



EUROPEAN
COMMISSION

Brussels, 25.3.2013
COM(2013) 150 final

GREEN PAPER

LONG-TERM FINANCING OF THE EUROPEAN ECONOMY

(Text with EEA relevance)

{SWD(2013) 76 final}

1. INLEDNING

Europas akuta utmaning är att återföra ekonomin i EU på ett spår som leder fram till smart och hållbar tillväxt och skapar nya arbetstillfällen, utvecklar de områden där unionen har konkurrensfördelar och därigenom stärker unionens konkurrenskraft på den globala marknaden.

För att lösa denna uppgift står Europa inför storskaliga och långsiktiga finansieringsbehov i överensstämmelse med prioriteringarna i Europa 2020-strategin¹, 2012 års uppdatering av industripolitiken², innovationsunionsinitiativet³ och Fonden för ett sammanlänkat Europa⁴. Långfristiga investeringar innebär skapandet av långsiktigt kapital, inbegripet materiella tillgångar (såsom exempelvis energi-, transport- och kommunikationsinfrastruktur, industrianläggningar och tjänstefunktioner, bostäder och klimatförändrings- och miljöinnovationstekniker) samt immateriella tillgångar (som exempelvis utbildning och forskning och utveckling) som stimulerar innovation och konkurrenskraft. Många av dessa investeringar ger samhällsekonomiska vinster, eftersom de ger större förräntning för samhället som helhet genom att ge stöd åt viktiga samhällsfunktioner och förbättra levnadsstandarden. Deras effekt kan också börja märkas på kort sikt. De gör det möjligt för företag och stater att producera mer med mindre resurser, reagera på nya ekonomiska, sociala⁵ och miljömässiga utmaningar, och på så sätt underlätta övergången till en mer hållbar ekonomi och höja den långsiktiga produktivitetstillväxten och konkurrenskraften. Klimatförändringstrender och slöseriet med naturresurser understryker ytterligare att utmaningen att säkerställa en hållbar tillväxt, eftersom de visar på behovet av mer långsiktiga investeringar i energi med låga koldioxidutsläpp, energi- och resurseffektivitet och en infrastruktur som är förenlig med det politiska målet att begränsa klimatförändringarna till under två grader och bryta sambandet mellan ekonomisk tillväxt och resursförbrukning.

För att finansiera dessa långsiktiga investeringar behöver myndigheter och företag, stora som små, tillgång till förutsebar, långfristig finansiering. Ekonomins kapacitet att mobilisera sådan långsiktig finansiering beror på det finansiella systemets förmåga att kanalisera regeringars, företags och hushålls besparingar på ett effektivt och ändamålsenligt sätt till rätt användare och användningsområden genom öppna och konkurrensutsatta marknader. Detta kan ske med hjälp av olika mellanhänder (t.ex. banker, försäkringsbolag och pensionsfonder) och genom direkt tillträde till finansmarknader. Grönboken inriktas på hur denna process fungerar. En förutsättning för att kanalisera långsiktig finansiering till rimlig kostnad är att ekonomin kan skapa och attrahera sparande. En offentlig politik som kännetecknas av en sund finanspolitik,

¹ Se http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm

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

³ Se http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf

⁴ Se <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:EN:PDF>

⁵ I kommissionens meddelande ”sociala investeringar för tillväxt och sammanhållning”(KOM(2013) 83 betonas att medlemsstaterna i större utsträckning behöver utveckla innovativa finansieringsmetoder på dt sociala området, inklusive deltagande av den privata sektorn.

effektiva skattesystem och en företagsvänlig miljö gör ekonomin mer attraktiv för investerare, inklusive från utlandet.

Det är helt avgörande att få till stånd ett väl fungerande system för långfristig finansiering för att stödja ekonomiska strukturreformer och en trendmässig återgång till långsiktig ekonomisk tillväxt. Långsiktig finansiering krävs likaså under ett företags hela livscykel, från hjälp att starta ett företag till att göra det möjligt för företaget att expandera och därefter fortsätta att växa. Långsiktig finansiering stöder företagets omvandling i olika stadier av deras livscykel. Detta kräver kunskap om och tillgång till olika finansiella instrument och processer. Långsiktig finansiering medverkar också till att finansiera exporten och bidrar på så sätt till att förbättra handelsbalansen. På det internationella planet har man inom G20-gruppen erkänt vikten av långsiktig finansiering till förmån för tillväxt och sysselsättning⁶.

Finanskrisen har påverkat den europeiska finansiella sektorns förmåga att kanalisera sparande till långsiktiga investeringsbehov. Framför allt har finanskrisen och det aktuella svaga makroekonomiska läget skapat ett klimat präglad av osäkerhet och riskaversion, särskilt i de medlemsstater som är ekonomiskt pressade och för små och medelstora företag. Finanskrisen har försämrat bankernas möjlighet att låna på långa löptider, eftersom de behöver dra ned på sin utlåning för att korrigera tidigare alltför lättsinnig utlåning. Samtidigt har krisen inverkat negativt på förtroendet och riskbenägenheten bland låntagare och institutionella investerare.

En viktig lärdom från krisen är att lämplig reglering och tillsyn av finanssektorn är nödvändig för att återställa den finansiella stabiliteten och marknadernas förtroende. Som en del övergripande politiska åtgärder, är det lämpligt att se till att de nya reglerings- och tillsynsramarna mer detaljerat inriktas på att så effektivt som möjligt stödja den reala ekonomin utan att äventyra den finansiella stabiliteten.

Höjer man blicken bortom finanskrisen, är en viktig fråga huruvida EU:s tidigare starka beroende av bankförmedling av finansiering till långsiktiga investeringar kommer att ersättas av ett mer diversifierat system med betydligt större andel direkt kapitalmarknadsfinansiering och med institutionella investerare och alternativa finansmarknader mer involverade. Det råder ingen tvekan om att bankerna, givet deras kompetens i att hantera risk, lokalkännedom och företagskontakter, även i fortsättningen kommer att vara viktiga aktörer för att kanalisera långsiktiga investeringar. Det är dock osäkert om affärsbanker kommer att återuppta sin praxis med hålla långfristiga fordringar till förfall i lika stor utsträckning som tidigare.

Bankernas minskade roll i fråga om långfristig utlåning skapar nya behov och öppnar nya möjligheter för andra finansinstitut och marknadsbaserade förmedlingstjänster att kanalisera finansiering till långsiktiga investeringar. De institutionella investerarnas och marknadernas förmåga att fylla detta gap är emellertid beroende av ett antal villkor. Liksom den rätta detaljerade inriktningen av regleringsramen, hävdar många att redovisningsprinciper, värderingsmått och kapitalförvaltarnas beteende skapar extra kostnader och dåligt anpassade incitament. Dessutom är företagsobligations-, aktie- och värdepapperiseringsmarknader i Europa fortfarande relativt outvecklade jämfört med andra ekonomier, och annan finansiering

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

än bankfinansiering är fortfarande i stor utsträckning inte tillgänglig för små och medelstora företag.

Att säkerställa effektiva och ändamålsenliga förmedlingskanaler för långsiktig finansiering är en komplicerad uppgift som har många dimensioner. Syftet med denna grönbok är att starta en bred debatt om hur tillgång till långsiktig finansiering bäst främjas och hur man kan förbättra och diversifiera det finansiella förmedlingssystemet för långsiktiga investeringar i Europa. Som framgår av samrådsfrågorna bör denna diskussion beakta särdragen hos olika aktörer på den finansiella marknaden och också behandla frågor om olika villkor som styr förmedlingen av finansiering. Svaren på frågorna i samrådet kommer att bidra till kommissionens vidare bedömning av hindren för långsiktig finansiering, i syfte att identifiera möjliga politiska åtgärder för att övervinna hindren. En möjlig uppföljning kan ta sig olika former: på vissa områden kan en ny eller ändrad reglering behövas, medan EU-nivåns roll på andra områden skulle kunna bestå i att uppmuntra en förstärkt samordning och främjandet av bästa praxis, eller ha formen av en specifik uppföljning med enskilda medlemsstater inom ramen för den europeiska planeringsterminen. Denna grönbok åtföljs av ett arbetsdokument från kommissionen, i vilken den underliggande analysen beskrivs mer i detalj.

2. TILLHANDAHÅLLANDE AV LÅNGFRISTIG FINANSIERING OCH SÄRDRAGET I LÅNGSIKTIGA INVESTERINGAR

Ekonomins förmåga att finansiera långsiktiga investeringar beror på dess förmåga att generera besparingar och dra till sig och behålla utländska direktinvesteringar.

Olika aktörer kan fungera som långsiktiga finansieringskällor, inklusive regeringar, företag och hushåll. Regeringar och företag skapade också efterfrågan på långfristig finansiering. I Europa ligger investerings- eller sparkvoten båda på omkring 20 %. Detta är gynnsamt i förhållande till andra delar av världen. Denna övergripande bild skymmer emellertid det faktum att privata investeringar under 2011 låg långt under 2007 års nivå och denna nedgång var fyra gånger större än nedgången i real BNP under samma period⁷. Både sparare och investerare upplever nu en hög grad av osäkerhet, riskaversion och brist på förtroende som en följd av det svaga makroekonomiska läget och de dystra framtidsutsikterna. Detta kan få varaktiga effekter och skapa mer bestående hinder för tillgången på långsiktig finansiering liksom påverka efterfrågan:

- **Regeringar:** Offentliga medel, härrörande från beskattning och offentlig skuldsättning, spelar en viktig roll när det gäller att finansiera långsiktiga investeringar med tanke på de positiva externa effekter som ofta är förknippade med offentliga investeringar och det sätt på vilket de kompletterar privata investeringar. Även om regeringarna kommer alltid kommer att spela en central roll när det gäller att tillhandta offentliga nyttigheter och offentlig infrastruktur, har en förbättrad utgiftseffektivitet med hjälp av mer systematisk kostnads-/nyttoanalys och noggrann sällning bland projekt sedan länge varit en utmaning. Därutöver används offentliga medel i form av bidrag eller lån för att

⁷ Se McKinsey globala Institute (2012).

stödja långsiktiga investeringar i den privata sektorn på områden där marknadsmisslyckanden leder till suboptimala privata finansierings- och/eller investeringsnivåer. Offentliga medel bör inte ersätta privat finansiering på dessa områden, men kan mobilisera privat finansiering och bidra till att hantera de sammanhängande riskerna.

- **Företag:** Företag finansierar investeringar antingen ur egna medel eller genom tillgång till det finansiella systemet. Dämpad efterfrågan och marknadsosäkerhet har drabbat företagets intjäning. Företagsinvesteringar har samtidigt varit ännu svagare, vilket resulterat i en ökning i vissa medlemsstater av interna likvida reserver, särskilt i stora företag — stora företags kassamedel och motsvarande uppskattas ha ökat med cirka 4 procentenheter mellan 2009 och 2011⁸. Många små och medelstora företag leder emellertid också av en ständig brist på likviditet.
- **Hushåll:** Hushåll är den främsta källan till kapital för att finansiera investeringar. Kortfristigt sparande utgör emellertid den placeringsform de flesta föredrar. Under perioden 2000-2010 minskade exempelvis hushållen sina aktieinnehav med åtta procentenheter som andel av deras finansiella tillgångar⁹. Hushållen föredrar i allmänhet likviditet och finansiella produkter som är lätt inlösbare. Stabilitet föredras och riskovilligheten är nu allmänt utbredd. Det finns därför behov av att mobilisera mer långsiktigt sparande. och
- **Extern finansiering:** Utländska direktinvesteringar är en annan traditionellt viktig finansieringskälla för långsiktiga projekt. Trots krisen har en återhämtning för de utländska direktinvesteringarna i EU konstaterats under 2011, efter de senaste årens kraftiga nedgång. Utländska direktinvesteringar i EU uppgick till 242 miljarder euro år 2011, vilket utgjorde en ökning med 13 % jämfört med 2010 års nivåer. Inom EU föreligger betydande skillnader mellan olika länder.

Den långsiktiga tillväxtutsikterna för alla ekonomier beror bl.a. på den finansiella sektorns förmåga att kanalisera det ovan nämnda sparandet till **produktiva investeringar**. Denna grönbok behandlar långsiktiga investeringar i meningen skapande av materiellt och immateriellt kapital med lång livslängd. Fokus ligger således på produktivt (i motsats till finansiellt) kapital liknande nationalräkenskapernas begrepp, där investeringar specificeras som fasta bruttoinvesteringar. Bildandet av produktivt kapital drabbades hårt under finanskrisen, och investeringsnivåerna understiger fortfarande de nivåer som uppmättes före krisen i många EU-länder. Investeringar i materiellt och immateriellt produktivt kapital är av avgörande betydelse för att vända den ekonomiska utvecklingen i EU och kommer att utgöra en hörnsten i varje långsiktig tillväxtstrategi.

Fokus läggs på kapitalvaror med lång livslängd (som exempelvis ekonomisk och social infrastruktur, byggnader och forskning och utveckling, utbildning och innovation), dock inte för att dessa är viktigare för tillväxten än kapitalvaror med kort livslängd (som exempelvis datorer, mobiltelefoner och fordon). Investeringsvolymer för kapitalvaror med kort livslängd

⁸ Baserat på en enkät om förändringar i kassamedel och kassaliknande likvida medel i 170 stora europeiska icke-finansiella företag betygsatta av Fitch.

⁹ Se McKinsey globala Institute (2011).

är snarare kraftigt konjunkturförstärkande. Dessa volymer för närvarande nedpressade på grund av de svaga makroekonomiska utsikterna i Europa, men de förväntas återhämta sig så snart ekonomin repar sig. Detsamma gäller andra utgifter i producerande företag såsom personalkostnader (anställningskostnader) och inköp av insatsvaror.

Situationen är mycket annorlunda för långsiktiga kapitalvaror, som kännetecknas av långa investerings/anläggningsperioder och kräver **långsiktig finansiering**, eftersom kassaflödena som avkastningen på investeringar antas generera först uppstår efter en längre tidsperiod. Eftersom en betydande andel av beståndet av långsiktigt produktivt kapital består av offentlig infrastruktur, har denna typ av kapital traditionellt spelat en stabiliserande roll för ekonomin — vilket förutsätter att regeringar kan åstadkomma offentliga investeringar på en konjunkturutmattande sätt, och att finanssektorn, när den tillhandahåller investeringskapital, är tämligen övertygade om att ekonomin kommer att vara i ett gynnsamt läge när väl bygg- och anläggandeperioder har slutförts.

Det finns gemensam allmänt erkänd definition på långfristig finansiering. Allmänt sett kan långfristig finansiering ses som en process genom där det finansiella systemet står för finansieringen av investeringar som sträcker sig över en längre tidsperiod. I denna definition läggs tonvikten på de särdrag som kännetecknar långsiktig finansiering¹⁰. I det pågående internationella arbetet inom ramen för G20 om långsiktiga investeringar definieras däremot långfristig finansiering snävare, med fokus på finansieringslöptider som överstiger fem år, inklusive finansieringskällor som inte har någon specifik löptid (till exempel aktier).

