



Bruxelles, den 27.3.2014
COM(2014) 168 final

**MEDDELELSE FRA KOMMISSIONEN TIL RÅDET OG EUROPA-
PARLAMENTET**

om langsigtet finansiering af den europæiske økonomi

{SWD(2014) 105 final}

1. INDLEDNING

1.1 Økonomisk kontekst

Den økonomiske og finansielle krise har påvirket finanssektorens evne til at kanalisere midler over i realøkonomien, herunder især over i langsigtede investeringer. Den store afhængighed af bankformidling kombineret med bankernes nedgearing og svækket investortillid har ført til en reduktion af finansieringen i alle erhvervssektorer. EU har handlet med beslutsomhed for at vende denne udvikling og genskabe betingelserne for bæredygtig vækst og investeringer. De offentlige finanser er blevet konsolideret, og der er indført procedurer for en bedre samordning af budgetpolitikken og den økonomiske politik. ECB har handlet beslutsomt for at genskabe tilliden til markederne, og oprettelsen af bankunionen bidrager til at overvinde den finansielle fragmentering og genskabe tilliden til euroområdet.

Hvis man skal udnytte disse fordele, kræver det langsigtede investeringer, der kan underbygge en intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst. Det finansielle systems evne til at kanalisere midler over i langsigtede investeringer får afgørende betydning for sikringen af EU's position på vejen mod bæredygtig vækst.

1.2 Behovet for langsigtet finansiering

Langsigtet finansiering omfatter nogle centrale aspekter¹:

- Den anvendes til finansiering af *produktive* aktiviteter, som understøtter vækst ved at nedbringe omkostninger, diversificere produktionsmidler og skabe arbejdspladser på en intelligent, bæredygtig og inkluderende måde.
- Langsigtet finansiering er *tålmodig* kapital, da investorerne tager højde for forrentningen af og risikoen ved deres investeringer på lang sigt og ikke kortsigtede prissvingninger. Dette langsigtede perspektiv er således kontracyklisk og fremmer finansiell stabilitet.
- Den er en *engageret* investeringsform, eftersom investorerne tager højde for langsigtede aspekter såsom miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige spørgsmål i deres investeringsstrategier.

Infrastruktur og SMV'er udgør et centralt bidrag til bæredygtig vækst. En infrastruktur af høj kvalitet øger produktiviteten i det øvrige samfund, hvilket skaber vækst, og fremmer integrationen på det indre marked. Det anslås, at investeringsbehovet inden for transport-, energi- og teleinfrastrukturen af EU-betydning vil udgøre 1 billion EUR i perioden indtil 2020². Det vil ligeledes være nødvendigt med væsentlige investeringer i menneskelig kapital³ og FoU, ny teknologi og innovation inden for rammerne af Europa 2020-strategien og klima- og energipakken frem til 2030⁴.

SMV'erne tegner sig for ca. to tredjedele af beskæftigelsen og næsten 60 % af værditilvæksten i EU. De bidrager i væsentlig grad til væksten i BNP, hvilket skyldes disse virksomheders overordnede betydning samt deres evner, når det drejer sig om nytænkning, vækst og jobskabelse.

¹ Begreberne er indført af OECD i "Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies", 2011, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf>.

² Connecting Europe-faciliteten: ca. 500 mia. EUR på transportområdet, 200 mia. EUR på energiområdet og 270 mia. EUR inden for hurtigt bredbånd (<http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf>).

³ Se pakken vedrørende sociale investeringer (COM(2013) 83 af 20.2.2013).

⁴ Communication on a policy framework for climate and energy in the period from 2020 to 2030, http://ec.europa.eu/energy/doc/2030/com_2014_15_en.pdf.

Den usikkerhed og risikoaversion, som finanskrisen og den økonomiske krise har skabt, har påvirket både efterspørgslen efter og udbuddet af finansiering. På efterspørgselsiden har dette afspejlet sig i en mindre efterspørgsel fra SMV'er, offentlig-private partnerskaber og andre investeringsprojekter, der nødvendiggør langsigtede investeringer. Dette resulterer i et niveau for de langsigtede investeringer og finansiering, som ligger under det optimale. På udbudssiden har krisen øget risikoaversionen, og den har udmøntet sig i en præference for likviditet, der kombineret med en lavere gearing på bankområdet har påvirket samfundets evne til egenfinansiering med en lang løbetid. Niveauerne for den langsigtede finansiering, som ligger under det optimale, afspejler også markedssvigt og ineffektivitet i formidlingskæden⁵.

Afhjælpingen af disse problemer er et spørgsmål af stor betydning for Europa. Samfundets evne til at tilvejebringe langsigtet finansiering, der styrker den europæiske økonomis og industris konkurrencedygtighed, afhænger af dets evne til at kanalisere opsparing gennem en åben, sikker og konkurrencedygtig finanssektor. I denne forbindelse er retssikkerhed og investorenes tillid af afgørende betydning.

1.3 Grønbog og offentlig høring om langsigtet finansiering

Den 25. marts 2013 vedtog Europa-Kommissionen en grøn bog om langsigtet finansiering, der gav startskuddet til en bred debat om de forskellige faktorer, som er afgørende for den europæiske økonomis evne til at tiltrække de midler, der er nødvendige for at opretholde og fremskynde den økonomiske genopretning. Målet med grønbogen var at undersøge, hvordan statens, erhvervslivets og husholdningernes opsparing bedre kunne kanaliseres til langsigtet finansiering.

Høringen om grønbogen blev meget positivt modtaget af de berørte parter og udløste 292 svar fra alle områder af økonomien⁶. Langt hovedparten af de berørte parter var enige i, at det er nødvendigt at få adgang til flere kilder til langsigtet finansiering i Europa, men anerkender, at bankerne fortsat vil spille en væsentlig rolle for især SMV'er. Selv om det blev fremhævet, at veldefinerede og stabile lovgivningsmæssige rammer er meget vigtige, opfordrede mange af de berørte parter ligeledes til en bedre kalibrering af lovgivningsreformen med henblik på at tage højde for langsigtede finansieringsmål.

1.4 Andre europæiske og internationale politiske initiativer

Debatten om langsigtet finansiering har givet genlyd på europæisk og internationalt plan. Det Økonomiske og Finansielle Udvalg nedsatte en ekspertgruppe på højt plan, der offentliggjorde sin rapport i december 2013⁷ med fokus på SMV'er og infrastruktur. Europa-Parlamentet vedtog den 26. februar 2014 en beslutning om langsigtet finansiering af den europæiske økonomi⁸. Beslutningen omhandler mange af de problemstillinger, der er beskrevet i denne meddelelse.

På internationalt plan vedtog G20 i september 2013 et arbejdsprogram for finansiering til investeringer⁹ og nedsatte en arbejdsgruppe, som fik til opgave at fortsætte arbejdet med langsigtet finansiering. OECD har fastlagt principper på højt niveau for institutionelle investorer, der foretager langsigtede investeringer¹⁰.

⁵ Se Kommissionens arbejdsdokument, der ledsager grønbogen om langsigtet finansiering, for en nærmere forklaring: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:EN:PDF>.

⁶ Et detaljeret resumé af svarene samt de ikke-fortrolige svar kan findes på adressen 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/oeil/popups/ficheprocedure.do?reference=2013/2175\(INI\)&l=en](http://www.europarl.europa.eu/oeil/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>.

På denne baggrund og med udgangspunkt i høringen om grønbogen fremlægges der i denne meddelelse en række konkrete foranstaltninger. Det er en kompleks og flerdimensional opgave at forbedre og diversificere måden, hvorpå langsigtede investeringer kan finansieres, og der findes ingen universal- eller patentløsning, men derimod en række forskellige svar og initiativer. I de foranstaltninger, der foreslås i denne meddelelse, er der lagt vægt på i) at mobilisere private kilder til langsigtet finansiering, ii) at udnytte den offentlige finansiering bedre, iii) at udvikle kapitalmarkederne, iv) at forbedre SMV'ers adgang til finansiering, v) at tiltrække privat finansiering til infrastrukturen og vi) at forbedre de generelle betingelser for bæredygtig finansiering.

Sammen med denne meddelelse fremlægger Kommissionen i dag ligeledes:

- Et forslag om at revidere direktivet om arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser (IORP) for at underbygge videreudviklingen af arbejdsmarkedspensionsordninger, som er en vigtig form for institutionel investor med en langfristet investeringshorisont i EU
- En meddelelse om crowdfunding, der er en stadig mere udbredt finansieringskilde for SMV'er.

2. MOBILISERING AF PRIVATE KILDER TIL LANGSIGTET FINANSIERING

Det er af afgørende betydning med opbakning i form af ansvarlig långivning fra bankernes side og fremme af finansieringskilder, der ikke er bankbaserede, såsom institutionelle investorer, herunder forsikringselskaber, pensionskasser, traditionelle eller alternative investeringsfonde, statsejede fonde eller institutioner. Selv om banker fortsat vil spille en væsentlig rolle, er det på kort sigt vigtigt at diversificere finansieringskilderne for at øge tilgængeligheden af finansiering samt på lang sigt at bidrage til at gøre den europæiske økonomi mere modstandsdygtig over for fremtidige kriser.

Banker

I medfør af kapitalkravsforordningen (CRR) og kapitalkravsdirektiv IV (CRD IV)¹¹, der fases ind fra januar 2014, er bankerne forpligtet til at opretholde højere kapitalniveauer og derved øge deres muligheder for at absorbere potentielle tab. Kommissionen vil i to faser, i 2014 og 2015, vurdere, hvorvidt CRR-kravene er hensigtsmæssige i forbindelse med langsigtet finansiering.

Bankerne vil ligeledes være underlagt nye krav til likviditetsstyringen for at sætte dem i stand til at absorbere pludselige likviditetsstød. Selv om dette forventes at skabe større tillid til det finansielle system, hævdes det, at de strammere likviditetsregler kan påvirke bankernes evne til at yde langfristede lån. Gennemførelsen af Liquidity Coverage Ratio (LCR – en likviditetsgrad med en tidshorisont på en måned) i Europa og de igangværende drøftelser på internationalt plan om definitionen af Net Stable Funding Ratio (NSFR – en likviditetsgrad med en tidshorisont på et år) skal resultere i, at man finder den rette balance mellem at forbedre banksektorens modstandsdygtighed over for likviditetsstød og at undgå for omfattende restriktioner med hensyn til løbetidsændring, som begrænser langsigtet

¹¹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/36/EU af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut og om tilsyn med kreditinstitutter og investeringsselskaber, om ændring af direktiv 2002/87/EF og om ophævelse af direktiv 2006/48/EF og 2006/49/EF.

finansiering.¹² CRR indeholder endvidere bestemmelser om en indfaset gennemførelse af LCR og fastsætter en lang iagttagelsesperiode før fremsættelse af lovgivningsforslag om NSFR.

Bankreformerne og især bankunionen har afgørende betydning for genopretningen af tilliden til finanssektoren og bekæmpelsen af den nuværende markedsfragmentering, der navnlig berører finansieringen af SMV'er. Når disse reformer er gennemført, forventes låntagere og investorer at kunne drage fordel af et større, dybere og mere velreguleret marked, hvormed der føres tilsyn.

Det nyligt fremsatte forslag om en reform af strukturen i EU's banksektor¹³ er også vigtigt, da det har til formål at beskytte finansielle kerneaktiviteter, som f.eks. långivning til erhvervslivet, ved at adskille disse aktiviteter fra risikable handelsaktiviteter. Dette ville også bremse den nuværende krydssubsidiering af handelsaktiviteter gennem indlån og således øge bankernes incitament til at yde lån til realøkonomien.

Foranstaltninger

- Kommissionen aflægger i 2014¹⁴ og 2015¹⁵ rapport om hensigtsmæssigheden af CRR-kravene vedrørende langsigtet finansiering.
- Kommissionen tager ved udarbejdelsen af den delegerede retsakt om LCR¹⁶ (ventes at foreligge i første halvår 2014) og den endelige kalibrering af NSFR¹⁷ i videst mulig udstrækning højde for behovet for ikke at begrænse langsigtet finansiering gennem banker urimeligt. Desuden bør overvågningsperioden i medfør af CRR udnyttes fuldt ud til at tilpasse og afhjælpe potentielle utilsigtede konsekvenser af de nye likviditetsbestemmelser i forbindelse med langsigtede investeringer.

Forsikringselskaber

Institutionelle investorer, som f.eks. forsikringselskaber, er gode kilder til langsigtet finansiering. Selv om de institutionelle investorer investeringer i mindre likvide aktiver, såsom infrastrukturaktiver, har været begrænset, øger søgningen efter højere afkast i en kontekst med lave rentesatser deres appetit på sådanne aktiver.

Solvens II¹⁸, der finder anvendelse fra den 1. januar 2016, vil indebære ophævelse af visse hindringer for investeringer, især for mindre likvide aktivklasser, som i dag findes i medlemsstaterne. Forsikringselskaberne vil frit kunne investere i enhver form for aktiver i overensstemmelse med "bonus pater-princippet" og skal i denne forbindelse korrekt kunne "identificere, måle, overvåge, forvalte, kontrollere og rapportere"¹⁹ de risici, der er forbundet med disse aktiver.

Det er blevet fremført, at en skærpelse af kapitalkravene, således at der tages højde for alle kvantificerbare risici, herunder markedsrisikoen (som ikke var omhandlet i den tidligere

¹² Jf. betragtning 100 i forordning (EU) nr. 575/2013.

¹³ COM(2014) 43.

¹⁴ Artikel 505: Kommissionen aflægger senest den 31. december 2014 rapport til Europa-Parlamentet og Rådet om, "hvorvidt kravene i denne forordning er hensigtsmæssige i lyset af behovet for at sikre passende finansieringsniveauer for alle former for langsigtet finansiering for økonomien, herunder kritiske infrastrukturprojekter på transport-, energi- og kommunikationsområdet".

¹⁵ Artikel 516: Kommissionen aflægger senest den 31. december 2015 rapport om konsekvensen af denne forordning for så vidt angår fremme af langsigtede investeringer i væksthæmmede infrastruktur.

¹⁶ Artikel 460 i CRR.

¹⁷ Artikel 510, stk. 3, i CRR.

¹⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/138/EF af 25. november 2009 om adgang til og udøvelse af forsikrings- og genforsikringsvirksomhed (Solvens II).

¹⁹ Artikel 132 i Solvens II.

retlige ordning, Solvens I), kan påvirke investeringsadfærden og de langsigtede udsigter for forsikringsselskaber som institutionelle investorer.²⁰ På denne baggrund anmodede Kommissionen i september 2012 Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) om at undersøge, hvorvidt der er behov for at tilpasse kalibreringen og udformningen af kapitalkravene, uden at man derved bringer ordningens forsigtighedsprincip i fare, navnlig for så vidt angår investeringer i infrastruktur, SMV'er og sociale virksomheder (herunder securitisering af gæld, der opfylder disse formål). EIOPA's analyse forelå i december 2013.²¹ Analysen indeholder anbefalinger om kriterier for fastlæggelse af securitisering af høj kvalitet og en udformning af en mere gunstig behandling af disse instrumenter, hvilket skal ske ved at mindske de tilsvarende stressfaktorer.²² Dette er et stort skridt på den bredere dagsorden for at fremme bæredygtige securitiseringsmarkeder (se afsnit 4 vedrørende securitisering). Kommissionen vil tage den seneste rapport fra EIOPA i betragtning i forbindelse med affattelsen af de relevante delegerede retsakter vedrørende Solvens II, herunder eventuelle justeringer af behandlingen af andre aktivklasser end securitisering (infrastruktur, SMV'er og sociale virksomheder), som fastlagt i det oprindelige mandat til EIOPA.

Ydermere vil Omnibus II-direktivet²³ medføre, at der indføres foranstaltninger i Solvens II, som er specifikt udformet med henblik på at styrke de eksisterende incitamentter til at kombinere langsigtede forpligtelser med langsigtede aktiver og beholde disse til udløb. Fortegnelsen over aktiver, som opfylder betingelserne for anvendelse af matchende justeringer, er blevet udvidet, således at den nu også omfatter langsigtede investeringer af central betydning, f.eks. infrastrukturprojektobligationer.

Foranstaltninger

- Kommissionen forventer senest i september 2014 at vedtage den delegerede retsakt vedrørende Solvens II, herunder en række incitamentter, der skal tilskynde forsikringsselskaberne til at foretage langsigtede investeringer.

Pensionskasser

Pensionskasser er institutionelle investorer med langsigtede forpligtelser. De har således evnen til at være "tålmodige" investorer. Kommissionen ser med tilfredshed på, at pensionskasser i stadig højere grad vælger alternative investeringer såsom private equity og infrastruktur, for at diversificere deres porteføljer og tilbyde højere afkast²⁴. Det IORP 2-

²⁰ Kapitalkrav er kun en af katalysatorerne for investeringsbeslutninger ud over skatteordninger, regnskabsregler eller forsikringsselskabers manglende ekspertise i mindre likvide aktiver.

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

²² Til forskel fra banksektoren afhænger kapitalkravene af det enkelte forsikringsselskabs risikoprofil og er meget lavere end stressfaktorerne, da det ikke er en rent faktorbaseret beregning. Kapitalkravene svarer til forsikringsselskabets potentielle tab under stressede markedsvilkår under hensyntagen til en række afbødende faktorer, som særligt vedrører det enkelte forsikringsselskab (nedsættelse af fremtidig bonus til forsikringstagere, udskudte skattegodtgørelser, hedging, diversificering med risikokilder osv.). På grundlag af de seneste tværeuropæiske kvantitative konsekvensanalyser anslår Kommissionen, at kapitalkravet for markedsrisikoen vedrørende et typisk livsforsikringsselskab med langfristede forpligtelser er mellem to og tre gange lavere end stressfaktorerne for hver enkelt investeringstype.

²³ Et forslag til direktiv fra 2011 (KOM(2011) 8) om tilpasning af Solvens II til den nye ramme for gennemførelsesforanstaltninger, der blev indført med Lissabontraktaten, og til oprettelsen af EIOPA.

²⁴ Den andel af deres aktiver, der afsættes til sådanne investeringer, er dog fortsat begrænset, navnlig for så vidt angår infrastrukturaktiver. Eksempelvis blev det i en nylig OECD-undersøgelse vedrørende 86 store pensionsfonde og offentlige pensionsreserver (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>) konstateret, at kun 1 % af deres aktiver blev investeret i unoterede infrastrukturprojekter, og 12-15 % blev investeret i andre alternative investeringsprojekter (de resterende aktiver blev investeret i fastforrentede værdipapirer, likvider og fysiske og noterede kapitalandele).

forslag, der nu er vedtaget, kan bidrage til, at arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser foretager mere langsigtede investeringer ved at mindske medlemsstaternes muligheder for at begrænse bestemte former for langsigtet investering.

Ud over arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser kan private pensionsprodukter også fremme langsigtede investeringer. I november 2012 opfordrede Kommissionen EIOPA til at udarbejde teknisk vejledningsmateriale vedrørende udviklingen af en europæisk ramme for aktiviteterne i og tilsynet med private pensionsprodukter²⁵. Dette ville åbne mulighed for en mobilisering af flere opsparingsmidler til finansiering af langsigtede investeringer, hvilket ville fremme både optjening af tilstrækkelige pensionsmidler og økonomisk vækst. EIOPA blev anmodet om at tage udgangspunkt i mindst to strategier: i) udarbejdelse af fælles regler, som muliggør aktiviteter på tværs af grænserne i de private pensionsordninger; eller ii) udvikling af en 29. ordning, som indebærer, at EU-bestemmelser ikke erstatter nationale bestemmelser, men derimod udgør et alternativ hertil. EIOPA fremlagde en foreløbig rapport om private pensionsprodukter i februar 2014.

Foranstaltninger

- Kommissionens tjenestegrene fremsætter en omfattende anmodning om rådgivning over for EIOPA i andet halvår 2014 med henblik på at skabe et indre marked for personlige pensioner og derved eventuelt mobilisere flere private pensionsopsparingsmidler til langsigtet finansiering.

Private opsparingskonti

En del af de berørte parter støttede grønbogens undersøgelse af mulighederne for at øge de grænseoverskridende opsparinger, bl.a. ved at indføre en opsparingskonto på EU-plan med det formål at tilbyde en standardiseret ramme for at tilskynde sparerne til at bidrage til langsigtet finansiering. Det første skridt i en sådan undersøgelse bør tage udgangspunkt i de nationale modeller og i overvejelser af aspekter såsom forrentning, beskyttelse af indskud på nationalt plan, komplementaritet med gældende nationale ordninger, overførsel af midler og udlånskriterier.

Foranstaltninger

- Kommissionens tjenestegrene vil inden udgangen af 2014 foretage en undersøgelse af mulige markedssvigt og andre mangler vedrørende grænseoverskridende opsparinger, herunder en oversigt over nationale opsparingskontomodeller og en vurdering af, hvorvidt det er hensigtsmæssigt at indføre en opsparingskonto på EU-plan.

3. BEDRE UDNYTTELSE AF OFFENTLIGE MIDLER

Den offentlige sektor er en væsentlig bidrager til bruttoinvesteringer i form af investeringer i materielle og immaterielle aktiver. Der er behov for at gøre en indsats for at sikre en mere gennemsigtig og effektiv udnyttelse af offentlige midler og at maksimere afkastet af offentlige investeringer og denne type investeringers bidrag til vækst og deres evne til at gear private investeringer. Kommissionen vil fortsat overvåge finanspolitikkerne i EU-28, herunder kvaliteten af offentlige udgifter og overholdelsen af proceduren i forbindelse med uforholdsmæssigt store underskud inden for rammerne af det europæiske semester. Der er desuden behov for et bredt fokus, som også omfatter de nationale erhvervsfremmende bankers og eksportkreditagenturernes aktivitet.

Nationale erhvervsfremmende banker

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

De nationale og regionale erhvervsfremmende banker spiller sammen med EIB/EIF og andre multilaterale udviklingsbanker (MDB) som Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling (EBRD) en væsentlig rolle med hensyn til at katalysere langsigtet finansiering. I de senere år har de intensiveret deres aktiviteter for at opveje de kommercielle långiveres reducerede balance. I betragtning af den mere stabile økonomiske situation og disse institutioners begrænsede udlånskapacitet er det nødvendigt at fokusere på markedssvigt og transaktioner med merværdi. Under høringen blev der opfordret til at søsætte flere fælles initiativer mellem EU og medlemsstaterne eller flere multinationale initiativer og til at indføre forenklede procedurer i forbindelse med fremme af samarbejde og synergier mellem EU's budget og EIB/EIF, MDB'er og nationale erhvervsfremmende banker og med hensyn til en øget deltagelse af nationale erhvervsfremmende banker i EU's politikker og adgang til EU-midler. Disse politikker omfatter miljø- og klimaeksternaliteter, innovation og udvikling af social og human kapital. Desuden blev spørgsmålet om koordinering mellem multilaterale banker og nationale erhvervsfremmende banker anset for at være væsentlig for optimeringen af synergier og komplementariteter og for undgåelse af overlappning af indsatser og dobbeltfinansiering.

Foranstaltninger

- Kommissionen vil i 2014 fremlægge en meddelelse om erhvervsfremmende banker med det formål at vejlede om generelle principper, ledelse og gennemsigtighed som vigtige katalysatorer for at sikre investorernes tillid og gunstige finansieringsbetingelser, tilsyn og lovgivningsmæssige aspekter og nationale erhvervsfremmende bankers rolle med hensyn til samfinansiering og tilvejebringelse af EU-budgetmidler til støtte for europæiske politiske prioriteringer for 2020 og derefter.
- Kommissionen vil tilskynde til og overvåge de nationale erhvervsfremmende bankers samarbejde med EIB/EIF og eventuelt andre MDB'er som krævet på Det Europæiske Råds møde i juni 2013 og aflægge rapport på Det Europæiske Råds møde i december 2014.

Eksportkreditagenturer

Eksportkreditagenturer er både investorer og garantier/tegningsgaranter med hensyn til den risiko, der er forbundet med langsigtet finansiering. De kan således spille en væsentlig rolle med hensyn til at støtte investeringer på tværs af grænserne inden for EU samt at støtte eksport af kapitalgoder til tredjelande. Dette er et område, hvor spændingerne vedrørende landerisici har en umiddelbar indvirkning på den langsigtede finansiering, og dette gælder navnlig i forbindelse med langsigtede garantier.

Foranstaltninger

- Kommissionens tjenestegrene vil offentliggøre en rapport om fremme af bedre koordination og samarbejde mellem de eksisterende nationale eksportkreditordninger.

4. UDVIKLING AF EUROPÆISKE KAPITALMARKEDER

Det er nødvendigt med en politisk indsats i Europa for at diversificere kilderne til finansiering. De europæiske kapitalmarkeder er i gennemsnit forholdsvis underudviklede og er på nuværende tidspunkt utilstrækkelige, når det drejer sig om at udfylde det udækkede finansieringsbehov, som skyldes bankernes nedgearing. Der er ligeledes behov for passende finansielle instrumenter, som gør det muligt for finansmarkederne at spille en aktiv og effektiv rolle med hensyn til kanalisering af finansiering til langsigtede investeringer. Dette omfatter innovative finansielle instrumenter, som er kædet sammen med de store udfordringer i forbindelse med bæredygtig vækst i Europa, f.eks. infrastruktur, klima og sociale obligationer (se afsnit 6).

Aktie- og erhvervsobligationsmarkeder

Kapitalmarkedsfinansieringen har været hårdt ramt siden krisen, men tendensen har været for nedadgående siden 1990'erne. Antallet af børsintroduktioner i Europa og USA er fem gange lavere end før 1999²⁶. Det fremgår ligeledes af amerikanske undersøgelser, at perioden før børsintroduktion er blevet fordoblet fra 4,8 år i begyndelsen af 1980'erne til over ni år siden 2007²⁷. Selv hvis man tager højde for børsintroduktioners cykliske karakter, er denne udvikling bekymrende, især hvad angår jobskabelse, da det af samme amerikanske undersøgelse fremgår, at 92 % af en virksomheds vækst sker efter børsintroduktionen. En række markedssammenslutninger²⁸ har oprettet en taskforce for børsintroduktioner med henblik på at løse disse problemer, hvilket er et kærkomment initiativ.

Store kreditvurderede virksomheder emitterer virksomhedsobligationer, hvor obligationerne bliver udstedt med en stor nominel værdi og købes af finansielle institutioner. Dette marked har været i vækst i de senere år. Disse instrumenter er imidlertid ikke normalt tilgængelige for SMV'er/mid caps, selv om der i de senere år også er åbnet adskillige markeder for detailobligationer i Tyskland (BondM-markedet blev lanceret i 2010), Det Forenede Kongerige (ORB blev lanceret i 2010), Frankrig (IBO blev lanceret i 2012) og Italien (ExtraMOT PRO blev lanceret i 2013).

På trods af disse nationale initiativer er de europæiske kapitalmarkeder for såvel obligationer som aktier fortsat fragmenterede og ikke tilstrækkelig attraktive for SMV'er og mid caps som følge af det begrænsede antal investeringer i værdipapirer, bortset fra sikre værdipapirer, på tværs af grænserne. Der er fortsat væsentlige hindringer i form af forskellige værdipapir- og konkurslovgivninger.

Foranstaltninger

- Kommissionens delegerede retsakt, der er omhandlet i MiFID 2²⁹, vil sikre, at kravene til SMV-vækstmarkeder minimerer den administrative byrde for udstedere på disse markeder, samtidig med at der opretholdes en høj grad af investorbekyttelse. Disse krav vil omfatte en minimumsprocentdel af SMV-udstedere på disse markeder, relevante kriterier for optagelse til handel, information til investorer og finansiell rapportering.
- Kommissionens tjenestegrene vil foretage en undersøgelse af, hvorvidt der efter forbedringerne i MiFID 2 for værdipapirer, der ikke er kapitalandele, er behov for yderligere foranstaltninger for at kunne skabe et likvidt og gennemsigtigt sekundært marked for handel med virksomhedsobligationer i EU.
- Kommissionen vil ved udgangen af 2015 vurdere konsekvenserne og effekten af prospektdirektivets bestemmelser³⁰. Dette vil navnlig omfatte en vurdering af, hvilken

²⁶ Antallet af børsintroduktioner i Det Forenede Kongerige, Tyskland, Frankrig, Italien og Spanien faldt fra ca. 350 pr. år i perioden 1996-2000 til ca. 70 pr. år i perioden 2008-2012 (se OECD's arbejdsdokument "Making Stock Markets Work to Support Economic Growth" http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en). Et tilsvarende fald blev registreret i USA, hvor der var en nedgang fra ca. 500 årlige børsintroduktioner før 1999 til ca. 100 efter 1999 (se <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>).

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

²⁸ Sammenslutningen af Europæiske Børser (FESE), European Issuers og Venturekapitalbrancheforeningen (EVCA). Se <http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8>.

²⁹ I henhold til artikel 35 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om markeder for finansielle instrumenter og om ophævelse af direktiv 2004/39/EF (MiFID 2) som formuleret i den endelige kompromistekst.

³⁰ Artikel 4 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2010/73/EU af 24. november 2010 om ændring af direktiv 2003/71/EF om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages

offentliggørelsesordning der er rimelig for SMV-udstedere og virksomheder med begrænset markedsværdi.

- Kommissionen vil undersøge, hvorvidt investeringsinstitutters (UCITS) kriterier for tilladte investeringer kan udvides til at omfatte værdipapirer, der er noteret på SMV-vækstmarkeder, som udviser visse likviditetskendetegn, i lyset af gennemførelsen af MiFID 2-rammen. Spørgsmålet om, hvorvidt de europæiske langsigtede investeringsfonde (ELTIF'er) også bør kunne investere i børsnoterede SMV'er, er et vigtigt emne, der drøftes i forbindelse med Kommissionens ELTIF-forslag³¹. Kommissionens forslag omfatter allerede ikke-børsnoterede SMV'er som en del af de aktivklasser, der ville kunne anvendes som en ELTIF-investering.

Securitisering

Securitiseringstransaktioner gør det muligt for banker at refinansiere lån ved at sammenlægge aktiver og konvertere dem til værdipapirer, der er attraktive for institutionelle investorer. Set fra bankernes perspektiv indebærer disse transaktioner en frigivelse af kapitalressourcer og øger bankernes mulighed for at forhøje deres udlån og finansiere økonomisk vækst. For institutionelle investorer udgør denne type værdipapirer, hvis de udbydes i et tilstrækkeligt stort antal, likvide investeringsmuligheder i aktivklasser, hvori de ikke investerer direkte, som f.eks. SMV'er eller pant i fast ejendom.

Nogle securitiseringsmodeller var tidligere utilstrækkeligt reguleret. Disse modellers svagheder blev kortlagt på et tidligt tidspunkt og afhjulpet i EU's efterfølgende finansielle reform. Der er siden 2011 blevet stillet krav i EU's banksektor om risikotilbageholdelse ("at have interesser på spil"), og dette krav er blevet udbredt til alle finanssektorer. Desuden er offentliggørelsesforpligtelserne blevet skærpet for at give investorerne mulighed for at få et indgående kendskab til de instrumenter, som de investerer i.

Myndighederne træffer mange konkrete foranstaltninger for at gøre securitiseringstransaktionerne mere standardiserede og gennemsigtige og derigennem øge investorernes tillid³². Det er nødvendigt, at EU's institutioner og agenturer intensiverer deres samarbejde og udvikler synergier med hensyn til f.eks. standardiseringen af indberetningsmodeller. Desuden bidrager initiativer, som branchen er drivkraft for, herunder f.eks. indførelsen af en mærkning, ligeledes til opnåelsen af disse målsætninger.

På trods af disse foranstaltninger er der indtil videre ikke blevet noteret en væsentlig genopretning af markedet. Årsagen hertil kan i høj grad henføres til det stigma, som stadig er forbundet med disse transaktioner, og til den lovgivningsmæssige behandling af transaktionerne. Mange af de berørte parter har opfordret til en differentiering af securitiseringsprodukter af forsigtighedshensyn for at fremme udviklingen af bæredygtige securitiseringsmarkeder. I EIOPA's tekniske rapport vedrørende Solvens II og Kommissionens forslag om bankstrukturreformers slås der til lyd for en differentiering af securitiseringsprodukter af "høj" kvalitet.

Foranstaltninger

til handel, og af direktiv 2004/109/EF om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked.

³¹ Se f.eks. Europa-Parlamentets forslag til betænkning af Kratsa-Tsagaropoulou om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om europæiske langsigtede investeringsfonde.

³² De væsentligste initiativer er de lovbestemmelser i forordningen om kreditvurderingsbureauer, hvorefter ESMA skal oprette et offentligt tilgængeligt websted (CRA3, artikel 8b), og det centrale europæiske datalager (EDW), som sponsoreres af ECB.

- Kommissionen vil tilstræbe en differentiering af securitiseringsprodukter af "høj" kvalitet med henblik på at sikre sammenhæng på tværs af finanssektorerne og undersøge mulighederne for en lovgivningsmæssig fortrinsbehandling, som er forenelig med forsigtighedsprincipperne. Kommissionen vil overveje at indføre denne tilgang i den relevante EU-lovgivning på tværs af de forskellige finanssektorer. Kommissionen vil især tage enhver fremtidig forbedring af en række securitiseringsprodukters likviditet som følge af en yderligere differentiering og standardisering i betragtning.
- Kommissionen vil samarbejde med de internationale standardsættere, særlig Baselkomitéen og Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO), for at udvikle og gennemføre globale standarder, navnlig om regler for risikotilbageholdelse, standardisering af høj kvalitet og gennemsigthed for at sikre overensstemmelse og undgå tilsynsarbitrage.

Dækkede obligationer

Dækkede obligationer er en standardmetode til på kapitalmarkederne at hente finansiering med udgangspunkt i aktiver af god kvalitet. Mens investorerne gennem disse instrumenter opnår sikkerhed og likviditet sammenholdt med usikrede prioriterede værdipapirer, giver de udstederne fordele i form af omkostningseffektiv finansiering og diversificering af finansieringen. Selv om adskillige EU-bestemmelser omhandler dækkede obligationer, findes der på nuværende tidspunkt ingen fælles harmoniseret ramme. Nogle medlemsstater har ingen særlig lovgivning på dette område. Der er ikke desto mindre opnået en vis konvergens i kølvandet på, at kriterierne for præferentielle kapitalkrav i banksektoren har udviklet sig til en almindelig accepteret markedsstandard³³.

Foranstaltninger

- Kommissionen vil foretage en revision af reguleringen af dækkede obligationer i CRR inden udgangen af 2014³⁴ med henblik på at skabe fundamentet for et integreret europæisk marked for dækkede obligationer. Denne revision vil omfatte kreditkvalitet, anerkendt sikkerhedsstillelse og gennemsigthed. Den kunne ligeledes omfatte en undersøgelse af muligheden for at skærpe tilsynet, håndhævelse af præferencerettigheder og aspekter vedrørende udtagning i forbindelse med konkurs.
- Under hensyntagen til de konklusioner, der drages i forbindelse med revisionen, vil Kommissionens tjenestegrene iværksætte en undersøgelse om fordelene ved at indføre en EU-ramme for dækkede obligationer.

Private investeringer

Private investeringer kan udgøre et alternativ til bankudlån og udstedelse af offentlige virksomhedsobligationer og kan potentielt gøre finansiering til mellemstore og store unoterede virksomheder og eventuelt infrastrukturprojekter mere tilgængelig. Private investeringer er lovlige inden for de gældende lovgivningsmæssige rammer, og nogle medlemsstater har allerede udviklet disse markeder (f.eks. "Schuldschein"-markedet i Tyskland og "Euro PP" i Frankrig). Der er stigende udbud af og efterspørgsel efter denne finansieringskilde, hvilket afspejler sig i væksten inden for de eksisterende markeder i EU og

³³ Bestemmelserne i CRD fra 2006 og nu CRR har allerede udmøntet sig i en væsentlig harmonisering med hensyn til, hvilke aktiver der kan henhøre under dækkede obligationer. For så vidt angår gennemsigthed indeholder CRR ligeledes allerede en minimumsstandard.

³⁴ Se artikel 503 i CRR.

i antallet af europæiske udstedere, der trænger ind på det amerikanske marked for private investeringer³⁵.

Denne tendens er imidlertid ikke blevet udbredt i samme omfang på et overordnet europæisk plan. Blandt årsagerne hertil hører manglen på standardiseret dokumentation og information om udstedernes kreditværdighed og manglende likviditet på det sekundære marked. Da oplysninger om inddrivelse er af særlig stor betydning for investorer i disse produkter, er forskellene mellem de europæiske konkurslovgivninger ligeledes blevet nævnt som hindringer for udviklingen af et stort marked for private investeringer på tværs af grænserne.

Foranstaltninger

- Kommissionens tjenestegrene vil inden udgangen af 2014 gennemføre en undersøgelse med henblik på en kortlægning af de europæiske markeder for private investeringer og sammenholde dem med andre steder/anden praksis, analysere de primære katalysatorer for vellykkede private investeringer og udarbejde politiske anbefalinger til, hvordan denne succes kan overføres og udbredes i EU. Der vil ligeledes blive foretaget en vurdering af de potentielle risici, da markederne for private investeringer pr. definition er mindre gennemsigtige end offentlige kapitalmarkeder og meget illikvide. Undersøgelsen bliver baseret på den offentlige høring og konsekvensanalyse, der blev gennemført i 2007/2008³⁶.

5. AT FORBEDRE SMV'ERNES ADGANG TIL FINANSIERING

SMV'ernes særlige afhængighed af bankfinansiering betød, at de blev hårdest ramt under krisen. De opfatter det stadig som problematisk at optage lån, især i de perifere økonomier, hvilket til dels skyldes banksektorens fragmentering³⁷.

En af de væsentligste udfordringer vedrørende finansieringen af SMV'er består i at lette overgangen fra nyopstartet virksomhed til SMV til mid cap, dvs. en opstigning ad "investeringstrappen". På vej gennem deres livscyklus benytter SMV'er en kombination af finansieringskilder, herunder banklån og ekstern kapital fra private investorer ("business angels"), risikovillig kapital, private equity-fonde og endelig kapitalmarkederne. SMV'er oplever det ofte som et problem at overgå fra en kombination af finansieringskilder til en anden. Mellem de forskellige vækstfaser oplever virksomheder "mangel på finansiering" og "mangel på uddannelse". Dette forekommer især i indledende faser og i vækstfasen, hvilket til dels skyldes den begrænsede finansiering med risikovillig kapital i Europa.

I 2011 vedtog Kommissionen en handlingsplan om SMV'ers adgang til finansiering. Mange af disse foranstaltninger er allerede blevet gennemført, herunder lovgivningsmæssige foranstaltninger, finansielle programmer og initiativer til facilitering. Kommissionens arbejdsdokument, der ledsager denne meddelelse, indeholder en oversigt over handlingsplanens gennemførelse. Nogle af disse foranstaltninger er stadig i gang. Det gælder bl.a. initiativer til afhjælpning af SMV'ernes mangel på uddannelse og oplysninger gennem

³⁵ I 2012 benyttede 36 europæiske virksomheder (heraf 11 mindre virksomheder med en omsætning på under 500 mio. USD) det amerikanske marked for private investeringer i en størrelsesorden af ca. 20 mia. USD. Se <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/>.

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

³⁷ Se ECB's "Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area, April 2013 to September 2013" <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0>. Kun 33 % af de SMV'er, der ansøger om lån i Grækenland, får bevilget det fulde beløb, og i Spanien og Italien ligger denne andel kun på 50 % (sammenholdt med euroområdet gennemsnit på 65 % og 87 % i Tyskland). Der kan dog spores en beskeden fremgang for nogle tals vedkommende: 60 % af SMV'erne i Irland rapporterer om ubegrænset succes med at optage et lån, hvilket skal sammenholdes med 30 % i de foregående seks måneder, mens dette tal er steget fra 40 % til 50 % i Spanien.

Enterprise Europe-netværket. Det kommende netværk, der bliver operationelt i 2015³⁸, vil yde grundig rådgivning og bistand til SMV'er om adgang til finansiering og vil samarbejde tæt med andre lokale tjenesteudbydere, f.eks. finansielle formidlere og revisorer. Der er også udviklet forskellige coachingprogrammer på nationalt plan, især for at forberede SMV'erne på at få adgang til kapitalmarkeder (f.eks. ELITE-programmet udviklet af Borsa Italiana)³⁹.

Et problem, der ofte nævnes som en hindring, og som traditionelt har gjort SMV'er mere afhængige af lokale banklån, er manglen på tilstrækkelige, sammenlignelige, pålidelige og let tilgængelige kreditoplysninger om SMV'er. Kommissionen afholdt en workshop i november 2013 med deltagelse af en bred vifte af berørte parter for at diskutere private og offentlige nationale praksisser og nye initiativer med henblik på at finde ud af, hvordan oplysninger om SMV'er kan forbedres. Workshoppen bekræftede, at der er klare hindringer for investorers og finansudbyderes adgang til pålidelige, tilgængelige og sammenlignelige oplysninger om SMV'er i hele EU. Disse hindringer skyldes dels de store forskelle mellem medlemsstaterne med hensyn til omfanget af offentlige oplysninger og offentliggørelse af dem, og dels udformningen af de nationale retlige rammer.

Foranstaltninger

- Kommissionens tjenestegrene vil i 2014 kortlægge den lovgivning og de praksisser på EU-plan og nationalt plan, der berører adgangen til kreditoplysninger om SMV'er, med henblik på at overveje mulige EU-tilgange til kreditvurderingsbranchen og vurdere, om det er gennemførligt at harmonisere/øge sammenligneligheden af data om SMV'er i EU.
- Kommissionens tjenestegrene vil sætte fornyet gang i dialogen mellem bankerne og SMV'erne med henblik på at øge SMV'ernes viden på det finansielle område, navnlig under hensyn til den feedback, der modtages fra bankerne om låneansøgninger. Kommissionens tjenestegrene vil også vurdere bedste praksis med hensyn til at bistå SMV'erne med at få adgang til kapitalmarkederne.

6. TILTRÆKNING AF PRIVAT FINANSIERING TIL INFRASTRUKTUR, DER BIDRAGER TIL EUROPE 2020

Oprindeligt var investering i infrastruktur hovedsagelig udformet med henblik på store kapitalprojekter som vej- og jernbanenet, energiledningsnet og overordnede net samt nationale basisnet for telekommunikation. I den nye tilgang inden for rammerne af Connecting Europe-faciliteten og de europæiske struktur- og investeringsfonde (ESI) lægges der vægt på bæredygtighed, energieffektivitet, innovation, interoperabilitet og forbindelser i en multimodal europæisk infrastruktur. Dette indebærer et skift til jernbanetrafik og intelligent trafikledelse i transportsektoren, til lavemissionsproduktion og energieffektivitet i bygninger samt til sammenkoblinger i energi- og IKT-sektorerne.

EU's initiativ for projektobligationer (PBI)⁴⁰ er af mange berørte parter blevet fremhævet som et positivt eksempel på, hvordan man kan tiltrække privat kapital til infrastrukturprojekter. Kommissionens tjenestegrene er ved at vurdere en række forbedringer af PBI og en mulig udvidelse af projektobligationsløsninger til også at omfatte andre infrastruktursektorer, herunder bæredygtig transport, produktion af vedvarende energi og intelligente netaktiver.

³⁸ Se Kommissionens nylige indkaldelse af forslag (http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_da.htm).

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

⁴⁰ Initiativet for projektobligationer er et risikodelingsinstrument, som er oprettet af Kommissionen og EIB med henblik på at give projektvirksomheder mulighed for at udstede projektobligationer, der kan tiltrække fremmedkapital fra markedsinvestorer til de transeuropæiske net på transport- (TEN-T), energi- (TEN-E) og telekommunikations- og bredbåndsområdet.

Især kunne man undersøge de praktiske ordninger for mulige bidrag i regi af de europæiske struktur- og investeringsfonde i overensstemmelse med de respektive forordninger.

I denne forbindelse vil Kommissionen tilskynde de ordregivende myndigheder i hele EU til, hvor det er økonomisk fordelagtigt, at overveje inddragelse af den private sektor i forbindelse med gennemførelsen af infrastrukturprojekter. Kommissionen vil tilskynde myndighederne til at anvende fulde livscyklusanalyser og valuta for pengene-analyser samt at fremme tilbud, der omfatter et større antal finansieringsmuligheder, hvilket er fuldt ud i overensstemmelse med de nylige ændringer i direktiverne om offentlige udbud. Institutionelle investorer kunne ligeledes blive tiltrukket af europæiske projekter, hvis man forbedrede adgangen til gennemsigtige oplysninger og data om nye offentlig-private partnerskabsprojekter.

Selv om infrastrukturinvesteringer er vigtige, er der kun adgang til en meget begrænset mængde konsekvente tværeuropæiske data om resultaterne af infrastrukturen. EIOPA fremhævede i sin rapport fra december 2013 til Kommissionen manglen på data som en hindring, der gjorde det umuligt at gennemføre den nødvendige analyse med henblik på at anbefale en lavere kalibrering af kapitalkravene til infrastrukturaktiver.

Infrastrukturaktiver er i sagens natur store, og prøvestørrelserne er derfor mindre, end det er tilfældet for typiske virksomhedslån. Dataene er ofte fortrolige oplysninger, som tilhører bankerne og egenkapitalinvestorerne, og som er underlagt bestemmelser om streng fortrolighed. Hvis man gav hele markedet adgang til disse data, ville det ikke blot bidrage til en udvidelse af det institutionelle investeringsgrundlag, det ville også hjælpe lovgiverne med at undersøge fordelene ved en skræddersyet tilsynsordning for infrastrukturinvesteringer.

Foranstaltninger

- Kommissionens tjenestegrene vil i 2014 foretage en vurdering af, om det er gennemførligt, eventuelt ved hjælp af en fælles portal, frivilligt at give adgang til de eksisterende oplysninger om nationale, regionale og kommunale myndigheders planer og projekter vedrørende investering i infrastruktur.
- Kommissionen vil i 2014 foretage en vurdering af gennemførligheden af og de praktiske foranstaltninger med at indsamle, og hvor det er muligt, centralt at stille omfattende og standardiserede kreditstatistikker for infrastrukturen til rådighed. Denne foranstaltning vil støtte det arbejde, der gøres i regi af FSB og G20, og kan indebære deltagelse af EIB, EBRD, erhvervsfremmende banker og institutionelle investorer.

7. FORBEDRING AF DEN BREDERE RAMME FOR BÆREDYGTIG FINANSIERING

Økonomiens evne til at kanalisere midler over i langsigtet finansiering afhænger også af en række tværgående faktorer, herunder god selskabsledelse, regnskaber og den skattemæssige og retlige ramme. De generelle erhvervs- og lovgivningsmæssige rammer er vigtige for indenlandske og grænseoverskridende investeringer.

God selskabsledelse

Den måde, som aktiver forvaltes på, kan spille en væsentlig rolle for den langsigtede finansiering med hensyn til at ensrette incitamenterne for institutionelle investorer, formueforvaltere og virksomheder omkring langsigtede strategier og modvirke betænkeligheder vedrørende kort løbetid, spekulation og agenturforhold.

Det er blevet fremhævet af mange berørte parter samt i en lang række empiriske undersøgelser og rapporter, at arbejdstagernes finansielle deltagelse (EFP) og medarbejderejerskab (ESO) indebærer potentielle fordele i form af dels øget produktivitet og konkurrenceevne, dels motivation og fastholdelse af medarbejdere. Desuden sikrer sådanne ordninger også engagerede aktionærer med langsigtede investeringsmål.

Der foreligger også vigtig dokumentation for betydningen af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige spørgsmål for den langsigtede holdbare præstation fra virksomheder og investorer, der engagerer sig i disse spørgsmål. Kommissionen har allerede arbejdet med flere initiativer, der skal få virksomheder til at øge deres gennemsigtighed, såsom forslaget om ikke-finansiell rapportering⁴¹. Kun et lille antal investorer tager imidlertid højde for miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige spørgsmål, når de opbygger deres porteføljer, og nogle investorer mener endog, at medtagelse af sådanne faktorer er i strid med deres tillidsforpligtelse til at opnå størst muligt afkast til de begunstigede.

Foranstaltninger

- Kommissionen overvejer at fremlægge et forslag om ændring af direktivet om aktionærers rettigheder for at skabe bedre overensstemmelse mellem institutionelle investorer, kapitalforvalteres og firmaers langsigtede interesser.
- Inden for rammerne af Europa-Parlamentets pilotprojekt om "fremme af medarbejderejerskab og medarbejderdeltagelse" vil Kommissionen i 2014 foretage en vurdering af medarbejderejerskab i hele EU med henblik på at identificere problemer med den grænseoverskridende gennemførelse af ordninger med medarbejderejerskab og medarbejderdeltagelse og udvikle eventuelle EU-foranstaltninger til fremme af medarbejderdeltagelse og særlig medarbejderejerskab.
- Kommissionen overvejer at fremlægge en henstilling, der har til formål at forbedre kvaliteten af redegørelser for god selskabsledelse, en rapport om tiltag for at tilskynde institutionelle investorer og kapitalforvaltere til at tage bedre højde for miljømæssige (f.eks. CO₂-fodaftryk og klimaforandringer), sociale og ledelsesmæssige oplysninger i forbindelse med deres investeringsbeslutninger samt en undersøgelse af betroede opgaver og bæredygtighed.

Regnskabsstandarder

Grønbogen omhandlede spørgsmålet om en afvejning af nøjagtigheden af de informationer, der gives til investorerne, i forhold til tilstrækkelige incitamentter til at besidde og forvalte langsigtede investeringer. I denne forbindelse kritiserede en række berørte parter værdibaserede regnskabsprincipper, idet disse indfører markedsvolatilitet i årsregnskaber og således fremmer en kortsigtet adfærd. Mange respondenter fremsatte bemærkninger om betydningen af International Accounting Standards Boards begrebsramme med hensyn til at sikre, at fremtidige regnskabsstandarder bliver udarbejdet på en måde, der ikke skader de langsigtede investeringer. De henviste ligeledes til International Accounting Standards Boards igangværende arbejde med en revision af regnskabsførelsen af finansielle instrumenter (IFRS 9).

Forordningen fra 2002 om internationale regnskabsstandarder (IAS) er ved at blive bedømt, bl.a. med hensyn til om de godkendelseskriterier, der blev fastlagt i 2002, stadig er passende og tilstrækkelig robuste i nutidens og fremtidens Europa⁴².

SMV'ernes regnskabsmæssige behandling spiller en vigtig rolle i denne forbindelse. Mange berørte parter har bedt om en forenklet version for børsnoterede SMV'er af alle IFRS-standarder, der gælder for alle børsnoterede selskaber, idet de erkender, at der er behov for robuste standarder for at bevare investorenes tillid.⁴³ Endvidere kunne det for ikke-

⁴¹ COM(2013) 207.

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

⁴³ International Accounting Standards Board har udarbejdet en række forenkledte standarder, de såkaldte IFRS'er for SMV'er. De er imidlertid bestemt til ikke-børsnoterede selskaber.

børsnoterede SMV'er være hensigtsmæssigt med en komplet selvstændig regnskabsmæssig ramme for grænseoverskridende koncerner. I dag er ikke-børsnoterede SMV'er omfattet af nationale regnskabsregler, som er baseret på det for nyligt reviderede EU-regnskabsdirektiv, der fastsætter fælles grundprincipper, som medlemsstaterne skal anvende, når de udformer deres nationale regnskabsmæssige ramme for SMV'er (se arbejdsdokumentet).

Foranstaltninger

- Kommissionen vil inden for rammerne af sin godkendelse af den reviderede IFRS 9 overveje, om det er hensigtsmæssigt at anvende værdibaserede regnskabsprincipper i denne standard, især når det drejer sig om forretningsmodeller i forbindelse med langsigtede investeringer.
- Kommissionen vil opfordre International Accounting Standards Board til at tage behørigt hensyn til virkningen af dets beslutninger vedrørende investorerne investeringshorisont i både specifikke relevante projekter og i udviklingen af begrebsrammen med særlig opmærksomhed på en genindførelse af forsigtighedsprincippet.
- I løbet af 2014 vil Kommissionens tjenestegrene i bedømmelsen af IAS-forordningen i samarbejde med de berørte parter undersøge hensigtsmæssigheden af godkendelseskriterierne under hensyntagen til Europas langsigtede finansieringsbehov.
- Kommissionens tjenestegrene vil iværksætte en høring i 2014 med henblik på at undersøge i) hvad der taler for en forenklet regnskabsstandard for børsnoterede SMV'ers konsoliderede årsregnskaber, og ii) det hensigtsmæssige i en komplet selvstændig regnskabsstandard for ikke-børsnoterede SMV'er som supplement til regnskabsdirektivet.

Den skattemæssige og retlige ramme

I langt hovedparten af selskabsbeskatningsordningerne i Europa (og på internationalt plan) er der større fordele forbundet med lånefinansiering end med egenkapitalfinansiering, idet det er muligt at foretage fradrag af renteudgifter, mens der ikke findes en tilsvarende mulighed, når det drejer sig om de udgifter, der er forbundet med at rejse egenkapital. Denne skattebetingede skævhed til fordel for låntagning kan medføre, at virksomheder får incitament til at stifte mere gæld, og at innovative virksomheder og nystartede virksomheder, der er finansieret gennem egenkapital, bliver straffet.

Hvad angår den retlige ramme for langsigtet finansiering, medfører forskelle mellem medlemsstaternes insolvenslovgivning og denne lovgivnings manglende fleksibilitet store omkostninger for investorerne, lavt afkast til kreditorerne og problemer for virksomheder med grænseoverskridende aktiviteter eller ejerskab i hele EU. Denne ineffektivitet påvirker adgangen til finansiering samt virksomhedernes evne til at blive etableret og vokse, og det påvirker især SMV'er. Der findes desuden juridiske hindringer vedrørende overdragelse af fordringer, som indgår i mange grænseoverskridende finansieringstransaktioner såsom securitisering og factoring. Manglen på klare regler på EU-plan⁴⁴ resulterer i manglende retssikkerhed for overdragelse af fordringer på tværs af grænserne.

Foranstaltninger

⁴⁴ Forordning (EF) nr. 593/2008 om lovvalgsregler for kontraktlige forpligtelser (Rom I) regulerer på nuværende tidspunkt ikke udtrykkeligt dette spørgsmål.

- Kommissionen vil – gennem landespecifikke henstillinger som led i det europæiske semester – fortsætte med at skabe incitamenter for egenkapitalinvesteringer, især hvad angår medlemsstater, hvor selskabsbeskatningen har gældsrelateret slagside.
- Som fastsat i Kommissionens henstilling af marts 2014⁴⁵ om principper for bedste praksis med henblik på at muliggøre tidlig omstrukturering af levedygtige virksomheder og give iværksættere, der er gået konkurs, en ny chance, vil Kommissionen vurdere gennemførelsen af henstillingen og overveje mulige yderligere foranstaltninger.
- Kommissionens tjenestegrene vil i 2014 offentliggøre en rapport om lovvalgsregler for tredjepartsaspekter forbundet med overdragelse af fordringer.

8. KONKLUSION

Fremme af langsigtede investeringer er af afgørende betydning for at sikre intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst i Europa. I denne meddelelse er der beskrevet en lang række initiativer inden for forskellige områder. Nogle af initiativerne vedrører den gældende lovgivning, mens andre har en mere sonderende karakter. Fælles for dem er, at de alle har til formål at gøre det finansielle system bedre til at kanalisere midler over i langsigtede investeringer.

Kommissionen vil udfolde store bestræbelser for at gennemføre denne handlingsplan. Kommissionen vil i denne forbindelse afholde møder, når det er nødvendigt og med jævne mellemrum, med alle de berørte parter. Kommissionen opfordrer medlemsstaterne og Europa-Parlamentet til at støtte de initiativer, der er fremlagt i nærværende meddelelse.

⁴⁵ C(2014) 1500.