



Brussel, 27.3.2014  
COM(2014) 168 final

**MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN DE RAAD EN HET EUROPEES  
PARLEMENT**

**over de langetermijnfinanciering van de Europese economie**

{SWD(2014) 105 final}

## 1. INLEIDING

### 1.1 Economische achtergrond

De economische en financiële crisis heeft het vermogen van de financiële sector aangetast om middelen te kanaliseren naar de reële economie, en met name naar langetermijninvesteringen. De grote afhankelijkheid van bankbemiddeling heeft er samen met de schuldafbouw bij de banken en de daling van het vertrouwen onder beleggers toe geleid dat alle sectoren van de economie het moeilijker hebben om financiering te vinden. De Unie heeft daadkrachtig opgetreden om het tij te keren en opnieuw de juiste voorwaarden te creëren voor duurzame groei en investeringen. De overheidsfinanciën werden geconsolideerd en er werden procedures ingevoerd om het begrotingsbeleid en het economische beleid beter te coördineren. De ECB heeft krachtige maatregelen getroffen om het vertrouwen in de markten te herstellen, en de oprichting van de bankenunie helpt om de financiële versnippering tegen te gaan en het vertrouwen in de eurozone te herstellen.

Om deze verbeteringen te verankeren, zijn langetermijninvesteringen nodig die een duurzame en inclusieve groei kunnen ondersteunen. Het vermogen van het financiële stelsel om middelen te kanaliseren naar langetermijninvesteringen zal van cruciaal belang zijn om Europa op koers te houden naar duurzame groei.

### 1.2 De noodzaak van langetermijnfinanciering

Langetermijnfinanciering heeft enkele belangrijke kenmerken<sup>1</sup>:

- ze wordt gebruikt om *productieve* activiteiten te financieren die de groei ondersteunen door op een slimme, duurzame en inclusieve wijze de kosten te verlagen, de productiemiddelen te diversifiëren en banen te scheppen;
- ze is *geduldig*, in de zin dat beleggers rekening houden met de langetermijnprestaties en -risico's van hun beleggingen en niet zozeer met prijsschommelingen op de korte termijn. Dit langetermijnperspectief werkt anticyclisch en bevordert financiële stabiliteit;
- ze omvat een *verbintenis*, in de zin dat beleggers in hun beleggingsstrategieën rekening houden met langetermijnaspecten zoals maatschappelijke, governance- en milieukwesties.

Infrastructuur en het mkb leveren een grote bijdrage tot duurzame groei. Hoogwaardige infrastructuur maakt groei mogelijk en komt zo de productiviteit van de rest van de economie ten goede en bevordert ook de onderlinge verbondenheid van de interne markt. Er wordt geraamd dat er op het gebied van vervoers-, energie- en telecominfrastructuurnetwerken van Europees belang 1 biljoen EUR aan investeringen nodig zal zijn voor de periode tot 2020<sup>2</sup>. In het kader van de Europa 2020-strategie en het klimaat- en energiepakket voor 2030 zal ook aanzienlijk moeten worden geïnvesteerd in menselijk kapitaal<sup>3</sup> en in O&O, nieuwe technologieën en innovatie<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Termen overgenomen uit het artikel van de OESO "Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies", 2011, <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/48616812.pdf>

<sup>2</sup> Financieringsfaciliteit voor Europese verbindingen: ongeveer 500 miljard EUR voor vervoer, 200 miljard EUR voor energie en 270 miljard EUR voor snelle breedband (<http://ec.europa.eu/transport/themes/infrastructure/connecting/doc/connecting/2012-10-02-cef-brochure.pdf>).

<sup>3</sup> Zie het pakket sociale-investeringsmaatregelen, COM(2013) 83 van 20.2.2013.

<sup>4</sup> Mededeling over een beleidskader voor klimaat en energie in de periode 2020-2030, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52014DC0015&qid=1395868531930&from=NL>

Het mkb zorgt voor ongeveer twee derde van de werkgelegenheid en voor nagenoeg 60 % van de toegevoegde waarde in de EU. Deze sector draagt aanzienlijk bij tot de groei van het bbp, zowel vanwege zijn algemene belang als vanwege zijn vermogen om te innoveren, te groeien en banen te scheppen.

Het klimaat van onzekerheid en risicoaversie dat de financiële en economische crisis heeft gecreëerd, heeft zowel gevolgen gehad voor de vraag naar als voor het aanbod van financiering. Aan de vraagzijde heeft dit zich geuit in een daling van de vraag vanuit het mkb, publiek-private partnerschappen en andere investeringsprojecten waarvoor langetermijnfinanciering nodig is, wat geleid heeft tot een suboptimaal niveau van langetermijninvesteringen en -financiering. Aan de aanbodzijde heeft de crisis de risicoaversie doen toenemen, wat geleid heeft tot een voorkeur voor liquiditeit, die samen met de schuldafbouw door de banken het vermogen van de economie om zichzelf van financiering met een lange looptijd te voorzien, heeft aangetast. Het suboptimale niveau van langetermijnfinanciering wijst ook op marktfalen en een gebrek aan efficiëntie in de bemiddelingsketen<sup>5</sup>.

Het is van groot belang voor Europa dat deze problemen worden aangepakt. Het vermogen van de economie om langetermijnfinanciering te verstrekken, wat het concurrentievermogen van de Europese economie en industrie versterkt, is afhankelijk van het vermogen om spaargeld te kanaliseren via een open, veilige en concurrerende financiële sector. Rechtszekerheid en vertrouwen onder de beleggers zijn daartoe van essentieel belang.

### **1.3 Groenboek en openbare raadpleging over langetermijnfinanciering**

Op 25 maart 2013 heeft de Europese Commissie een groenboek over langetermijnfinanciering aangenomen, als eerste stap om een breed debat op gang te brengen over de verschillende factoren die van invloed zijn op het vermogen van de Europese economie om de nodige middelen aan te trekken om het herstel op peil te houden en te versnellen. In dit groenboek werd bekeken hoe het spaargeld van overheden, bedrijven en gezinnen beter zou kunnen worden gekanaliseerd naar de nodige langetermijnfinanciering.

De raadpleging over het groenboek werd bijzonder positief onthaald en kreeg reacties van 292 respondenten uit alle sectoren van de economie<sup>6</sup>. Een grote meerderheid van belanghebbenden was het ermee eens dat de bronnen van langetermijnfinanciering in Europa verruimd moeten worden, maar erkende tevens dat er een belangrijke rol weggelegd zal blijven voor de banken, met name voor het mkb. Hoewel een duidelijk omschreven en stabiel regelgevingskader bijzonder belangrijk werd geacht, riepen veel belanghebbenden ook op tot een betere ijking van de hervorming van de regelgeving met het oog op de doelstellingen op het gebied van langetermijnfinanciering.

### **1.4 Overige Europese en internationale beleidsinitiatieven**

Het debat over langetermijnfinanciering kreeg weerklank zowel op Europees als op internationaal niveau. Het Economisch en Financieel Comité heeft een deskundigengroep op hoog niveau opgericht die in december 2013 zijn verslag heeft gepubliceerd<sup>7</sup>, waarin bijzondere aandacht werd geschonken aan het mkb en aan infrastructuur. Het Europees Parlement heeft op 26 februari 2014 een resolutie<sup>8</sup> over de langetermijnfinanciering van de

---

<sup>5</sup> Voor een gedetailleerde toelichting, zie het werkdokument van de Commissie diensten dat bij het Groenboek inzake langetermijnfinanciering is gevoegd: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SWD:2013:0076:FIN:NL:PDF>

<sup>6</sup> Een gedetailleerde samenvatting van de reacties en alle niet-vertrouwelijke reacties zijn te vinden op [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/long-term-financing/docs/summary-of-responses_en.pdf)

<sup>7</sup> [http://europa.eu/efc/working\\_groups/hleg\\_report\\_2013.pdf](http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf)

<sup>8</sup> [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)

Europese economie aangenomen. In die resolutie komen heel wat kwesties aan bod die ook in deze mededeling worden besproken.

Op internationaal niveau heeft de G20 in september 2013 zijn goedkeuring gehecht aan een werkprogramma inzake de financiering van investeringen<sup>9</sup> en werd een werkgroep opgericht die dieper zal ingaan op langetermijnfinanciering. De OESO heeft beginselen op hoog niveau ontwikkeld voor institutionele beleggers die voor langetermijnfinanciering<sup>10</sup> kiezen.

\*\*\*

In het licht hiervan en op basis van de raadpleging over het groenboek worden in deze mededeling een aantal concrete maatregelen voorgesteld. De ontwikkeling en diversifiëring van de methode om langetermijninvesteringen te financieren, is een complex, meerdimensionaal vraagstuk dat geen zaligmakende oplossing kent, maar een hele reeks acties en initiatieven vergt. De in deze mededeling voorgestelde maatregelen zijn toegespitst op (i) het mobiliseren van private bronnen van langetermijnfinanciering, (ii) het beter benutten van overheidsgeld, (iii) het ontwikkelen van kapitaalmarkten, (iv) het verbeteren van de toegang tot financiering voor het mkb, (v) het aantrekken van privéfinanciering voor infrastructuur en (vi) het verbeteren van het algemene klimaat voor duurzame financiering.

De Commissie stelt vandaag, naast deze mededeling, ook de volgende documenten voor:

- een voorstel om de richtlijn betreffende instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (IPBV) te herzien om de verdere ontwikkeling van de bedrijfspensioenen, die een belangrijke vorm van institutionele langetermijnbeleggingen vormen binnen de EU, te ondersteunen;
- een mededeling over crowdfunding, een groeiende bron van financiering voor het mkb.

## **2. PRIVATE BRONNEN VAN LANGETERMIJNFINANCIERING MOBILISEREN**

De ondersteuning van verantwoordelijke kredietverstrekking door banken en het stimuleren van niet-bancaire bronnen van financiering, zoals institutionele beleggers, waaronder ook verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen, traditionele of alternatieve beleggingsfondsen, overheidsfondsen of stichtingen, is van cruciaal belang: hoewel de banken een belangrijke rol zullen blijven spelen, is de diversifiëring van financiering belangrijk op de korte termijn, om de beschikbaarheid van financiering te vergroten, maar ook op de lange termijn, om de Europese economie te helpen om toekomstige crises beter te doorstaan.

### **Banken**

Op grond van de verordening kapitaalvereisten (VKV) en de richtlijn kapitaalvereisten IV (RKV IV)<sup>11</sup>, die vanaf januari 2014 geleidelijk aan worden ingevoerd, moeten banken hogere kapitaalniveaus aanhouden, om beter in staat te zijn potentiële verliezen op te vangen. De Commissie zal in 2014 en 2015 in twee fasen beoordelen of de VKV-vereisten kunnen worden toegepast op langetermijnfinanciering.

---

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

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

<sup>11</sup> Verordening (EU) nr. 575/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012, en Richtlijn 2013/36/EU van het Europees Parlement en de Raad van 26 juni 2013 betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentieel toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, tot wijziging van Richtlijn 2002/87/EG en tot intrekking van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG.

Voor de banken zullen ook nieuwe vereisten inzake liquiditeitsbeheer gelden, zodat zij in staat zullen zijn om plotse liquiditeitsschokken op te vangen. Hoewel dit meer vertrouwen in het financiële stelsel zou moeten wekken, zouden strengere liquiditeitsregels van invloed kunnen zijn op het vermogen van de banken om leningen met een lange looptijd te verstrekken. Bij de invoering van het liquiditeitsdekkingsvereiste (een liquiditeitsratio met een tijdshorizon van één maand) in Europa en de huidige internationale debatten over de vaststelling van de nettostabielefinancieringsratio (een liquiditeitsratio met een tijdshorizon van één jaar) moet een evenwicht worden gevonden tussen het verbeteren van de weerbaarheid van de banksector tegen liquiditeitsschokken en het vermijden van buitensporige beperkingen op looptijdtransformatie die langetermijnfinanciering ontmoedigen<sup>12</sup>. Bovendien voorziet de VKV in de geleidelijke invoering van het liquiditeitsvereiste en in een lange observatieperiode voordat een wetgevingsvoorstel inzake de nettostabielefinancieringsratio kan worden ingediend.

De hervorming van de banksector en met name de voltooiing van de bankenunie zijn van cruciaal belang om het vertrouwen in de financiële sector te herstellen en de huidige versnippering van de markt tegen te gaan, die vooral voor de financiering van het mkb gevolgen heeft. Zodra deze hervormingen voltooid zijn, zouden kredietnemers en beleggers moeten kunnen profiteren van een bredere, diepere, beter geregelde markt waarop het nodige toezicht wordt uitgeoefend.

Het recente voorstel voor een structurele hervorming van de Europese banken<sup>13</sup> is eveneens belangrijk, aangezien het essentiële financiële activiteiten zoals kredietverstrekking aan de economie wil vrijwaren door ze te scheiden van risicovolle handelsactiviteiten. Dit zou ook de huidige kruissubsidiëring van handelsactiviteiten met deposito's inperken en banken zo meer stimuleren om krediet te verstrekken aan de reële economie.

#### *Maatregelen*

- De Commissie zal tegen 2014<sup>14</sup> en 2015<sup>15</sup> verslagen voorbereiden over de geschiktheid van de VKV-vereisten ten aanzien van langetermijnfinanciering.
- De Commissie zal bij de voorbereiding van de gedelegeerde handeling inzake het liquiditeitsdekkingsvereiste<sup>16</sup> (verwacht in de eerste helft van 2014) en de definitieve ijking van de nettostabielefinancieringsratio<sup>17</sup> in het achterhoofd houden dat de langetermijnfinanciering door banken niet onnodig mag worden beperkt. Daarnaast zou de monitoringperiode van de VKV optimaal moeten worden benut om potentiële onbedoelde gevolgen van de nieuwe liquiditeitsvoorschriften voor langetermijninvesteringen recht te zetten en aan te pakken.

#### **Verzekeringsmaatschappijen**

Institutionele beleggers zoals verzekeringsmaatschappijen zijn geschikte verstrekkers van langetermijnfinanciering. Hoewel de investeringen door institutionele beleggers in minder

---

<sup>12</sup> Zie overweging 100 van Verordening 575/2013.

<sup>13</sup> COM(2014) 043.

<sup>14</sup> Artikel 505: Uiterlijk op 31 december 2014 dient de Commissie bij het Europees Parlement en de Raad een verslag in waarin wordt getoetst "of de vereisten van deze verordening passend zijn in het licht van de noodzaak te voorzien in toereikende middelen voor alle vormen van langlopende financiering voor de economie, met inbegrip van kritieke infrastructuurprojecten in de Unie op het gebied van transport, energie en communicatie".

<sup>15</sup> Artikel 516: De Commissie brengt uiterlijk op 31 december 2015 verslag uit over het effect van deze verordening op het aanmoedigen van langetermijninvesteringen in groeibevorderende infrastructuur.

<sup>16</sup> Artikel 460 van de VKV.

<sup>17</sup> Artikel 510, lid 3, van de VKV.

liquide activa, zoals infrastructuuractiva, beperkt zijn, krijgen zij door het streven naar hoger rendement in een klimaat van lage rentevoeten meer belangstelling voor dergelijke activa.

Met de solvabiliteit II-richtlijn<sup>18</sup>, die vanaf 1 januari 2016 van toepassing zal zijn, zullen bepaalde belemmeringen voor beleggingen in de lidstaten worden weggenomen, met name voor mindere liquide categorieën van activa. Verzekeraars zullen de vrijheid krijgen om te beleggen in alle soorten activa, voor zover zij het "prudent person"-beginsel eerbiedigen, dat inhoudt dat zij in staat moeten zijn om het beleggingsrisico van zulke activa "naar behoren te onderkennen, te meten, te bewaken, te beheren, te beheersen en te rapporteren"<sup>19</sup>.

Er wordt aangevoerd dat het verstrengen van de kapitaalvereisten om alle kwantificeerbare risico's af te dekken, met inbegrip van het marktrisico (dat niet werd meegenomen in de vorige wettelijke regeling, solvabiliteit I), het gedrag van de beleggers en de langetermijnvisie van verzekeraars als institutionele beleggers kan beïnvloeden<sup>20</sup>. Daarom heeft de Commissie de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen (EAVB) in september 2012 gevraagd om na te gaan of de ijking en het ontwerp van de kapitaalvereisten moeten worden aangepast - zonder dat dit de prudentiële doeltreffendheid van de regeling in het gedrang mag brengen - met name voor investeringen in infrastructuur, het mkb en sociale ondernemingen (met inbegrip van de securitisatie van schuld die dit doel dient). De EAVB heeft haar analyse voorgelegd in december 2013<sup>21</sup>. Zij beveelt criteria aan voor de definitie van hoogwaardige securitisatie en ontwerpt een gunstigere behandeling voor zulke instrumenten, door de overeenkomstige stressfactoren te verlagen<sup>22</sup>. Dit is een grote stap vooruit om duurzame securitisatiemarkten te stimuleren (*zie punt 4 over securitisatie*). De Commissie zal rekening houden met het meest recente EAVB-verslag bij het opstellen van de desbetreffende gedelegeerde handelingen voor solvabiliteit II, met inbegrip van eventuele wijzigingen van de behandeling van andere categorieën van activa dan securitisatie (infrastructuur, mkb en sociale ondernemingen), zoals bepaald in het oorspronkelijke mandaat aan de EAVB.

Bovendien zullen met de omnibus II-richtlijn<sup>23</sup> in solvabiliteit II maatregelen worden opgenomen die specifiek bedoeld zijn om de bestaande stimulansen te versterken om langetermijnpassiva te koppelen aan langetermijnactiva en die gedurende de volledige looptijd aan te houden. De lijst van activa die voor die overeenstemmingsaanpassing kunnen worden gebruikt, werd verruimd naar belangrijke langetermijninvesteringen, zoals projectobligaties voor infrastructuur.

### *Maatregelen*

---

<sup>18</sup> Richtlijn 2009/138/EG van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2009 betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf (solvabiliteit II).

<sup>19</sup> Artikel 132 van solvabiliteit II.

<sup>20</sup> Kapitaalvereisten zijn maar één factor die investeringsbeslissingen beïnvloedt, naast belastingstelsels, boekhoudkundige regels of het gebrek van deskundigheid bij beleggers op het gebied van minder liquide activa.

<sup>21</sup> Zie [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19\\_LTI\\_Report.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/consultationpapers/EIOPA-13-163/2013-12-19_LTI_Report.pdf)

<sup>22</sup> Anders dan in de banksector zijn de kapitaalvereisten afhankelijk van het risicoprofiel van elke verzekeraar en zijn ze veel lager dan de stressfactoren omdat de berekening niet louter op factoren is gebaseerd. De kapitaalvereisten stroken met de potentiële verliezen voor verzekeraars in gespannen marktomstandigheden, nadat is rekening gehouden met een aantal specifieke beperkende factoren voor elke verzekeraar (beperking van toekomstige bonussen voor polishouders, uitgestelde belastingkredieten, hedging, diversifiëring met andere bronnen van risico enz.). Op basis van de meest recente Europese studies naar de kwantitatieve effecten raamt de Commissie dat de kapitaalvereisten voor het marktrisico bij een typische levensverzekeraar met langetermijnpassiva twee tot drie keer lager liggen dan de stressfactoren voor elk type van investering.

<sup>23</sup> Een in 2011 voorgestelde richtlijn [COM(2011) 0008] om solvabiliteit II aan te passen aan het nieuwe kader voor uitvoeringsmaatregelen dat werd ingevoerd met het Verdrag van Lissabon en aan de oprichting van de EAVB.

- De Commissie is voornemens uiterlijk in september 2014 de gedelegeerde handeling voor solvabiliteit II vast te stellen, met inbegrip van een aantal stimulansen om langetermijnbeleggingen door verzekeraars te bevorderen.

## **Pensioenfondsen**

Pensioenfondsen zijn institutionele beleggers met langetermijnpassiva. Zij zijn daarom in staat om "geduldig" te beleggen. De Commissie juicht toe dat pensioenfondsen steeds vaker kiezen voor alternatieve beleggingen, zoals private equity en infrastructuur, om hun portefeuilles te diversifiëren en een hoger rendement te verzekeren<sup>24</sup>. Het voorstel voor IBPV 2, dat vandaag werd aangenomen, zou kunnen bijdragen tot meer langetermijnbeleggingen door bedrijfspensioenfondsen, doordat de lidstaten minder mogelijkheden zullen hebben om bepaalde typen van langetermijnbeleggingen aan restricties te onderwerpen.

Naast bedrijfspensioenfondsen kunnen ook persoonlijke pensioenproducten langetermijninvesteringen stimuleren. In november 2012 vroeg de Commissie de EAVB om een technisch advies voor te bereiden over de ontwikkeling van een EU-kader voor de activiteiten van en het toezicht op persoonlijke pensioenproducten<sup>25</sup>. Dit zou de gelegenheid bieden om meer spaargeld vrij te maken voor de financiering van langetermijninvesteringen, wat zowel de toereikendheid van de ouderdomspensioenen als de economische groei ten goede zou komen. De EAVB werd verzocht om ten minste twee benaderingen in overweging te nemen: (i) de ontwikkeling van gemeenschappelijke voorschriften om grensoverschrijdende activiteiten van persoonlijke pensioenregelingen mogelijk te maken; of (ii) de ontwikkeling van een 29e regeling waarbij de EU-voorschriften de nationale voorschriften niet vervangen, maar er een alternatief voor bieden. De EAVB heeft in februari 2014 een voorlopig verslag over persoonlijke pensioenproducten voorgelegd.

### *Maatregelen*

- De Commissiediensten zullen in de tweede helft van 2014 de EAVB om een uitgebreid advies verzoeken over de totstandbrenging van een eengemaakte markt voor persoonlijke pensioenen om zo potentieel meer pensioenspaargeld te mobiliseren voor langetermijnfinanciering.

## **Private spaarrekeningen**

Naar aanleiding van het groenboek bleek dat sommige belanghebbenden het een goed idee vinden om na te gaan op welke manieren grensoverschrijdende stromen van spaargeld zouden kunnen worden bevorderd, bijvoorbeeld door de invoering van een Europese spaarrekening om een gestandaardiseerd kader aan te bieden om spaarders aan te zetten om bij te dragen tot langetermijnfinanciering. Daarbij zou eerst naar de nationale modellen worden gekeken en zouden aspecten als vergoedingstarieven, nationale depositobescherming, complementariteit met bestaande nationale regelingen, het vergaren van middelen en de criteria voor kredietverstrekking worden bekeken.

### *Maatregelen*

- De Commissiediensten zullen voor eind 2014 een studie verrichten naar mogelijk marktfalen en andere tekortkomingen op het gebied van grensoverschrijdende

<sup>24</sup> Het aandeel van hun activa dat naar dergelijke beleggingen gaat, blijft echter beperkt, voornamelijk voor infrastructuuractiva. Uit een recent onderzoek van de OESO naar 86 grote pensioenfondsen en reservefondsen voor openbarepensioenregelingen (<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>) is gebleken dat slechts 1 % van de activa werd belegd in niet-beursgenoteerde infrastructuurinvesteringen en 12-15 % in andere alternatieve investeringen (de rest van de activa werd belegd in vastrentende effecten, contanten en beursgenoteerde aandelen).

<sup>25</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/pensions/docs/calls/072012\\_call\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/docs/calls/072012_call_en.pdf)



stromen van spaargeld, die tevens een overzicht van de nationale modellen voor spaarrekeningen en een beoordeling van de opportuniteit van de invoering van een Europese spaarrekening zal omvatten.

### **3. OVERHEIDSFINANCIERING BETER BENUTTEN**

De overheidssector levert een belangrijke bijdrage tot bruto-investeringen in de vorm van materiële en niet-materiële investeringen. Er moeten inspanningen worden geleverd om een transparanter en efficiënter gebruik van overheidsmiddelen te verzekeren, het rendement op overheidsinvesteringen te optimaliseren en de bijdrage van deze investeringen aan groei en hun vermogen om privé-investeringen aan te trekken te vergroten. De Commissie zal via het Europees semester toezicht blijven houden op het begrotingsbeleid en de kwaliteit van de overheidsuitgaven van de EU-28 en nagaan of de procedure bij buitensporige tekorten wordt nageleefd. Bovendien moet dit vraagstuk vanuit een zo ruim mogelijk oogpunt worden bekeken: er moet eveneens aandacht worden geschonken aan de activiteiten van nationale stimuleringsbanken en exportkredietagentschappen.

#### **Nationale stimuleringsbanken**

Nationale en regionale stimuleringsbanken spelen een belangrijke rol in het aansturen van langetermijnfinanciering, samen met de EIB/het EIF en andere multilaterale ontwikkelingsbanken, zoals de EBWO. De afgelopen jaren hebben zij hun activiteiten uitgebreid in een poging om de teruglopende balansen van commerciële kredietverstrekkers te compenseren. Aangezien de economische situatie zich stabiliseert en de kredietverstrekkingcapaciteit van deze instellingen beperkt is, moeten zij zich toespitsen op marktfalen en op activiteiten die een toegevoegde waarde creëren. Tijdens de raadpleging werden opgeroepen tot meer gezamenlijke EU-nationale of multinationale initiatieven, eenvoudiger procedures voor het bevorderen van samenwerking en synergieën tussen de EU-begroting en de EIB/het EIF, multilaterale ontwikkelingsbanken en nationale stimuleringsbanken, en tot een nauwere betrokkenheid van de nationale stimuleringsbanken bij het EU-beleid en een betere toegang tot de EU-middelen. Het gaat dan onder meer om het beleid inzake milieu, de gevolgen van klimaatverandering, innovatie en de ontwikkeling van sociaal en menselijk kapitaal. Samenwerking tussen multilaterale banken en nationale stimuleringsbanken werd bovendien beschouwd als een belangrijke factor om optimaal gebruik te kunnen maken van synergieën en complementariteit en om overlappingsen en dubbele financiering te voorkomen.

#### *Maatregelen*

- De Commissie zal in 2014 een mededeling inzake stimuleringsbanken publiceren met richtsnoeren inzake algemene beginselen; governance en transparantie, als belangrijke factoren om het vertrouwen van beleggers te wekken en gunstige financieringsvoorwaarden te scheppen; toezicht en regelgevingsaspecten; en de rol van nationale stimuleringsbanken in gezamenlijke investeringen en de besteding van middelen uit de EU-begroting ter ondersteuning van de Europese beleidsprioriteiten voor 2020 en daarna.
- De Commissie zal de samenwerking tussen de nationale stimuleringsbanken en de EIB/het EIF en mogelijk ook met andere multilaterale ontwikkelingsbanken aanmoedigen en monitoren zoals de Europese Raad van juni 2013 haar heeft gevraagd, en in december 2014 verslag uitbrengen aan de Raad.

#### **Exportkredietagentschappen**

Exportkredietagentschappen zijn zowel belegger als risicoverzekeraar/borg voor langetermijnfinanciering. In die hoedanigheid kunnen zij een belangrijke rol spelen bij de



ondersteuning van grensoverschrijdende investeringen binnen de EU en bij de ondersteuning van de uitvoer van kapitaalgoederen uit de EU. Dit is een gebied waarop spanningen met betrekking tot het landenrisico een onmiddellijk effect hebben op de langetermijnfinanciering, met name in het geval van langetermijnwaarborgen.

#### *Maatregelen*

- De Commissiediensten zullen een verslag publiceren over het bevorderen van betere coördinatie en samenwerking tussen bestaande nationale kredietexportregelingen.

#### **4. EUROPESE KAPITAALMARKTEN ONTWIKKELEN**

Er zijn in Europa beleidsinspanningen nodig om de financieringskanalen te diversifiëren. De Europese kapitaalmarkten zijn gemiddeld genomen relatief onderontwikkeld en volstaan momenteel niet om de financieringskloof te dichten die de schuldafbouw bij de banken heeft gecreëerd. Er zijn tevens passende financieringsinstrumenten nodig opdat de financiële markten een actieve en effectieve rol kunnen spelen in het kanaliseren van middelen naar langetermijninvesteringen. Het gaat dan onder meer om innovatieve financieringsinstrumenten die inspelen op de belangrijkste uitdagingen op het gebied van duurzame groei in Europa, zoals infrastructuurobligaties, klimaatobligaties en obligaties met sociale impact (*zie punt 6*).

#### **Markten voor bedrijfsobligaties en aandelen**

De financiering door de kapitaalmarkt heeft sterk geleden onder de crisis, maar loopt al terug sinds de jaren negentig. Het aantal beursintroducties in Europa en de VS ligt ongeveer vijf keer lager dan in de jaren voor 1999<sup>26</sup>. Uit studies in de VS blijkt ook dat het twee keer zo lang duurt voordat bedrijven naar de beurs stappen, van 4,8 jaar in de vroege jaren tachtig tot meer dan 9 jaar sinds 2007<sup>27</sup>. Zelfs wanneer rekening wordt gehouden met de cyclische aard van beursintroducties, is dit een zorgwekkende tendens, zeker wat de werkgelegenheid betreft, aangezien uit dezelfde Amerikaanse studies blijkt dat 92 % van de groei in een bedrijf na de beursgang plaatsvindt. De oprichting van een taskforce voor beursintroducties door verschillende marktverenigingen<sup>28</sup> om deze punten aan te pakken is dan ook een welkom initiatief.

Bedrijfsobligaties worden in grote coupures uitgegeven door grote beursgenoteerde bedrijven en gekocht door financiële instellingen. Deze markt is de afgelopen jaren gegroeid. Deze instrumenten zijn echter doorgaans niet beschikbaar voor het mkb of voor midcaps, hoewel er de afgelopen jaren ook verschillende markten zijn gecreëerd voor retailobligaties in Duitsland (lancering van BondM-markt in 2010), het VK (lancering van ORB in 2010), Frankrijk (lancering van IBO in 2012) en Italië (lancering van ExtraMOT PRO in 2013).

Ondanks deze nationale initiatieven blijft de Europese kapitaalmarkten zowel voor obligaties als voor aandelen versnipperd en te weinig aantrekkelijk voor het mkb en midcaps, waarbij weinig grensoverschrijdende beleggingen in effecten te noteren vallen, met uitzondering van eersterangseffecten. Belangrijke belemmeringen zoals verschillen in de wetgeving inzake effecten en faillissementen blijven overeind.

---

<sup>26</sup> Het aantal beursintroducties voor het VK, Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje nam af van ongeveer 350 per jaar tussen 1996 en 2000 tot ongeveer 70 per jaar tussen 2008 en 2012 (zie het werkdocument van de OESO "Making Stock Markets Work to Support Economic Growth", [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth\\_5k43m4p6ccs3-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/making-stock-markets-work-to-support-economic-growth_5k43m4p6ccs3-en)). In de VS werd een vergelijkbare daling vastgesteld, van ongeveer 500 beursintroducties per jaar voor 1999 tot ongeveer 100 per jaar na 1999 (zie <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf>).

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

<sup>28</sup> Federatie van Europese Effectenbeurzen (FESE), EuropeanIssuers en de Europese vereniging voor risicodragend kapitaal (EVCA). Zie <http://www.fese.eu/en/?inc=cat&id=8>

## Maatregelen

- De gedelegeerde handeling van de Commissie waarvan sprake in MiFID 2<sup>29</sup> zal ervoor zorgen dat de voorschriften voor mkb-groeimarkten de administratieve lasten voor emittenten op deze markten tot een minimum beperken en tegelijkertijd een hoge mate van bescherming blijven bieden voor beleggers. Deze voorschriften omvatten het minimale aandeel van mkb-emittenten op deze markten, evenals passende criteria voor de toelating tot de handel, informatieverstrekking aan beleggers en financiële verslaglegging.
- De Commissiediensten zullen in een studie nagaan of er na de verbeteringen die MiFID 2 heeft opgeleverd voor effecten zonder aandelenkarakter aanvullende maatregelen nodig zijn voor de totstandbrenging van een liquide en transparante secundaire markt voor het verhandelen van bedrijfsobligaties in de EU.
- De Commissie zal voor eind 2015 de gevolgen en effecten van de voorschriften van de prospectusrichtlijn beoordelen<sup>30</sup>. Bij deze beoordeling zullen met name de evenredige openbaarmakingsregeling voor mkb-emittenten en ondernemingen met beperkte beurswaarde worden bekeken.
- De Commissie zal nagaan of de criteria om voor instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) als belegging in aanmerking te komen, kunnen worden uitgebreid naar beursgenoteerde effecten op mkb-groeimarkten die aan bepaalde liquiditeitskenmerken voldoen, met het oog op de tenuitvoerlegging van het MiFID 2-kader. Of Europese langetermijninvesteringsfondsen (Eltif's) eveneens moeten kunnen beleggen in beursgenoteerde mkb-bedrijven is een belangrijke vraag die momenteel wordt besproken in de context van het Eltif-voorstel van de Commissie<sup>31</sup>. Niet-beursgenoteerde mkb-bedrijven zijn in het Commissievoorstel al opgenomen in de categorieën van activa die in aanmerking zouden komen voor een Eltif-investering.

## Securitisatie

Securitisatietransacties stellen banken in staat om leningen opnieuw te financieren door activa te bundelen en om te zetten in effecten die aantrekkelijk zijn voor institutionele beleggers. Vanuit het oogpunt van de bank maken dergelijke transacties kapitaalmiddelen vrij, waardoor banken hun kredietverstrekkingen kunnen uitbreiden en economische groei kunnen financieren. Voor institutionele beleggers bieden zulke effecten, als ze voldoende groot zijn, liquide mogelijkheden om te beleggen in categorieën van activa waarin zij niet rechtstreeks beleggen, zoals mkb-bedrijven of hypotheekleningen.

Sommige securitisatiemodellen waren in het verleden onvoldoende geregeld. De zwakke punten van die modellen werden al in een vroeg stadium geïdentificeerd en in de daaropvolgende financiële hervorming van de EU aangepakt. Sinds 2011 gelden er in de Europese banksector risicobehoudvereisten ("risicodragende inbreng"), die sindsdien naar alle financiële sectoren zijn uitgebreid. Daarnaast worden er openbaarmakingsverplichtingen

---

<sup>29</sup> Volgens artikel 35 van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG (MiFID 2), zoals geformuleerd in de definitieve compromistekst.

<sup>30</sup> Artikel 4 van Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten.

<sup>31</sup> Zie bijvoorbeeld het ontwerpverslag Kratsa-Tsagaropoulou van het Europees Parlement over het voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende Europese langetermijninvesteringsfondsen.

gehandhaafd die beleggers in staat moeten stellen om een grondig inzicht te verwerven in de instrumenten waarin zij beleggen.

De overheden treffen heel wat concrete maatregelen om securitisatietransacties verder te standaardiseren en transparanter te maken, om zo het vertrouwen van de beleggers<sup>32</sup> te vergroten. De Europese instellingen en agentschappen moeten nauwer samenwerken en synergieën tot stand brengen, bijvoorbeeld wat de standaardisatie van de verslagleggingssjablonen betreft. Voorts dragen ook door de industrie geleide initiatieven, zoals de invoering van etikettering, bij tot deze doelstellingen.

Ondanks deze maatregelen heeft de markt zich tot op heden nog niet opmerkelijk hersteld. Dit is grotendeels te wijten aan het stigma dat nog steeds aan deze transacties kleeft en de manier waarop ze in de regelgeving worden behandeld. Veel belanghebbenden hebben opgeroepen tot een differentiëring van securitisatieproducten voor prudentiële doeleinden, om zo de ontwikkeling van duurzame securitisatiemarkten te stimuleren. In het technische verslag van de EAVB voor solvabiliteit II en het voorstel van de Commissie inzake een structurele hervorming van de banksector wordt voorzien in een differentiëring voor "hoogwaardige" securitisatieproducten.

#### *Maatregelen*

- De Commissie zal werk maken van de differentiëring van "hoogwaardige" securitisatieproducten om zo de samenhang in alle financiële sectoren te verzekeren en de mogelijkheid te verkennen van een preferentiële behandeling in de regelgeving die compatibel is met de prudentiële beginselen. De Commissie zal overwegen om deze aanpak in te voeren in andere relevante EU-wetgeving voor de verschillende financiële sectoren. De Commissie zal met name rekening houden met eventuele toekomstige verhogingen van de liquiditeit van een aantal securitisatieproducten na verdere differentiëring en standaardisatie.
- De Commissie zal samenwerken met de internationale ontwikkelaars van standaarden, met name het Bazels Comité en de Internationale Organisatie van effectentoezichthouders (IOSCO) om wereldwijde standaarden te ontwikkelen en toe te passen, met name op het gebied van de voorschriften inzake risicobehoud, hoogwaardige standaardisatie en transparantie om zo voor de nodige samenhang te zorgen en willekeur in de regelgeving te voorkomen.

#### **Gedekte obligaties**

Gedekte obligaties vormen een standaardmanier om de kapitaalmarkten aan te boren voor financiering die wordt gedekt door activa van goede kwaliteit. Terwijl deze instrumenten beleggers meer veiligheid en liquiditeit bieden dan preferente ongedekte effecten, profiteren emittenten van voordelen zoals kosteneffectieve financiering en een diversifiëring van de financiering. Hoewel in verschillende EU-voorschriften sprake is van gedekte obligaties, bestaat er momenteel niet één enkel geharmoniseerd kader. Sommige lidstaten beschikken niet over specifieke wetgeving hieromtrent. Nadat de criteria voor preferentiële kapitaalvereisten in de banksector zich tot een algemeen aanvaarde marktnorm hebben ontwikkeld, heeft er zich niettemin een zekere convergentie voorgedaan<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> De belangrijkste initiatieven zijn de wettelijke bepalingen in de verordening inzake ratingbureaus, waarin de ESMA wordt gevraagd om een openbare website op te richten (VKV3, artikel 8 ter), en het gecentraliseerde European DataWarehouse (EDW) dat gesponsord wordt door de ECB.

<sup>33</sup> De bepalingen in de RKV van 2006 en de VKV nu hebben reeds geleid tot een aanzienlijke harmonisatie van de activa die in aanmerking komen voor gedekte obligaties. Voorts werd in de VKV reeds een minimumnorm voor transparantie vastgesteld.

## *Maatregelen*

- De Commissie zal tegen eind 2014 bekijken hoe de gedekte obligaties behandeld worden in de VKV<sup>34</sup> om zo de basis te leggen voor een geïntegreerde Europese markt voor gedekte obligaties. In deze evaluatie zal zij aandacht besteden aan de kwaliteit van kredieten, beleenbaar onderpand en transparantie. Zij zou ook een versterking van het toezicht, de afdwingbaarheid van preferentiële rechten en segregatie bij faillissementen kunnen verkennen.
- Rekening houdend met de bevindingen van de hierboven beschreven evaluatie zullen de Commissiediensten een studie lanceren naar de voordelen van het invoeren van een EU-kader voor gedekte obligaties.

## **Onderhandse plaatsing**

Onderhandse plaatsing kan een alternatief zijn voor kredietverstrekking door een bank of de uitgifte van openbare bedrijfsobligaties en zou de beschikbaarheid van financiering voor middelgrote tot grote niet-beursgenoteerde ondernemingen en mogelijk ook voor infrastructuurprojecten kunnen vergroten. Het huidige regelgevingskader staat onderhandse plaatsing toe en sommige lidstaten hebben deze markten al ontwikkeld (bv. de "Schuldschein"-markt in Duitsland en "Euro PP" in Frankrijk). Zowel de vraag naar als het aanbod van dit soort financiering neemt toe, wat ook blijkt uit de groei van de bestaande markten in de EU en het aantal Europese emittenten dat toegang zoekt tot de Amerikaanse markt voor onderhandse plaatsing<sup>35</sup>.

Deze activiteit wordt echter nog niet op grote schaal toegepast in heel Europa. De redenen daarvoor zijn onder meer het gebrek aan gestandaardiseerde documentatie en informatie over de kredietwaardigheid van de emittenten en het gebrek aan liquiditeit op de secundaire markt. Aangezien informatie over invordering bijzonder belangrijk is voor beleggers in deze producten, werden ook de verschillen tussen de Europese insolventiewetten genoemd als belemmering voor de ontwikkeling van een bredere grensoverschrijdende markt voor onderhandse plaatsing.

## *Maatregelen*

- De Commissiediensten zullen voor eind 2014 een studie verrichten om de markten voor onderhandse plaatsing in Europa in kaart te brengen in vergelijking met andere plaatsen/praktijken, na te gaan welke factoren bepalend zijn voor het succes van deze markten en beleidsaanbevelingen te ontwikkelen om dit succes op ruimere schaal in de EU te herhalen. Voorts zullen zij de potentiële risico's beoordelen, aangezien markten voor onderhandse plaatsing per definitie minder transparant zijn dan openbare kapitaalmarkten en bijzonder illiquide zijn. Deze studie zal voortbouwen op de openbare raadpleging en de effectbeoordeling die in 2007/2008<sup>36</sup> werd verricht.

## **5. DE TOEGANG VAN HET MKB TOT FINANCIERING VERBETEREN**

Doordat het mkb zo sterk afhankelijk is van financiering door banken, heeft deze sector het zwaarst geleden onder de crisis. Het mkb heeft het nog steeds moeilijk om een lening te

---

<sup>34</sup> Zie artikel 503 van de VKV.

<sup>35</sup> In 2012 hebben 36 Europese ondernemingen (waarvan 11 kleinere ondernemingen, met een omzet van minder dan 500 miljoen USD) gebruik gemaakt van de Amerikaanse markt voor onderhandse plaatsing, voor een bedrag van bijna 20 miljard USD. Zie <http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/alternative-finance-for-smes-and-mid-market-companies/>

<sup>36</sup> Zie [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/private\\_placement/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/private_placement/index_en.htm)

krijgen, met name in de perifere economieën, deels vanwege de versnippering van de banksector<sup>37</sup>.

Eén van de belangrijkste aspecten van financiering voor het mkb is het bevorderen van de overgang van starter naar mkb-bedrijf naar midcap, d.w.z. het opklimmen in de zogeheten "financieringsladder". Mkb-bedrijven gebruiken in de loop van hun levenscyclus een combinatie van financieringsbronnen, waaronder bankschuld en extern kapitaal van business angels, durfkapitaal, private-equityfondsen en uiteindelijk ook de kapitaalmarkten. Mkb-bedrijven vinden de overgang van de ene mengeling van financieringsbronnen naar de andere vaak moeilijk. Tussen de verschillende groeifasen krijgen bedrijven te kampen met "financieringskloven" en "opleidingskloven". Dit is vooral het geval in de startfase en in de groeifase, deels omdat de financiering met durfkapitaal in Europa eerder beperkt is.

In 2011 heeft de Commissie een actieplan voor de financiering van het mkb aangenomen. Veel van de maatregelen die daarin werden beschreven, zijn reeds uitgevoerd, waaronder regelgevingsmaatregelen, financiële programma's en bevorderingsinitiatieven. Het werkdocument van de Commissiediensten dat bij deze mededeling is gevoegd, bevat een overzicht van de tenuitvoerlegging van het actieplan. Een aantal van deze maatregelen loopt nog, zoals de initiatieven om de opleidings- en informatiekloof bij het mkb te dichten via het Enterprise Europe Network. Het toekomstige netwerk, dat zijn activiteiten zal aanvangen in 2015<sup>38</sup>, zal mkb-bedrijven uitgebreider advies en meer bijstand verlenen met betrekking tot de toegang tot financiering en zal nauwer samenwerken met andere plaatselijke dienstverleners, zoals financiële tussenpersonen en boekhouders. Op nationaal niveau zijn eveneens verschillende begeleidingsprogramma's uitgewerkt, met name om mkb-bedrijven voor te bereiden op de toegang tot de kapitaalmarkten (zoals het ELITE-programma dat werd ontwikkeld door Borsa Italiana)<sup>39</sup>.

Het gebrek aan passende, vergelijkbare, betrouwbare en eenvoudig toegankelijke kredietinformatie over mkb-bedrijven is een probleem dat vaak wordt genoemd als één van de hinderpalen die ervoor hebben gezorgd dat het mkb traditioneel sterker afhankelijk is van financiering door plaatselijke banken. De Commissie heeft in november 2013 een workshop met erg uiteenlopende belanghebbenden georganiseerd om de nationale praktijken en nieuwe initiatieven in de privésector en de overheidssector te bespreken om zo na te gaan op welke manieren de mkb-informatie kon worden verbeterd. De workshop heeft bevestigd dat er in de hele EU duidelijke belemmeringen bestaan voor de toegang van beleggers en verstrekkers van financiering tot betrouwbare, beschikbare en vergelijkbare mkb-informatie. Die belemmeringen zijn deels te wijten aan de grote verschillen tussen de lidstaten wat de mate van informatie aan het publiek en de openbaarmaking daarvan betreft, vooral als gevolg van de opzet van de nationale rechtskaders.

### *Maatregelen*

---

<sup>37</sup> Zie het onderzoek van de ECB inzake de toegang tot financiering voor mkb-bedrijven in de Eurozone, april 2013 tot september 2013

<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201311en.pdf?acff8de81a1d9e6fd0d9d3b38809a7a0>. Slechts 33 % van de mkb-bedrijven die krediet aanvragen in Griekenland krijgt het volledig bedrag dat werd aangevraagd, en slechts 50 % in Spanje en Italië (in vergelijking met een gemiddelde van 65 % in de eurozone en 87 % in Duitsland). Toch valt enige voorzichtige vooruitgang op te tekenen: 60 % van de mkb-bedrijven in Ierland geeft aan met succes een volledige lening te hebben gekregen, in vergelijking met slechts 30 % de afgelopen zes maanden, terwijl het percentage in Spanje ook is gestegen van 40 % naar 50 %.

<sup>38</sup> Zie de recente oproep tot het indienen van voorstellen door de Commissie ([http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/contracts-grants/calls-for-proposals/index_en.htm))

<sup>39</sup> Zie <http://elite.borsaitaliana.it/en>

- De Commissiediensten zullen in 2014 de Europese en nationale wetgeving en praktijken die van invloed zijn op de beschikbaarheid van kredietinformatie over het mkb in kaart brengen om na te gaan op welke manieren de EU de kredietcoresector kan aanpakken, en om te evalueren of een harmonisatie/verbetering van de vergelijkbaarheid van mkb-gegevens in de hele EU haalbaar is.
- De Commissiediensten zullen ook de dialoog tussen de banken en het mkb nieuw leven inblazen om de financiële kennis van het mkb te verbeteren, voornamelijk met betrekking tot de feedback van de banken op kredietaanvragen. De Commissiediensten zullen ook beste praktijken onderzoeken om het mkb te helpen om toegang te krijgen tot de kapitaalmarkten.

## **6. PRIVATE FINANCIERING AANTREKKEN VOOR DE INFRASTRUCTUUR DIE NODIG IS VOOR EUROPA 2020**

Investeringen in infrastructuur waren oorspronkelijk vooral bestemd voor projecten die veel kapitaal vereisen, zoals wegen- en spoorwegnetten, pijpleidingen en transmissienetwerken in de energiesector en nationale backbone-netwerken voor telecommunicatie. In de nieuwe aanpak voor de financieringsfaciliteit voor Europese verbindingen en de Europese structuur- en investeringsfondsen wordt de nadruk gelegd op duurzaamheid, energie-efficiëntie, innovatie, interoperabiliteit en onderlinge aansluitingen in een multimodale Europese infrastructuur. Dit betekent dat de nadruk verschuift naar het spoor en intelligent verkeersbeheer in de vervoerssector, naar koolstofluwe energieopwekking en energie-efficiëntie in gebouwen en naar onderlinge verbindingen in de sectoren energie en ICT.

Het EU-initiatief inzake projectobligaties<sup>40</sup> werd door veel belanghebbenden genoemd als een positief voorbeeld van het aantrekken van privékapitaal voor infrastructuurprojecten. De Commissiediensten overwegen een aantal verbeteringen van het initiatief inzake projectobligaties en bekijken of projectobligaties een oplossing kunnen bieden voor andere infrastructuursectoren, zoals activa op het gebied van duurzaam vervoer, energieopwekking uit hernieuwbare bronnen en slimme netwerken. Met name praktische regelingen voor mogelijke bijdragen in het kader van Europese structuur- en investeringsfondsen overeenkomstig de respectieve verordeningen kunnen worden onderzocht.

De Commissie zal in dit verband aanbestedende diensten in de hele EU ertoe aanzetten om de privésector te betrekken bij de uitvoering van infrastructuurprojecten wanneer dat economisch nuttig kan zijn. Dit zal de diensten aanmoedigen om analyses van de volledige levenscyclus en van de kosten en baten uit te voeren, en inschrijvingen die uitgaan van een breder scala van financieringsopties bevorderen, wat volledig in overeenstemming is met de recente wijzigingen van de aanbestedingsrichtlijnen. Door de beschikbaarheid van transparante informatie en gegevens over nieuwe projecten van publiek-private partnerschappen (PPP's) te verbeteren zouden ook institutionele beleggers kunnen worden aangetrokken voor Europese projecten.

Hoewel infrastructuurinvesteringen bijzonder belangrijk zijn, zijn er nauwelijks samenhangende pan-Europese gegevens beschikbaar over de prestaties van infrastructuurleningen. Het gebrek aan gegevens werd in het verslag van de EAVB aan de Commissie van december 2013 genoemd als één van de belemmeringen waardoor de Autoriteit niet de nodige analyses had kunnen verrichten om een lagere ijking van de kapitaalvereisten voor infrastructuuractiva aan te bevelen.

---

<sup>40</sup> Het initiatief inzake projectobligaties is een instrument voor risicodeling dat door de Commissie en de EIB in het leven werd geroepen om projectbedrijven in staat te stellen om projectobligaties uit te geven die aantrekkelijk zijn voor beleggers op de schuldmarkt in verschillende sectoren: trans-Europese netwerken voor vervoer (TEN-V), voor energie (TEN-E) en telecommunicatie- en breedbandnetwerken.

Infrastructuuractiva zijn erg omvangrijk, waardoor de steekproefgroottes kleiner zijn dan bij typische bedrijfsleningen. De gegevens zijn vaak eigendom van banken en geldschieters en zijn onderhevig aan strikte vertrouwelijkheidsclausules. Deze gegevens beschikbaar stellen voor de markt zou niet alleen helpen om meer institutionele beleggers aan te trekken, het zou de regelgevers ook helpen om de voordelen van een prudentiële regeling op maat voor infrastructuurinvesteringen te verkennen.

#### *Maatregelen*

- De Commissiediensten zullen in 2014 evalueren of het mogelijk is om vrijwillig, indien mogelijk via één enkel portaal, de bestaande informatie over plannen en projecten voor infrastructuurinvesteringen door nationale, regionale en gemeentelijke instanties beschikbaar te stellen.
- De Commissiediensten zullen in 2014 evalueren of het haalbaar is om uitgebreide en gestandaardiseerde kredietstatistieken over infrastructuurschuld te vergaren en waar mogelijk op één enkel toegangspunt beschikbaar te stellen en nagaan hoe dit alles in de praktijk kan worden verwezenlijkt. Hierdoor zou het werk dat in het kader van de FSB en de G20 is gedaan, worden ondersteund. De Commissiediensten zouden de EIB, de EBRO, de nationale stimuleringsbanken en de institutionele beleggers hierbij kunnen betrekken.

### **7. HET GLOBALE KADER VOOR DUURZAME FINANCIERING VERBETEREN**

Het vermogen van de economie om middelen te kanaliseren naar langetermijnfinanciering hangt ook af van een aantal horizontale factoren, zoals corporate governance, verslaglegging en het fiscale en juridische kader. Het algemene ondernemings- en regelgevingsklimaat is zowel voor binnenlandse als voor grensoverschrijdende investeringen van belang.

#### **Corporate governance**

De manier waarop activa worden beheerd, kan voor langetermijnfinanciering een belangrijke rol spelen, als de stimulansen voor institutionele beleggers, activabeheerders en bedrijven op hun langetermijnstrategieën worden afgestemd en de bezorgdheid over kortetermijndenken, speculatie en agentuurbetrekkingen wordt weggenomen.

Veel belanghebbenden en een groot aantal empirische studies en verslagen hebben gewezen op de mogelijke voordelen van financiële participatie van werknemers en werknemersaandeelhouderschap voor de productiviteit en het concurrentievermogen enerzijds en de motivatie en het behoud van werknemers anderzijds. Deze regelingen zorgen ook voor geëngageerde aandeelhouders die naar de lange termijn kijken.

Alles wijst er bovendien op dat maatschappelijke, milieu- en governancekwesties van groot belang zijn voor de duurzame langetermijnprestaties van bedrijven en beleggers die zich met zulke vraagstukken bezighouden. De Commissie heeft al een aantal initiatieven uitgewerkt om de bedrijfstransparantie te verhogen, zoals het voorstel over niet-financiële verslaglegging<sup>41</sup>. Het aantal beleggers dat rekening houdt met dit soort kwesties bij de samenstelling van hun portefeuille is echter eerder beperkt, en bepaalde beleggers zijn zelfs van mening dat het opnemen van zulke factoren zou indruisen tegen hun fiduciaire verplichting om het rendement voor de begunstigden te optimaliseren.

#### *Maatregelen*

---

<sup>41</sup> COM(2013) 207.



- De Commissie zal een voorstel overwegen voor de herziening van de richtlijn betreffende aandeelhoudersrechten om de langetermijnbelangen van institutionele beleggers, activabeheerders en bedrijven beter op elkaar af te stemmen.
- De Commissie zal in 2014 in het kader van het proefproject van het Europees Parlement rond het bevorderen van inspraak en participatie van werknemers werknemersaandeelhouderschap in de EU beoordelen om problemen met de grensoverschrijdende toepassing van regelingen voor werknemersaandeelhouderschap/financiële participatie van werknemers te identificeren en mogelijke EU-maatregelen te formuleren om financiële participatie van werknemers en met name werknemersaandeelhouderschap te bevorderen.
- De Commissie zal een aanbeveling overwegen om de kwaliteit van de verslaglegging over corporate governance te verbeteren, evenals een verslag over stimulansen voor institutionele beleggers en activabeheerders om in hun beleggingsbeslissingen meer rekening te houden met informatie over milieu (bijvoorbeeld de ecologische voetafdruk en de risico's voor het klimaat), sociale aspecten en governance, en een studie naar fiduciaire verplichtingen en duurzaamheid.

### **Standaarden voor jaarrekeningen**

In het groenboek werd onderzocht hoe de nauwkeurigheid van de informatie die aan beleggers wordt verstrekt, kan worden afgewogen tegen voldoende stimulansen om langetermijnbeleggingen aan te houden en te beheren. In deze context oogstte de verslaglegging op basis van de waarde in het economisch verkeer kritiek van allerlei belanghebbenden omdat daardoor schommelingen op de markt in financiële verslagen worden ingevoerd, waardoor kortetermijndenken wordt gestimuleerd. Veel respondenten wezen op het belang van het conceptueel kader van de IASB om te verzekeren dat toekomstige standaarden voor jaarrekeningen zo worden ontwikkeld dat er geen schadelijke gevolgen zijn voor langetermijnbeleggingen. Zij wezen eveneens op de lopende werkzaamheden binnen de IASB om de verslaglegging van financieringsinstrumenten (IFRS 9) te herzien.

De verordening betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (IAS) van 2002 wordt geëvalueerd, ook om na te gaan of de in 2002 vastgelegde goedkeuringscriteria nog steeds geschikt en voldoende robuust zijn voor het Europa van vandaag en van de toekomst<sup>42</sup>.

De manier waarop het mkb wordt behandeld op het gebied van verslaglegging speelt in dit verband ook een belangrijke rol. Veel belanghebbenden hebben gevraagd om een vereenvoudigde versie voor beursgenoteerde mkb-bedrijven van de volledige reeks IFRS-standaarden die van toepassing zijn op alle beursgenoteerde ondernemingen, hoewel zij erkennen dat robuuste standaarden nodig zijn om het vertrouwen van de beleggers te behouden<sup>43</sup>. Bovendien zou een volledig op zichzelf staand jaarrekeningenkader voor niet-beursgenoteerde mkb-bedrijven nuttig kunnen zijn voor grensoverschrijdende groepen. Vandaag zijn niet-beursgenoteerde mkb-bedrijven onderworpen aan nationale standaarden voor jaarrekeningen op basis van de onlangs herziene jaarrekeningenrichtlijnen van de EU, waarin gemeenschappelijke basisbeginselen zijn vastgelegd die de lidstaten moeten toepassen bij het ontwerp van hun nationale kaders voor de jaarrekeningen voor het mkb (*zie het werkdocument van de Commissiediensten*).

<sup>42</sup> Zie het verslag van Philippe Maystadt "Should IFRS Standards be More European?", [http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/governance/reform/131112\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/governance/reform/131112_report_en.pdf)

<sup>43</sup> De International Accounting Standards Board (IASB) heeft een reeks vereenvoudigde standaarden uitgewerkt, de zogeheten IFRS voor het mkb. Die standaarden zijn evenwel bedoeld voor niet-beursgenoteerde bedrijven.

### *Maatregelen*

- De Commissie zal, in het kader van haar goedkeuring van de herziene IFRS 9, overwegen of het gebruik van de waarde in het economisch verkeer in die standaard passend is, met name met het oog op bedrijfsmodellen voor langetermijnbelegging.
- De Commissie zal de IASB uitnodigen om voldoende aandacht te schenken aan de effecten van zijn besluiten op de investeringshorizonten van beleggers, zowel voor specifieke relevante projecten als bij de ontwikkeling van het conceptueel kader, waarbij met name aandacht moet worden geschonken aan de herinvoering van het voorzichtigheidsbeginsel.
- Bij de evaluatie van de IAS-verordening door de Commissiediensten zal in de loop van 2014 samen met de belanghebbenden worden nagegaan of de goedkeuringscriteria passend zijn, rekening houdend met de Europese behoefte aan langetermijnfinanciering.
- De Commissiediensten zullen in 2014 een raadpleging starten om na te gaan of (i) een vereenvoudigde standaard voor jaarrekeningen voor de geconsolideerde jaarrekening van beursgenoteerde mkb-bedrijven een goed idee is en (ii) een volledige op zichzelf staande standaard voor jaarrekeningen voor niet-beursgenoteerde mkb-bedrijven als aanvulling op de jaarrekeningsrichtlijn nuttig kan zijn.

### **Fiscaal en juridisch kader**

In een grote meerderheid van de Europese (en internationale) stelsels van vennootschapsbelasting wordt de voorkeur gegeven aan financiering met schuld in plaats van met kapitaal doordat rentebetalingen aftrekbaar zijn, terwijl die behandeling niet bestaat voor de kosten die worden gemaakt voor het bijeenbrengen van kapitaal. Dit belastingvoordeel voor financiering met schuld kan bedrijven ertoe aanzetten om meer schulden te maken en kan innovatieve ondernemingen en starters die met kapitaal worden gefinancierd, straffen. Dit thema kon op heel wat belangstelling rekenen tijdens de openbare raadpleging.

Wat het rechtskader voor langetermijnfinanciering betreft, leiden de verschillen tussen de insolventiewetten van de lidstaten en het gebrek aan flexibiliteit in die wetten tot hoge kosten voor de beleggers en tot een laag rendement voor crediteuren en problemen voor bedrijven met grensoverschrijdende activiteiten of aandeelhouders in de hele EU. Dit gebrek aan doeltreffendheid heeft gevolgen voor de beschikbaarheid van financiering en voor het vermogen van bedrijven om zich te vestigen en te groeien, met name voor het mkb. Bovendien bestaan er wettelijke belemmeringen voor wat in juridische termen de cessie van schuldvorderingen heet. Bij heel wat grensoverschrijdende financieringstransacties, zoals securitisatie en factoring, worden schuldvorderingen gecedeerd. Het gebrek aan duidelijke regelgeving op EU-niveau<sup>44</sup> zorgt voor rechtsonzekerheid bij grensoverschrijdende cessies van schuldvorderingen.

### *Maatregelen*

- De Commissie zal in de landenspecifieke aanbevelingen in het kader van het Europees semester aandelenkapitaal blijven stimuleren, met name voor de lidstaten waar schuld door de vennootschapsbelasting wordt aangemoedigd.
- Zoals gezegd in haar aanbeveling van maart 2014<sup>45</sup> inzake beste praktijken om een vroege herstructurering van levensvatbare ondernemingen mogelijk te maken en

<sup>44</sup> In Verordening 593/2008 inzake het recht dat van toepassing is op verbintenissen uit overeenkomst (Rome I) wordt deze kwestie niet uitdrukkelijk geregeld.

<sup>45</sup> C(2014) 1500.

failliete ondernemers een tweede kans te bieden, zal de Commissie de tenuitvoerlegging van de aanbeveling evalueren en eventuele aanvullende maatregelen beoordelen.

- De Commissiediensten zullen in 2014 een verslag publiceren over het recht dat van toepassing is op de aspecten met betrekking tot derden van de cessie van schuldvorderingen.

## **8. CONCLUSIE**

Langetermijnfinanciering stimuleren is van essentieel belang voor de slimme, duurzame en inclusieve groei in Europa. In deze mededeling wordt een hele reeks initiatieven op verschillende vlakken beschreven. Sommige initiatieven hebben betrekking op de huidige wetgeving, terwijl andere eerder verkennend van aard zijn. Al deze initiatieven zijn bedoeld om het financiële stelsel beter in staat te stellen om middelen te kanaliseren naar langetermijninvesteringen.

De Commissie zal zich inzetten om dit actieplan ten uitvoer te leggen. Zij zal daartoe zo vaak als nodig en op regelmatige basis bijeenkomen met alle belanghebbenden. De Commissie verzoekt de lidstaten en het Europees Parlement om de initiatieven die in deze mededeling worden toegelicht, te ondersteunen.