Frågor:

1) *Håller ni med om ovanstående analys när det gäller utbudet av långfristig finansiering och det som kännetecknar sådan finansiering ?*

2) *Har ni en uppfattning om vad som är den lämpligaste definitionen av långfristig finansiering?*

3. ATT STÄRKA DEN EUROPEISKA EKONOMINS LÅNGSIKTIGA FINANSIERING

Som för alla typer av finansiering sammanhänger ekonomins förmåga att finansiera långsiktiga investeringar med det finansiella systemets förmåga att på ett effektivt och ändamålsenligt sätt kanalisera detta finansieringskapital till de rätta användarna och investeringarna med hjälp av öppna och konkurrensutsatta marknader. Detta kan utföras av olika mellanhänder (t.ex. banker, försäkringsbolag och pensionsfonder) och genom direkt tillträde till finansiella marknader. En rad faktorer begränsar emellertid deras möjligheter att spela en verkligt effektiv roll i den långfristiga finansieringen. Vissa av dessa faktorer kommer att ta längre tid att behandla än andra.

¹⁰ Bland dessa särdrag ingår investerarens egenskaper, tillgångens art, typen av finansiell förmedling, och värderingen och prissättningen av tillgången. För närmare detaljer hänvisas till det arbetsdokument som medföljer denna grönbok.

En viktig lärdom av krisen är att en lämplig reglering och tillsyn av finanssektorn är nödvändig för att återställa den finansiella stabiliteten och förtroendet på marknaderna. EU bedriver ett övergripande program för finansiell reform på detta område, som ett komplement till bredare finanspolitiska och ekonomiska reformer. Finansiell stabilitet är nödvändigt, men i sig inte tillräckligt. Som en del av mer övergripande politiska åtgärder måste den detaljerade inriktningen av det nya reglerings- och tillsynsramverket effektivt göra det möjligt för den finansiella sektorn att stödja den reala ekonomin och innehålla incitament till detta, inklusive på skatteområdet, utan att äventyra den finansiella stabiliteten.

Både myndigheterna och marknadsaktörerna har ett gemensamt ansvar för att skapa denna miljö, återupprätta förtroende och förutsebarhet och höja Europas övergripande dragningskraft som ett investeringsområde. Med detta som utgångspunkt **bör insatser för att stärka den långsiktiga finansieringen av den europeiska ekonomin inriktas på ett brett spektrum av samverkande faktorer:**

- **Finansinstituts förmåga att kanalisera långfristig finansiering.**
- **Finansiella marknaders effektivitet och ändamålsenlighet när det gäller att erbjuda långfristiga finansieringsinstrument.**
- **Övergripande faktorer som möjliggör sparande och finansiering på lång sikt. och**
- **Hur lätt det är för små och medelstora företag att få tillgång till bankfinansiering och annan finansiering.**

3.1. Finansinstituts förmåga att kanalisera långfristig finansiering

Affärsbanker

Banker har traditionellt varit de viktigaste finansförmedlarna i Europa. Banksektorns andel av ekonomin är internationellt sett stor i EU, särskilt jämfört med förenta staterna, vilket avspeglar Europas större beroendet av bankernas finansförmedlingsfunktion. Detta innebär framöver utmaningar för den långsiktiga finansieringen.

Krisen visade på de risker som är förknippade med en överdriven skuldfinansieringsgrad och löptidstransformering. Detta har i förening med sjunkande efterfrågan i vissa länder som befinner sig i recession lett till att många banker minskat skuldsättningsgraden, vilket särskilt har bidragit till den aktuella bristen på långfristig finansiering¹¹. Även efter det att denna skuldeddragningsprocess avslutats kommer omvärderingen av risk till följd av krisen att öka kapitalkostnaden. Kostnaderna i förening med bankkrishanteringsverktygen kan också öka kapitalkostnaden, även om de positiva effekterna av att upprätta en mer upplösbar banksektor kommer att vara extremt fördelaktiga för samhället och ekonomin. Sammankopplingarna mellan banker och statspapper och den skärpta regleringen har också förstärkt koncentrationen av bankverksamheten på hemmamarknaden med en minskning av

¹¹ I exempelvis ECB:s bankutlåningsenkät för oktober 2012 rapporteras att euroområdet bankers nettoåtstramning av kreditvillkoren för lån eller kreditlimits till företag ökade 15 % i nettotermer, jämfört med 10 % under det andra kvartalet 2012. På motsvarande sätt minskade volymen på nya långfristiga lån markant under första halvåret 2012 och deras bestånd visar en betydande nedåtgående trend i det kortaste löptidssegmentet.

gränsöverskridande finansiering och en fragmentering av den inre marknaden som följd, vilket ytterligare minskar tillgången på finansiering och driver upp kapitalkostnaden, särskilt i länder som är utsatta för påfrestningar.

Gemensamma europeiska **tillsynsregler för banker** för att förhindra överdrifter i det förflutna kommer framöver att öka bankernas förmåga att hantera risk och ingjuta förtroende, samt utveckla en gemensam regelbok för att skydda den inre marknads integritet. Ur ett långfristigt finansieringsperspektiv måste tillsynsregleringen ta itu med de risker som banker möter när de använder kortfristig inlåning för att finansiera långfristig utlåning. Av detta följer i sig inte att regler som begränsar möjligheten för banker att använda kortfristig finansiering på detta sätt medför en minskad utlåning till den reala ekonomin. Den potentiella avvägningen mellan att begränsa skapande av likviditet för att säkerställa stabilitet och tillhandahållande av långfristig finansiering för den reala ekonomin förklarar behovet av en lämplig kalibrering och ett successivt genomförande av reglerna. Aktuella förslag från Baselkommittén om likviditetskrav syftar till att öka bankernas motståndskraft och samtidigt se till att begränsningar för löptidstransformering inte får oavsedda konsekvenser. Kommissionen har föreslagit en övervakningsperiod liksom en översyn av kalibreringen av parametrarna för likviditetskrav¹².

En annan konsekvens av krisen som kan påverka möjligheten för banker att kanalisera långfristig finansiering är den allt intensivare diskussionen om huruvida ytterligare reformer direkt riktade mot deras struktur ytterligare skulle minska sannolikheten för och konsekvenserna av fallissemang, bättre säkerställa den fortsatta driften av vitala ekonomiska funktioner och bättre skydda sårbara icke-professionella kunder. I den nyligen presenterade rapporten från expertgruppen på hög nivå **om reformering av banksektorns struktur i EU** finns dokument som visar hur bankers beteende de senaste decennierna har lett till en oproportionerligt stor ökning av internaffärer inom finanssektorn snarare än kundinriktad verksamhet, inklusive långfristig företagsfinansiering. Gruppen rekommenderade att begränsa och särskilt redovisa riskfyllda affärsmetoder. Kommissionen överväger för närvarande hur gruppens rapport bör följas upp.

Bankerna kommer naturligtvis inte försvinna från förmedlingskedjan i Europa. Deras kreditriskbedömningskompetens och lokalkännedom och förbindelser med företagen innebär därför att de kommer att fortsätta vara och måste vara viktiga aktörer. Men mot bakgrund av utvecklingen sedan krisen inom banksektorn, finns det nya behov och möjligheter för andra mellanhänder att komplettera bankernas roll genom att på ett mer balanserat sätt kanalisera finansiering till långsiktiga investeringar.

Fråga:

3) Med tanke på banksektorns föränderliga karaktär, hur ser ni på bankernas roll i framtiden i att kanalisera finansiering till långsiktiga investeringar?

Nationella och multilaterala utvecklingsbanker och finansiella incitament

Utvecklingsbanker som är verksamma både internationellt och nationellt bör spela en roll när det gäller att bidra till att utveckla långsiktig finansiering och effektivisera finansmarknaderna och instrument. Trots vissa investeringars positiva nettobidrag till det ekonomiska välståndet

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

kan marknadsmisslyckanden hindra investerare från att ta vissa risker och/eller att fatta vissa investeringsbeslut. I dessa fall kan nationella och multilaterala utvecklingsbanker kan vara ett användbart instrument för att stimulera privat finansiering med tanke på deras specifika samhällsekonomiska mål kopplade att skapa ett övergripande ekonomiskt, socialt och miljömässigt (i motsats till rent finansiellt) mervärde. Förutsatt att de inriktas dokumenterade marknadsmisslyckande kan medverkan av dessa utvecklingsbanker få en viktig konjunkturutjämnande roll, bland annat genom att minska volatiliteten i finansieringskostnader för vissa kategorier av investerare och dämpa vissa privata aktörers kortsiktiga beteende. Det är viktigt att styrningen av utvecklingsbanker bör säkerställa att de inte använder sin finansieringskostnadsfördel till att tränga ut privat finansiering. De bör i stället sträva efter att bli en katalysator för privat finansiering i områden där det går trögt att mobilisera den.

Offentlig medverkan kan åstadkommas, antingen direkt eller indirekt, genom att erbjuda eller bidra till en rad finansiella produkter, inbegripet genom att dela och/eller garantera risker¹³ och föra samman finansiella mellanhänder i lämpliga nätverk¹⁴. Inom den nuvarande EU-budgeten har ett antal finansieringsinstrument på EU-nivå¹⁵, av vilka flera drivs gemensamt av kommissionen, Europeiska investeringsbanken (EIB) och Europeiska investeringsfonden (EIF) samt i partnerskap med medlemsstaterna, som målsättning att åtgärda specifika marknadsbrister och underlätta tillgången till finansiering, inklusive långsiktiga finansiering¹⁶. Framöver kommer EU:s fleråriga budgetram i ökad utsträckning använda finansiella instrument, vilket kan spela en viktig roll när det gäller att öka effekterna av EU:s utgifter, genom att fungera som en ytterligare hävstång och katalysator för privat långfristig finansiering. Bland annat kommer merparten av den fleråriga budgetramen, inklusive EU:s samtliga strukturinstrument, tillåtas användas i finansiella instrument. Deras effektivitet kommer att bero på ett nära nätverksarbete och samarbete mellan kommissionen, EIB-gruppen och medlemsstaterna.

¹³ T.ex. ”överbrygnadsprodukter” utgör instrument som kan minska investerarens eller finansinstituts ”ovillighet att ta risker”. De kan omfattas. s.k. first-loss credit eller s.k. mezzaninkreditförstärkning. Finansiella företagsstrukturer som specialiserar sig på storskaliga demonstrationsprojekt i tidigt stadium med finansiering från den offentliga sektorn jämsides finansiering från den privata sektorn.

¹⁴ T.ex. genom långsiktiga investerare med Parisklubben. Se <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Eget kapital eller riskkapital, garantier eller andra riskfördelningsinstrument som stöds av EU:s budget eller strukturfondsbudgeten. För närmare uppgifter hänvisas till kommissionens meddelande ”en ram för nästa generations innovativa finansiella instrument – EU:s plattformar för eget kapital och lån” (KOM(2011) 662).

¹⁶ T.ex. initiativet om projektobligationer och instrument som utnyttjar medel från struktur- och investeringsfonder som tillhandahåller lån och mezzanin- och eget kapitalfinansiering till små och medelstora företag, kommuner och infrastrukturprojekt. Kommissionen föreslog 2011 ett infrastrukturpaket, bestående av ett nytt budgetinstrument, fonden för ett sammanlänkat Europa, samt reviderade riktlinjer för transporter, energi och IKT och ett program för företagets konkurrenskraft och små och medelstora företag (COSME). Kommissionen och EIB har utvecklat två riskfördelningsfinansieringsfaciliteter, inbegripet finansieringsfaciliteten med riskdelning (RSFF) för forskningsintensiva och innovativa företag och instrumentet för lånegarantier till transportprojekt inom det transeuropeiska transportnätet (LGTT). Inom strukturfonderna för perioden 2007-2013, har minst 10.7 miljarder euro av EU-medlen hitintills investerats i finansieringstekniska instrument, främst av ERUF till förmån för de små och medelstora företagets tillgång till finansiering. Medlen kommer att på lång sikt återinvesteras till förmån för den europeiska ekonomin.

Det är också viktigt att offentliga insatser inte bidrar till att fragmentera den inre marknaden. Samordning, bedömning och redovisningsskyldighet beträffande insatser på nationell nivå respektive på EU-nivå kan bidra till att förhindra detta, och därigenom öka mervärdet av ett europeiskt upplägg. Närmare samarbete mellan nationella och multilaterala utvecklingsbanker, under överinseende av kommissionen och EIB, skulle kunna fungera som ett instrument för sådan samordning, bl.a. genom stöd till inrättandet av europeiska ekonomiska intressegrupperingar för finansiering av gränsöverskridande projekt. Inverkan av utländska statliga investeringsfonder, och möjligheter att stärka eller skapa europeiska, skulle också kunna övervägas.

Frågor

4) Vilken roll skulle de nationella och multilaterala utvecklingsbankerna ha när det gäller att stödja finansieringen av långsiktiga investeringar? Finns det utrymme för ökad samordning mellan dessa banker för att uppnå EU:s politiska mål? Hur skulle finansiella instrument i EU-budgeten bättre kunna stödja finansieringen av långsiktiga investeringar i hållbar tillväxt?

5) Finns det andra offentliga politiska instrument och ramverk som kan stödja finansieringen av långsiktiga investeringar?

Institutionella investerare

Institutionella investerare, som exempelvis (liv-) försäkringsbolag, pensionsfonder, värdepappersfonder och stiftelser utgör lämpliga tillhandahållare av långsiktig finansiering med hänsyn till deras affärsmodellens längre tidshorisonter. Tillsammans innehar de tillgångar till ett uppskattat värde av totalt 13,8 biljoner euro, vilket motsvarar mer än 100 % av EU:s BNP¹⁷. Övriga institutionella investerare – som exempelvis statsägda förmögenhetsfonder, särskilda infrastrukturfonder och, i viss utsträckning, riskkapitalbolag — har också vuxit fram som tillhandahållare av långfristigt kapital. Venture capital-företag kan också tillhandahålla långfristig finansiering.

Långa löptider på deras skulder gör det möjligt för institutionella investerare, åtminstone i princip, att långsiktigt investera i produktiva tillgångar med lång livslängd, och uppnå högre avkastning för att uppväga de långsiktiga risker och den lägre likviditet som kännetecknar många av dessa tillgångar. Deras längre tidshorisonter göra det möjligt för institutionella investerare att uppvisa ett tålmodigt, konjunkturutjämnande beteende, vilket tyglar kortsiktigt handlande och minskar behovet av löptidstransformering. Behovet av diversifiering och sökandet efter avkastning till följd av lågräntemiljön har verkat pådrivande för utvidgningen av deras långsiktiga finansieringsverksamhet och de har allokerat en betydande andel av sina portföljer till långfristiga instrument som till exempel aktier, andelar i onoterade bolag och andra olikvida tillgångar (exempelvis har vissa pensionsstiftelser de senaste åren investerat direkt i storskaliga projekt för förnybar energi).

Mot denna bakgrund är institutionella investerare, liksom banker, skyldiga att uppfylla en rad olika tillsynsregler och följa redovisningsstandarder. Enligt de nya tillsynsreglerna för

¹⁷ Se Fitch 2011 och EFAMA (2012).

försäkringsföretag (Solvens II-direktivet) är de skyldiga att inneha tillgångar för att täcka arten av och löptiden på deras skulder; innehav av långsiktiga investeringar är anpassat till dessa företags samhällliga funktioner. Solvens II syftar till att införa ett harmoniserat ekonomiskt riskbaserat system och värderar tillgångar till ett marknadsvärde. Effekterna av nya tillsynsreglerna för försäkringsgivarnas förmåga att tillhandahålla långfristig finansiering kommer delvis att sammanhålla med deras individuella utgångspunkt och på den exakta finjusteringen av hur långsiktiga tillgångar behandlas. Diskussionen har inriktats på hur det bör säkerställas att lagstadgade avsättningskrav för placeringsrisker inte i alltför hög grad belastar innehavet av anläggningstillgångar, samt att de positiva incitamenten i Solvens II-ramverket för att belöna löptidsmatchning av långfristiga skulder genom långsiktiga investeringar inte reduceras.

I detta sammanhang har kommissionen ombett Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (EIOPA) att undersöka huruvida den detaljerade kalibreringen av kapitalkrav för investeringar i vissa tillgångsklasser enligt Solvens II-ordningen (inklusive finansiering av infrastruktur och projektobligationer, finansiering av små och medelstora företag, skuldvärdepapperisering osv.) bör anpassas för att säkerställa att det inte finns några hinder för långfristig finansiering, dock utan att samtidigt skapa ytterligare stabilitetsrisker. Kommissionen, rådet och Europaparlamentet har även diskuterat åtgärder för att underlätta tillhandahållandet av försäkringsprodukter med långfristiga garantier och långsiktiga investeringar enligt Solvens-II. Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten kommer att bedöma dessa åtgärder senast i juni 2013. På grundval av dessa tekniska resultat kommer kommissionen att rapportera om lämpliga åtgärder som skulle kunna inkluderas i Solvens II-direktivet eller i de dithörande delegerade akterna.

Pensionsfonder måste hantera sina risker för att uppnå den föreskrivna årliga avkastningsnivån för sina förmånstagare. Kapitalregler för pensionsfonder varierar mellan olika medlemsstater och skiljer sig från dem för försäkringsgivare för att kunna beakta de olika risker som är förknippade med tjänstepensionsfonder och de finansieringsmedel de kan ha tillgång till. Kommissionen planerar att se över tjänstepensionsdirektivet¹⁸. Översynen syftar bland annat till att stärka skyddet för försäkringstagare och underlätta gränsöverskridande verksamhet på detta område. Det kommer att vara viktigt att säkerställa att nya tillsynsregler för tjänstepensionssystem inte motverkar hållbar långfristig finansiering. Översynen av tjänstepensionsdirektivet kommer därför behöva beakta de potentiella effekterna för långfristig finansiering och ekonomisk tillväxt.

Förutom tillsynsregler påverkar en rad andra strukturella faktorer de institutionella investerarnas förmåga att spela en långsiktig finansieringsroll. Konjunkturedgången kommer sannolikt att ha en varaktig inverkan på institutionella investerares långsiktiga tillgångsallokeringsstrategier genom att främja mer försiktiga investeringsstrategier. Institutionella investerares genomsnittliga exponering mot infrastruktur tillgångar av institutionella investerare är exempelvis fortfarande låg i förhållande till exponeringen mot fastighetssektorn och faktiska behoven av investeringar i infrastruktur. När det gäller

¹⁸ Se http://ec.europa.eu/internal_market/payments/fraud/index_en.htm

riskhantering och diversifiering kan institutionella investerare tänkas hysa farhågor för storskaliga långsiktiga investeringsprojekt. Tillgångsförvaltningsfunktionerna hos andra institutionella investerare än banker kan också vara ovana vid att hantera mer olikvida tillgångar, eftersom sådan förvaltning tidigare ofta sköttes av renodlade försäkringsbolag som garanterade sådana tillgångar. För framtiden betyder detta att en del investerare kan behöva bredda sina nuvarande kunskaper för att understödja sina investeringsbeslut.

Det kan därför finnas utrymme att överväga initiativ avsedda att lägga samman finansiella resurser¹⁹ och strukturera finansieringspaket i överensstämmelse med olika riskfaser. Dialog mellan investerare och icke-finansiella företag, liksom spridande av exempel på god praxis och fallstudier skulle kunna bli till nytta här²⁰. Kommissionen har också redan åtagit sig²¹ att lägga fram förslag om möjliga former av **långsiktiga investeringsfonder** (LTIF). De första indikationerna från berörda parter antyder att ett nytt långsiktigt investeringsverktyg skulle kunna underlätta kapitalanskaffning i hela unionen. Det skulle kunna hjälpa stora och medelstora institutionella investerare att exempelvis kunna investera i ett spann av olika infrastrukturprojekt. De långsiktiga investeringsfonderna kommer att hjälpa institutionella investerare med diversifiering och riskspridning. Förvaltare av de långsiktiga investeringsfonderna kan dessutom tillföra kompletterande expertis om hur man bör se på de underliggande transaktionerna, eller om hur man bör välja ut och förvalta långsiktiga infrastrukturprojekt.

Frågor

6) *I vilken utsträckning och på vilket sätt kan institutionella investerare spela en större roll i det föränderliga långsiktiga finansieringslandskapet?*

7) *Hur kan stabilitetstillsynsmål och föresatsen att stödja långfristig finansiering bäst balanseras vid utformningen och genomförandet av de respektive tillsynsreglerna för försäkringsföretag, återförsäkringsföretag och pensionsfonder som exempelvis tjänstepensionsinstitut?*

8) *Vilka är hindren för inrättandet av sammanlagda investeringsstrukturer? Skulle plattformar kunna utvecklas på EU-nivå?*

9) *Vilka andra alternativ och instrument skulle kunna övervägas för att förstärka bankernas och institutionella investerares förmåga att kanalisera långfristig finansiering?*

Regleringsreformens sammanlagda effekter på finansinstitut

EU har fullföljt ett heltäckande finansiellt reformprogram. Vid en samlad bedömning av alla antagna och planerade framtida förändringar av tillsynsregler för de olika finansiella aktörerna (banker, försäkringsbolag,

¹⁹ Bland befintliga exempel på detta kan nämnas den föreslagna pensionsinfrastrukturplattformen i Storbritannien och tankarna på en gemensam private equity- och infrastrukturfond mellan vissa regionala pensionsfonder.

²⁰ Exempelvis har en finansiell rundabordskonferens har upprättats för att identifiera möjligheter att utveckla anpassade finansieringslösningar och innovativa finansiella instrument för att stödja insatser för en mer effektiv resursanvändning.

²¹ Se http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_sv.htm.

pensionsinstitut osv.), är en viktig fråga huruvida deras sammanlagda effekter på långsiktiga kapitalbildning på makroekonomisk nivå skulle kunna vara större än summan av effekterna av varje reform för sig. Om exempelvis bankerna minskar sin exponering mot långsiktiga fasta tillgångar som en följd av höjda likviditetskrav skulle institutionella investerare med långfristiga skulder kunna fylla gapet så länge man i regelverket undviker en överdriven inriktning på kortsiktiga fluktuationer. Det samtida införandet av likviditetskrav för olika finansmarknadsaktörer kan komma att motverka investeringar i mindre likvida tillgångar och därmed samtidigt blockera flera möjliga finansieringskanaler för långsiktiga investeringar.

Detta kräver en noga övervakning av de eventuella kumulativa effekterna av tillsynsreformer. Internationella regleringsorgan som exempelvis rådet för finansiell stabilitet och G20-gruppen av finansministrar och centralbankschefer håller redan på att undersöka detta. Utmaningen består i att uppnå regleringsmålen större makroekonomisk stabilitet och internationell regleringskonvergens på ett sätt som minimerar eventuella negativa incitament för finansieringen av produktiva långfristiga investeringar.

Fråga:

10) Finns det några samlade effekter av nuvarande och planerade tillsynsreformer på den sammanlagda långsiktiga investeringsnivån och konjunkturmönstret och hur stora är de i så fall? Hur kan en sådan effekt bäst avhjälpas?

3.2. Finansmarknaders effektiva och ändamålsenliga tillhandahållande av långsiktiga finansieringsinstrument

Vid sidan av institutionella investerare behövs det väl fungerande och mycket likvida kapitalmarknader och infrastrukturer för att kunna kanalisera ett bredare spektrum av instrument för långtidsfinansiering.

EU:s obligationsmarknader har haft en anmärkningsvärt stark utveckling under de senaste årtiondena²². Emellertid svarar icke-finansiella företagsobligationer i Europa fortfarande bara för 15 % av företagets skulder, om man jämför med andra ekonomier. I praktiken har bara storföretag tillgång till EU:s obligationsmarknader, medan de flesta medelstora företag och småföretag har svårt att komma in på obligationsmarknaderna. Europeiska marknaden för värdepapperisering är också underutvecklad jämfört med andra delar av världen, vilket ytterligare begränsar utbudet av långsiktiga finansieringsinstrument.

Kommissionen har föreslagit reformer för att genom nya handelsplatser förbättra marknadsstruktur, öka öppenheten och informationens effektivitet, skärpa kraven för att minska kortsiktig och spekulativ handelsverksamhet samt förbättra investerarskyddet²³. Det krävs övervakning av om dessa reformer lyckas säkra att kapitalmarknader kanaliserar medel till långsiktig finansiering så effektivt som möjligt. Ytterligare insatser kan behövas.

²² T.ex. uppgick det totala utestående värdet av skuldinstrument som emitterats av icke-finansiella företag i euroområdet till 940 miljarder euro i juli 2012, en ökning från cirka 652 miljarder euro i början av 2008 (Källa: ECB).

²³ Se http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

Marknaderna för säkerställda obligationer²⁴ har under krisen visat sig vara relativt stabila. Emellertid är marknaderna splittrade på olika länder och det krävs ytterligare analys för att se om och hur mycket en ökad harmonisering skulle stimulera användningen av säkerställda obligationer. Det skulle ligga i linje med den senaste tidens marknadsledda initiativ, samtidigt som man vederbörligen beaktar farhågorna om potentiellt ökade inteckningar av tillgångar i bankernas balansräkningar.

En omstöpning av **värdepapperiseringsmarknaderna** skulle också frigöra ytterligare källor till långtidsfinansiering. Det kan hjälpa finansinstituten att frigöra kapital för ytterligare utlåning och hantera risker, vilket förutsätter lämplig tillsyn och öppenhet i fråga om uppgifter. I marknadsbaserade initiativ för att stimulera värdepapperiseringsmarknaderna ingår en framväxande kvalitetsmärkning av öppna och standardiserade värdepapperiseringar av hög kvalitet. Det finns utrymme att utveckla enkla värdepapperiseringsprodukter, som baseras på klara strukturer utan skuldsättning, som använder väl utvalda och diversifierade underliggande tillgångar med låg risk. Viktigt att överväga är särskilda marknader för just små och medelstora företag och adekvata tillsynsregler och övervakningssystem. Övervägas kunde produkter som är knutna till vissa sektorer.

EU som helhet har aldrig haft en genuint **europaisk marknad för projektobligationer**²⁵. Kommissionen har tillsammans med EIB börjat ta itu med denna fråga, genom att genomföra projektobligationsinitiativet, som är en finansiell marknadslösning för att hantera marknadsmisslyckanden och kreditvärdighet. Initiativets syfte är att bevisa att infrastrukturprojekt kan finansieras med obligationer, ytterst i syfte att utveckla en likvid marknad för projektobligationer. Fortfarande i liten skala utvecklar marknadsaktörer också olika investeringsplattformar, produkter och verktyg för att stimulera projektobligationsmarknaden. Det är motiverat att diskutera hur användningen av projektobligationer kan främjas, med beaktande av initiativets planerade löpande delutvärdering²⁶.

Många hävdar också att ekonomin, företagen och investeringsprojekten behöver mer **eget kapital** snarare än mer skulder. Eget kapital kan vara ett bättre finansieringsinstrument för långsiktiga högriskinvesteringar och för investeringar med betydande informationsasymmetrier och överdrivet risktagande. Sedan krisen kan makroekonomisk osäkerhet och de låga räntorna ha påverkat företagens långsiktiga efterfrågan på och riskbenägenhet för aktiekapital. Investerarna har i stället tagit tillflykt till offentliga skuldinstrument med god kreditvärdighet. Parallellt har marknadens intresse för börsintroduktioner blivit mindre än någonsin, vilket begränsar företagets tillgång till kapital. De europeiska börserna är allt oftare tillhandahållare av likviditet än av nytt kapital. Generellt är kostnaden för eget kapital fortsatt hög, medan kostnaden för lånefinansiering har sjunkit. Detta belyser kapitalbristen i Europa, som det sannolikt kommer att ta tid att lösa. Denna utveckling tycks ha påverkat medelstora företag mer. Offentlig politik och lagstiftning måste vara så neutrala som möjligt när det gäller privata aktörers val mellan finansiering med eget kapital respektive lån (se t.ex. företagsbeskattnings nedan).

²⁴ Säkerställda obligationer är obligationer med underliggande hypotekslån som ligger kvar i emittentens balansräkning, i motsats till pantbaserade värdepapper där tillgångarna lyfts ut ur balansräkningen.

²⁵ Projektobligationer är privata skuldinstrument som emitteras av ett projektföretag för att finansiera ett särskilt projekt utanför balansräkningen.

²⁶ Följande kan ingå: a) Standardisering och märkning av projektobligationer som utfärdas av projektföretag i EU. b) Om ett särskilt regelverk behövs. c) En analys av behovet av och fördelarna med att utveckla en projektobligationsmarknad (t.ex. via en handelsplattform). På samma sätt skulle projektobligationer kunna utvidgas till gröna obligationer och särskilda industriella demonstrationsprojekt med obligationer, inklusive första kommersiella industriella demonstrationsprojekt.

Frågor:

11) Hur kan kapitalmarknadsfinansieringen av långsiktiga investeringar förbättras i Europa?

12) Hur kan kapitalmarknaderna åtgärda bristen på eget kapital i Europa? Hur bör marknadsbaserad förmedling förändras så att kapital smidigare allokteras till långsiktiga investeringar, att finansiering av långsiktiga investeringar i ekonomiskt, socialt och miljömässigt hållbar tillväxt främjas bättre och att investerarna och konsumenterna får tillräckligt skydd?

13) Vilka är för- och nackdelarna med att utveckla en mer harmoniserad ram för säkerställda obligationer? Vad bör ingå i denna ram?

14) Hur kan värdepapperiseringsmarknaden i EU komma igång för att uppnå den rätta balansen mellan finansiell stabilitet och behovet av att förbättra det finansiella systemets löptidsomläggningar?

3.3 Övergripande faktorer som möjliggör långsiktigt sparande och finansiering

Det finns ett antal mer övergripande faktorer som är relevanta för långsiktiga investeringar. Dessa bör också övervägas på grund av sina effekter på utbudet och förmedlingen av långsiktig finansiering.

Offentliga myndigheters åtgärder (inklusive skattesystem) spelar en viktig roll genom att stimulera långsiktiga investeringsprojekt. Vidare stimulerar de och möjliggör hushållens långsiktiga sparande och får marknadsaktörerna att långsiktigt finansiera produktiva investeringar. Offentliga myndigheters politiska långtidsramar främjar strategiska investeringsprogram bortom de politiska konjunkturen och ger investerare och företag ökad insyn och säkerhet. Det är viktigt att statliga ingripanden i detta sammanhang inte snedvrider konkurrensen, tränger ut de privata investerarna eller undergräver jämlika konkurrensvillkor på den inre marknaden.

Vissa medlemsstater har också vidtagit åtgärder för att främja hushållens långsiktiga sparande och investeringsbeslut. Pensionssystem med automatisk anslutning har antagits i vissa länder. Andra har infört riktade sparkonton²⁷ för att främja finansieringen av långsiktiga investeringsprojekt. Dessa erbjuder en (statligt) garanterad fast avkastning, i vissa fall med vissa skattelättnader. Medlen på dessa konton investeras sedan i kollektiva nyttigheter, som sjukhus, socialt boende och universitet. På längre sikt kan det vara värt att överväga om **tillgången till särskilda verktyg på EU-nivå** skulle öka långsiktigt sparande, direkt kopplat till bredare samhällsmål. Denna modell skulle behöva anpassas för att vara tillämplig på EU-nivå.

Värderingar, redovisningsprinciper och kapitalförvaltares strategier tas också upp av många remissinstanser som faktorer som stör förmedlingskedjan, ökar förmedlingskostnaderna och ger fel incitament. Till exempel i form av spekulation och kortsiktighet, som också beror på uppfattningar om högre risker och fördröjda avkastningar på långsiktiga investeringar.

Fråga:

15) Vilka är fördelarna med de olika modellerna för särskilda sparkonton inom EU? Kan en EU-modell införas?

Beskattning

²⁷ T.ex. Livret A i Frankrike, libretti postali i Italien, Bausparvertrag (reglerat sparande för bostadsfinansiering) i Tyskland.

Beskattningsstrukturen och skattenivån kan påverka investerings- och sparbeslut och därmed tillväxten. Allmänt sett bör skattesystemen vara så utformade att de i minsta möjliga utsträckning snedvrider enskildas och företags ekonomiska beslut, såvida inte skatternas syfte är att korrigera externa effekter som orsakas av specifika och väl definierade marknadsbrister:

- **Skatter och investeringar:** Företagsbeskattning är en av många faktorer som påverkar beslut om investeringsvolymen samt deras finansiering. I de flesta medlemsstaterna är det särskilt företagsbeskattningen som tenderar att gynna skuldsättning framför eget kapital. Företagen stimuleras till ökad skuldsättningsgrad, eftersom räntebetalningar är avdragsgilla medan sådana lättnader i allmänhet saknas för kapitalavkastningen. En väl utformad skattebas som minskar den snedvridna skuldsättningen skulle också göra företagen mindre sårbara för kortvariga minskningar av krediter. I mycket få medlemsstater förekommer det reformer för att försöka undanröja denna snedvridning. Det kunde därför vara värdefullt att i hela EU mer diskutera en utformning av finansieringsneutrala bolagsskattebasen.
- **Skatter och sparande:** Beskattningen av sparande har ett antal viktiga ekonomiska konsekvenser. Bland annat påverkar de det totala sparandet i ekonomin och påverkas därigenom kapitalallokering och investeringar. Med tanke på dessa effekter måste skattepolitiken utformas noga på detta område. Många medlemsstater har redan infört ett antal incitament för att öka det (långsiktiga) sparandet, särskilt pensionssparandet. Dessutom tillämpar många medlemsstater parallella skattesystem, där kapitalinkomst i allmänhet beskattas separat och lägre än andra inkomstkällor.
- **Skattelättnader:** Skattelättnader ses ofta som instrument för att främja vissa typer av investeringar. En skattesubvention kan vara motiverad, om den samhällseliga vinsten av en investering överstiger investerarens egna vinst och investeringsnivån understiger den socialt optimala nivån (t.ex. FoU och miljöhänsyn). Medan det finns fall där skattelättnader är motiverade, kan de också öka administrativa bördor genom att öka antalet undantag eller tilläggssregler som ska tillämpas. I vissa fall kan mångfalden av nationella bestämmelser också öppna för arbitrage.

Frågor:

16) Vilken typ av företagsbeskattningsreformer skulle kunna förbättra investeringsvillkoren genom att undanröja snedvridningar mellan skuldsättning och eget kapital?

17) Vilka överväganden bör göras för att på nationell nivå rätt stimulera långsiktigt sparande? Hur bör särskilt skattelättnader användas för att främja långsiktigt sparande på ett balanserat sätt?

18) Vilka typer av företagsskattelättnader är lämpliga? Vilka åtgärder kan vidtas för att hantera arbitrage-riskerna, när undantag/incitament beviljas för viss verksamhet?

19) Skulle ökad skattesamordning i EU främja finansieringen av långsiktiga investeringar?

Redovisningsprinciper

Redovisning är inte neutral utan påverkar ekonomiska beslut: Redovisningsstandarder och redovisningsåtgärder (som IFRS) bidrar till ett gemensamt språk mellan företagare, investerare och offentliga myndigheter, vilket främjar förtroende och säkerhet. Detta innebär att olika synvinklar måste sammanjämkas: ett ekonomiskt intresse och en finansierares/investerares intresse. **Principer för**

redovisning till verkligt värde kan öka den finansiella informationens överskådlighet och enhetlighet, eftersom tillgångars och skulders marknadsvärde visas och information ges om olika instituts finansiella ställning relativt sett. Det kan emellertid även skada både stabilitet och långsiktig finansiering. Till exempel visar viss forskning att institutionella investerare minskar aktieköpen i investeringsportföljer, eftersom eget kapital anses vara mer volatilt och riskfyllt än obligationer. Enligt annan forskning kan marknadsvärdering uppmuntra långsiktiga investerare att öka sin riskexponering, om volatiliteten redovisas utanför deras resultaträkning. Det är befogat att ytterligare granska om dessa standarder fyller sitt syfte, när det gäller långsiktiga investeringar. Det skulle här vara värdefullt att hitta sätt att väga korrekt information till investerare mot tillräckliga incitament till att inneha och förvalta mycket långsiktiga tillgångar.

Fråga:

20) I vilken utsträckning anser ni att redovisning till verkligt värde har lett till kortsiktiga investeringar? Vilka alternativ eller andra sätt kan föreslås för att motverka sådana effekter?

Företagsstyrning

Sättet att förvalta tillgångar kan spela en viktig roll för långsiktig finansiering. Det kan handla om att incitamenten till kapitalförvaltare, investerare och företag anpassas till långsiktiga strategier, vilket minskar oron för kortsiktighet, spekulation och agenturförhållanden. Bestämmelser är redan i kraft om förvaltaruppdrag, intressekonflikter, lön, utövandet av rösträtter och kostnadsuppgifter samt tillhandahållandet av investeringsråd och portföljförvaltning²⁸. Ytterligare åtgärder beskrivs även i **handlingsplanen för europeisk bolagsrätt och företagsstyrning**,²⁹ bland annat eventuella ändringar av direktivet om aktieägares rättigheter. Ytterligare åtgärder kan övervägas, t.ex. ytterligare överväganden om hur kapitalförvaltares incitament är utformade för bättre hänsyn till långsiktigheten. Ett annat exempel är att kräva större öppenhet från kapitalförvaltare om hur de fullgör sina förvaltaruppdrag. Idéer har också förts fram om att uppmuntra aktieägande på lång sikt, vilket kunde övervägas. T.ex. kunde möjligheterna att öka långsiktiga investerares rösträtter eller utdelningar utredas.

Frågor:

21) Vilka incitament kunde främja aktieäggande på lång sikt?

22) Hur kan kapitalförvaltares uppdrag och incitament utvecklas för att främja långsiktiga investeringsstrategier och relationer?

23) Finns det ett behov av att se över definitionen av förvaltaruppdrag i samband med långsiktig finansiering?

Information och rapportering

Aktuella analyser pekar på en växande efterfrågan på **företagens redovisning av icke-finansiell information**. Forskning visar att företag som aktivt arbetar med sin verksamhets hållbarhet genomgående har lägre kapitalkostnader och tenderar att ha bättre resultat än sina konkurrenter på lång

²⁸ Se http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm och http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

²⁹ Se http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf.

sikt. Allmänna informationskrav räcker kanske inte för att stimulera beslut om långsiktiga investeringar, så kommissionen arbetar för att utveckla en kraftfullare icke-finansiell rapportering. Kapitalförvaltares och ägares offentliggörande av icke-finansiella uppgifter bör kanske också utredas, inklusive hur hållbar portföljförvaltnings specifika risker och effekter bör avspeglas. Många tillfrågade anser vidare att **kvartalsrapportering** ger fel incitament, genom att tvinga marknadsaktörer att fokusera på mycket kortsiktiga resultat. I översynen av insynsdirektivet³⁰ har kommissionen föreslagit att kravet på kvartalsvis rapportering avskaffas.

Riktmärken och **kreditbetyg** kan även ha en årlig eller kortsiktig inriktning. Kommissionen har föreslagit skärpta krav för att minska beroendet av traditionella kreditbetyg och i november 2012 nåddes en politisk överenskommelse om flera lagstiftningsreformer³¹. Ett användbart verktyg för att bistå långsiktiga investerare kunde vara att utveckla mätmetoder och kreditbetyg som främjar en balans mellan långsiktighet och kortfristig ansvarighet.

Frågor:

24) *I vilken mån kan ökad integration av finansiell och icke-finansiell information ge en klarare bild av ett företags långsiktiga resultat och bidra till bättre investeringsbeslut?*

25) *Behöver särskilda långsiktiga riktmärken utvecklas?*

3.4 Underlättandet av små och medelstora företags tillgång till bankfinansiering och annan finansiering än genom banker

Små och medelstora företag har i dag en potential att framledes stödja den långsiktiga tillväxten. De har tidigare haft betydande svårigheter att få krediter för att växa. Med tanke på deras beroende av bankfinansiering, försvåras situationen av bankernas minskningar av utlåningen. Dessutom är deras finansmarknader fragmenterade i EU, för kredittillgången varierar avsevärt från land till land.

Den sämre tillgången till bankfinansiering har redan lett till politiska åtgärder för att främja annan utlåning till små och medelstora företag än genom bankerna. Under 2011 antog kommissionen en handlingsplan för att avhjälpa de små och medelstora företagens finansieringsproblem³². Vissa initiativ har redan godkänts, inklusive de nya EU-ramarna för investeringar i riskkapital och i fonder för socialt företagande. Vissa politiska initiativ tas också för att underlätta de små och medelstora företagens tillgång till aktiemarknader. Emellertid har andra lagförslag inom handlingsplanen ännu inte antagits. Förslag har också lagts fram för att operatörer av multilaterala handelsplattformar även ska kunna registreras under rubriken ”tillväxtmarknad för små och medelstora företag”. Detsamma gäller förslag om ett proportionellt system som kommer att sänka administrativa kostnader och bördor för små och medelstora företag som söker finansiering³³. Traditionella marknader har vuxit, t.ex. lån mot säkerhet i tillgångar respektive leverantörsfinansiering, parallellt med finansiella innovationer som utnyttjar teknik och Internet, t.ex. gräsrotsfinansiering.

³⁰ Se http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf.

³¹ Se http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

³² Se http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/index_sv.htm.

³³ Se http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

Emellertid är dessa åtgärder kanske inte tillräckliga för att lösa svårigheterna för små och medelstora företags tillgång till finansiering. Ytterligare åtgärder skulle kunna övervägas, som följande:

- **Utveckla riskkapitalmarknaderna.** Riskkapitalsektorn har bristande resurser och påverkas av tillsynslagstiftningen om banker och försäkringsföretag. Fondandelsfonder ("funds-of-funds") kan vara effektiva instrument för att öka riskkapitalets volym. En säkerhetsfond för institutionella investerare skulle kunna minska denna marknads begränsningar.
- **Utveckling av särskilda marknader och nätverk för små och medelstora företag.** Riskkapitalfonder är också beroende av väl fungerande fondbörser för små och medelstora företags som omsättande sina investeringar i börsintroduktioner. Andra åtgärder kunde vara att utforma en särskild strategi för små och medelstora företag som går längre än det nuvarande förslaget om ett MiFID-direktiv II, inklusive utveckling av särskilda redovisningsregler för börsnoterade små och medelstora företag och för nya handelsplattformar. Särskilda marknader för små och medelstora företag skulle kunna göra dem mer synliga, locka nya investerare och stödja utvecklingen av nya värdepapperiseringsinstrument för dem. Ramar för företagsnätverk skulle kunna gynna små och medelstora företags gemensamma utnyttjande, riskdelning, ömsesidighet och diversifiering – och därmed förbättra deras tillgång till finansiering.
- **Utveckla nya värdepapperiseringsinstrument för små och medelstora företag.** Kommissionen har redan ett fungerande värdepapperiseringsinstrument för små och medelstora företag och har erbjudit fortsatt värdepapperiseringsstöd genom Cosme-programmet. Enligt EU:s kriterier för små och medelstora företags industriinvesteringar av europeiskt intresse kan dessutom strukturerade kreditverktyg få EU-märkning. Med tanke på de stora skillnaderna mellan olika industrisektorer och mellan investeringscykler, bör dessa instrument vara differentierade.
- **Utarbetade standarder för kreditbedömningar av små och medelstora företag** skulle kunna åtgärda bristen på tillförlitlig information om små och medelstora företag och den relaterade svårigheten för potentiella investerare att bedöma deras kreditvärdighet. Utvecklas gemensamma lägsta kvalitetsstandarder för extern utvärdering av medelstora företag och småföretag, kan detta öka deras tillgång till finansiering, även över gränserna, och fördjupa marknadsintegrationen.
- **Utveckla eller främja andra "icke-traditionella" finansieringskällor**, som leasing. Leverantörsfinansiering. Internetbaserade finansieringskällor som gräsrotsfinansiering osv. Det krävs ytterligare diskussioner om hur hållbar tillväxt kan säkras på dessa marknader, inom en väl underbyggd rättslig ram.

Frågor:

26) Vilka ytterligare åtgärder kan tänkas i form av EU-lagstiftning eller andra reformer, för att underlätta små och medelstora företags tillgång till alternativa finansieringskällor?

27) Hur kan värdepapperiseringsinstrument för små och medelstora företag utformas? Vilka är de bästa sätten att använda värdepapperisering för att frambringa finansiella mellanhanders kapital för ökad utlåning/investeringar i små och medelstora företag?

28) Är det motiverat att skapa en helt separat och specifik strategi för små och medelstora

företags marknader? Hur och av vem kan en marknad utvecklas för små och medelstora företag, inklusive för värdepapperiserade produkter som speciellt utformats för små och medelstora företags finansieringsbehov?

29) Skulle ett EU-regelverk främja eller hindra utvecklingen av dessa för små och medelstora företag alternativa finansieringskällor som inte är banker ? Vilka reformer skulle kunna främja deras fortsatta tillväxt?

Fråga:

30) Vad kunde främja den europeiska ekonomins långsiktiga finansiering, utöver denna grönbocks analys och möjliga åtgärder?

4. NÄSTA STEG

Med utgångspunkt från detta samråds resultat kommer kommissionen att överväga lämpliga framtida åtgärder. De mottagna svaren kommer att finnas tillgängliga på kommissionens webbplats, såvida det inte särskilt begärts att svar inte får offentliggöras. Kommissionen kommer också att offentliggöra en sammanfattning av samrådets resultat.

Berörda parter uppmanas att senast den 25 juni 2013 skicka sina kommentarer till följande e-postadress: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu