



Bruxelles, den 9.4.2013  
COM(2013) 150 final/2

## **GRØNBOG**

### **LANGSIGTET FINANSIERING AF DEN EUROPÆISKE ØKONOMI**

(EØS-relevant tekst)

{SWD(2013) 76 final}

## 1. INDLEDNING

Europas presserende udfordring er at bringe EU tilbage på sporet mod intelligent, bæredygtig og inklusiv vækst, hvor der skabes arbejdspladser, og hvor konkurrencefordelene udnyttes, således at EU's konkurrenceevne styrkes på det globale marked.

Løsningen af denne opgave stiller Europa over for omfattende og langsigtede investeringsbehov på linje med prioriteterne i Europa 2020-strategien<sup>1</sup>, ajourføringen af meddelelsen om industripolitikken fra 2012<sup>2</sup>, initiativet "Innovation i EU"<sup>3</sup> og Connecting Europe-faciliteten<sup>4</sup>. Langsigtede investeringer svarer til dannelse af kapital med lang levetid og omfatter materielle anlægsaktiver (som f.eks. energi, transport- og kommunikationsinfrastrukturer, industri- og servicefaciliteter, boliger samt teknologier til økoinnovation og modvirkning af klimaændringer) og immaterielle anlægsaktiver (f.eks. uddannelse, forskning og udvikling), der fremmer innovation og konkurrenceevne. Mange af disse investeringer sikrer generelle fordele for offentligheden, da de genererer et større afkast for samfundet som helhed ved at støtte grundlæggende tjenester og forbedre levestandarden. Deres virkning begynder også at kunne mærkes på kort sigt. De sætter staten og erhvervslivet i stand til at producere mere med færre ressourcer, således at de imødekommer nye økonomiske, sociale<sup>5</sup> og miljømæssige udfordringer, letter overgangen til en mere bæredygtig økonomi og forbedrer økonomiens produktive og industrielle kapacitet. Klimaændringstendenser og udtømningen af naturressourcerne understreger yderligere den udfordring, der ligger i bæredygtig vækst, og nødvendiggør flere langsigtede investeringer i energiproduktion med lave kulstofemissioner og i energi- og ressourceeffektivitet og -infrastruktur i overensstemmelse med det politiske mål om at begrænse klimaændringerne til under to grader og skille den økonomiske vækst fra ressourceanvendelse.

For at finansiere disse langsigtede investeringer skal staten og erhvervslivet uanset virksomhedens størrelse have adgang til forudsigelig langsigtet finansiering. Økonomiens kapacitet til at finansiere langsigtede investeringer afhænger af det finansielle systems evne til effektivt at kanalisere statens, erhvervslivets og husholdningernes opsparring til de rigtige brugere og investeringer gennem åbne og konkurrenceprægede markeder. Denne opgave kan varetages af forskellige formidlere (f.eks. banker, forsikringsselskaber og pensionsfonde) og ved direkte adgang til kapitalmarkeder. Grønbogen fokuserer på, hvordan denne proces foregår. Økonomien skal som en forudsætning for at kanalisere langsigtede investeringer til en rimelig pris generere og tiltrække opsparring. Regeringens politik kan medvirke hertil gennem en fornuftig finanspolitik, effektive skattesystemer og et erhvervsvenligt miljø, som skaber en økonomi, der tiltrækker investeringer, også fra udlandet.

At få den langsigtede finansieringsproces på rette spor er en afgørende forudsætning for strukturel økonomisk reform og tilbagevenden til en udvikling med langsigtet økonomisk vækst. En virksomhed har behov for langsigtet finansiering gennem hele sin livscyklus, herunder hjælp til at starte en virksomhed, hjælp til vækst og efterfølgende hjælp til at fastholde væksten. Langsigtet finansiering understøtter virksomhedernes udvikling gennem

---

<sup>1</sup> Se [http://ec.europa.eu/europe2020/index\\_da.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/index_da.htm).

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

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

<sup>4</sup> Se [http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef\\_brochure.pdf](http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf).

<sup>5</sup> I Kommissionens meddelelse "Sociale investeringer i vækst og samhørighed" (KOM(2013) 83) understreges det, at medlemsstaterne bliver nødt til at gøre større brug af mere innovative finansieringsmåder på det sociale område, herunder ved at inddrage den private sektor.

hele denne livscyklus. Dette kræver kendskab og adgang til forskellige finansielle instrumenter og processer. Langsigtet finansiering hjælper også med at finansiere eksport og bidrager dermed til at forbedre den eksterne konkurrenceevne. Vigtigheden af langsigtet finansiering for vækst og jobskabelse anerkendes på internationalt plan af G20<sup>6</sup>.

Finanskrisen har påvirket den finansielle sektors evne i Europa til at kanalisere opsparring over i langsigtede investeringsbehov. Finanskrisen og den nuværende svage makroøkonomiske situation har dog først og fremmest skabt et klima præget af usikkerhed og risikoaversion, især i de medlemsstater, der er under finansielt pres, og for små og mellemstore virksomheder. Den finansielle krise har begrænset bankernes evne til at yde lån med lang løbetid, idet de skal nedgearde for at udbedre tidligere tiders fejl. Samtidig har krisen haft en negativ indvirkning på låntagernes og de institutionelle investorers tillid og risikovillighed.

En vigtig lære af krisen er, at det er nødvendigt med effektiv regulering og overvågning af den finansielle sektor for at genoprette den finansielle stabilitet og tilliden på markederne. Som en del af en bredere politisk indsats er det nødvendigt at sikre, at den detaljerede kalibrering af den nye lovgivnings- og tilsynsramme effektivt sætter den finansielle sektor i stand til at understøtte realøkonomien uden at bringe den finansielle stabilitet i fare.

Ser man bort fra den finansielle krise, melder det vigtige spørgsmål sig, om bankformidling, som historisk har været dominerende i Europa i forbindelse med finansiering af langsigtede investeringer, vil blive afløst af et mere diversificeret system med en væsentlig større andel af direkte kapitalmarkedsfinansiering og større deltagelse af institutionelle investorer og alternative finansielle markeder. Der er ingen tvivl om, at bankerne med deres kompetencer i forbindelse med kreditrisikovurdering og deres lokalkendskab og forhold til virksomheder fortsat vil være vigtige aktører i forbindelse med kanalisering af langsigtede investeringer. Det er dog uvist, om forretningsbankerne vil genoptage deres praksis med beholde langsigtede aktiver i hele løbetiden i samme omfang som tidligere.

Bankernes mere begrænsede rolle i forbindelse med langsigtet långivning åbner op for nye behov og muligheder for andre finansielle institutioner og markedsbaseret formidling med henblik på at kanalisere finansiering til langsigtede investeringer. De institutionelle investorers og markedernes evne til at udfylde dette hul afhænger dog af en række forhold. Samtidig med kravet om den rigtige kalibrering af lovgivningsrammen for tilsyn påstår mange, at regnskabsprincipper, målinger til dagsværdi og porteføljeforvaltere skaber ekstra omkostninger og uoverensstemmende incitamenter. Markederne for erhvervsobligationer, egenkapital og securitisering i Europa er desuden stadig forholdsvis underudviklede sammenlignet med andre økonomier, og andre former for finansiering end bankfinansiering er fortsat generelt ikke tilgængelige for små og mellemstore virksomheder.

Tilvejebringelse af effektive formidlingskanaler til langsigtet finansiering er en kompleks og flerdimensionel opgave. Formålet med denne grønbog er at sætte gang i en bred debat om, hvordan der kan skabes et udbud af langsigtet finansiering, og hvordan systemet med finansiell formidling af langsigtede investeringer i Europa kan forbedres og diversificeres. Som det fremgår af høringsspørgsmålene bør denne debat tage højde for de forskellige finansielle markedsaktørers karakteristika og også besvare spørgsmål relateret til en række forskellige forudsætninger. Kommissionen vil anvende svarene på høringsspørgsmålene i sin videre vurdering af hindringerne for langsigtet finansiering med det formål at udpege de politiske foranstaltninger, der skal gennemføres for at overvinde dem. Den mulige opfølgning kan antage forskellige former. Inden for nogle områder er der behov for ny eller tilpasset

---

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

regulering, mens EU inden for andre i stedet skal søge at tilskynde til øget koordinering og fremme af bedste praksis. Endelig kan der foregå specifik opfølgning i de enkelte medlemsstater inden for rammerne af det europæiske semester. Grønbogen ledsages af et arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, som beskriver den bagvedliggende analyse i yderligere detaljer.

## 2. UDBUD AF LANGSIGTET FINANSIERING OG KARAKTERISTIKA FOR LANGSIGTEDE INVESTERINGER

Økonomiens kapacitet til at stille finansiering til rådighed for langsigtede investeringer afhænger af dens evne til at generere opsparing og til at tiltrække og fastholde udenlandske direkte investeringer.

Forskellige udbydere kan være kilder til langsigtet finansiering, herunder staten, erhvervslivet og husholdningerne. Staten og erhvervslivet kan også skabe efterspørgsel efter langsigtet finansiering. I Europa er forholdet mellem BNP og investeringer og opsparing begge omkring 20 %. Dette er bedre end i andre regioner. Men i det samlede billede gemmer sig det forhold, at de private investeringer i 2011 lå et godt stykke under deres 2007-niveau, og at faldet var fire gange så stort som faldet i BNP i faste priser i samme periode<sup>7</sup>. Både opsparende og investorer oplever i øjeblikket betydelig usikkerhed, risikoaversion og manglende tillid som følge af den svage makroøkonomiske situation og de usikre fremtidsudsigter. Dette kan have varige konsekvenser og skabe mere permanente hindringer for udbuddet af langsigtet finansiering samt påvirke efterspørgslen:

- **Staten:** Offentlige ressourcer, fra beskatning og offentlig gæld, spiller en central rolle for finansieringen af langsigtede investeringer, fordi de ofte forbindes med positive eksterne virkninger, og fordi de supplerer private investeringer. Selv om staten altid vil spille en central rolle med hensyn til at tilvejebringe offentlige goder og offentlig infrastruktur, har der længe ligget en stor udfordring i at sikre større udgiftseffektivitet gennem mere systematiske omkostningseffektivitetsanalyser og omhyggelig screening af projekter. Endvidere anvendes offentlige ressourcer i form af tilskud eller lån til at støtte langsigtede investeringer i den private sektor på områder, hvor markedssvigt har medført, at privat finansiering og/eller private investeringer ikke er af optimalt omfang. Offentlige ressourcer bør ikke erstatte privat finansiering inden for disse områder, men de kan katalysere den og hjælpe med at håndtere de tilhørende risici.
- **Erhvervslivet:** Erhvervslivet finansierer investeringer enten ved hjælp af egne ressourcer eller ved at benytte det finansielle system. Dæmpet efterspørgsel og usikkerhed på markedet har påvirket virksomhedernes fortjeneste. Samtidig har erhvervslivets investeringer været af endnu mere begrænset omfang, hvilket i visse medlemsstater har ført til øget intern opsparing, navnlig hos store selskaber – og store selskabers kontantbeholdning og tilsvarende positioner anslås at være steget med omkring fire procentpoint fra 2009 til 2011<sup>8</sup>. Mange små og mellemstore virksomheder lider dog også under fortsat manglende likviditet.

---

<sup>7</sup> Se McKinsey Global Institute (2012).

<sup>8</sup> Baseret på en undersøgelse af ændringer i likviditeten for 170 store europæiske ikkefinansielle selskaber vurderet af Fitch.

- **Husholdningerne:** Husholdningerne er den primære finansieringskilde for investeringer. Kortsigtet opsparing er dog deres foretrukne instrument. I perioden 2000-2010 reducerede husholdningerne f.eks. deres aktiebeholdninger med otte procentpoint målt som en andel af deres finansielle aktiver<sup>9</sup>. Husholdningerne foretrækker generelt likviditet og nem indfrielse. Stabilitet foretrækkes, og risikoaversion er nu udbredt. Det er derfor nødvendigt at mobilisere mere langsigtet opsparing.
- **Ekstern finansiering:** Udenlandske direkte investeringer er en anden traditionelt vigtig kilde til finansiering af langsigtede projekter. Trods krisen blev de udenlandske direkte investeringer i EU styrket i 2011 efter de seneste års drastiske fald. Den udenlandske direkte investeringsstrøm til EU nåede op på 242 mia. EUR i 2011 og steg således med 13 % i forhold til 2010-niveaue. Inden for EU er der betydelige forskelle fra land til land.

Enhver økonomis langsigtede vækstudsigter afhænger bl.a. af den finansielle sektors evne til at kanalisere ovennævnte kilder til opsparing over i **produktive investeringer**. Denne grøn bog omhandler langsigtede investeringer forstået som dannelse af materiel og immateriel kapital med lang levetid. Fokus rettes dermed på produktiv (i modsætning til finansiell) kapital svarende til konceptet i nationalregnskabet, hvor investeringer betegnes som faste bruttoinvesteringer. Dannelsen af produktiv kapital blev alvorligt ramt under finanskrisen, og investeringsniveauerne er stadig under niveauerne før krisen i mange EU-lande. Investeringer i materiel og immateriel produktiv kapital er afgørende for at vende EU-økonomien og vil være en hjørnesten i den langsigtede vækststrategi.

Der fokuseres på varige kapitalgoder (f.eks. økonomisk og social infrastruktur, bygninger og forskning og udvikling, uddannelse og innovation), ikke fordi de er vigtigere for vækst end kapitalgoder med kortere levetid (f.eks. computere, mobiltelefoner og køretøjer), men fordi omfanget af investeringer i kapitalgoder med kortere levetid er stærkt procyklisk. Disse investeringer er i øjeblikket på et lavpunkt som følge af de usikre makroøkonomiske udsigter i Europa, men de forventes at stige, så snart der sker en bedring i økonomien. Det samme gælder produktionsvirksomheders øvrige udgifter, som f.eks. personaleomkostninger (ansættelser) og indkøb af forbrugsmaterialer.

Situationen er en helt anden for varige kapitalgoder, der er kendetegnet ved lange investerings-/anlægsperioder, og som kræver **langsigtet finansiering**, eftersom de pengestrømme, der genererer investeringsafkastet, først begynder at flyde efter en betydelig periode. Eftersom en betydelig andel af beholdningen af varig produktiv kapital består af offentlig infrastruktur, har denne kapitaltype traditionelt spillet en stabiliserende rolle i økonomien. Dette kræver, at staten kan tilvejebringe offentlige investeringer på en anticyklisk måde, og at den finansielle sektor, når den tilvejebringer midler til investering, har rimelig tillid til, at økonomien vil være i fuld gang, når anlægsperioderne er ovre.

Der findes ikke nogen generelt anerkendt definition af langsigtet finansiering. Bredt kan langsigtet finansiering betragtes som den proces, hvorved det finansielle system leverer den finansiering, der skal bruges til at betale for investeringer, der strækker sig over en længere periode. Denne definition fokuserer på de forskellige elementer, der kendetegner langsigtet finansiering<sup>10</sup>. Alternativt defineres langsigtet finansiering mere snævert i det igangværende

<sup>9</sup> Se McKinsey Global Institute (2011).

<sup>10</sup> Disse elementer omfatter karakteristika for investoren, aktivets art, typen af finansiell formidling samt aktivets værdiansættelse og prissætning. Yderligere oplysninger findes i det arbejdsdokument fra Kommissionens tjenestegrene, som ledsager denne grøn bog.

internationale arbejde inden for rammerne af G20, idet der her fokuseres på finansieringsløbetider, der overstiger fem år, herunder kilder til finansiering uden specifik løbetid (f.eks. aktier).

Spørgsmål:

1) Er du enig i ovennævnte analyse med hensyn til udbuddet af og kendetegnene ved langsigtet finansiering?

2) Hvilken definition af langsigtet finansiering er efter din mening den mest hensigtsmæssige?

### 3. FORBEDRING AF DEN LANGSIGTEDE FINANSIERING AF DEN EUROPÆISKE ØKONOMI

Som for alle andre typer finansiering afhænger økonomiens kapacitet til at finansiere langsigtede investeringer af det finansielle systems evne til effektivt at kanalisere disse midler til de rigtige brugere og investeringer gennem åbne og konkurrenceprægede markeder. Denne proces kan varetages af forskellige formidlere, herunder banker, forsikringsselskaber og pensionsfonde, og ved direkte adgang til finansielle markeder. En række faktorer hindrer dem dog i at spille en 100 % effektiv rolle i forbindelse med langsigtet finansiering. Det vil tage længere tid at afhjælpe nogle af disse hindringer end andre.

En vigtig lære af krisen er, at det er nødvendigt med effektiv regulering og overvågning af den finansielle sektor for at genoprette den finansielle stabilitet og tilliden på markederne. EU har i den forbindelse gennemført et omfattende finansielt reformprogram, som supplerer bredere skattemæssige og økonomiske reformer. Finansiell stabilitet er afgørende, men kan ikke stå alene. Som en del af en bredere politisk indsats er det nødvendigt at sikre, at den detaljerede kalibrering af den nye lovgivnings- og tilsynsramme effektivt sætter den finansielle sektor i stand til og tilskynder den til at understøtte realøkonomien, herunder på beskatningsområdet, uden at bringe den finansielle stabilitet i fare.

Både offentlige myndigheder og markedsaktører er ansvarlige for at skabe et sådant miljø, genskabe tillid og sikkerhed og forbedre Europas evne til at tiltrække udenlandske investeringer. På den baggrund **bør indsatsen for at forbedre den europæiske økonomis langsigtede finansiering omfatte et bredt udvalg af indbyrdes forbundne faktorer:**

- **de finansielle institutioners kapacitet til at kanalisere langsigtet finansiering**
- **de finansielle markeders effektivitet og resultater med hensyn til at tilbyde langsigtede finansieringsinstrumenter**
- **tværgående faktorer, der understøtter langsigtet opsparing og finansiering**
- **de små og mellemstore virksomheders mulighed for at få adgang til bankfinansiering og andre former for finansiering.**

#### 3.1. De finansielle institutioners kapacitet til at kanalisere langsigtet finansiering

##### Forretningsbanker

Banker har traditionelt været de vigtigste finansielle formidlere i Europa. Banksektorens andel er stor i EU sammenlignet med andre lande, især USA, og det afspejler den større udbredelse af bankformidling i EU. I fremtiden vil dette skabe udfordringer for den langsigtede finansiering.

Krisen fremhævede de risici, der er forbundet med overdreven anvendelse af gearing og løbetidsændring. Sammen med den faldende efterspørgsel i visse lande, der befinder sig i recession, har dette fået mange banker til at foretage nedgearing, og det har navnlig været medvirkende til den nuværende mangel på langsigtet finansiering<sup>11</sup>. Selv når denne nedgearing er afsluttet, vil revurderingen af risici efter krisen øge finansieringsomkostningerne. De omkostninger, der er forbundet med krisestyringsværktøjerne i banksektoren, kan også øge finansieringsomkostningerne, selv om etableringen af en mere afviklingsparat banksektor vil have yderst positive virkninger for samfundet og økonomien. Bankernes og de offentlige finansiers gensidige afhængighed og strammere regulering har også forstærket koncentrationen af bankaktiviteter på hjemmemarkederne, og det har ført til reduktion af den grænseoverskridende finansiering og fragmentering af det indre marked, hvilket yderligere reducerer tilgængeligheden af finansiering og øger finansieringsomkostningerne, navnlig i de lande, der i øjeblikket er under særligt pres.

I fremtiden skal fælles europæiske **regler for banktilsyn** forhindre tidligere tiders fejl, øge bankernes modstandsdygtighed over for risici og skabe tillid, og der vil blive opbygget et fælles regelsæt for at beskytte det indre markeds integritet. Med hensyn til langsigtet finansiering skal tilsynsreglerne omhandle bankernes risici, når de anvender kortfristede indlån til finansiering af langfristede udlån. Det betyder ikke nødvendigvis, at regler, der begrænser bankernes evne til at bruge kortsigtet finansiering på denne måde, automatisk medfører mere begrænset långivning til økonomien. En eventuel afvejning mellem begrænsning af likviditetsdannelse for at sikre stabilitet og tilvejebringelse af langsigtet finansiering til realøkonomien forklarer dog behovet for effektiv kalibrering og progressiv gennemførelse af reglerne. Baselkomitéen søger med sine nylige forslag om likviditetskrav at øge bankernes modstandsdygtighed og samtidig sikre, at restriktioner på løbetidsændring ikke får utilsigtede konsekvenser. Kommissionen har foreslået en overvågningsperiode og en gennemgang af kalibreringen af parametrene for likviditetskrav<sup>12</sup>.

En anden konsekvens af krisen, som kan påvirke bankernes evne til at kanalisere langsigtet finansiering, er den voksende debat om, hvorvidt yderligere reformer, der er målrettet direkte mod deres struktur, vil mindske sandsynligheden for og virkningen af markedssvigt, i højere grad vil sikre, at vigtige økonomiske funktioner kan fortsættes, og vil yde bedre beskyttelse til sårbare detailkunder. Den nylige rapport fra den højtstående arbejdsgruppe om **strukturelle EU-bankreformer** dokumenterer, hvordan bankernes adfærd i de seneste årtier har ført til en uforholdsmæssig stigning i aktiviteterne inden for den finansielle verden i stedet for kundeorienterede aktiviteter, herunder langsigtet finansiering til virksomheder. Gruppen anbefaler, at risikobetonet handelspraksis begrænses og isoleres. Kommissionen overvejer i øjeblikket, hvordan den skal følge op på gruppens rapport.

Bankerne vil naturligvis ikke forsvinde fra formidlingskæden i Europa. Deres kompetencer i forbindelse med kreditrisikovurdering og deres lokalkendskab og forhold til virksomheder betyder, at de fortsat vil og skal være vigtige aktører. Men udviklingen i banksektoren siden krisen skaber nye behov og muligheder for, at andre formidlere kan supplere bankernes rolle ved at kanalisere finansiering til langsigtede investeringer på en mere afbalanceret måde.

---

<sup>11</sup> ECB's undersøgelse af banklångivningen (Bank Lending Survey) fra oktober 2012 viser f.eks., at den nettostramning af kreditstandarderne, som bankerne i euroområdet har foretaget for lån eller kreditlinjer til virksomheder, steg med 15 % netto sammenlignet med 10 % i andet kvartal 2012. Beløbet for nye langsigtede lån faldt ligeledes markant i første halvår 2012, og der er umiddelbart tendens til en væsentlig nedgang i beholdningen af disse lån.

<sup>12</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/regcapital/new\\_proposals\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm).

### Spørgsmål:

3) Når man tager udgangspunkt i udviklingen i banksektoren, hvilken rolle mener du så, at bankerne i fremtiden skal spille i forbindelse med kanalisering af langsigtet finansiering til langsigtede investeringer?

### Nationale og multilaterale udviklingsbanker og finansielle incitamenter

Udviklingsbanker, som både er aktive på internationalt og nationalt plan, bør medvirke til at katalysere langsigtet finansiering og forbedre de finansielle markeders og instrumenters effektivitet og resultater. Trods de positive nettobidrag fra visse investeringer til den økonomiske velfærd, kan markedssvigt forhindre investorer i at tage visse risici og/eller træffe visse investeringsbeslutninger. I sådanne tilfælde kan nationale og multilaterale udviklingsbanker bruges til at stimulere privat finansiering i medfør af deres specifikke offentlige politiske mål om at skabe bredere økonomisk, social og miljømæssig (i modsætning til rent finansiell) merværdi. Hvis de fokuserer på dokumenterede markedssvigt, kan de have en vigtig kontracyklisk rolle, herunder ved at reducere finansieringsomkostningernes volatilitet for visse kategorier af investorer og afbøde private aktørers kortsigtethed. Det er vigtigt at holde sig for øje, at ledelsen i udviklingsbanker bør sikre, at de ikke anvender deres fordel med hensyn til finansieringsomkostninger til at skubbe privat finansiering væk. De bør snarere bestræbe sig på at virke som katalysator for privat finansiering inden for områder, hvor det kun langsomt sker fremskridt.

Offentlige foranstaltninger kan gennemføres enten direkte eller indirekte ved at tilbyde eller deltage i en række finansieringsprodukter, herunder deling af og/eller garanti mod risici<sup>13</sup>, og ved at samle finansielle formidlere i relevante netværk<sup>14</sup>. Under det nuværende EU-budget har en række finansielle EU-instrumenter<sup>15</sup>, hvoraf flere gennemføres af Kommissionen, Den Europæiske Investeringsbank (EIB) og Den Europæiske Investeringsfond (EIF) og i partnerskab med medlemsstaterne, til formål at afhjælpe specifikke mangler på markedet og lette adgangen til finansiering, herunder mere langsigtet finansiering<sup>16</sup>. I fremtiden vil EU's flerårige finansielle ramme i højere grad anvende finansielle instrumenter, der for alvor kan medvirke til at øge virkningen af EU's udgifter, ved i højere grad udnytte og katalysere privat langsigtet finansiering. Størstedelen af den flerårige finansielle ramme, herunder alle EU's strukturelle instrumenter, vil kunne anvendes i finansielle instrumenter. Deres effektivitet

<sup>13</sup> "Brobygningsprodukter" ("bridging products") er et eksempel på instrumenter, der kan lette investorers eller finansielle institutioners risikoaversion. De kan omfatte first loss-kredit eller mezzanin-kreditforbedring og foranstaltninger med fokus på nye demonstrationsprojekter i stor skala med både offentlig finansiering og privat deltagelse.

<sup>14</sup> F.eks. via Long-Term Investors Club. Se <http://www.ltic.org/>.

<sup>15</sup> Egenkapital eller riskovillig kapital, garantier eller andre risikodelingsinstrumenter med støtte over det centrale EU-budget eller strukturfondenes budget. Jf. meddelelse fra Kommissionen "En ramme for næste generation af innovative finansielle instrumenter - EU's egenkapital- og låneplatforme" (KOM(2011) 662).

<sup>16</sup> F.eks. Project Bond Initiative og instrumenter, der anvender ressourcer fra struktur- og investeringsfondene, som tilvejebringer gælds-, mezzanin- og egenkapitalfinansiering til små og mellemstore virksomheder, kommuner og infrastrukturprojekter. I 2011 foreslog Kommissionen en infrastrukturpakke, der består af et nyt budgetinstrument, Connecting Europe-faciliteten og reviderede retningslinjer for transport, energi og ikt samt et program for virksomheders konkurrenceevne og små og mellemstore virksomheder (COSME). Kommissionen og EIB har udviklet to finansieringsfaciliteter med risikodeling, herunder finansieringsfaciliteten med risikodeling (RSFF) for forskningsintensive og innovative virksomheder og lånegarantiinstrumentet for TEN-T-transportprojekter (LGTT). Under strukturfondene for perioden 2007-2013 har EU indtil videre investeret mindst 10,7 mia. EUR i finansieringstekniske instrumenter, primært gennem EFRU til SMV'ers adgang til finansiering. Disse midler geninvesteres på lang sigt til gavn for den europæiske økonomi.



kræver, at der etableres et tæt net og samarbejde mellem Kommissionen, EIB-Gruppen og medlemsstaterne.

Det er også vigtigt, at de offentlige foranstaltninger ikke bidrager til en fragmentering af det indre marked. Koordinering, vurdering og ansvarsfordeling mellem indsatsen på nationalt plan og EU-plan kan hjælpe med at forhindre dette og dermed forbedre merværdien af en europæisk tilgang. Tættere samarbejde mellem nationale og multilaterale udviklingsbanker under Kommissionen og EIB kan være udgangspunktet for en sådan koordinering, herunder ved at støtte etableringen af europæiske økonomiske interessegrupper med henblik på finansiering af grænseoverskridende projekter. Indvirkningen af udenlandske statsobligationer og muligheden for at styrke eller oprette europæiske obligationer kan også overvejes.

Spørgsmål:

*4) Hvilken rolle skal de nationale og multilaterale udviklingsbanker spille for at støtte finansieringen af langsigtede investeringer bedst muligt? Er der mulighed for øget koordinering mellem disse banker med henblik på at nå EU's politiske mål? Hvordan kan finansielle instrumenter under EU-budgettet bedre støtte langsigtede investeringer i bæredygtig vækst?*

*5) Er der andre offentlige politikværktøjer, der kan støtte finansieringen af langsigtede investeringer?*

### **Institutionelle investorer**

Som følge af de længere tidshorisonter for deres forretningsmodeller er institutionelle investorer – f.eks. (livs)forsikringsselskaber, pensionsfonde, investeringsforeninger og stiftelser – hensigtsmæssige kilder til langsigtet finansiering. Sammen besidder de aktiver for i alt 13,8 bio. EUR, hvilket svarer til mere end 100 % af EU's BNP<sup>17</sup>. Andre institutionelle investorer – f.eks. statsejede investeringsfonde, særlige infrastrukturfonde og i en vis grad unoterede aktier – optræder også som kilder til langsigtet finansiering. Venturekapital kan være endnu en kilde til langsigtet finansiering.

Den lange varighed af deres forpligtelser giver de institutionelle investorer, i hvert fald i princippet, mulighed for at foretage langsigtede investeringer i langfristede produktive aktiver, som giver et højere afkast, der kan udligne de mere langsigtede risici og den lavere likviditet, der følger af mange af disse aktiver. I medfør af deres længere tidshorisonter kan de institutionelle investorer benytte tålmodige og kontracykliske strategier, der begrænser "kortsigtethed" og reducerer behovet for løbetidsændring. Behovet for diversificering og søgningen efter afkast i en kontekst med lave rentesatser har været katalysator for deres ekspansion til langsigtet finansiering, hvor de har afsat betydelige dele af deres portefølje til langsigtede instrumenter, som f.eks. egenkapital, unoterede aktier og andre illikvide aktiver (f.eks. har nogle pensionsfonde i de senere år investeret direkte i store projekter vedrørende vedvarende energi).

På den baggrund er institutionelle investorer ligesom banker forpligtede til at overholde en række tilsynsregler og regnskabsstandarder. I henhold til de nye tilsynsregler for **forsikringsselskaber** (Solvens II-direktivet)<sup>18</sup> skal de have tilstrækkelige aktiver til at dække arten og varigheden af deres forpligtelser. Gennemførelsen af langsigtede investeringer er i overensstemmelse med disse selskabers sociale funktioner. Solvens II-direktivet har til formål

<sup>17</sup> Se Fitch 2011 og EFAMA (2012).

<sup>18</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/solvency/future/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm).

at indføre en harmoniseret risikobaseret solvensordning og værdiansætter aktiver til deres markedskonforme økonomiske værdi. Indvirkningen af de nye tilsynsregler på forsikringsselskabernes evne til at tilvejebringe langsigtet finansiering vil delvist afhænge af deres individuelle udgangspunkt og af den præcise forvaltning af de mere langsigtede aktiver. Debatten har fokuseret på, hvordan det kan sikres, at lovpligtige kapitalkrav i forbindelse med aktiver ikke i uforholdsmæssig grad belaster besiddelsen af langsigtede aktiver, og at de positive incitamenter i Solvens II-rammen, der har til formål at belønne langsigtede forpligtelser via langsigtede investeringer, der matcher varigheden, ikke mindskes.

I den sammenhæng har Kommissionens tjenestegrene anmodet Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) om at undersøge, om den detaljerede kalibrering af kapitalkravene i forbindelse med investeringer i bestemte aktiver under Solvens II-ordningen (herunder finansiering af infrastruktur og projektobligationer, SMV-finansiering, securitisering af gæld osv.) bør justeres med henblik på at sikre, at der ikke skabes hindringer for langsigtet finansiering, dog uden at skabe yderligere tilsynsmæssige risici. Kommissionen, Rådet og Parlamentet har også drøftet foranstaltninger, der kan befordre tilvejebringelsen af forsikringsprodukter med langsigtede garantier og langsigtede investeringer under Solvens II. EIOPA vil vurdere disse foranstaltninger inden juni 2013. Ud fra disse tekniske resultater vil Kommissionen fremlægge relevante foranstaltninger, som kan medtages i Solvens II-direktivet eller de tilknyttede delegerede retsakter.

Pensionsfonde skal forvalte deres risici for at generere det krævede årlige afkast til deres begunstigede. Kapitalkravene til pensionsfonde varierer fra medlemsstat til medlemsstat og adskiller sig fra kravene til forsikringsselskaber for at tage højde for de forskellige risici, der er forbundet med arbejdsmarkedsrelaterede pensionsfonde og de finansieringsressourcer, de kan få adgang til. Kommissionen planlægger at revidere direktivet om arbejdsmarkedsrelaterede pensionskassers aktiviteter<sup>19</sup>. Revisionen har bl.a. til formål at styrke beskyttelsen af medlemmerne og fremme grænseoverskridende aktiviteter på området. Det skal sikres, at nye tilsynsregler for arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser ikke får en afskrækkende virkning i henseende til bæredygtig langsigtet finansiering. I revisionen af direktivet om arbejdsmarkedsrelaterede pensionskassers aktiviteter skal der derfor tages højde for de potentielle indvirkninger på langsigtet finansiering og økonomisk vækst.

Bortset fra tilsynsregler kan en række andre strukturelle faktorer påvirke de institutionelle investorers evne til at deltage i langsigtet finansiering. Den økonomiske nedgang vil sandsynligvis have en varig effekt på de institutionelle investorers langsigtede aktivallokeringsstrategier, idet den fordrer mere forsigtige investeringsstrategier. De institutionelle investorers gennemsnitlige eksponering for infrastrukturaktiver er stadig lav sammenlignet med deres investeringer i fast ejendom og de faktiske behov for investeringer i infrastruktur. Med hensyn til risikostyring og diversificering er institutionelle investorer i nogle tilfælde betænkelige ved de langsigtede investeringsprojekters skala. Aktivforvaltningsfunktionerne hos institutionelle investorer, der ikke er banker, er heller ikke altid vant til at håndtere mere illikvide aktiver; tidligere blev disse opgaver ofte varetaget af monolineselskaber, som stillede garanti for sådanne aktiver. Det betyder, at nogle investorer med tiden skal udvide deres nuværende kompetencer, således at de kan understøtte deres investeringsbeslutninger.

---

<sup>19</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/pensions/directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm).

Det kan derfor være relevant at overveje initiativer, som kan samle finansielle ressourcer<sup>20</sup> og strukturere finansieringspakker efter de forskellige risikofaser. Dialog mellem investorer og ikkefinansielle selskaber og formidlingen af eksempler på god praksis og casestudier kan være en hjælp her<sup>21</sup>. Kommissionen har også allerede tilkendegivet<sup>22</sup>, at den vil fremsætte forslag til mulige reformer af **langsigtede investeringsfonde** (LTIF). Tidlige tilkendegivelser fra berørte parter antyder, at et nyt LTIF-redskab muligvis kan gøre det lettere at rejse kapital i hele EU. Det kan hjælpe store og mellemstore institutionelle investorer med f.eks. at investere i forskellige infrastrukturprojekter. LTIF kan hjælpe institutionelle investorer med diversificering og risikospredning. LTIF-forvaltere kan desuden tilbyde yderligere ekspertise med hensyn til, hvordan bagvedliggende transaktioner behandles, og hvordan langsigtede infrastrukturprojekter udvælges og forvaltes.

#### Spørgsmål:

6) *I hvilket omfang og hvordan kan institutionelle investorer spille en større rolle i indsatsen for at ændre landskabet for langsigtet finansiering?*

7) *Hvordan kan tilsynsmæssige mål og ønsket om at støtte langsigtet finansiering bedst tilpasses udformningen og gennemførelsen af de respektive tilsynsregler for forsikringsselskaber, genforsikringsselskaber og pensionsfonde, som f.eks. arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser?*

8) *Hvilke hindringer er der for etableringen af samlede investeringsredskaber? Kan der udvikles platforme på EU-niveau?*

9) *Hvilke andre løsninger og instrumenter skal overvejes for at forbedre bankernes og de institutionelle investorers kapacitet til at kanalisere langsigtet finansiering?*

### **Den kombinerede virkning af en lovgivningsreform på finansielle institutioner**

EU har gennemført et omfattende finansielt reformprogram. Når der gøres status over alle gennemførte og planlagte ændringer af tilsynsreglerne for de forskellige finansielle aktører (banker, forsikringsselskaber, pensionskasser osv.), er det vigtigt at afklare, om deres kumulative virkning på dannelsen af langsigtet makroøkonomisk kapital kan være større end den simple sum af virkningerne, hvis hver reform blev gennemført separat. Hvis banker f.eks. reducerer deres eksponering for langsigtede reale aktiver som følge af de skærpede likviditetskrav, kan institutionelle investorer med langsigtede forpligtelser udfylde hullet, hvis lovgivningsrammen undgår at fokusere for meget på kortsigtet volatilitet. Samtidig indførelse af likviditetskrav for forskellige aktører på det finansielle marked kan dog fjerne incitamentet til investering i mindre likvide aktiver og derved blokere for flere mulige kilder til finansiering af langsigtede investeringer.

Dette kræver nøje overvågning af eventuelle kumulative virkninger af tilsynsreformer. Internationale organer som f.eks. Rådet for Finansiell Stabilitet og finansministrene og centralbankdirektørerne i G20 er allerede i gang med at undersøge dette. Udfordringen består

<sup>20</sup> Nuværende eksempler omfatter den foreslåede "Pension Infrastructure Platform" i Det Forenede Kongerige og idéerne til en fælles private equity- og infrastrukturfond mellem regionale pensionsfonde.

<sup>21</sup> Der er f.eks. indledt en rundbordssamtale om finansiering med henblik på at identificere muligheder for at udvikle tilpassede finansieringsinstrumenter og innovative finansielle instrumenter, som kan understøtte ressourceeffektive foranstaltninger.

<sup>22</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/smacro/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/smacro/index_en.htm).

i at opfylde de lovgivningsmæssige mål om øget makrofinansiel stabilitet og global reguleringskonvergens på en måde, som minimerer forhold, der negativt kan påvirke incitamenterne til finansiering af produktive langsigtede investeringer.

Spørgsmål:

*10) Har nuværende og planlagte tilsynsreformer kumulative virkninger for de samlede langsigtede investeringers niveau og cykikalitet, og hvor betydelige er disse virkninger? Hvordan kan eventuelle virkninger bedst håndteres?*

### **3.2. De finansielle markeders effektivitet og resultater med hensyn til at tilbyde langsigtede finansieringsinstrumenter**

Parallelt med institutionelle investorer skal der forefindes velfungerende og dybe kapitalmarkeder og infrastrukturer til at tilbyde et bredere udvalg af instrumenter til kanalisering af langsigtet finansiering.

Europæiske obligationsmarkeder har udviklet sig bemærkelsesværdigt stærkt i de seneste årtier<sup>23</sup>. Ikkefinansielle erhvervsobligationer i Europa tegner sig dog stadig kun for 15 % af virksomhedernes gæld sammenlignet med andre økonomier. I praksis har kun store selskaber adgang til de europæiske obligationsmarkeder, som er næsten lukket land for de fleste selskaber med mellemstor markedsværdi (mid-caps) og SMV'er. De europæiske securitiseringmarkeder er også underudviklede sammenlignet med andre dele af verden, hvilket yderligere begrænser udbuddet af tilgængelige langsigtede finansieringsinstrumenter.

Kommissionen har foreslået reformer, der har til formål at forbedre markedstrukturen ved at etablere nye handelssystemer, forbedre gennemsigtigheden og informationseffektiviteten, skærpe kravene og derved reducere kortsigtede og spekulative handelsaktiviteter og forbedre beskyttelsen af investorer<sup>24</sup>. Det omfang, hvori disse reformer sikrer, at kapitalmarkederne kanalisere langsigtet finansiering så effektivt som muligt, skal overvåges. Det kan være nødvendigt med yderligere foranstaltninger.

**Markeder for dækkede obligationer**<sup>25</sup> har vist sig at være forholdsvis modstandsdygtige under krisen. Markederne er dog fragmenteret langs de nationale grænser, og der kræves en yderligere analyse for at undersøge, om og i hvilket omfang øget harmonisering kan tilskynde til anvendelsen af dækkede obligationer i overensstemmelse med nylige markedsbaserede initiativer, samtidig med at der tages hensyn til betænkelighederne ved den potentielt øgede andel af behæftede aktiver på bankernes balancer.

Omstrukturering af **securitiseringmarkeder** kan også hjælpe med at åbne for yderligere kilder til langsigtet finansiering. De kan, hvis de underkastes effektivt tilsyn og datagennemsigtighed, hjælpe de finansielle institutioner med at frigøre kapital, som derefter kan mobiliseres til yderligere udlån, og håndtere risici. Markedsbaserede initiativer til stimulering af securitiseringmarkederne omfatter nye betegnelser for gennemsigtige og standardiserede securitiseringer af høj kvalitet. Der er mulighed for at udvikle simple securitiseringsprodukter, der er baseret på klare og ikkegearede strukturer, og som anvender omhyggeligt udvalgte, diversificerede underliggende lavrisikoaktiver. Dedikerede markeder

<sup>23</sup> Den samlede restgæld for obligationer udstedt af ikkefinansielle selskaber i euroområdet beløb sig f.eks. til 940 mia. EUR i juli 2012 efter at være steget fra ca. 652 mia. EUR i begyndelsen af 2008 (kilde: ECB).

<sup>24</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm).

<sup>25</sup> Dækkede obligationer er obligationer, der er understøttet af puljer af pantsikrede lån, som forbliver på udstederens balance, i modsætning til værdipapirer sikret ved pant i fast ejendom, hvor aktiverne ofte trækkes ud af balancen.

specielt for SMV'er samt tilstrækkelige tilsynsregler og -systemer er vigtige elementer, der skal overvejes. Produkter, der er kædet sammen med specifikke sektorer, bør overvejes yderligere.

EU som helhed har aldrig haft et egentligt **europæisk marked for projektobligationer**<sup>26</sup>. Kommissionen er sammen med EIB begyndt at behandle dette spørgsmål gennem initiativet med projektobligationer, som er en løsning til det finansielle marked, der omhandler markedssvigt og kreditværdighed. Initiativet søger at påvise mulighederne for at anvende obligationsfinansiering til infrastrukturprojekter og i sidste ende udvikle et likvidt projektobligationsmarked. Selv om det stadig kun sker i begrænset omfang, udvikler markedsdeltagerne også forskellige investeringsplatforme, -produkter og -redskaber, som kan stimulere projektobligationsmarkederne. Det kan med fordel overvejes, hvordan brugen af projektobligationer kan fremmes yderligere, også under hensyntagen til den planlagte midtvejsevaluering af initiativet<sup>27</sup>.

Mange hævder også, at økonomien, virksomheder og investeringsprojekter snarere har behov for mere **egenkapital** end for flere lån. Egenkapital kan være et bedre finansieringsinstrument for langsigtede højrisikoinvesteringer og for investeringer med betydelige informationsasymmetrier og "moral hazard". Siden krisen kan den makroøkonomiske usikkerhed og de lave rentesatser have påvirket virksomhedernes efterspørgsel efter og risikovillighed over for langsigtet egenkapital. Investorer har i stedet søgt tilflugt i statslige gældinstrumenter med stærk kreditværdighed. Parallelt hermed er markedspotentialet for børsintroduktioner blevet mindre end nogensinde før, hvilket har begrænset virksomhedernes adgang til kapital, og de europæiske børser spiller en stadig vigtigere rolle som udbydere af likviditet i stedet for frisk kapital. Samlet set er udgifterne til egenkapital stadig høje, mens udgifterne til lånefinansiering er faldet. Dette fremhæver mangelen på egenkapital i Europa, som det sandsynligvis vil tage tid at afhjælpe. Disse tendenser har øjensynligt haft endnu større indvirkning på selskaber med mellemstor markedsværdi (mid-caps). Regeringens politik og lovgivningen skal være så neutral som muligt i forhold til private aktørers valg mellem egenkapital og gældsfinansiering (jf. eksempel under selskabsbeskatning).

**Spørgsmål:**

11) *Hvordan kan kapitalmarkedsfinansiering af langsigtede investeringer forbedres i Europa?*

12) *Hvordan kan kapitalmarkederne medvirke til at afhjælpe mangelen på egenkapital i Europa? Hvad skal ændres i den måde, som markedsbaseret formidling fungerer på, for at sikre bedre kanalisering af finansiering til langsigtede investeringer, fremme finansiering af langsigtede investeringer i økonomisk, social og miljømæssig bæredygtig vækst og samtidig sikre tilstrækkelig beskyttelse til investorer og forbrugere?*

13) *Hvad er fordelene og ulemperne ved at udvikle en mere harmoniseret ramme for dækkede obligationer? Hvilke elementer skal indgå i denne ramme?*

14) *Hvordan kan securitiseringsmarkedet i EU genoplives for at opnå den rette balance*

<sup>26</sup> Projektobligationer er privat gæld, som en projektvirksomhed har udstedt for at finansiere et specifikt ikkebalanceført projekt.

<sup>27</sup> Dette kunne omfatte: a) standardisering og mærkning af projektobligationer udstedt af projektvirksomheder i EU, b) om der er behov for en specifik lovgivningsramme, og c) analyse af behovet for og fordelene ved at udvikle et projektobligationsmarked (f.eks. via en handelsplatform). Projektobligationer kan ligeledes udvides til grønne obligationer og særlige industrielle obligationer for demonstrationsprojekter, herunder for nyskabende industrielle demonstrationsprojekter i kommerciel skala.

### **3.3 Tværgående faktorer, der understøtter langsigtet opsparing og finansiering**

Der er en række mere tværgående faktorer, som er relevante for langsigtede investeringer, og som bør overvejes på grund af den indvirkning, de kan have på både udbud og formidling af langsigtet finansiering.

De offentlige myndigheders foranstaltninger, herunder skattesystemer, spiller en vigtig rolle for tilskyndelsen til langsigtede investeringsprojekter, giver husholdningerne incitament og kapacitet til langsigtet opsparing og giver markedsdeltagerne mulighed for at kanalisere langsigtet finansiering til produktive investeringer. Langsigtede politiske rammer fastlagt af offentlige myndigheder understøtter udviklingen af strategiske investeringsdagsordener ud over den politiske cyklus, så der opnås øget gennemsigtighed og sikkerhed for både investorer og virksomheder. I den sammenhæng skal det understreges, at statslige foranstaltninger på dette område ikke må fordreje konkurrencen, fortrænge private investorer eller skabe ulige vilkår i det indre marked.

Nogle medlemsstater har også iværksat foranstaltninger for at få husholdningerne til at træffe langsigtede opsparings- og investeringsbeslutninger. Nogle lande har indført pensionsordninger med automatisk medlemskab. Andre har indført målrettede opsparingskonti<sup>28</sup>, som har til formål at støtte finansieringen af langsigtede investeringsprojekter, og som giver et (stats)garanteret fast afkast og i nogle tilfælde visse skattefordele. Pengene på disse konti investeres derefter i offentlige goder, som f.eks. hospitaler, socialt boligbyggeri og universiteter. På længere sigt bør det måske overvejes, om **tilgængeligheden af bestemte ordninger på EU-plan** kan hjælpe med at mobilisere øget og mere langsigtet opsparing, som i højere grad er kædet sammen med bredere samfundsmæssige mål. Denne model skal tilpasses for at kunne anvendes på EU-plan.

Målinger til dagsværdi, regnskabsprincipper og de strategier, der anvendes af porteføljeforvaltere, nævnes også af mange kommentatorer som faktorer, der komplicerer formidlingskæden, øger udgifterne til formidling og skaber uoverensstemmende incitament, som f.eks. dem, der følger af tendensen til spekulation og kortsigtethed, som også skyldes opfattet høj risiko og forsinket afkast i forbindelse med langsigtede investeringer.

Spørgsmål:

*15) Hvilke fordele er der ved de forskellige modeller for en specifik opsparingskonto, der er tilgængelige på EU-plan? Kan der udfærdiges en EU-model?*

#### **Beskatning**

Skattestrukturen og -niveauet kan påvirke beslutninger om investeringer og opsparing og dermed væksten. Generelt bør skattesystemer opbygges på en sådan måde, at de i mindst muligt omfang fordrejer borgernes og virksomhedernes økonomiske beslutninger, medmindre skatterne har til formål at korrigere eksterne virkninger af specifikke og veldefinerede markedssvigt:

- **Skat og investering:** Selskabsbeskatning er en af de mange faktorer, der påvirker beslutninger om investeringsniveau, og hvordan investeringerne

<sup>28</sup> F.eks. Livret A i Frankrig, libretti postali i Italien og Bausparvertrag (kontraktbaseret opsparing til boligfinansiering) i Tyskland.

finansieres. Systemerne for selskabsbeskatning i de fleste medlemsstater begunstiger låntagning frem for egenkapital og skaber derved incitamenter for virksomheder til højere gearing, fordi rentebetalinger er fradragsberettigede, mens dette generelt ikke gælder for kapitalafkast. Et veludformet skattegrundlag, der reducerer skævheder som følge af gearing, kan også gøre virksomheder mindre sårbare over for kortsigtede kreditbegrænsninger. Reformen, der forsøger at afhjælpe disse skævheder, findes dog kun i meget få medlemsstater. Yderligere drøftelser af udformningen af selskabsbeskatningsgrundlaget med hensyn til deres finansieringsneutralitet kan derfor med fordel gennemføres i hele EU.

- **Skat og opsparing:** Beskatningen af opsparing har en række vigtige økonomiske følger, herunder påvirkning af den samlede opsparing i økonomien, og påvirker derfor både kapitaltildeling og investering. Som følge af disse virkninger skal skattepolitikken på dette område udformes med omhu. Mange medlemsstater har allerede indført en række incitamenter med henblik på at øge (langsigtet) opsparing, navnlig i forbindelse med pensionsrelateret opsparing. Mange medlemsstater anvender desuden todelte indkomstskattesystemer, hvor kapitalindkomst generelt beskattes separat med en lavere sats end andre indtægtskilder.
- **Skatteincitamenter:** Skatteincitamenter betragtes ofte som instrumenter, der har til formål at tilskynde til visse investeringstyper. Skatterelaterede foranstaltninger kan begrundes, hvis det sociale afkast af en investering er højere end investorens private afkast, og investeringsniveauerne derfor er lavere end det socialt optimale niveau (f.eks. forskning og udvikling og miljøhensyn). Der er tilfælde, hvor skatteincitamenter kan begrundes, men de kan også skabe administrative byrder ved at øge antallet af undtagelser eller ekstra regler. I nogle tilfælde kan mængden af forskellige nationale regler endvidere skabe arbitragemuligheder.

Spørgsmål:

16) *Hvilken type reform af selskabsbeskatningen kan forbedre investeringsbetingelserne ved at fjerne skævheder mellem gæld og egenkapital?*

17) *Hvilke forhold skal der tages højde for ved fastlæggelsen af de rette incitamenter til langsigtet opsparing på nationalt plan? Hvordan bør navnlig skatteincitamenter bruges til at tilskynde til langsigtet opsparing på en afbalanceret måde?*

18) *Hvilke typer selskabsskatteincitamenter er gavnlige? Hvilke foranstaltninger kan anvendes til at håndtere risici ved arbitrage, når der opstilles undtagelser/incitamenter for specifikke aktiviteter?*

19) *Vil skærpet skattekoordinering i EU understøtte finansieringen af langsigtede investeringer?*

### **Regnskabsprincipper**

Regnskabsaflæggelse er ikke neutral, idet den medvirker til at forme økonomiske beslutninger. Regnskabsstandarder og -foranstaltninger (f.eks. IFRS) hjælper med at fastlægge et fælles sprog mellem erhvervsfolk, investorer og offentlige myndigheder, som skaber tillid og tryghed. Det betyder, at de skal forene forskellige synspunkter: en økonomisk interesse og en finansiel/investorrelateret interesse. **Værdibaserede regnskabsprincipper** kan forbedre gennemsigtigheden og konsistensen af finansiel information, eftersom de viser

markedsværdien af aktiver og passiver og giver information om forskellige institutioners relative finansielle tilstand. Men den kan også være skadelig for stabiliteten og den langsigtede finansieringshorisont. Nogle undersøgelser fremhæver f.eks., at institutionelle investorer, der indbetaler til pensionskasser, reducerer andelen af egenkapital i deres investeringsportefølje, da egenkapital betragtes som mere volatil og risikabel end obligationer. Andre undersøgelser viser, at markedskonform værdiansættelse kan motivere langsigtede investorer til at øge deres risikoeksponering, hvis volatiliteten anerkendes uden for deres resultatopgørelser. Det bør undersøges, om disse standarder er relevante, når det drejer sig om langsigtet investering. I den sammenhæng bør det fastlægges, hvordan nøjagtigheden af de informationer, der gives til investorerne, afvejes i forhold til tilstrækkelige incitamenter til at besidde og forvalte meget langsigtede aktiver.

Spørgsmål:

20) *I hvilket omfang mener du, at anvendelsen af værdibaserede regnskabsprincipper har fremmet kortsigtethed blandt investorer? Hvilke alternativer eller andre metoder til at kompensere for sådanne virkninger kan du foreslå?*

### **Ordninger for corporate governance**

Den måde, som aktiver forvaltes på, kan spille en vigtig rolle for den langsigtede finansiering med hensyn til at ensrette incitamenterne for porteføljeforvaltere, investorer og virksomheder omkring langsigtede strategier og modvirke betænkeligheder omkring kortsigtethed, spekulation og agenturforhold. Der er allerede indført regler, for så vidt angår tillidsforpligtelser, interessekonflikter, aflønning, udøvelse af stemmeret og oplysninger om omkostninger samt levering af investeringsrådgivning og porteføljeforvaltning<sup>29</sup>. Yderligere foranstaltninger er beskrevet i **Handlingsplan: Selskabsret og corporate governance i EU**<sup>30</sup>, herunder gennem en eventuel ændring af direktivet om aktionærers rettigheder. Der kan træffes yderligere foranstaltninger, herunder mere detaljeret vurdering af, hvordan porteføljeforvalteres incitamenter er struktureret, med henblik på i højere grad at tage højde for langsigtede overvejelser og krav til porteføljeforvaltere om øget gennemsigtighed i opfyldelsen af deres tillidsforpligtelser. Der er også fremsat idéer om at tilskynde til øget langsigtet aktionæringagement, hvilket bør overvejes yderligere, f.eks. analyse af mulighederne for at tildele langsigtede investorer flere stemmerettigheder eller højere udbytte.

Spørgsmål:

21) *Hvilken type incitamenter kan hjælpe med bedre at fremme langsigtet aktionæringagement?*

22) *Hvordan kan de mandater og incitamenter, der gives til porteføljeforvaltere, udvikles til støtte for langsigtede investeringsstrategier og -forhold?*

23) *Er der behov for at genoverveje definitionen af tillidsforpligtelse i forbindelse med langsigtet finansiering?*

<sup>29</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/ucits\\_directive\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm) og [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm).

<sup>30</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/121212\\_company-law-corporate-governance-action-plan\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf).



## Oplysninger og rapportering

I henhold til nylige analyser er der et voksende ønske om, at **virksomheder fremlægger ikkefinansielle oplysninger**. Undersøgelser viser, at virksomheder, der proaktivt forvalter bæredygtighedsaspekter af deres drift, har lavere kapitalomkostninger og ofte klarer sig bedre end deres konkurrenter på lang sigt. Almene krav til fremlæggelse af oplysninger er muligvis ikke nok til at stimulere beslutninger om langsigtede investeringer, og Kommissionen er derfor i gang med at udvikle en mere robust ramme for ikkefinansiel rapportering. Porteføljeforvalteres og ejeres fremlæggelse af ikkefinansielle oplysninger skal muligvis også undersøges nærmere, herunder hvordan de specifikke risici og konsekvenser i tilknytning til bæredygtighed afspejles i porteføljeforvaltningen. Mange kommentatorer finder også, at **kvartalsrapportering** skaber forkerte incitament og får markedsdeltagerne til at fokusere på meget kortsigtede resultater. I sin revision af gennemsigtheddirektivet<sup>31</sup> har Kommissionen foreslået, at kravet om kvartalsrapportering afskaffes.

**Benchmarks og kreditvurderinger** fokuserer ofte på årlige eller korte tidshorisonter. Kommissionen har foreslået en skærpelse af reglerne for at mindske afhængigheden af traditionelle vurderinger, og der blev indgået en politisk aftale om flere lovgivningsreformer i november 2012<sup>32</sup>. Udviklingen af målinger og vurderinger, der afvejer opstillingen af et langsigtet perspektiv og kortsigtet regnskabspligt, kan være et nyttigt redskab for langsigtede investorer.

Spørgsmål:

24) *I hvilket omfang kan øget integration af finansielle og ikkefinansielle informationer hjælpe med at skabe et klarere overblik over en virksomheds langsigtede resultater og bidrage til bedre investeringsbeslutninger?*

25) *Er der behov for at udvikle specifikke langsigtede benchmarks?*

### 3.4 De små og mellemstore virksomheders mulighed for at få adgang til bankfinansiering og andre former for finansiering

De nuværende små og mellemstore virksomheder har potentiale til at understøtte den fremtidige langsigtede vækst. De har historisk haft betydelige vanskeligheder med at få adgang til finansiering for at vokse. På grund af deres afhængighed af bankfinansiering har bankernes nedgearing gjort disse vanskeligheder endnu større. I tillæg hertil står de nu over for opsplittede finansielle markeder i EU, da betingelserne for adgang til finansiering varierer betydeligt fra land til land.

Den reducerede tilgængelighed af bankfinansiering har allerede sat gang i foranstaltninger, der skal fremme udvikling af alternative kanaler, som ikke er banker, til lån til små og mellemstore virksomheder. For at løse små og mellemstore virksomheders finansieringsproblemer vedtog Kommissionen i 2011 en handlingsplan<sup>33</sup>. Der er allerede vedtaget visse initiativer, herunder nye EU-rammer for investering i venturekapital og i sociale iværksætterfonde. Der er også politiske initiativer undervejs, som skal lette små og mellemstore virksomheders adgang til markeder for egenkapital. Andre lovgivningsforslag, som er knyttet til handlingsplanen, er dog endnu ikke vedtaget. Der er også fremsat forslag

<sup>31</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf).

<sup>32</sup> Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/agencies/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm).

<sup>33</sup> Se [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_en.pdf).

om at tillade, at operatører af multilaterale handelsplatforme registreres under betegnelsen "SMV-vækstmarked", og om en passende ordning, der vil reducere administrationsomkostningerne og -byrderne for SMV'er, når de går ind på finansieringsmarkederne<sup>34</sup>. Samtidig har der været tale om vækst på de etablerede markeder, f.eks. i finansiering med sikkerhed i aktiver og forsyningskædefinansiering, samt om finansielle innovationer, der gør brug af teknologi og internettet, f.eks. gennem "crowd-funding".

Men disse foranstaltninger er muligvis ikke nok til at løse de små og mellemstore virksomheders problemer med at få adgang til finansiering. Der kan overvejes yderligere foranstaltninger, som f.eks.:

- **Udvikling af venturekapital.** Venturekapitalsektoren lider under manglende ressourcer og påvirkes af tilsynsreglerne for banker og forsikringselskaber. Andele i investeringsinstitutter kan være effektive instrumenter til at øge mængden af venturekapital. En garantifond for institutionelle investorer kan yderligere mindske begrænsningerne på dette marked.
- **Udvikling af særlige markeder og netværk for SMV'er.** Venturekapitalfonde er også afhængige af velfungerende SMV-orienterede børser, når de skal omsætte deres investeringer til børsintroduktioner. Foranstaltninger kan omfatte udvikling af en særlig tilgang for SMV'er, som går videre end det nuværende MiFID II-forslag, og som omfatter udvikling af specifikke regnskabsregler for børsnoterede SMV'er og nye handelsplatforme. Særlige SMV-markeder kan hjælpe med at øge deres synlighed, tiltrække nye investorer og støtte udviklingen af nye securitiseringsinstrumenter for SMV'er. Udvikling af rammer for erhvervsnetværk kan fremme SMV-puljer, risikodeling, gensidiggørelse og diversificering og dermed forbedre deres adgang til finansiering.
- **Udvikling af nye securitiseringsinstrumenter for SMV'er.** Kommissionen har allerede udviklet et securitiseringsinstrument for SMV'er og har foreslået, at der fortsat ydes støtte til securitisering gennem COSME-programmet. I henhold til EU-kriterierne for de små og mellemstore virksomheders industrielle investeringer af europæisk interesse kan ordninger for strukturerede kreditter modtage europæiske mærker. I lyset af de betydelige forskelle mellem industrisektorer og mellem investeringscykluser bør disse instrumenter differentieres.
- **Udvikling af standarder for credit scoring-vurdering af SMV'er** kan medvirke til at afhjælpe mangelen på pålidelige oplysninger om SMV'er og de vanskeligheder, dette skaber for potentielle investorer med hensyn til evaluering af deres kreditværdighed. Udvikling af fælles minimumskvalitetsstandarder for ekstern evaluering af mid-caps og SMV'er kan yderligere lette deres adgang til finansiering, herunder på tværs af grænser, og uddybe markedsintegrationen.
- **Udvikling eller fremme af andre "ikke-traditionelle" finansieringskilder,** som f.eks. leasing, forsyningskædefinansiering, internetbaserede finansieringskilder såsom "crowd funding" osv. Det er nødvendigt at gøre sig yderligere overvejelser om, hvordan disse markeder kan vokse på et bæredygtigt grundlag og underbygges behørigt inden for en lovgivningsramme.

<sup>34</sup>

Se [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/prospectus/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm).

**Spørgsmål:**

26) *Hvilke yderligere foranstaltninger kan der iværksættes, for så vidt angår EU-lovgivning eller andre reformer, for at lette de små og mellemstore virksomheders adgang til alternative finansieringskilder?*

27) *Hvordan kan securitiseringsinstrumenter for SMV'er udformes? Hvordan kan securitisering bedst anvendes til at mobilisere finansielle formidlers kapital til yderligere långivning til/investeringer i SMV'er?*

28) *Hvilke fordele er der ved at udvikle en fuldstændig separat og adskilt tilgang for SMV-markederne? Hvordan og af hvem kan et marked udvikles for SMV'er, herunder for securitiserede produkter, der er udformet specifikt med SMV'ernes finansieringsbehov for øje?*

29) *Vil en EU-ramme befordre eller hindre udviklingen af disse alternative finansieringskilder, som ikke er bankfinansiering, for SMV'er? Hvilke reformer kunne medvirke til at støtte fortsat vækst heraf?*

**Spørgsmål:**

30) *Hvad kunne ud over analysen og de potentielle foranstaltninger i denne grøn bog bidrage til den langsigtede finansiering af den europæiske økonomi?*

#### **4. DE NÆSTE SKRIDT**

På grundlag af resultatet af denne høring vil Kommissionen overveje de foranstaltninger, der skal videreudvikles. De modtagne svar vil kunne findes på Kommissionens websted, medmindre der specifikt anmodes om fortrolighed, og Kommissionen vil desuden offentliggøre et resumé af høringsresultaterne.

Berørte parter opfordres til at indsende deres bemærkninger inden den 25. juni 2013 til følgende e-mailadresse: [markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu](mailto:markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu)