



## Grönbok om långsiktig finansiering av europeiska ekonomin 2012/13:FPM93

---

Finansdepartementet

2013-04-29

### Dokumentbeteckning

KOM (2013) 150

Grönbok - Långsiktig finansiering av den europeiska ekonomin

### Sammanfattning

Som en reaktion på den rådande finanskrisen antog kommissionen den 25 mars 2013 en grönbok som inleder ett tre månader långt offentligt samråd om hur tillgången till långsiktig finansiering i Europa kan förbättras. Grönboken diskuterar bl.a. hur europeiska kapitalmarknadens förmåga att allokera kapital till långsiktiga investeringar kan växa och avlasta bankerna.

Grönboken diskuterar följande områden:

- Finansiella instituts förmåga att fördela långsiktig finansiering.
- Finansiella marknaders förmåga att erbjuda mer långsiktiga finansiella instrument.
- Ökade incitament för mer långsiktigt sparande och finansiering.
- Förbättrad tillgång till bankfinansiering samt annan långsiktig finansiering för små och medelstora företag.

Genom samrådet, som omfattar 30 frågor, avser kommissionen att stärka sin uppfattning om vilka åtgärder som kan vidtas för att stimulera tillgången till långsiktig finansiering i Europa. Samrådet pågår till den 25 juni, var efter kommissionen kommer att informera om nästa steg i processen.

Regeringen välkomnar en diskussion i ämnet och ser fram emot resultaten av samrådet. Det är dock viktigt att eventuella åtgärder för att förbättra möjligheterna för långsiktig finansiering inte inverkar negativt på den

# 1 Förslaget

## 1.1 Ärendets bakgrund

För att samhället ska uppnå hög sysselsättning och tillväxt krävs långsiktiga investeringar i tillgångar som utökar ekonomis produktionskapacitet, såsom infrastruktur, fabriker och utrustning, fastigheter, utbildning samt forskning och utveckling (FoU). Detta kräver ett finansiellt system som effektivt klarar av att allokera kapital från besparingar till långsiktiga investeringar.

Sedan finanskrisens början har ökad osäkerhet och riskaversion med försvagat förtroende bland både låntagare och investerare hämmat det finansiella systemets förmåga att allokera kapital från besparingar till långsiktiga investeringar. Detta har enligt grönboken slagit särskilt hårt mot ekonomiskt pressade medlemsstater samt mot europeiska företag som präglas av ett stort bankberoende. Vidare menar grönboken att en stor utmaning är att uppnå ökad finansiell stabilitet och ökad internationell regelkonvergens utan att samhällsnyttiga långfristiga investeringar äventyras.

Europeiska unionen har som svar på den ekonomiska nedgången i Europa lagt fram en rad förslag som ska bidra till att uppfylla Europa 2020-målen om sysselsättning, innovation, utbildning, social integration och kampen mot klimatförändringar. Vidare antog Europeiska rådet i juni 2012 en tillväxt- och sysselsättningspakt som en del i arbetet för att återupprätta finansiell stabilitet och fördjupa den ekonomiska och monetära unionen. Där konstateras att en hållbar ekonomisk tillväxt, utöver finansiell stabilitet, även kräver investeringar och innovation. Även organisationer såsom Världsbanken, IMF, OECD, FSB och G20 studerar frågor kopplade till långsiktig finansiering och dess tillgänglighet.

Den 25 mars 2013 antog kommissionen en grönbok som inleder ett samråd kring den europeiska ekonomins långsiktiga finansiering. Efter samrådet kommer kommissionen överväga lämpliga åtgärder att gå vidare med. Inkomna svar kommer att publiceras på kommissionens hemsida och i en offentlig publikation.

## 1.2 Förslagets innehåll

### 1.2.1 Grönbokens syfte och mål

Kommissionen vill genom grönboken inleda en diskussion om nya metoder för att öka tillgången till långsiktig finansieringen i Europa. Det ekonomiska klimatet har sedan 2008 lett till att många banker minskat sin skuldsättning vilket lett till en brist på krediter och därmed också en brist på långfristig

kapital. Vilket enligt grönboken slagit hårt mot europeiska företag som är, särskilt i relation till USA, starkt beroende av bankfinansiering. Mot denna bakgrund konstaterar kommissionen att det finns behov av andra aktörer som komplement till bankerna i kanaliseringen av långsiktigt kapital. Som alternativ till det omfattande bankberoendet behövs därför, enligt grönboken, ett bredare system med mer direkt kapitalmarknadsfinansiering och institutionella investerare för långsiktiga investeringar.

Grönboken menar att de institutionella investerarnas och marknadernas förmåga att fylla detta tomrum är beroende av systemets förmåga att effektivt och ändamålsenligt kanalisera staters, företags och hushålls besparingar till rätt investeringar och rätt användningsområden genom transparenta marknader. Detta kan enligt grönboken innebära att regelverk och andra hinder som idag begränsar möjligheterna för dessa viktiga investerare att tillhandahålla långsiktig finansiering kommer att behöva förändras.

## **1.2.2 Finansiella instituts förmåga att allokera långsiktig finansiering**

### *1.2.2.1 Bankerna*

Grönboken visar på att banker traditionellt sett varit de viktigaste kapitalförmedlarna i Europa, men där krisen exponerade de risker som är förknippade med deras höga skuldsättning och löptidstransformering. Detta har enligt grönboken i förening med sjunkande efterfrågan i vissa länder som befinner sig i recession lett till att många banker minskat sin skuldsättning, vilket särskilt bidragit till den aktuella bristen på långfristig finansiering.

Även efter att bankernas balansräkningar konsoliderats menar grönboken att omvärderingen av risk och den skärpta regleringen kommer att leda till ökad kapitalkostnad för bankerna och företagen. Grönboken menar på att från ett långfristigt finansieringsperspektiv bör därför tillsynsreglering beakta riskerna med att banker använder kortfristig inlåning för att finansiera långfristig utlåning. Aktuella förslag från Baselkommittén om likviditetskrav syftar till att öka bankernas motståndskraft och samtidigt se till att begränsningar för löptidstransformering inte får oönskade konsekvenser.

### *1.2.2.2 Nationella och multilaterala utvecklingsbanker*

Utvecklingsbanker som är verksamma både internationellt och nationellt bör enligt grönboken spela en större roll och bidra mer till att utveckla långsiktig finansiering samt effektivisera finansmarknaderna och finansiella instrument. Där marknadsmisslyckanden förekommer kan enligt grönboken nationella och multilaterala utvecklingsbanker vara ett komplement för att stimulera privat finansiering. Framför allt med tanke på deras specifika samhällsekonomiska mål kopplade till att skapa ekonomiska, sociala och miljömässiga mervärden.

Vidare menar grönboken att samordning, bedömning och redovisningsskyldighet beträffande insatser på nationell nivå respektive på

EU-nivå kan bidra till att förhindra fragmentering av den inre marknaden och därigenom öka mervärdet av ett europeiskt upplägg.

Institutionella investerare, som exempelvis försäkringsbolag, pensionsfonder, värdepappersfonder och stiftelser utgör enligt grönboken lämpliga källor av långsiktig finansiering med hänsyn till deras affärsmodellens med längre investeringshorisonter. Tillsammans innehar de enligt grönboken tillgångar motsvarande mer än EU:s sammanlagda BNP (€ 13,8 biljoner).

Dessa investerare har ett behov av diversifiering och söker till följd av lågräntemiljön efter avkastning, vilket enligt grönboken, varit pådrivande för utvidgningen av deras långsiktiga finansieringsverksamhet. Där de mer och mer allokerat en betydande andel av sina portföljer till mer långfristiga instrument. Andra institutionella investerare, som t.ex. statliga fonder, särskilda infrastrukturfonder och riskkapitalbolag har även de enligt grönboken vuxit fram som källor av långfristigt kapital.

Mer långfristiga åtaganden gör det enligt grönboken möjligt för institutionella investerare att investera i produktiva tillgångar med lång livslängd. Grönboken menar att dessa investerare då kan uppnå högre avkastning för att uppväga de långsiktiga risker och den lägre likviditet som kännetecknar många av dessa tillgångar. Vidare genom investeringarnas längre tidshorisonter möjliggörs det institutionella investerare att uppvisa ett tålmodigt, konjunkturutjämnande beteende, vilket enligt grönboken minskar tendenser till kortsiktigt handlande samt behovet av löptidstransformering.

Kommissionen har även diskuterat hur det bör säkerställas att lagstadgade avsättningskrav för placeringsrisker inte i alltför hög grad belastar innehavet av anläggningstillgångar, samt att de positiva incitamenten i Solvens II-ramverket för att belöna löptidsmatchning av långfristiga skulder genom långsiktiga investeringar inte reduceras. Därför har kommissionen bitt Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (EIOPA) att undersöka huruvida kapitalkraven enligt Solvens II bör anpassas för att säkerställa att det inte finns några hinder för långfristig finansiering utan att samtidigt skapa ytterligare stabilitetsrisker.

Vidare är variationen i kapitalregler för pensionsfonder mellan olika medlemsstater och försäkringsgivare något som grönboken uppmärksammar. Pensionsfonder måste hantera sina risker för att uppnå den föreskrivna årliga avkastningsnivån för sina förmånstagare. Kommissionens kommande översyn av tjänstepensionsdirektivet syftar bland annat till att stärka skyddet för försäkringstagare och underlätta gränsöverskridande verksamhet på detta område. Översynen måste, enligt grönboken, ta i beaktning att nya tillsynsregler för tjänstepensionssystem inte motverkar hållbar långfristig finansiering och ekonomisk tillväxt.

Kommissionen har även aviserat ett förslag om möjliga former av långsiktiga investeringsfonder (LTIF) som ett nytt långsiktigt investeringsverktyg för att underlätta kapitalanskaffning i hela unionen. Det skulle kunna hjälpa stora

och medelstora institutionella investerare att investera i t.ex. olika infrastrukturprojekt samt öka diversifiering och riskspridning i portföljerna.

2012/13:FPM93

### *1.2.2.3 Regleringsreformens sammanlagda effekter på finansinstitut*

EU har, enligt grönboken, fullföljt ett heltäckande finansiellt reformprogram. Vid en samlad bedömning av alla antagna och planerade regelförändringar, är det viktigt att bedöma den sammanlagda effekten på långsiktigt kapital på makroekonomisk nivå. Denna effekt kan enligt grönboken vara större än summan av negativa effekterna av varje enskild reform.

### **1.2.3 Finansiella marknadernas förmåga att erbjuda mer långsiktiga finansiella instrument.**

Grönboken menar på att vid sidan av institutionella investerare behövs det väl fungerande kapitalmarknader och infrastrukturer för att kunna kanalisera ett bredare spektrum av instrument för långtidsfinansiering. Även fast EU:s obligationsmarknader har haft en stark utveckling under de senaste årtiondena svarar de icke-finansiella företagsobligationer i Europa fortfarande endast för 15 procent av företagets skulder (lågt jämfört med t.ex. USA). Enligt grönboken är det i praktiken endbart storföretag som har tillgång till de Europeiska obligationsmarknaderna.

Kommissionen har därför föreslagit reformer för att genom nya handelsplatser förbättra marknadens struktur, öka öppenheten och informationens effektivitet, skärpa kraven för att minska kortsiktig och spekulativ handelsverksamhet samt förbättra investerarskyddet. Det krävs övervakning av om dessa reformer lyckas säkra att kapitalmarknader kanaliseras medel till långsiktig finansiering så effektivt som möjligt. Det finns även enligt kommissionen utrymme att utveckla enklare värdepapperiseringsprodukter, som baseras på klara strukturer utan skuldsättning, som använder väl utvalda och diversifierade underliggande tillgångar med låg risk.

Kommissionens förslag till projektobligationsinitiativet är ett led i att främja detta instrument och de genomför för närvarande tillsammans med EIB ett pilotprojekt. De ser detta som en lösning för att hantera marknadsmisslyckanden och kreditvärdighet för infrastrukturprojekt. Pilotprojektet ska bl.a. visa om marknaden är intresserad av projektobligationer, om de är lämpliga som finansieringsalternativ samt ytterst om det är möjligt att utveckla likvida marknadsplatser för projektobligationer.

Även eget kapital kan enligt grönboken vara ett lämpligt finansieringsinstrument speciellt för långsiktiga högriskinvesteringar samt investeringar med betydande informationsasymmetrier. Sedan krisen kan makroekonomisk osäkerhet och de låga räntorna ha påverkat institutionernas efterfrågan och riskaptit för aktiekapital. Grönboken pekar på att kostnaden

för eget kapital är fortsatt hög och medan kostnaden för lånefinansiering har sjunkit. Detta har enligt grönboken tagit form i minskat intresse för börsintroduktioner; där europeiska börserna idag allt oftare tillhandahåller likviditet istället för nytt kapital. Därför bör politik och lagstiftning, enligt grönboken, vara så neutrala som möjligt när det gäller privata aktörers val mellan finansiering med eget kapital respektive lån.

#### **1.2.4 Ökade incitament för mer långsiktigt sparande och finansiering.**

Grönboken menar att det finns ett antal mer övergripande faktorer som är relevanta för långsiktiga investeringar och att dessa även bör övervägas på grund av sina effekter på utbudet och förmedlingen av långsiktig finansiering. Offentliga myndigheters åtgärder (inklusive skattesystem) spelar enligt grönboken en viktig roll genom att stimulera långsiktiga investeringsprojekt. Beskattningsstrukturen och skattenivån kan därför enligt grönboken påverka investerings- och sparbeslut och därmed tillväxten. Vidare stimulerar de och möjliggör hushållens långsiktiga sparande samt får marknadsaktörer att långsiktigt finansiera produktiva investeringar.

##### *1.2.4.1 Beskattning*

*Skatter och investeringar:* Företagsbeskattning är en av många faktorer som enligt grönboken påverkar beslut om investeringsvolym och deras finansiering. I de flesta medlemsstaterna är det särskilt företagsbeskattningen som tenderar att gynna skuldsättning framför eget kapital. Företagen stimuleras till ökad skuldsättningsgrad, eftersom räntebetalningar är avdragsgilla medan sådana lättnader i allmänhet saknas för kapitalavkastningen. Därför kan det enligt grönboken vara värdefullt att diskutera en utformning av finansieringsneutrala bolagsskatter i hela EU.

*Skatter och sparande:* Beskattningen av sparande har ett antal viktiga ekonomiska konsekvenser enligt grönboken. Bland annat påverkas det totala sparandet i ekonomin och därigenom kapitalallokering och investeringar. Många medlemsstater har redan infört ett antal incitament för att öka det (långsiktiga) sparandet, särskilt pensionssparandet. På längre sikt kan det enligt grönboken vara värt att överväga om tillgången till särskilda sparformer på EU-nivå skulle öka långsiktigt sparande och koppla till direkta bredare samhällsmål.

*Skattelättnader:* Grönboken menar att skattelättnader ofta ses som instrument för att främja vissa typer av investeringar. Skattesubventioner kan enligt grönboken vara motiverad, om den samhälleliga vinsten av en investering överstiger investerarens egna vinst och investeringsnivån understiger den socialt optimala nivån (t.ex. FoU och miljöhänsyn).

##### *1.2.4.2 Redovisningsprinciper*

Redovisningsstandarder (som IFRS) bidrar till ett gemensamt språk mellan företagare, investerare och offentliga myndigheter, vilket främjar förtroende

och säkerhet. Grönboken menar att redovisning inte är neutral utan påverkar både ekonomiska och investeringsbeslut. Detta innebär enligt grönboken att olika synvinklar måste sammanjämkas: ett ekonomiskt intresse och en finansierares/investerares intresse. Principer för redovisning till verkligt värde kan enligt grönboken öka den finansiella informationens överskådlighet och enhetlighet, eftersom tillgångars och skulders marknadsvärde visas och information ges om olika instituts finansiella ställning relativt sett. Marknadsvärdering kan enligt grönboken emellertid även skada både stabilitet och långsiktig finansiering.

#### *1.2.4.3 Bolagsstyrning*

Sättet att förvalta tillgångar kan enligt grönboken spela en viktig roll för långsiktig finansiering. Det kan handla om att incitamenten för kapitalförvaltare, investerare och företag anpassas till långsiktiga strategier, vilket minskar oron för kortsiktighet, spekulation och agenturförhållanden. Bestämmelser är redan i kraft om förvaltaruppdrag, intressekonflikter, lön, utövandet av rösträtter och kostnadsuppgifter samt tillhandahållandet av investeringsråd och portföljförvaltning.

#### *1.2.4.4 Information och rapportering*

Grönboken pekar på att aktuella analyser visar på en växande efterfrågan på företagets redovisning av icke-finansiell information. Forskning visar, enligt grönboken, att företag som aktivt arbetar med sin verksamhets hållbarhet genomgående har lägre kapitalkostnader och tenderar att ha bättre resultat än sina konkurrenter på lång sikt. Allmänna informationskrav räcker därför enligt grönboken inte till för att stimulera investeringar i långsiktiga investeringar. Därför arbetar kommissionen med att utveckla en kraftfullare icke-finansiell rapportering. Kvartalsrapportering kan enligt grönboken ge fel incitament genom att tvinga marknadsaktörer att fokusera på kortsiktiga resultat. I översynen av öppenhetsdirektivet (2004/109/EG) har kommissionen föreslagit att kravet på kvartalsvis rapportering avskaffas samt även skärpta krav för att minska beroendet av traditionella kreditbetyg.

### **1.2.5 Underlättandet av små och medelstora företags tillgång till bankfinansiering och annan finansiering än genom banker**

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

Ytterligare åtgärder skulle kunna övervägas, som t.ex. i) utveckla incitament för riskkapitalmarknaderna, ii) utveckla särskilda handelsplattformar, iii) nya värdepapperiseringsinstrument, iv) ändra kreditmodeller, samt v) främja andra "icke-traditionella" finansieringskällor så som crowd funding.

### 1.3 Gällande svenska regler och förslagets effekt på dessa 2012/13:FPM93

Grönboken är av generell karaktär och utgör ett diskussionsunderlag för kommissionens fortsatta arbete. Det är därför inte möjligt att i detta skede redogöra för effekter på gällande svenska regler.

### 1.4 Budgetära konsekvenser

Grönboken är av generell karaktär och utgör ett diskussionsunderlag för kommissionens fortsatta arbete. Det är därför inte möjligt att i detta skede redogöra för de budgetära konsekvenserna.

## 2 Ståndpunkter

### 2.1 Preliminär svensk ståndpunkt

Regeringen ställer sig preliminärt positiv till ansatsen i kommissionens grönbok att kartlägga lösningar för långsiktig finansiering. Mot den bakgrunden välkomnar regeringen i huvudsak kommissionens grönbok. Dock är det viktigt att eventuella åtgärdsförslag, för att förbättra möjligheterna till långsiktig finansiering, inte inverkar negativt på den finansiella stabiliteten, konsumentskyddet eller skapa förutsättningar för en ökad skuggbankssektor. Förslagen bör inte heller öka riskexponeringen från finansiella instrument på EU-budgeten samt att medlemsstaternas befogenheter på skatteområdet respekteras. Eventuella förslag kommer att granskas och enskilda bedömningar göras i varje sakfråga.

### 2.2 Medlemsstaternas ståndpunkter

Då grönboken ännu inte diskuterats i någon formell mening finns i dagsläget ingen tydlig bild av övriga medlemsstaters ståndpunkter.

### 2.3 Institutionernas ståndpunkter

Något yttrande om grönboken har ännu inte gjorts tillgängligt.

### 2.4 Remissinstansernas ståndpunkter

Grönboken har inte remitterats.

## 3 Förslagets förutsättningar

### 3.1 Rättslig grund och beslutsförfarande

Eftersom frågan ännu är en grönbok är detta inte aktuellt.



Grönboken innehåller inga förslag.

## 4 Övrigt

### 4.1 Fortsatt behandling av ärendet

Samrådet pågår till den 25 juni och kommissionen kommer under andra hälften av 2013 informera om nästa steg i processen.

### 4.2 Fackuttryck/termer

*Crowd funding* - är en metod för att finansiera projekt eller idéer genom att vända sig till ett stort antal finansiärer; ofta via internetbaserade system.

*Eget kapital* - skillnaden mellan en organisations tillgångar och skulder d.v.s. det kapital som kan sägas utgöra organisations egna medel.

*Europa 2020-målen* - en politisk strategi för förbättringar av ekonomin inom Europeiska unionen under 2010-talet och syftar bl.a. att skapa en hållbar ekonomi med tillväxt och ökad koordinering mellan medlemsstaterna genom "smart tillväxt", "hållbar tillväxt" och "tillväxt för alla".

*International Financial Reporting Standards (IFRS)* - är en internationell standard för redovisning i börsnoterade företag. IFRS regleras av International Accounting Standards Board och gäller för alla börsnoterade Europeiska bolag sedan 2005.

*Kapitalmarknad* - sammanfattande beteckning på aktiemarknaden (eget kapital) och kreditmarknaden (lånat kapital)."

*Likviditetskrav* - Krav på att banken ska hålla en viss mängd likvida tillgångar i förhållande till dess nettokassautflöde mätt under ett stressat likviditetsscenario - enligt Basel III mätt över en period på 30 dagar.

*Långsiktig finansiering* - definieras enligt G20 som kapitalinvesteringar med en investeringshorisont på mer än fem år

*Löptidstransformation* - låna in pengar med kort löptid för att sedan låna ut dessa på längre löptid till ett högre pris

*Obligationsmarknaden* – den del av räntemarknaden som omfattar handel med obligationer.

*Skuldsättningsgrad* - beräknas som kvoten mellan totala skulder och eget kapital och är ett finansiellt nyckeltal som används för att beskriva ett företags finansiella risk.

*Värdepapperisering* - innebär att tillgångar som ger rätt till framtida kassaflöden, t.ex. lån, omvandlas till ett värdepapper dvs. ett format som kan säljas vidare till andra investerare. 2012/13:FPM93