansiering, ii) utnyttja offentlig finansiering bättre, iii) utveckla kapitalmarknader, iv) förbättra de små och medelstora företagens tillgång på finansiering, v) söka privat finansiering av infrastruktur och vi) stärka den allmänna miljön för hållbar finansiering.

Tillsammans med detta meddelande lägger kommissionen i dag också fram följande:

- Ett förslag till översyn av direktivet om tjänstepensionsinstitut för att stödja en fortsatt utveckling av tjänstepensioner, en viktig långsiktig institutionell investerare i EU.
- Ett meddelande om gräsrotsfinansiering (*crowdfunding*), en växande finansieringskälla för små och medelstora företag.

2. MOBILISERING AV PRIVATA KÄLLOR TILL LÅNGSIKTIG FINANSIERING

Stöd från en ansvarfull utlåning från banker och främjande av andra finansieringskällor än banker, till exempel institutionella investerare inklusive försäkringsbolag, pensionsfonder, traditionella eller alternativa investeringsfonder, nationella fonder eller stiftelser är av avgörande betydelse. Även om bankerna kommer att fortsätta spela en viktig roll är en diversifiering av finansieringen viktig på kort sikt för att förbättra tillgången på kapital, men också på lång sikt för att hjälpa den europeiska ekonomin att klara framtida kriser bättre.

Banker

Enligt kapitalkravsförordningen (CRR) och det fjärde kapitalkravsdirektivet (CRD IV)¹¹ som införs från och med januari 2014 ska bankerna hålla större kapitalreserver, vilket ökar deras förmåga att absorbera potentiella förluster. Kommissionen kommer att göra en utvärdering av CRR-kravens lämplighet för långsiktig finansiering i två steg 2014 och 2015.

Bankerna kommer också att omfattas av nya krav på likviditetsförvaltning för att de ska kunna absorbera plötsliga likviditetsstörningar. Samtidigt som detta skulle skapa ökat förtroende för finanssystemet, anses det också att skärpta likviditetsregler kunde påverka bankernas möjligheter att bevilja lån med långa löptider. I samband med införandet av likviditetstäckningskvoten (LCR, en likviditetskvot med en horisont på en månad) i EU och de pågående internationella diskussionerna om hur den stabila nettofinansieringskvoten (NSFR, en likviditetskvot med en horisont på ett år) ska utformas är det viktigt att hitta rätt balans mellan att stärka banksektorns motståndskraft mot likviditetsstörningar och undvika överdrivna restriktioner för löptidstransformering som avskräcker från långsiktig finansiering¹². CRR möjliggör dessutom ett infasat genomförande av LCR och en lång observationsperiod innan det kan komma ett lagstiftningsförslag om NSFR.

Bankreformerna och framför allt bankunionen är avgörande för att återställa förtroendet för finanssektorn och minska den nuvarande fragmenteringen av marknaden som framför allt

¹¹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 575/2013 av den 26 juni 2013 om tillsyns krav för kreditinstitut och värdepappersföretag och om ändring av förordning (EU) nr 648/2012 och Europaparlamentets och rådets direktiv 2013/36/EU av den 26 juni 2013 om behörighet att utöva verksamhet i kreditinstitut och om tillsyn av kreditinstitut och värdepappersföretag, om ändring av direktiv 2002/87/EG och om upphävande av direktiv 2006/48/EG och 2006/49/EG.

¹² Jfr skäl 100 i förordning 575/2013.

drabbar finansieringen av små och medelstora företag. När väl dessa reformer har genomförts kommer låntagare och investerare att kunna dra nytta av en större och djupare marknad som är bättre reglerad och övervakad.

Förslaget om en europeisk strukturell bankreform¹³ är också viktigt, eftersom det syftar till att skydda centrala finansaktiviteter, till exempel utlåning till realekonomin, genom att skilja dessa från riskfylld spekulation. Det skulle också stoppa inlåningens nuvarande korssubventionering av spekulationsaktiviteter och därmed öka bankernas vilja att låna ut till realekonomin.

Åtgärder

- Kommissionen kommer att utarbeta rapporter om lämpligheten för CRR-kraven i samband med långsiktig finansiering till 2014¹⁴ och 2015¹⁵.
- När kommissionen utarbetar den delegerade akten om LCR¹⁶ (som väntas komma under första halvåret 2014) och i samband med slutkalibreringen av NSFR¹⁷ ska behovet av att inte i onödan begränsa bankernas långsiktiga finansiering uppmärksammas särskilt. Dessutom bör övervakningsperioden i CRR utnyttjas fullt ut för att justera och ta itu med eventuella icke avsedda konsekvenser av de nya likviditetsreglerna för långsiktiga investeringar.

Försäkringsbolag

Institutionella investerare såsom försäkringsbolag är lämpliga leverantörer av långsiktig finansiering. Samtidigt som deras investeringar i mindre likvida tillgångar såsom infrastrukturtillgångar har minskat, har sökandet efter högre avkastningar i lågräntemiljöer ökat deras intresse för sådana tillgångar.

Genom Solvens II¹⁸, som ska träda i kraft den 1 januari 2016, upphävs vissa investeringshinder som för närvarande finns i medlemsstaterna, framför allt för mindre likvida tillgångsklasser. Försäkringsbolagen kommer att få rätt att investera i alla typer av tillgångar enligt aktsamhetsprincipen, vilket innebär att de ska kunna "identifiera, mäta, övervaka, hantera, kontrollera och rapportera"¹⁹ riskerna i samband med sådana tillgångar.

En del hävdar att en förstärkning av kapitalkraven för att fånga upp alla kvantifierbara risker, inklusive marknadsrisk (som inte beaktades i det tidigare regelverket Solvens I) kan påverka försäkringsbolagens investeringsbeteende och långsiktiga strategi som institutionella investerare.²⁰ Kommissionen bad därför Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa) i september 2012 undersöka om kapitalkravens kalibrering och utformning behövde justeras, men utan att påverka systemets effektivitet vad gäller aktsamhet, framför allt vad gäller investeringar i infrastruktur, små och medelstora

¹³ COM(2014) 43

¹⁴ Artikel 505: Senast den 31 december 2014 ska kommissionen lägga fram en rapport för Europaparlamentet och rådet "om hur lämpliga kraven i denna förordning är med tanke på behovet av att säkerställa adekvata finansieringsnivåer för alla former av långsiktig finansiering för ekonomin, inklusive kritiska infrastrukturprojekt inom unionen på transport-, energi- och kommunikationsområdet".

¹⁵ Artikel 516: "Kommissionen ska senast den 31 december 2015 rapportera om denna förordnings inverkan när det gäller att stimulera långsiktiga investeringar i tillväxtfrämjande infrastruktur."

¹⁶ Artikel 460 i CRR.

¹⁷ Artikel 510.3 i CRR.

¹⁸ Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/138/EG av den 25 november 2009 om upptagande och utövande av försäkrings- och återförsäkringsverksamhet (Solvens II).

¹⁹ Artikel 132 i Solvens II.

²⁰ Kapitalkraven är endast en av drivkrafterna i investeringsbeslut tillsammans med skattesystem, redovisningsregler och försäkringsbolagens bristande kunskaper när det gäller mindre likvida tillgångar.

företag och sociala företag (inklusive värdepapperisering av skulder i detta syfte). Eiopas analys kom i december 2013.²¹ Den innehöll förslag på kriterier för att definiera värdepapperisering av god kvalitet och utforma en mer förmånlig behandling av sådana instrument genom att sänka motsvarande stressfaktorer.²² Detta är ett viktigt steg i det bredare uppdraget att främja en hållbar marknad för värdepapperisering (*se avsnitt 4 om värdepapperisering*). Kommissionen kommer att beakta den senaste rapporten från Eiopa när den utformar de relevanta delegerade akterna för Solvens II, inklusive eventuell anpassning av behandlingen av tillgångsklasser förutom värdepapperisering (infrastruktur, små och medelstora företag och sociala företag) enligt det ursprungliga uppdraget till Eiopa.

Dessutom kommer det andra Omnibus-direktivet²³ att införa åtgärder i Solvens II som är särskilt utformade för att stärka befintliga incitament för att matcha långfristiga ansvarsförbindelser med långfristiga tillgångar och behålla dem till dess de förfaller. Förteckningen över tillgångar som kan komma i fråga för denna matchningsmekanism har breddats för att inkludera viktiga långfristiga investeringar såsom obligationer som avser infrastrukturprojekt.

Åtgärder

- Kommissionen har för avsikt att senast i september 2014 anta den delegerade akten för Solvens II, inklusive ett antal incitament för att stimulera försäkringsbolagens långsiktiga investeringar.

Pensionsfonder

Pensionsfonder är institutionella investerare med långfristiga ansvarsförbindelser. De har därför kapacitet att vara "tålmodiga" investerare. Kommissionen ser positivt på att pensionsfonderna i allt högre grad söker sig till alternativa investeringar såsom riskkapital och infrastruktur för att diversifiera portföljerna och få högre avkastning²⁴. Förslaget till direktiv om tjänstepensionsinstitut (IORP 2) som antogs i dag skulle kunna bidra till mer omfattande långsiktiga investeringar från tjänstepensionsfondernas sida genom att begränsa medlemsstaternas möjligheter att införa restriktioner för vissa typer av sådana investeringar.

Förutom tjänstepensionsfonderna kan även individuella pensionsprodukter främja långsiktiga investeringar. I november 2012 bad kommissionen Eiopa utarbeta tekniska råd för utveckling av europeiska ramar för verksamheten i och tillsynen över individuella pensionssystem.²⁵ Det skulle ge möjlighet att mobilisera mer besparingar för att finansiera långsiktiga investeringar

²¹ Se https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19_LTI_Report.pdf

²² Till skillnad från banksektorn beror kapitalkraven på varje försäkringsbolags riskprofil, och de är betydligt lägre än stressfaktorena eftersom beräkningen inte är enbart faktorbaserad. Kapitalkraven motsvarar försäkringsbolagens potentiella förlust under stressade marknadsförhållanden, efter beaktande av ett antal lindrande faktorer som är specifika för varje enskilt försäkringsbolag (minskning av framtida bonus till försäkringstagarna, uppskjutna skatteskulder, hedging, diversifiering med andra riskkällor etc.). På grundval av de senaste europeiska kvantitativa effektstudierna beräknar kommissionen att kapitalkraven för marknadsrisk för ett typiskt livförsäkringsbolag med långsiktiga skulder är mellan två till tre gånger lägre än stressfaktorn för varje typ av investering.

²³ Ett direktiv som föreslogs 2011 (KOM(2011) 8) för att anpassa Solvens II till det nya regelverket för genomförandeåtgärder som infördes genom Lissabonfördraget och till inrättandet av Eiopa.

²⁴ Emellertid förblir den andel av deras tillgångar som slussas till denna form av investeringar begränsad, särskilt i fråga om infrastruktur tillgångar. Enligt en färsk OECD-undersökning av 86 stora pensionsfonder och dispositionsfonder för offentliga pensionssystem (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>) hade enbart 1 % av deras tillgångar investerats i icke börsnoterade infrastrukturinvesteringar och 12–15 % i andra alternativa investeringar (resten av tillgångarna hade investerats i obligationer, kontanter och börsnoterade aktier).

²⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/docs/calls/072012_call_en.pdf

och därmed främja såväl adekvata pensionsinkomster som ekonomisk tillväxt. Eiopa ombads undersöka minst två strategier: i) att utveckla gemensamma regler för att möjliggöra gränsöverskridande verksamhet för individuella pensionssystem, eller ii) utveckla en tjugonionde ordning genom vilken EU-reglerna inte ersätter nationella regler utan kompletterar dem. Eiopa lade i februari 2014 fram en preliminär rapport om individuella pensionsprodukter.

Åtgärder

- Under första halvåret 2014 kommer kommissionen att framställa en begäran om råd till Eiopa i syfte att skapa en inre marknad för individuella pensioner och därigenom eventuellt mobilisera mer individuella pensionsbesparingar för långsiktig finansiering.

Privata sparkonton

Grönbokens förslag om att undersöka olika sätt att öka gränsöverskridande flöden av besparingar, bland annat genom införandet av ett EU-sparkonto som erbjuder en standardiserad ram för att uppmuntra sparare att bidra till långsiktig finansiering, fick visst stöd från intressenterna. För att införa en sådan modell skulle man först behöva se på nationella modeller och undersöka frågor som gäller lönenivåer, nationella insättningsskydd, komplementaritet med befintliga nationella system, insamling av medel och kriterier för utlåning.

Åtgärder

- Kommissionens enheter kommer före slutet av 2014 att genomföra en studie av eventuella marknadsmisslyckanden och andra brister i samband med gränsöverskridande flöden av besparingar, inklusive en översikt av nationella modeller för sparkonton och en bedömning av lämpligheten i att införa ett EU-sparkonto.

3. BÄTTRE UTNYTTJANDE AV OFFENTLIG FINANSIERING

Den offentliga sektorn är en av de viktigaste källorna till materiella och immateriella bruttoinvesteringar. Insatser behövs för att säkra en öppnare och effektivare användning av offentliga medel och maximera de offentliga investeringarnas avkastning, deras bidrag till tillväxten och deras förmåga att utnyttja privata investeringar. Kommissionen kommer att fortsätta bevaka budgetpolitiken för länderna i EU-28 inklusive de offentliga utgifternas kvalitet och efterlevnaden av förfarandet vid alltför stora underskott inom ramen för den europeiska planeringsterminen. Dessutom krävs en bred inriktning där man även beaktar verksamheten i nationella utvecklingsbanker och exportkreditinstitut.

Nationella utvecklingsbanker

Nationella och regionala utvecklingsbanker spelar en viktig roll som katalysatorer för långfristig finansiering tillsammans med EIB/EIF och andra multilaterala utvecklingsbanker, såsom Europeiska banken för återuppbyggnad och utveckling (EBRD). Under senare år har de intensifierat sin verksamhet i syfte att motverka de kommersiella långivarnas krympande balansräkningar. Mot bakgrund av den stabilare ekonomiska situationen och den begränsade utlåningskapaciteten hos dessa institut finns det behov av att fokusera på marknadsmisslyckanden och operationer som medför ett mervärde. Under samrådet framfördes krav på fler gemensamma initiativ mellan EU och enskilda medlemsstater eller multinationella initiativ och förenklade förfaranden när det gäller marknadsföring av samarbete och synergier mellan EU:s budget och EIB/EIF, multilaterala utvecklingsbanker och nationella utvecklingsbanker samt när det gäller att stärka de nationella utvecklingsbankernas engagemang i EU:s politik och tillgången till EU:s fonder. De olika politikområdena omfattade miljö- och klimatexternaliteter, innovation samt utveckling av

socialt kapital och humankapital. Dessutom betraktades frågan om samordning mellan multilaterala banker och nationella utvecklingsbanker som viktig för att skapa synergier och samverkan och undvika dubblering av insatser och dubbel finansiering.

Åtgärder

- Kommissionen kommer under 2014 att lägga fram ett meddelande om utvecklingsbanker för att ge vägledning om allmänna principer, företagsstyrning och öppenhet som viktiga pådrivande faktorer för att säkra investerarnas förtroende och gynnsamma finansieringsvillkor, tillsyns- och regleringsfrågor samt de nationella utvecklingsbankernas roll när det gäller att medinvestera och leverera EU:s budgetmedel till stöd för EU:s politiska prioriteringar för 2020 och därefter.
- Kommissionen kommer att uppmuntra och övervaka samarbetet mellan nationella utvecklingsbanker och EIB/EIF och eventuellt andra multilaterala utvecklingsbanker enligt vad som krävdes av Europeiska rådet i juni 2013 och i rapporten till rådet i december 2014.

Exportkreditinstitut

Exportkreditinstituten är både investerare och borgenärer/emissionsgaranter för risken i samband med långfristig finansiering. De kan därför spela en viktig roll när det gäller att stödja gränsöverskridande investeringar i EU samt när det gäller att stödja exporten av kapitalvaror utanför EU. Detta är ett område där spänningar som gäller statsskuldrisken direkt påverkar den långfristiga finansieringen, i första hand när det gäller långfristiga garantier.

Åtgärder

- Kommissionens enheter kommer att offentliggöra en rapport om att främja bättre samordning och samarbete mellan de befintliga nationella kreditexportsystemen.

4. UTVECKLING AV EUROPEISKA KAPITALMARKNADER

Det krävs politiska insatser i Europa för att diversifiera finansieringskanalerna. De europeiska kapitalmarknaderna är i regel ganska underutvecklade och kan för närvarande inte fylla det finansieringsgap som uppkommit genom bankernas skuldsanering. Lämpliga finansiella instrument krävs också för att finansmarknaderna ska kunna spela en aktiv roll för att förmedla resurser till långfristiga investeringar. Detta omfattar innovativa finansiella instrument som är knutna till de viktigaste utmaningarna för en hållbar tillväxt i Europa, såsom infrastruktur, klimatobligationer och obligationer med social effekt (*se avsnitt 6*).

Marknaderna för aktier och företagsobligationer

Finansieringen av kapitalmarknaden har drabbats hårt av krisen, men trenden har varit sjunkande sedan 1990-talet. Antalet börsintroduktioner (IPO) i Europa och Förenta staterna är nu ungefär fem gånger lägre än före 1999.²⁶ Studier i Förenta staterna visar också att tiden till en börsintroduktion har fördubblats, från 4,8 år under början av 1980-talet till över 9 år sedan 2007.²⁷ Även om man beaktar börsintroduktionernas cykliska natur är dessa trender oroande, framför allt när det gäller att skapa sysselsättning, eftersom samma studier från Förenta

²⁶ Antalet börsintroduktioner i Storbritannien, Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien minskade från cirka 350 per år mellan 1996 och 2000 till cirka 70 per år under perioden 2008–2012 (se OECD:s arbetsdokument *Making Stock Markets Work to Support Economic Growth*, http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en). En liknande minskning noterades i Förenta staterna, från cirka 500 börsintroduktioner per år före 1999 till cirka 100 efter 1999 (se <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>).

²⁷ Se <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>.

staterna visar att 92 % av tillväxten i ett företag sker efter börsintroduktionen. Att ett antal marknadsorganisationer²⁸ inrättar en arbetsgrupp för börsintroduktioner för att ta itu med dessa frågor är ett välkommet initiativ.

Emission av företagsobligationer används av stora, klassade företag. Obligationerna emitteras i höga valörer och köps av finansinstitut. Den marknaden har vuxit under senare år. Dessa instrument är emellertid i regel inte tillgängliga för små och medelstora företag/midcap-företag även om det under senare år har skapats flera marknader även för privata obligationsinvestorer: i Tyskland (BondM-marknaden lanserades 2010), i Storbritannien (ORB lanserades 2010), i Frankrike (IBO lanserades 2012) och i Italien (ExtraMOT PRO lanserades 2013).

Trots sådana nationella initiativ förblir de europeiska kapitalmarknaderna för såväl obligationer som aktier fragmenterade och inte tillräckligt attraktiva för små och medelstora företag och midcap-företag med låg nivå på de gränsoverskridande investeringarna i andra värdepapper än de bästa industriaktierna. Viktiga hinder finns fortfarande, till exempel olika säkerhets- och konkurslagar.

Åtgärder

- Genom den delegerade akt som anges i MiFID 2²⁹ kommer kommissionen att se till att kraven på tillväxtmarknader för små och medelstora företag medför minimala administrativa bördor för emittenterna på dessa marknader samtidigt som man erbjuder ett gott skydd för investerarna. Definitionen kommer att omfatta minimiandelen emittenter från små och medelstora företag på dessa marknader, lämpliga kriterier för att få tillträde till handel, information till investerare och finansiell rapportering.
- Kommissionens enheter kommer att genomföra en lämplighetsstudie för att se om det krävs ytterligare åtgärder för att möjliggöra skapandet av en likvid och öppen sekundärmarknad för handel med företagsobligationer i EU efter de förbättringar som infördes genom MiFID 2 för andra värdepapper än aktier.
- Kommissionen kommer också att utvärdera konsekvenser och effekter av reglerna i prospektdirektivet till slutet av 2015.³⁰ Detta kommer framför allt att omfatta en utvärdering av den proportionella informationsordningen för emittenter som är små och medelstora företag och företag med reducerat marknadsvärde.
- Kommissionen kommer att undersöka om tillåtlighetskriterierna för fondbolagens investeringar kan utsträckas till att även omfatta värdepapper som börsnoterats på tillväxtmarknader för små och medelstora företag och som uppvisar vissa likviditetsegenskaper i enlighet med MiFID 2-ramverket. Frågan om även europeiska långfristiga investeringsfonder (Eltif) bör kunna investera i börsnoterade små och medelstora företag är en central fråga som för närvarande diskuteras i samband med

²⁸ Sammanslutningen av europeiska värdepappersbörser (*Federation of European Securities Exchanges, FESE*), *European issuers* och Europeiska riskkapitalföreningen (*European Private Equity and Venture Capital Association, EVCA*). Se <http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8>.

²⁹ Enligt artikel 35 i Europaparlamentets och rådets direktiv om marknader för finansiella instrument och om upphävande av direktiv 2004/39/EG (MiFID 2) enligt utkastet i den slutgiltiga kompromisstexten.

³⁰ Artikel 4 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2010/73/EU av den 24 november 2010 om ändring av direktiv 2003/71/EG om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och av direktiv 2004/109/EG om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad.

kommissionens Eltif-förslag.³¹ Enligt det förslaget utgör redan små och medelstora företag en del av de tillgångsklasser som det borde vara tillåtet för europeiska långsiktiga investeringsfonder att investera i.

Värdepapperisering

Värdepapperiseringstransaktioner ger bankerna en möjlighet att finansiera lån genom att lägga samman tillgångar och omvandla dem till värdepapper som är attraktiva för institutionella investerare. Ur ett bankperspektiv kan sådana transaktioner frigöra kapitalresurser, öka bankernas möjligheter att bredda sin utlåning och finansiera ekonomisk tillväxt. För institutionella investerare erbjuder sådana värdepapper, om de är tillräckligt stora, likvida investeringsmöjligheter i tillgångsklasser som de annars inte skulle investera direkt i, till exempel små och medelstora företag eller hypotekslån.

Vissa modeller för värdepapperisering har tidigare varit bristfälligt reglerade. Svagheterna med dessa modeller identifierades tidigt och togs sedan upp i EU:s finansreform. Kraven på kvarhållande av risk (*skin-in-the-game*) har funnits inom EU:s banksektor sedan 2011 och har breddats till att omfatta samtliga finanssektorer. Dessutom har informationsskyldigheten stärkts för att investerarna ska kunna få en god förståelse för de instrument de investerar i.

Ett stort antal konkreta åtgärder vidtas av myndigheterna för att värdepapperiseringstransaktionerna ska bli mer standardiserade och öppna och på så vis stärka investerarnas förtroende.³² EU:s institutioner och byråer måste öka sitt samarbete och utveckla synergier, till exempel i fråga om standardisering av rapporteringsmallar. Branschledda initiativ såsom införande av märkning bidrar dessutom till att uppnå dessa mål.

Trots åtgärderna har man hittills inte kunnat märka någon betydande återhämtning av denna marknad. Det beror till stor del på den stigmatisering av dessa transaktioner som fortfarande finns och på hur de behandlas i regelverket. Många intressenter har krävt en differentiering av värdepapperiseringsprodukter av tillsynsskäl för att främja utvecklingen av hållbara värdepapperiseringsmarknader. I Eiopas tekniska rapport om Solvens II och kommissionens förslag om en strukturell reform av bankerna introduceras särbehandling av värdepapperiseringsprodukter av ”hög” kvalitet.

Åtgärder

- Kommissionen kommer att arbeta för en särbehandling av värdepapperiseringsprodukter av ”hög” kvalitet i syfte att säkerställa konsekvens i olika finanssektorer och undersöka möjligheten till en förmånligare behandling i regelverket i överensstämmelse med aktsamhetsprinciperna. Kommissionen kommer att överväga att införa denna strategi i relevant EU-lagstiftning för olika finansiella sektorer. Den kommer framför allt att beakta möjligheten att i framtiden öka likviditeten för ett antal värdepapperiseringsprodukter efter ytterligare differentiering och standardisering.
- Kommissionen kommer att samarbeta med internationella standardiseringsorgan, framför allt Baselkommittén och Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco), för att utveckla och införa globala standarder, framför allt om regler för kvarhållande av risk, standardisering av god kvalitet och insyn för att säkra enhetlighet och undvika regelarbitrage.

³¹ Se till exempel Europaparlamentets förslag till betänkande om förslaget till Europaparlamentets och rådets förordning om europeiska långfristiga investeringsfonder av Rodi Kratsa-Tsagaropoulou.

³² De viktigaste initiativen är bestämmelserna i förordningen om kreditinstitut enligt vilka Esma skulle inrätta en offentlig webbplats (CRA 3, artikel 8b) och informationslagret European DataWarehouse som fått stöd av ECB.

Säkerställda obligationer

Säkerställda obligationer är ett vanligt sätt att utnyttja kapitalmarknaderna för finansiering som täcks av tillgångar av god kvalitet. För investerarna erbjuder dessa instrument säkerhet och likviditet jämfört med icke säkerställda obligationer med företrädesrätt medan de ger emittenterna fördelar som kostnadseffektiv och diversifierad finansiering. Även om flera av EU:s regler avser säkerställda obligationer finns det för närvarande inget gemensamt, harmoniserat regelverk. Vissa medlemsstater saknar särskild lagstiftning. Viss konvergens har trots detta ägt rum sedan tillåtlighetskriterierna för prioriterade kapitalkrav inom banksektorn utvecklades till en allmänt accepterad marknadsstandard.³³

Åtgärder

- Kommissionen kommer att se över behandlingen av säkerställda obligationer i CRR till slutet av 2014³⁴ för att lägga grunden för en integrerad europeisk marknad för säkerställda obligationer. Översynen kommer att omfatta kreditkvalitet, tillåtliga säkerheter och öppenhet. Den kan också omfatta förstärkt övervakning, möjligheten att genomdriva förmånsrätter och aspekter i samband med konkurssegregering.
- Mot bakgrund av resultaten från denna översyn kommer kommissionens enheter att genomföra en studie om fördelarna med att införa ett europeiskt regelverk för säkerställda obligationer.

Privata placeringar

Privata placeringar kan erbjuda ett alternativ till bankkrediter och emission av offentliga företagsobligationer och potentiellt bredda tillgången på finansiering för medelstora till stora icke börsnoterade företag och potentiella infrastrukturprojekt. Det nuvarande regelverket medger privata placeringar, och vissa medlemsstater har redan utvecklat dessa marknader (till exempel "Schuldschein"-marknaden i Tyskland och "Euro PP" i Frankrike). Det finns ett växande utbud och en växande efterfrågan i denna finansieringskanal, vilket visas av tillväxten för de befintliga marknaderna i EU och av antalet europeiska emittenter med tillgång till den amerikanska marknaden för privata placeringar.³⁵

Verksamheten har emellertid inte fått ett brett genomslag i Europa. Bland skälen för detta återfinns bristen på standardiserad dokumentation och information om emittenternas kreditvärdighet samt bristen på likviditet på sekundärmarknaden. Eftersom information om indrivning är speciellt viktig för den som investerar i dessa produkter har även skillnaderna mellan olika europeiska konkurslagar angetts som ett hinder för att utveckla en bredare gränsöverskridande marknad för privata placeringar.

Åtgärder

- Kommissionens enheter kommer till slutet av 2014 att genomföra en studie för att kartlägga marknaderna för privata placeringar i Europa jämfört med andra platser/rutiner, analysera de viktigaste framgångsfaktorerna och ta fram policyrekommendationer för hur framgångarna kan kopieras i större skala i EU. Potentiella risker kommer också att utvärderas, eftersom marknaderna för privata

³³ Bestämmelserna som ingår i CRD från 2006 och nu i CRR har redan lett till en viktig harmonisering av urvalet av tillåtliga tillgångar för säkerställda obligationer. När det gäller insynen har även CRR redan fastställt en minimistandard.

³⁴ Se artikel 503 i CRR.

³⁵ Under 2012 utnyttjade 36 europeiska företag (varav 11 mindre företag med intäkter under 500 miljoner euro) den amerikanska marknaden för privatplaceringar till ett belopp av nästan 20 miljarder dollar. Se <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/>

placeringar definitionsmässigt är mindre öppna än offentliga kapitalmarknader och dessutom mycket illikvida. Studien kommer att bygga på det offentliga samrådet och konsekvensbedömningen som genomfördes 2007/2008.³⁶

5. FÖRBÄTTRING AV SMÅ OCH MEDELSTORA FÖRETAGS TILLGÅNG TILL FINANSIERING

De små och medelstora företagens särskilt stora beroende av bankfinansiering innebar att de drabbades mest av krisen. De har fortfarande svårt att få lån, framför allt i randekonomierna, delvis på grund av banksektorns fragmentering.³⁷

En viktig fråga i samband med finansiering av små och medelstora företag är möjligheterna att underlätta övergången från nystartat företag till gruppen av små och medelstora företag och till midcap-företag, dvs. förflyttningen längs den så kallade ”finansieringsskalan”. Under sin livscykel använder de små och medelstora företagen en kombination av finansieringskällor inklusive banklån och externt kapital från affärsänglar, riskkapital, privata aktiefonder och slutligen kapitalmarknaderna. De små och medelstora företagen har ofta svårt att övergå från en viss mix av finansieringskällor till en annan. Mellan olika faser i sin tillväxt ställs företagen inför ”finansieringsluckor” och ”utbildningsluckor”. Detta märks särskilt tydligt i inledningsfasen och i tillväxtfasen, delvis beroende på bristen på riskkapitalfinansiering i Europa.

Under 2011 antog kommissionen en handlingsplan för finansiering av små och medelstora företag. Många av de åtgärderna har genomförts, inklusive reglering, finansiella program och stödinitiativ. En översikt över genomförandet av handlingsplanen finns i det arbetsdokument som åtföljer meddelandet. Vissa av åtgärderna pågår fortfarande, till exempel initiativen för att ta itu med de små och medelstora företagens utbildnings- och informationsluckor genom nätverket Enterprise Europe. Det framtida nätverket som blir operativt 2015³⁸ kommer att erbjuda mer omfattande rådgivning och stöd åt små och medelstora företag när det gäller tillgång till finansiering, och det kommer att samarbeta nära med andra lokala tjänsteleverantörer såsom finansiella intermediärer och revisorer. Olika coachningsprogram har också utarbetats på nationell nivå, i första hand för att förbereda de små och medelstora företagens inträde på kapitalmarknaderna (till exempel Elite-programmet som utvecklats av italienska börsen)³⁹.

Bristen på adekvat, jämförbar, pålitlig och lätt tillgänglig kreditinformation när det gäller små och medelstora företag är ett problem som ofta anges som ett av de hinder som traditionellt har gjort små och medelstora företag mer beroende av lokal bankfinansiering. Kommissionen organiserade en workshop i november 2013 med ett brett urval av olika intressenter för att diskutera privata och offentliga nationella rutiner och nya initiativ i syfte att hitta sätt att förbättra informationen om små och medelstora företag. Workshopen bekräftade att det finns tydliga hinder för investerarnas och finansbolagens tillgång till pålitlig, lätt tillgänglig och jämförbar information om små och medelstora företag i EU. Sådana hinder beror delvis på de

³⁶ Se http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement/index_en.htm

³⁷ Se ECB:s undersökning av de små och medelstora företagens tillgång till finansiering inom euroområdet, april–september 2013, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0>. Endast 33 % av de små och medelstora företag som ansökte om lån i Grekland fick hela beloppet, och endast 50 % i Spanien och Italien fick det (jämfört med i genomsnitt 65 % i euroområdet och 87 % i Tyskland). Men vissa uppgifter visar blygsamma tecken på förbättring: 60 % av de små och medelstora företagen i Irland rapporterar fullständig framgång med att erhålla lån jämfört med 30 % under de föregående sex månaderna. Även i Spanien har andelen ökat från 40 % till 50 %.

³⁸ Se kommissionens förslagsinfordringar nyligen (http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_en.htm).

³⁹ Se <http://elite.borsaitaliana.it/en>

stora skillnaderna mellan medlemsstaterna när det gäller graden av offentlig information och dess offentlighetsgrad, i första hand på grund av de nationella regelverkens utformning.

Åtgärder

- Kommissionens enheter kommer under 2014 att kartlägga den europeiska och nationella lagstiftning som påverkar tillgången på kreditinformation om små och medelstora företag för att undersöka tänkbara EU-strategier för kreditratingbranschen och utvärdera möjligheterna att harmonisera och öka jämförbarheten för uppgifter om små och medelstora företag inom EU.
- Kommissionens enheter kommer att återuppliva dialogen mellan banker och små och medelstora företag med målet att öka dessa företags förståelse för finansmarknaden, inte minst i fråga om tolkning av bankernas svar på låneansökningar, samt utvärdera bästa praxis för att hjälpa små och medelstora företag att få tillgång till kapitalmarknaderna.

6. PRIVAT FINANSIERING AV INFRASTRUKTURSATSNINGAR FÖR ATT GENOMFÖRA EUROPA 2020-STRATEGIN

Ursprungligen avsåg infrastrukturinvesteringar i första hand stora kapitalkrävande projekt såsom väg- och järnvägsnät, energiledningar, överföringsnät och basnät för telekom. Enligt den nya strategi som tillämpas av Fonden för ett sammanlänkat Europa (FSE) och europeiska struktur- och investeringsfonderna (Esif) läggs tyngdpunkten på hållbarhet, energieffektivitet, innovation, driftskompatibilitet och länkar i ett flermodalt europeiskt infrastrukturnät. Det innebär en övergång till järnväg och intelligent trafikstyrning inom transportsektorn, koldioxidsnål energiframställning och energieffektivitet i byggnader samt driftskompatibilitet inom energi- och IKT-sektorena.

EU:s initiativ om projektobligationer (PBI)⁴⁰ har av många intressenter lyfts fram som ett positivt exempel på hur man kan göra infrastrukturprojekt attraktiva för privat kapital. Kommissionens enheter undersöker ett antal förbättringar av PBI och möjligheten att utsträcka projektobligationslösningen till andra infrastruktursektorer, bland annat hållbara transporter, förnybar elproduktion och smarta nät. Här bör man särskilt undersöka möjligheterna att ge bidrag via de europeiska struktur- och investeringsfonderna i enlighet med respektive förordning.

Kommissionen kommer att uppmuntra de tilldelande myndigheterna i EU att, när det är ekonomiskt gynnsamt, överväga att engagera den privata sektorn när de genomför infrastrukturprojekt. Den kommer att uppmuntra myndigheterna att tillämpa en fullständig livscykel- och lönsamhetsanalys och främja anbud som bygger på ett större antal finansieringsalternativ, helt i linje med den senaste tidens ändringar av direktiven om offentlig upphandling. En förbättrad tillgång på öppen information och uppgifter om nya projekt som genomförs som offentlig-privata partnerskap kunde också få institutionella investerare att intressera sig för europeiska projekt.

Trots vikten av infrastrukturinvesteringar finns det mycket få enhetliga paneuropeiska uppgifter tillgängliga om infrastrukturlånens utveckling. I sin rapport till kommissionen i december 2013 framhöll Eiopa bristen på data som ett hinder som gjorde det omöjligt att utföra de nödvändiga analyserna för att rekommendera en lägre kalibrering av kapitalkraven för infrastrukturtillgångar.

⁴⁰ Initiativet om projektobligationer är ett instrument för riskspridning som inrättades av kommissionen och EIB i syfte att göra det möjligt för projektföretag att emittera projektobligationer som är attraktiva för dem som investerar på skuldkapitalmarknaden inom sektorerna för transeuropeiska transportnät (TEN-T), energinät (TEN-E) och telekommunikations- och bredbandsnät.

Infrastrukturtillgångar är i regel stora och uppgiftsunderlaget därför mindre än för typiska företagslån. Uppgifterna kommer ofta från bankernas och kapitalsponsorernas egen information som omfattas av strikta sekretessbestämmelser. Att göra sådana uppgifter tillgängliga för en bredare marknad skulle inte bara bidra till att bredda basen av institutionella investerare utan också hjälpa lagstiftarna att undersöka fördelarna med en skräddarsydd tillsynsstrategi för infrastrukturinvesteringar.

Åtgärder

- Kommissionens enheter kommer under 2014 att utvärdera lämpligheten av att offentliggöra befintlig information om de nationella, regionala och kommunala myndigheternas planer och projekt avseende infrastrukturinvesteringar, om möjligt via en gemensam portal.
- Under 2014 kommer kommissionens enheter att utvärdera genomförbarhet och praktiska arrangemang för att samla in och om möjligt ställa heltäckande och standardiserad kreditstatistik om infrastrukturlån till förfogande via en gemensam kontaktpunkt. Detta arbete skulle utgöra ett stöd för de ansträngningar som görs inom ramen för rådet för finansiell stabilitet och G20, och skulle kunna omfatta EIB, EBRD, nationella utvecklingsbanker och institutionella investerare.

7. FÖRSTÄRKT ALLMÄNT REGELVERK FÖR HÅLLBAR FINANSIERING

Ekonomins möjligheter att kanalisera kapital mot långsiktiga investeringar är också beroende av ett antal sektorsövergripande faktorer, inklusive företagsstyrning, redovisning, skattesystem och rättssystem. Den allmänna affärs- och regelmiljön är viktig för såväl inhemska som gränsöverskridande investeringar.

Företagsstyrning

Det sätt på vilket tillgångar förvaltas kan spela en viktig roll i fråga om långfristig finansiering när det gäller att integrera incitamenten för institutionella investerare, kapitalförvaltare och företag i anslutning till deras långsiktiga strategier och minska oron för kortsiktighet, spekulatör och förbindelser med olika institut.

Många intressenter och ett stort antal empiriska studier och rapporter lyfter fram de potentiella fördelarna med de anställdas ekonomiska deltagande och aktieägarande när det gäller, å ena sidan, ökad produktivitet och konkurrenskraft och, å den andra, möjligheterna att motivera och behålla de anställda. Sådana system ger dessutom långsiktigt inriktade och engagerade aktieägare.

Det finns också klara belegg för att miljöfrågor och sociala frågor inom företagsstyrningen är viktiga för företagets långsiktigt hållbara utveckling och att det är viktigt med investerare som engagerar sig i dessa frågor. Kommissionen har redan utarbetat flera initiativ för att öka företagets öppenhet, till exempel förslaget om icke-finansiell rapportering⁴¹. Det är emellertid bara ett litet antal investerare som beaktar dessa frågor när de bygger upp sina portföljer, och vissa investerare anser till och med att en integrering av sådana faktorer skulle strida mot deras uppdrag som förvaltare att maximera förmånstagarnas avkastning.

Åtgärder

- Kommissionen kommer att överväga att lägga fram ett förslag om översyn av direktivet om aktieägares rättigheter för att bättre integrera de institutionella investerarnas, kapitalförvaltarens och företagets långsiktiga intressen.

⁴¹ COM(2013) 207.

- Inom ramen för Europaparlamentets pilotprojekt *Främjande av personaläggande och arbetstagarandelaktighet* kommer kommissionen under 2014 att utvärdera systemen för de anställdas aktieinnehav i EU för att identifiera problem i samband med gränsöverskridande tillämpning av system för de anställdas engagemang och aktieinnehav och utforma tänkbara EU-åtgärder för att främja de anställdas ekonomiska deltagande och framför allt aktieäggande.
- Kommissionen kommer eventuellt också att lägga fram en rekommendation för att förbättra företagsstyrningsrapporternas kvalitet och en rapport om incitament för institutionella investerare och kapitalförvaltare att i högre grad beakta informationen om miljöfrågor (till exempel koldioxidavtryck och klimatrisker), sociala frågor och information om företagets styrning (ESG) i sina investeringsbeslut samt en studie om förvaltaruppdrag och hållbarhet.

Redovisningsstandards

I grönboken undersöktes frågan om att skapa en balans mellan korrektheten för den information som lämnas till investerarna och tillräckliga incitament för att behålla och förvalta långsiktiga investeringar. I det sammanhanget kritiserades redovisning till verkligt värde av ett stort antal intressenter eftersom det inför marknadsvolatilitet i den finansiella rapporteringen och därför främjar ett kortsiktigt beteende. Många av de svarande kommenterade betydelsen av IASB:s ramkoncept när det gäller att se till att framtida redovisningsstandards utarbetas på ett sätt som inte skadar långsiktiga investeringar. Även det pågående arbetet i IASB för att granska redovisningen av finansiella instrument (IFRS 9) framhölls.

Förordningen om internationella redovisningsstandards (IAS) från 2002 utvärderas för närvarande, bland annat med avseende på om de införandekriterier som fastställdes 2002 fortfarande är lämpliga och tillräckligt robusta för dagens och framtidens Europa.⁴²

De små och medelstora företagens redovisning är en viktig faktor i detta avseende. Många intressenter vill att den kompletta uppsättningen IFRS-standards som gäller för samtliga börsnoterade företag bör utarbetas i en förenklad version för börsnoterade små och medelstora företag, samtidigt som man inser att strikta standards behövs för att behålla investerarnas förtroende.⁴³ För icke börsnoterade små och medelstora företag kunde dessutom ett komplett, självständigt regelverk för redovisning vara användbart för gränsöverskridande grupper. I dag omfattas icke börsnoterade små och medelstora företag av nationella redovisningsregler som bygger på EU:s redovisningsdirektiv med gemensamma grundprinciper som medlemsstaterna ska tillämpa när de utformar sina nationella redovisningsregler för små och medelstora företag (*se arbetsdokumentet*).

Åtgärder

- I samband med sitt stöd för den reviderade IFRS 9 kommer kommissionen att överväga lämpligheten av att använda verkligt värde i den standarden, framför allt när det gäller affärsmodeller för långsiktig investering.
- Kommissionen kommer att uppmana IASB att noggrant beakta konsekvenserna av alla sina beslut för investerarnas investeringshorisont, såväl i enskilda relevanta

⁴² Se Philippe Maystadts rapport *Should IFRS Standards be More European?*, http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf.

⁴³ Styrelsen för de internationella redovisningsstandarderna (International Accounting Standards Board, IASB) har tagit fram en uppsättning förenklade standards, IFRS, för små och medelstora företag. De är emellertid avsedda för icke börsnoterade företag.

projekt som i samband med utvecklingen av de begreppsmässiga ramarna och att särskilt uppmärksamma återinförandet av aktsamhetsbegreppet.

- I sin utvärdering av IAS-förordningen under 2014 kommer kommissionens enheter att tillsammans med intressenterna undersöka införandekriteriernas lämplighet mot bakgrund av Europas långsiktiga investeringsbehov.
- Kommissionens enheter kommer att genomföra ett samråd under 2014 för att undersöka i) möjligheterna till förenklade redovisningsregler för börsnoterade små och medelstora företags årsredovisningar, och ii) behovet av en komplett självständig redovisningsstandard för icke börsnoterade små och medelstora företag som en komplettering till redovisningsdirektivet.

Skattesystem och rättsligt klimat

Övervägande delen av de europeiska (och internationella) systemen för företagsbeskattning främjar finansiering med **obligationer jämfört med aktier** genom att medge avdrag för räntekostnader, samtidigt som det inte finns någon motsvarande behandling av kostnaderna när aktier emitteras. Denna förmånliga skattebehandling av skuldfinansiering kan uppmuntra företagen att skuldsätta sig ännu mer, och det kan missgynna innovativa företag och nystartade företag som finansieras med eget kapital. Frågan väckte stort intresse under det offentliga samrådet.

När det gäller det rättsliga klimatet för långsiktig finansiering skapar skillnaderna mellan medlemsstaternas insolvenslagar och bristen på flexibilitet hos dessa lagar höga kostnader för investerarna, låg avkastning för kreditgivarna och svårigheter för företag med gränsöverskridande aktiviteter eller ägande inom EU. Dessa effektivitetsbrister påverkar tillgången på finansiering samt företagens förmåga att etablera sig och växa, och effekterna blir särskilt allvarliga för små och medelstora företag. Det finns dessutom rättsliga hinder i fråga om överföring av fordringar, vilket med en juridisk term kallas överlåtelse av fordran, i samband med många gränsöverskridande finansieringstransaktioner, till exempel värdepapperisering och factoring. Frånvaron av tydliga regler på EU-nivå⁴⁴ skapar rättsosäkerhet för gränsöverskridande överlåtelser av fordringar.

Åtgärder

- Genom sina landsspecifika rekommendationer inom ramen för den europeiska planeringsterminen kommer kommissionen även fortsättningsvis att uppmuntra till ökad andel finansiering via aktiekapital, särskilt i de länder där bolagsbeskattningen tenderar att gynna lånefinansiering.
- I enlighet med sin rekommendation i mars 2014⁴⁵ om bästa praxis för att möjliggöra en tidig omstrukturering av livskraftiga företag och ge insolventa företagare en andra chans kommer kommissionen att se över tillämpningen av rekommendationen och utvärdera tänkbara ytterligare åtgärder.
- Kommissionens enheter kommer under 2014 att offentliggöra en rapport om tillämplig lag för frågorna i samband med tredjepart när det gäller överlåtelse av fordran.

⁴⁴ Förordning (EU) nr 593/2008 om tillämplig lag för avtalsförpliktelser (Rom I) innehåller för närvarande inga regler på detta område.

⁴⁵ C(2014) 1500.

8. SLUTSATS

Att främja en långsiktig finansiering är avgörande för en smart, hållbar tillväxt som gynnar alla i Europa. I detta meddelande beskrivs ett stort antal initiativ på olika fronter. Vissa avser befintlig lagstiftning, medan andra är av mer förberedande natur. Samtliga syftar till att förbättra det finansiella systemets förmåga att leda resurser mot långsiktiga investeringar.

Kommissionen är fast besluten att genomföra denna handlingsplan. Den kommer i det syftet att vid behov och regelbundet träffa samtliga relevanta intressenter. Kommissionen uppmanar medlemsstaterna och Europaparlamentet att stödja de initiativ som redovisas i meddelandet.