

## Kabinetsreactie groenboek Lange termijn financiering van de Europese economie

### Inleiding

Op 25 maart 2013 heeft de Europese Commissie een groenboek over het onderwerp lange termijn financiering gepresenteerd.<sup>1</sup>

Deze Kamerbrief gaat eerst in op de definitie van lange termijn financiering. Hierna volgt een samenvatting van het groenboek, die ingaat op de analyse van de Commissie ten aanzien van het aanbod van lange termijn financiering in de EU en de ideeën die in het groenboek worden geopperd om dit aanbod te versterken. Vervolgens wordt de reactie van het kabinet op de door de Commissie in haar consultatie aangesneden onderwerpen gegeven, waarbij het kabinet tevens aangeeft aan welke onderdelen van het onderwerp lange termijn financiering zijns inziens prioriteit zou moeten worden gegeven. Conform het verzoek van de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer zal in deze Kamerbrief specifiek worden ingegaan op de vragen die in het groenboek worden gesteld.<sup>2</sup> Tot slot zal het kabinet, conform de afspraken met Uw Kamer, te zijner tijd een afschrift naar Uw Kamer opsturen van de definitieve reactie op het groenboek van het kabinet richting de Europese Commissie.

#### *Wat is lange termijn financiering?*

Er bestaat geen eenduidige definitie van lange termijn financiering. De G20 en daaraan gelieerde organisaties<sup>3</sup> definiëren lange termijn financiering als "financiering met een looptijd langer dan vijf jaren, inclusief financieringsbronnen zonder specifieke looptijd."<sup>4</sup> De Europese Commissie stelt het gebruik van een bredere, meer op investeringen gerichte definitie voor: "het proces waardoor het financiële systeem kapitaal verschaft ter financiering van investeringen die over een lange termijn lopen."<sup>5</sup> De Commissie gaat daarbij in op de verschillende kenmerkende aspecten van lange termijn financiering:<sup>6</sup>

1. *Het karakter van de financiële instrumenten* die geschikt zijn voor lange termijn financiering. Het betreft over het algemeen minder liquide instrumenten met lange looptijden, die pas na enkele jaren een rendement opleveren. Dat vergroot het risico dat inherent is aan deze instrumenten.
2. *Het karakter van de financiële dienstverlening* van lange termijn financiering. Bij het verschaffen van lange termijn financiering passen financiële instellingen vaak looptijdtransformatie op hun balans toe: doordat zij de uitgezette lange termijn instrumenten vaak moeten (her)financieren met kortlopend kapitaal, nemen de risico's op hun balans toe. Het waarden, beheersen en (in sommige gevallen) delen van die risico's vereist veel kennis en ervaring.
3. *De wijze waarop de financiering wordt gewaardeerd*. Door de complexiteit van dit proces is dit grotendeels voorbehouden aan financiële instellingen.

---

<sup>1</sup> Europese Commissie, "Green paper: Long-term financing of the European Economy," Brussel, 25 maart 2013, COM(2013) 150.

<sup>2</sup> Brief van de Vaste Commissie Financiën van de Tweede Kamer der Staten-Generaal aan de minister van Financiën, 12 april 2013, kenmerk 2013D15468.

<sup>3</sup> Bijvoorbeeld het IMF, de Wereldbank en de Financial Stability Board (FSB).

<sup>4</sup> Bron: Financial Stability Board, "Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance: report to G20 finance ministers and central bank governors," 8 februari 2013. Bij financieringsbronnen zonder specifieke looptijd kan gedacht worden aan aandelen.

<sup>5</sup> Europese Commissie, "Commission staff working document: Long-term financing of the European economy," Brussel, 25 maart 2013, SWD(2013) 76.

<sup>6</sup> Idem.

## Samenvatting van het groenboek Lange termijn financiering

De Europese Commissie neemt een tekort aan lange termijn financiering voor de economie waar in de Unie. In het groenboek en het "Commission Staff Working Document" dat gezamenlijk met het groenboek is gepubliceerd, wordt ingegaan op deze problematiek en worden voorstellen ter vergroting van het aanbod van lange termijn financiering gedaan.<sup>7</sup> Volgens de Commissie zijn investeringen in bijvoorbeeld onderzoek en ontwikkeling, infrastructuur, technologie en de gezondheidszorg cruciaal voor het stimuleren van economische groei doordat zij bijdragen aan hogere productiviteit en innovatie. Tussen 2007 en 2011 daalde de ratio van investeringen ten opzichte van het EU-BBP met 4 procentpunt, terwijl herstel van de economie volgens de Commissie juist moet komen van investeringen.

De veronderstelling van het groenboek is dat het tekort aan investeringen primair voortkomt uit een gebrek aan aanbod van financiering voor investeringen, en niet zozeer een gebrek aan vraag daarnaar. Als belangrijkste reden voor dit gebrek worden de crisis en het daaruit voortkomende klimaat van onzekerheid en risico-aversie genoemd, die het voor banken bemoeilijken om financiering met een lange looptijd aan te bieden. Deze banken worden geconfronteerd met hogere financieringskosten en moeten hun kapitaalratio's versterken en de risico's op hun balans verkleinen (het zogenaamde *deleveraging*).

Daarnaast neemt de Commissie enkele structurele problemen m.b.t. de beschikbaarheid van lange termijn financiering waar. Ook vóór de crisis was de investeringsratio in de EU al relatief laag ten opzichte van het mondiale gemiddelde. Nu is de Europese economie sterk afhankelijk van de bankensector voor financiering. Zeker in tijden van *deleveraging* is het dan nuttig om ook andere bronnen van financiering te overwegen. 85% van de financiering in de eurozone en het Verenigd Koninkrijk wordt geleverd door banken, terwijl ook financiële markten direct financiering zouden kunnen bieden aan bedrijven. Deze vormen van marktfinanciering zijn echter nog relatief onderontwikkeld in de EU, stelt de Commissie.

In het groenboek doet de Commissie vervolgens verschillende voorstellen voor het verbeteren van het aanbod van lange termijn financiering voor investeringen. Daarbij verdeelt zij de voorstellen onder in vier thema's.

### 1. De capaciteit van financiële instellingen om lange termijn financiering te verschaffen

Verschillende instituten kunnen financiering verschaffen:

- Banken verschaffen financiering door een hefboomwerking en looptijdtransformatie op hun balans toe te passen. Excessief gebruik van deze mechanismen is volgens de Commissie een belangrijke oorzaak van de crisis en de huidige periode van *deleveraging*. Samen met de strengere prudentiële eisen die nu aan banken worden gesteld, leidt dat ertoe dat banken slechts weinig lange termijn financiering beschikbaar kunnen stellen. De Commissie wil onderzoeken welke rol er in de toekomst is weggelegd voor banken in het financieringsproces. Ook wil men kijken in hoeverre het prudentiële kader voor banken (het Capital Requirements Directive, CRD) optimaal is gekalibreerd voor het verschaffen van lange termijn financiering.
- Ontwikkelingsbanken zoals met name de Europese Investeringsbank kunnen volgens de Commissie financiering aanbieden in het geval dat commerciële actoren dat door marktfalen niet doen. Ook zouden zij een contracyclische rol kunnen spelen in het verschaffen van financiering. Dat zou kunnen door hen een grotere rol te geven in het delen of garanderen van risico's, en door vragers en aanbieders van financiering samen te brengen.
- Institutionele investeerders zoals pensioenfondsen, verzekeraars en *sovereign wealth funds* noemt de Commissie specifiek als aanbieders van lange termijn financiering omdat hun verplichtingen ook een lange looptijd hebben. Er moet bezien worden of de prudentiële

---

<sup>7</sup> Idem.

toezichtkaders voor deze instellingen (Solvency II voor pensioenfondsen en IORP voor pensioenfondsen) echter wel optimaal gekalibreerd zijnten behoeve lange termijn financiering.

Zoals bekend zijn na de crisis grote hervormingen van de prudentiële kaders voor de verschillende financiële instellingen in gang gezet. De Commissie vindt het van belang om te bekijken wat de gecombineerde effecten hiervan zijn op het aanbod van lange termijn financiering.

#### *2. De capaciteit van financiële markten om lange termijn financiering te verschaffen*

Het optimaal inrichten van financiële markten kan volgens de Commissie een grote bron van lange termijn financiering voor bedrijven creëren, die tot op heden onderbenut is gebleven. Slechts 15% van de schulden van Europese bedrijven bestaat uit op de kapitaalmarkt verhandelbare obligaties; de rest wordt geleverd door banken. Het midden- en kleinbedrijf heeft bovendien nog vrijwel geen toegang tot deze financieringsbron. De Commissie stelt daarom verschillende hervormingen voor:

- Markten voor gedekte obligaties (obligaties met onderpand) bleven in de crisis vrij stabiel, maar zijn gefragmenteerd binnen de EU, zo stelt de Commissie. Het harmoniseren van deze markten zou de vraag ernaar kunnen vergroten.
- Markten voor securitisaties kunnen een belangrijke bron van financiering voor de financiële sector vormen. Daartoe dienen securitisaties echter transparanter en meer gestandaardiseerd te worden.
- De Commissie doet samen met de EIB onderzoek naar het opzetten van een markt voor European project bonds. Dit zijn private obligaties, die door een speciaal daarvoor opgerichte instelling uitgeeft om een project te financieren dat niet op diens eigen balans staat.
- De Commissie wil onderzoeken of eigen vermogen (uitgifte van aandelen) gestimuleerd dient te worden ten opzichte van vreemd vermogen (uitgifte van schuld zoals obligaties). Aandelen zouden volgens de Commissie een geschikter financieringsmiddel kunnen zijn voor lange termijnprojecten met een hoog risico dan obligaties.

#### *3. Sectoroverschrijdende factoren die besparingen en financiering stimuleren*

Naast beleid dat gericht is op het vergroten van lange termijn financiering via specifieke financieringskanalen, doet de Commissie ook enkele generieke beleidsvoorstellen. Nieuwe EU gegarandeerde spaarrekeningen zouden volgens de Commissie sparen aantrekkelijker kunnen maken, waardoor meer financiering beschikbaar komt. Ook juiste aanpassingen in het belastingstelsel, accounting principes, corporate governance regelingen en de vereisten met betrekking tot informatierapportage door bedrijven zouden het financieringsproces efficiënter en effectiever kunnen maken.

#### *4. De toegang van midden- en kleinbedrijf tot financiering*

De financieringsbehoefte van het midden- en kleinbedrijf (MKB) heeft tot slot de bijzondere aandacht van de Commissie. Het MKB heeft volgens de Commissie een belangrijke rol bij het creëren van economische groei, terwijl juist deze bedrijven het moeilijkst aan lange termijn financiering zouden kunnen komen. De Commissie doet daarom verschillende voorstellen voor het verbeteren van de financieringsmogelijkheden voor het MKB: vergroting van het aanbod van durfkapitaal en het creëren van speciale kapitaalmarkten voor MKB financiering, securitisatie-instrumenten, kredietbeoordelaars en alternatieve financieringsbronnen voor het MKB.



## Kabinetsreactie op hoofdlijnen

Het Nederlandse kabinet dankt de Commissie voor het initiatief om in kaart te brengen hoe het aanbod van lange termijn financiering voor de economie vergroot kan worden. Het kabinet is het eens met de Commissie dat investeringen een belangrijke voorwaarde voor economische groei zijn en dat vergroting van het (potentiële) aanbod aan lange termijn financiering goed is.

Het kabinet denkt dat het wel nuttig is om een uitgebreidere en meer gedetailleerde analyse van de financierings- en investeringsbehoefte van de Europese economie uit te voeren. In het groenboek worden bijv. de verschillende factoren aan de vraag- en aanbodzijde, die een rol spelen bij lange termijn financiering, nog weinig in kaart gebracht. Het is daarbij van belang om aan de aanbodzijde het effect van nieuwe wet- en regelgeving zoals IORP-2 en met name de wisselwerking tussen Solvency II en Bazel III op de beschikbaarheid van lange termijn financiering te toetsen. Ook dient er aandacht te zijn voor de effecten van de economische crisis aan de vraagzijde op het huidige investeringsklimaat: het algemene gebrek aan groeiperspectief en een gebrekkige verhouding tussen risico en rendement zijn volgens het kabinet een onderliggende reden voor het gebrek aan investeringen, die niet per se met een groter aanbod van financiering te corrigeren is. Tot slot dient de analyse rekening te houden met regionale verschillen binnen de EU. Zo spelen in sommige regio's financiële markten een grotere rol als kredietverschaffer dan in andere regio's. Dat kan ertoe leiden dat generieke maatregelen niet in elke Lidstaat even effectief zijn.

Op basis van een gedetailleerdere analyse kunnen potentiële oplossingen voor het financieringsprobleem worden onderzocht. Het kabinet bepleit daarbij dat, meer dan het creëren van nieuwe instituties, de maatregelen zich moeten richten op het wegnemen van mogelijke hindernissen voor de beschikbaarheid en efficiënte allocatie van lange termijn financiering. Hoewel sommige nieuwe bronnen van financiering interessant zijn en verder onderzocht dienen te worden (zoals bijvoorbeeld kredietunies en MKB-obligaties), kan een nadruk op nieuwe instituties ertoe leiden dat het functioneren van traditionele bronnen van lange termijn financiering verstoord wordt.

Het kabinet vindt het verder belangrijk dat Europa een aantrekkelijke bestemming blijft voor buitenlands kapitaal. Daartoe zou de EU de interne markt voor diensten moeten vervolmaken en zich moeten blijven inzetten voor vrijhandelsverdragen met de Verenigde Staten, Canada, Japan en andere landen en regio's. Ook is het van belang dat mogelijke maatregelen niet leiden tot barrières voor Europese investeerders om buiten de Unie te investeren.

Het kabinet ziet echter niets in het voorstel van de Commissie om de mogelijkheden van door de EU gegarandeerde spaarrekeningen te onderzoeken. Aan dit voorstel kleven grote nadelen.

Tot slot vindt het kabinet dat mogelijke oplossingen niet kunnen bestaan uit het gezamenlijk uitgeven van schuld, het delen van de opbrengsten daarvan, of het delen van de kosten van schuldaflossing door de Lidstaten.

Aan enkele onderwerpen uit het groenboek hecht het kabinet bijzonder belang.

1. *Securitisaties en gedekte obligaties.* Het kabinet is het met de Commissie eens dat securitisaties een nuttig instrument vormen ter financiering van lange termijn projecten. Het gebruik van securitisaties kan op verschillende manieren worden bevorderd. Zo kunnen de prudentiële toezichteisen beter rekening houden met de voordelen van securitisaties ten opzichte van van andere activaklassen zoals gedekte obligaties en met de verschillen in risico's tussen de securitisaties. Het gebruik van securitisaties kan verder worden gestimuleerd door transparantie en standaardisatie van securitisaties te bevorderen.
2. *Toezichtkaders dienen rationele investeringsmethoden te stimuleren, gebaseerd op een adequate risico/rendementsanalyse.* In het concept-Solvency II regime voor verzekeraars kan de combinatie van kapitaaleisen en marktconsistente waardering in sommige gevallen

tot suboptimale investerings- en risicomanagementbeslissingen leiden. Ook is het risicogewicht dat wordt gekoppeld aan bedrijfsobligaties en investeringen in MKB met onderpand relatief gezien hoog. Zo kan het Solvency II-regime investeringen in bepaalde lange termijn projecten ontmoedigen. Een aanpassing van de kalibratie van de kapitaaleisen kan hier verbetering in brengen.

3. *Kredietunies en het CRD raamwerk.* Het kabinet zou de opname van een uitzondering voor alternatieve financieringsvormen zoals kredietunies in het CRD (Capital Requirements Directive)-raamwerk steunen. Het huidige CRD-raamwerk is rigide waar het gaat om alternatieve financieringsopties: de eisen van CRD zijn ofwel volledig, ofwel in het geheel niet van toepassing. Een uitzondering of een apart regime zou de doelen van financiële stabiliteit en het verschaffen van kapitaal aan de economie beter in balans brengen.

## **Antwoorden van Nederland op de vragen uit het groenboek**

Hieronder zal worden ingegaan op de specifieke deelvragen die in het groenboek worden genoemd.

### Analyse van de problematiek (vragen 1, 2 en 30)

Zoals in de algemene opmerkingen al is genoemd, vindt het kabinet het belangrijk dat de problematiek rondom lange termijn financiering, waaronder de *vraag* hiernaar beter in kaart wordt gebracht. De lagere investeringen vallen immers voor een deel te verklaren uit een gebrek aan aantrekkelijke investeringsmogelijkheden. Een reden voor dit gebrek is de macroeconomische onzekerheid die voortvloeit uit de huidige crisissituatie, wat het belang onderstreept van maatregelen die de crisis kunnen verlichten.

Het kabinet beveelt de Commissie daarnaast aan om, naast de in het groenboek besproken maatregelen, de beschikbaarheid van lange termijn financiering te stimuleren door – zoals gedetailleerder besproken in de algemene opmerkingen - te zorgen dat Europa een aantrekkelijke bestemming blijft voor buitenlands kapitaal.

### Banken (vraag 3)

Hoewel financiering in de toekomst in toenemende mate uit alternatieve financieringsbronnen zal kunnen komen, verwacht het kabinet dat banken ook in de nabije toekomst een belangrijke bron van lange termijn financiering zullen blijven. Initiatieven die de efficiëntie van banken in het beschikbaar stellen van lange termijn financiering kunnen verbeteren, zoals het versterken van de securitisatiemarkt, blijven daarom van belang. Banken kunnen daarnaast ook een rol spelen bij het waarderen en beheren van lange termijn investeringen voor andere instellingen.

### Publieke middelen (vragen 4, 5 en 15)

De Europese Commissie onderzoekt in het groenboek verschillende manieren om publieke middelen in te zetten ter vergroting van het aanbod van lange termijn financiering: de inzet van multilaterale ontwikkelingsbanken als de EIB, het gebruik van publiek-private investeringsmethoden en de idee van een door de EU gegarandeerde spaarrekening.

Het kabinet denkt dat de EIB lange termijn financiering het best kan ondersteunen door specifieke financieringsbehoeften in de reële economie te identificeren en dáár financiering te verschaffen, waar commerciële partijen dat door marktfalen onvoldoende doen. Dit geldt bijvoorbeeld voor het midden- en kleinbedrijf, zij het dat dit voor een instelling als de EIB vanwege de beperkte omvang van het gemiddelde MKB-krediet moet verlopen via intermediairs. De inzet van de EIB dient dus complementair te zijn aan de activiteiten van commerciële instellingen. Aangezien EU-lidstaten zich in verschillende economische omstandigheden bevinden, kan dit volgens het kabinet het effectiefst gebeuren door het ontwikkelen van (flexibele) landenstrategieën.

Naast de inzet van de EIB kan publiek-private samenwerking (PPS) volgens het kabinet de efficiëntie van overheidsaanbestedingen vergroten. De Nederlandse overheid heeft hier goede ervaringen mee. De Europese Commissie zou kunnen overwegen om projecten van EU structurele fondsen op deze wijze mede te financieren. PPS zet aan tot concurrentie tussen commerciële partners, waardoor de kosten van investeringen gedrukt kunnen worden. Binnen een helder afgebakend raamwerk dat de overheid verschaft, kunnen private sectorpartijen die daartoe de beste motivatie en ervaring hebben dan zoeken naar optimale financieringsopties.

Het kabinet ziet ook exportkredietverzekeringen (EKV's) als middel om de beschikbaarheid van lange termijn financiering te stimuleren. Banken stellen een EKV vaak als voorwaarde voor een investering in een buitenlands project.

Het kabinet ziet echter niets in het voorstel van de Commissie om de mogelijkheden van door de EU gegarandeerde spaarrekeningen te onderzoeken. Hoewel de Commissie stelt dat dergelijke

spaarrekeningen de beschikbaarheid van besparingen voor het doen van lange termijn investeringen zouden vergroten, kleven er grote nadelen aan dergelijke spaarregelingen:

- Vanwege hun aantrekkelijke voorwaarden kunnen door de overheid of EU gegarandeerde spaarrekeningen besparingen wegtrekken van commerciële deposito's. Commerciële partijen kunnen immers niet dezelfde combinatie van veiligheid en gegarandeerd rendement als de staat bieden. Het daardoor gecreëerde tekort aan financiering voor de bancaire sector kan de financieringskosten van banken vergroten, wat hen in het huidige klimaat nog kwetsbaarder maakt.
- Het verschaffen van een gegarandeerd rendement op de spaarrekeningen vormt een risico voor de begroting van de overheden.
- Bovendien zou de introductie van deze spaarrekeningen leiden tot nieuwe governance-vraagstukken: wie beheert deze rekeningen, over welk investeringsmandaat beschikt de beheerder, en hoe moet het opgehaalde kapitaal over de Lidstaten worden verdeeld?

#### Prudentiële wetgeving (vraag 6, 7, 9 en 10)

Bij het onderzoeken van een mogelijke grotere rol van institutionele investeerders bij het bieden van lange termijn financiering dient volgens het kabinet terughoudendheid te worden betracht. De belangrijkste taak en bevoegdheid van institutionele investeerders als pensioenfondsen en verzekeraars is het zoeken naar de beste investeringsopties voor hun deelnemers. Europese wetgeving (IORP artikel 18) vereist dat zij daarbij rekening houden met de belangen van hun deelnemers en de looptijd en het karakter van hun verplichtingen. Diversificatie, zowel over activaklassen als geografisch, vormt een belangrijke vereiste aan hun risicomanagement. Elk voorstel tot betrokkenheid van institutionele investeerders bij lange termijn investeringen dient hiermee rekening te houden.

Duurzame lange termijn investeringen in Europa kunnen alleen worden bereikt door het stimuleren van investeringsbeslissingen die gebaseerd zijn op adequate risico/rendementsverhoudingen. Om institutionele investeerders daarbij de ruimte te bieden om in het belang van hun deelnemers te investeren (het zogenaamde prudent person-principe), dienen prudentiële toezichtseisen niet te dwingend of *rule-based* te zijn.

In Europa neemt het kabinet een tendens waar om de prudentiële eisen aan verzekeraars en pensioenfondsen risicogebaseerd in te richten. Nederland kent reeds risicogebaseerd toezicht voor verzekeraars en pensioenfondsen. Het kabinet kan zich daarom in dit uitgangspunt vinden, maar vraagt wederom aandacht voor de grote zorgen die Nederland heeft in verband met een voorgenomen herziening van de IORP-richtlijn.<sup>8</sup> Deze zorgen en bezwaren hebben vooral betrekking op de mogelijke consequenties van nieuwe prudentiële eisen (op basis van maximumharmonisatie) op de betaalbaarheid en de houdbaarheid van aanvullende pensioenen, de loonkosten en de economische groei. Tegen deze achtergrond, en vanwege het minimumharmonisatie karakter van de prudentiële eisen in de huidige IORP-richtlijn, meent het kabinet dat een inventarisatie van eventuele onbedoelde belemmeringen voor lange termijn investeringen in prudentiële regelgeving voor pensioenfondsen op nationaal niveau plaats zal moeten (blijven) plaatsvinden.

De zojuist genoemde voorwaarden in acht nemend, is het bij het inrichten van risicogebaseerde toezichtkaders verder essentieel dat gelijkwaardige risico's op een gelijke wijze worden geadresseerd. Ook verschillende activaklassen moeten, relatief ten opzichte van elkaar, gelijk behandeld worden. In het huidige economische klimaat kunnen sommigen wellicht wensen de toezichtkaders (en onderdelen daarvan, zoals kapitaaleisen) zo in te richten, dat zij (primair) lange termijn investeringen stimuleren. Het kabinet denkt dat deze methode niet geëigend is, omdat zij op de lange termijn kan leiden tot suboptimaal prudentieel toezicht, marktverstoringen en suboptimaal investeringsbeleid. Zoals gesteld in de algemene opmerkingen, neemt het kabinet desalniettemin enkele punten tot verbetering waar in het concept-Solvency II-regime voor

---

<sup>8</sup> EIOPA, concept-antwoord op Call for Advice van de Europese Commissie.



verzekeraars, bijv. m.b.t. de kalibratie van bedrijfsobligaties of leningen aan het MKB met onderpand.

#### Kapitaalmarkten (vraag 8, 11, 12, 13 en 14)

Het kabinet is voorstander van een onderzoek naar mogelijkheden om kapitaalmarkten beter in te zetten ter verschaffing van lange termijn financiering, maar is terughoudend met het op dit moment maken van nieuwe generieke wet- en regelgeving. Recentelijk is veel nieuwe wet- en regelgeving voor kapitaalmarkten geïmplementeerd: de "Regulation on European Venture Capital Funds", "European Social Entrepreneurship Funds" en de "Alternative Investment Fund Managers Directive" (AIFMD) verminderen de verschillen in regels binnen de Unie, wat het ophalen van kapitaal in andere Lidstaten vergemakkelijkt. Het effect van deze regels zal de komende jaren geëvalueerd gaan worden. Omdat het tijd kost voordat de effecten van regels volledig zichtbaar zijn in de markt, beveelt het kabinet aan om te wachten met het implementeren van verdere hervormingen voordat het effect van de vorige hervormingen bekend is.

Voor wat betreft het opzetten van pooled investment vehicles neemt het kabinet geen barrières waar: UCITS IV biedt hiervoor reeds de mogelijkheid.

Ook voor de ontwikkeling van handelsplatforms op EU-niveau bestaat volgens het kabinet al geschikte regulering. MiFID heeft eerder de Multilateral Trading Facility geïntroduceerd, die het voor nationale platforms mogelijk maakt binnen verschillende Lidstaten actief te zijn.

#### Belastingheffing (vraag 16, 17, 18 en 19)

De Europese Commissie doet verschillende voorstellen om de beschikbaarheid en het gebruik van lange termijn financiering te stimuleren via belastingwetgeving. Het kabinet geeft er echter de voorkeur aan om het verlenen van belastingvoordelen in een bredere context te beschouwen. In zowel de EU als de OESO wordt op dit moment gesproken over de gelijke behandeling van eigen vermogen en vreemd vermogen. Het kabinet hecht sterk aan deze discussies en ziet goede mogelijkheden om de discussie over lange termijn financiering hierin mee te nemen. Indien uit deze discussies een gezamenlijk uitgangspunt is gekristalliseerd, kan verder werk worden uitgevoerd door de Lidstaten omdat belastingheffing een nationale aangelegenheid is.

#### Andere sectoroverschrijdende factoren (vraag 20, 21, 22, 23, 24 en 25)

De Europese Commissie vraagt naar de rol van fair value accounting m.b.t. het aanbod van lange termijn financiering. Het kabinet denkt niet dat fair value accounting heeft geleid tot kortetermijngedrag van investeerders. In de jaren voor de crisis was wel een grote toename in het gebruik van verhandelbare financiële producten waarneembaar, onder anderen als gevolg van Basel II regelgeving. Dat maakte financiële instellingen kwetsbaarder voor prijsvolatiliteit in de markten. Hoewel fair value accounting dus nadelen heeft, geldt dat ook voor andere accountingmethoden. Zo leidt waardering op basis van kosten tot een grotere informatie-asymmetrie tussen *agent* en *principal*.

De Nederlandse wet voorziet in verschillende bepalingen die betrokkenheid van aandeelhouders stimuleren. Er is echter geen specifieke regelgeving om lange termijn aandeelhouderschap te bevorderen, bijvoorbeeld door meervoudig stemrecht of dividend voor 'loyale' aandeelhouders. Het is onduidelijk wat de additionele voordelen van zulke wetgeving zouden zijn, terwijl hier naar verwachting wel nadelen aan kleven.

Het mandaat van vermogensbeheerders wordt gegeven door de investeerder, aan wie de keuze is om op lange termijn te investeren. De relatie tussen vermogensbeheerder en investeerder wordt verder geregeld in Europese regelgeving als MiFID, AIFM en UCITS. Het kabinet ziet geen noodzaak om verdere Europese initiatieven op dit gebied te ontplooiën. Ook de fiduciare plicht hoeft daartoe niet gereviseerd te worden. Los van de definitie van deze plicht dient een vermogensbeheerder te handelen in het belang van de investeerder, en houdt bij het bepalen van de lengte van deze

investeringen dus rekening met de wensen van de investeerder, ongeacht of dat op de lange termijn is.

Huidige methodes voor verslaggeving van bedrijven concentreren zich op financiële indicatoren. Het kabinet meent dat niet-financiële informatie een helderder beeld kan geven van de lange termijn prestaties van een bedrijf, indien hierbij ingegaan wordt op de wijze waarop een organisatie waarde creëert (en in de toekomst zal creëren).

Maatregelen voor midden- en kleinbedrijf (vragen 26, 27, 28 en 29)

De toegang van MKB tot financiering kan op verschillende wijzen worden verbeterd. MKB-obligaties, -fondsen, kredietunies en *crowd funding* zijn enkele voorbeelden van financieringsvormen waarmee traditionele financieringskanalen aangevuld kunnen worden. In Nederland zijn verschillende initiatieven opgezet ter financiering van het MKB, waaronder kredietunies en *crowd funding*. Het Europese prudentiële kader voor banken (de CRD richtlijn) vormt echter een obstakel voor het opzetten van kredietunies. Het huidige CRD-raamwerk is namelijk rigide waar het gaat om alternatieve financieringsopties: de eisen van CRD zijn ofwel volledig, ofwel in het geheel niet van toepassing. Het verdient aanbeveling om in Europees verband te bekijken of een uitzondering in de CRD of het opzetten van een apart regime voor alternatieve financieringsvormen wenselijk is. Dat zou de doelen van financiële stabiliteit en het verschaffen van kapitaal aan de economie beter in balans brengen.

Voor overige zaken ziet het kabinet geen reden om nieuwe regelgeving of maatregelen ter financiering van het MKB op *EU-niveau* te initiëren. Nieuwe vormen van financiering zoals MKB-obligaties en *crowd funding* zijn moeilijk te definiëren, wat ex ante regulering bemoeilijkt. Vaak zijn deze initiatieven lokaal en relatief klein in scope, wat pleit voor lokale regulering.

MKB-securitisaties zijn al beschikbaar maar worden weinig gebruikt. Standaardisering en het verbeteren van de transparantie van securitisaties (zie de algemene opmerkingen) kan echter het gebruik van securitisaties ook in MKB-verband vergroten.