



Bruselj, 8.6.2017
COM(2017) 292 final

**SPOROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU, SVETU, EVROPSKEMU
EKONOMSKO-SOCIALNEMU ODBORU IN ODBORU REGIJ**

o vmesnem pregledu akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov

{SWD(2017) 224 final}

{SWD(2017) 225 final}

1. UVOD

Najpomembnejša prednostna naloga Komisije je okrepiti gospodarstvo EU in spodbuditi naložbe, da se bodo ustvarjala nova delovna mesta.

Za povečanje naložb na dolgi rok potrebujemo **močnejše kapitalske trge**. Ti trgi morajo zagotoviti nove vire financiranja za gospodarstvo in prispevati k povečanju priložnosti za naložbe, kar bi sprostilo potencial, ki ga nudijo konkretne koristi enotnega trga za podjetja in gospodinjstva v EU. **Podjetja iz EU**, tako zagonska podjetja in podjetja v fazi širitve kot že uveljavljene multinacionalne družbe potrebujejo dostop do širokega spektra finančnih virov, da lahko vlagajo v inovacije in širitev poslovanja. **Gospodinjstva** potrebujejo dostop do kapitalskih trgov, da imajo več in boljše priložnosti za vlaganje v prihodnost.

Potrebne finančne produkte in storitve lahko po konkurenčnejših pogojih ponudijo finančne institucije, banke, investicijska podjetja in institucionalni vlagatelji, ki poslujejo na velikih in povezanih kapitalskih trgih. Kapitalski trgi imajo tudi potencial za usmerjanje zasebnih sredstev k bolj trajnostnim naložbam.

Okrevanje gospodarstva EU se krepi, saj se že peto leto zapored beleži rast. Vendar so prisotna pomembna tveganja negativnega preobrata. Prispevek naložb k rasti ostaja nizek, ravni naložb pa so še vedno pod ravnmi pred krizo. Vztrajno šibke naložbe še naprej zavirajo hitrost okrevanja in dolgoročnojšo rast.

Zato je predsednik Juncker kot eno od ključnih prednostnih nalog izpostavil potrebo po vzpostavitvi pravega enotnega trga za kapital – **unije kapitalskih trgov** – za vse države članice.

Unija kapitalskih trgov podpira tretji steber **naložbenega načrta za Evropo**. Ponujala bo koristi za vse države članice, hkrati pa krepila ekonomsko in monetarno unijo (EMU), ker bo podpirala ekonomsko in socialno konvergenco ter prispevala k blažitvi gospodarskih šokov v euroobmočju. To je bilo orisano v poročilu petih predsednikov *Dokončanje evropske ekonomske in monetarne unije*.

V resoluciji **Evropskega parlamenta** z dne 19. januarja 2016¹ je bila potrjena pomembna vloga, ki jo lahko imajo kapitalski trgi pri financiranju gospodarstev držav članic, in poudarjeno, da mora biti unija kapitalskih trgov bolj osredotočena na končne uporabnike kapitalskih trgov, tj. podjetja in vlagatelje.

Nedavno so se pojavili novi izzivi za finančno povezovanje, ki zahtevajo okrepitev in spremembo načrta za reformo kapitalskih trgov v EU.

Zlasti **pričakovani odhod največjega finančnega centra iz EU** pomeni, da moramo ponovno oceniti, kako lahko unija kapitalskih trgov zagotovi, da bodo imeli podjetja in vlagatelji dostop do močnih, dinamičnih in bolj povezanih kapitalskih trgov, hkrati pa se bodo tveganja za finančno stabilnost primerno obvladovala.

¹ Resolucija o oceni stanja in izzivih pri ureditvi EU o finančnih storitvah: učinek in nadaljnji koraki k bolj učinkovitemu in uspešnemu okviru EU za regulacijo finančnega sektorja in unijo kapitalskih trgov ([2015/2106\(INI\)](#)).

To zahteva več prizadevanj, učinkovitejši nadzor in ukrepe za zagotovitev, da se bodo koristi unije kapitalskih trgov čutile po vsej EU. Unija kapitalskih trgov mora tudi predlagati načine za izkoriščanje potenciala za preobrazbo, ki ga ima finančna tehnologija, ter preusmeritev zasebnega kapitala k trajnostnim naložbam.

V **Razmisleku o poglobitvi ekonomske in monetarne unije** z dne 31. maja² je navedeno, da je napredek pri vzpostavitvi unije kapitalskih trgov ključen za povečanje inovativnih, trajnostnih in razpršenih virov financiranja za gospodinjstva in podjetja. Poudarjeno je tudi, da je za uspeh nepogrešljiva zavezanost Evropskega parlamenta, Sveta in vseh deležnikov.

Evropski svet je junija 2016 pozval „k hitremu in odločnemu napredku, da bi (...) podjetjem zagotovili lažji dostop do financiranja in podpirali naložbe v realno gospodarstvo z uresničevanjem agende unije kapitalskih trgov“³.

Komisija je septembra 2016 sprejela **sporočilo**, v katerem je pozvala k pospešitvi reform⁴.

Dne 13. decembra 2016 je bila sprejeta skupna izjava Evropskega parlamenta, Sveta in Komisije o **prednostnih zakonodajnih nalogah EU za leto 2017**, ki je vključevala pobude za oblikovanje varnejših in preglednejših trgov za listinjenje ter izboljšane prospekte za vrednostne papirje, da bi se vzpostavila unija kapitalskih trgov⁵.

Vendar Komisija ne more sama zgraditi unije kapitalskih trgov. Njen uspeh bo odvisen od ravni politične zavezanosti držav članic, Evropskega parlamenta in udeležencev na trgih.

Pogojen bo tudi s tem, kako bodo podjetja, veliki in majhni ponudniki finančnih storitev ter institucionalni in mali vlagatelji uporabljali njene temeljne elemente. Nacionalni organi in udeleženci na trgih imajo ključno vlogo pri vzpostavitvi finančnih kanalov in tržnih segmentov, pa tudi pravne, fiskalne in tehnične infrastrukture, potrebne za odpravo ovir za povezovanje EU in razvoj pravega enotnega trga za kapital.

Komisija je zavezana k obravnavanju teh izzivov. Zato ta pregled posodablja in dopolnjuje prvotni načrt z novimi prednostnimi ukrepi, pri čemer se naslanja na odzive na javno posvetovanje, ki je potekalo med januarjem in marcem 2017.

Za vse predloge bodo opravljena ustrezna posvetovanja, ocena učinka pa se bo izvedla za celoten niz možnosti za doseg ciljev.

2. IZVAJANJE AGENDE ZA UNIJO KAPITALSKIH TRGOV

Izzivi, opisani v akcijskem načrtu za unijo kapitalskih trgov iz leta 2015, so še vedno enako pomembni. Unija kapitalskih trgov je potrebna, ker so banke in kapitalski trgi ključne sestavine finančnega sistema, ki si ne konkurirajo, ampak se dopolnjujejo. V 178

² https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_sl.pdf

³ [EUROPEAN COUNCIL \(2016\) 26](#).

⁴ [Sporočilo Komisije: Unija kapitalskih trgov – pospešitev reform, COM\(2016\) 601 final, 14. september 2016.](#)

⁵ [Skupna izjava o prednostnih zakonodajnih nalogah EU za leto 2017.](#)

odzivih na javno posvetovanje o vmesnem pregledu unije kapitalskih trgov⁶ so bili potrjeni konkretniji izzivi, ki jih mora obravnavati unija kapitalskih trgov (za pregled povratnih informacij iz javnega posvetovanja glej spodnji okvir).

- Evropska **zagonška podjetja in podjetja v fazi širitve** potrebujejo več tveganega financiranja za vlaganje v inovacije in rast. Obstaja potreba po razvoju in krepitevi novih oblik tveganega kapitala, ki bodo spremljale bančno kreditiranje.
- Velikost **javnih trgov lastniškega in dolžniškega kapitala** v EU zaostaja za drugimi razvitimi gospodarstvi, zlasti v nekaterih državah članicah. Dostop do javnih trgov je drag in zapleten, še posebej za mala podjetja in podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo.
- Prizadevanja bank v EU, ki so bila po nastopu finančne krize potrebna za zmanjšanje prevelikih izpostavljenosti tveganju in zadolženosti, so prispevala k **zmanjšanju obsega novih posojil podjetjem v EU**. Kapitalski trgi lahko ponudijo učinkovite rešitve, s katerimi lahko banke bolje upravljajo svoje bilance stanja ter financirajo svoja posojila podjetjem in gospodinjstvom.
- Zavarovalnice in pokojninski skladi premalo vlagajo v **tvegani kapital, lastniški kapital in infrastrukturo**. Mobilizirati je treba več zasebnega kapitala za financiranje trajnostnih naložb, prehod na nizkoogljično gospodarstvo in naložbe, potrebne za izpolnjevanje pomembnih socialnih potreb.
- Udeležba **malih vlagateljev** na kapitalskih trgih ostaja nizka. Gospodinjstva v EU so eni od največjih varčevalcev na svetu, vendar je večina teh prihrankov na bančnih računih s kratko dospelostjo. Več naložb v kapitalske trge lahko pomaga pri spoprijemanju z izzivi, ki jih predstavljajo staranje prebivalstva in nizke obrestne mere. Vendar se to ne bo zgodilo, če mali vlagatelji ne bodo imeli dostopa do privlačnih naložbenih priložnosti po konkurenčnih in preglednih pogojih.
- **Čezmejne naložbe** v EU ovira veliko dolgo prisotnih in globoko zakoreninjenih ovir, ki zmanjšujejo učinkovitost gospodarstva EU. Ovire odvrtaajo vlagatelje od geografske razpršitve portfeljev, zmanjšujejo likvidnost trgov in otežujejo širitev poslovanja podjetij.

Komisija je v zadnjih 18 mesecih v skladu s prvotnim urnikom **pripravila več kot polovico ukrepov** (20 od 33), napovedanih v akcijskem načrtu za unijo kapitalskih trgov.

Posebna prizadevanja so bila namenjena povečanju virov tveganega financiranja, ko se podjetja postopoma širijo, in njihovi večji razpoložljivosti po vsej EU.

- **Tvegani kapital** – pri izvajanju paketa Komisije je bil dosežen znaten napredek. Dogovor Evropskega parlamenta in Sveta z dne 30. maja o uredbi o evropskih skladih tveganega kapitala (EuVECA) ter uredbi o evropskih skladih za socialno podjetništvo (EuSEF) bo vlagateljem olajšal vlaganje v mala in srednja inovativna podjetja z odprtjem navedenih uredb za upravljavce skladov vseh velikosti ter razširitvijo nabora podjetij, v katera se lahko vlaga. Postopek izbire upravljavcev

⁶ Delovni dokument služb Komisije (poročilo s povratnimi informacijami o javnem posvetovanju o vmesnem pregledu unije kapitalskih trgov), priložen temu sporočilu.

enega ali več zasebnih panevropskih skladov skladov tveganega kapitala bo zaključen v prihodnjih mesecih. Službe Komisije so pregledale davčne spodbude držav za tvegani kapital in poslovne angele. Na podlagi tega in pobud, predvidenih v okviru pobude za zagon in razširitev podjetij iz leta 2016, je bila danes objavljena študija o dobrih praksah. Študija bo služila v podporo državam članicam pri oblikovanju in izvajanju politik, tudi prek evropskega semestra, za izboljšanje učinkovitosti takih davčnih spodbud ter spodbujanje razvoja lokalnih kapitalskih trgov.

- **Podjetja, ki vstopajo na javne trge in na njih zbirajo kapital** – doseženi napredek je to olajšal. Dogovor Evropskega parlamenta in Sveta iz decembra 2016 o posodobljeni uredbi o prospektu EU bo objavljen junija 2017 in se bo uporabljal od sredine 2019. Ena od izboljšav je, da bo Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA) upravljal novo bazo podatkov o prospektih za celotno EU, kar bo brezplačno. Komisija zdaj sodeluje z Evropskim parlamentom, državami članicami in ESMA, da bo uvedla izvedbene ukrepe, zlasti o vsebini in obliki poenostavljenega prospekta EU za zagonske trge MSP, pregledu in odobritvi, univerzalnem registracijskem dokumentu ter informacijah, ki jih je treba razkriti za sekundarne izdaje (za zagotovitev poenostavljenih zahtev za majhne in pogoste izdajatelje). Komisija je v predlogu za skupno konsolidirano osnovo za davek od dohodkov pravnih oseb (CCCTB) iz oktobra 2016 sprejela tudi korake za odpravo pristranskosti v davčnem sistemu, ki daje prednost dolgu pred lastniškim kapitalom. Pregleda regulativnih ovir za kotacije MSP in likvidnosti trgov podjetniških obveznic bosta kmalu zaključena.
- **Sposobnost bank, da posojajo gospodarstvu** – dosežen je bil napredek pri sprostitvi zmogljivosti na bilancah stanja bank in s tem zagotavljanju dodatnega financiranja za gospodarstvo. Evropski parlament in Svet sta dosegla načelen dogovor o enostavnem, preglednem in standardiziranem listinjenju (listinjenje STS), ki je spremljal preglede kapitalskih zahtev za banke 30. maja. Komisija je novembra 2016 predlagala spremembo pravil EU o kapitalskih zahtevah za banke, s katero je dobila pooblastilo, da iz njih izvzame celotni sektor kreditnih zadrug države članice. Posvetovanje o okviru za krite obveznice, ki bi zajemal celotno EU, in podobnih strukturah za posojila malim podjetjem je bilo zaključeno.
- **Naložbe v infrastrukturo** – delegirani akt za Solventnost II je bil spremenjen septembra 2015 in začel veljati aprila 2016, zaradi česar je zdaj za zavarovalnice v EU vlaganje v kvalificirane infrastrukturne projekte cenejše. Komisija danes predstavlja tudi ukrepe za pregled kalibracije tveganj za naložbe v infrastrukturna podjetja. Da bi se spodbudile zasebne naložbe bank v infrastrukturne projekte, predlog za spremembo zakonodaje o kapitalskih zahtevah (CRR/CRD IV) iz novembra 2016 predvideva regulativno okolje, ki v večji meri upošteva tveganja, za spodbujanje visokokakovostnih infrastrukturnih projektov in zmanjšanje tveganj za vlagatelje.
- **Institucionalni in mali vlagatelji** – pripravljene so bili stabilni temelji za podporo predlogom o osebnih pokojninah, ki bi veljale po vsej EU, čezmejni distribuciji naložbenih skladov in zmanjšanju stroškov za zavarovalnice pri vlaganju v kapital nekotirajočih podjetij ter podjetniške dolžniške instrumente, prodane zaprtemu krogu vlagateljev. Vzporedno je Komisija marca 2017 predstavila akcijski načrt o finančnih storitvah za potrošnike, v katerem so opisani načini, na katere bi se lahko potrošnikom zagotovilo več izbire in boljši dostop do finančnih storitev na drobno po vsej EU. V podporo prizadevanjem v zvezi z enotnim območjem plačil v eurih

(SEPA) je v akcijskem načrtu obravnavano tudi vprašanje visokih stroškov za izvajanje nekaterih plačil v EU. Komisija prav tako pospešuje delo z evropskimi nadzornimi organi pri povečanju preglednosti in primerljivosti stroškov ter uspešnosti naložbenih produktov za male vlagatelje in pokojninskih produktov.

- **Preventivno prestrukturiranje in druga priložnost za podjetnike** – Komisija je novembra 2016 predlagala pravila o preventivnem prestrukturiranju, da bi se preprečila likvidacija podjetij, sposobnih uspešnega poslovanja, ki imajo finančne težave, in dalo podjetnikom po stečaju priložnost, da se vrnejo v poslovni svet. Predlog tudi določa pravila za povečanje učinkovitosti postopkov zaradi insolventnosti, da bi bili ti bolj predvidljivi, cenejši in hitrejši. O tem trenutno potekajo pogajanja v Evropskem parlamentu in Svetu, hitro sprejetje teh predlogov pa bo pomembno pripomoglo k zagotovitvi, da pravno okolje podpira poslovne dejavnosti.
- V poročilu Komisije iz marca 2017 je zastavljen načrt za **odpravo nacionalnih ovir** za prost pretok kapitala. Ta načrt je 23. maja 2017 potrdil Svet za ekonomske in finančne zadeve.
- **Finančna stabilnost** – čeprav bodo bolj raznolike poti financiranja v okviru unije kapitalskih trgov povečale odpornost finančnega sistema EU, še naprej obstaja potreba po sposobnosti prepoznati in odzvati se na tveganja za stabilnost, če bi se ta pojavila na kapitalskih trgih. Komisija bo po posvetovanju, ki je bilo izvedeno leta 2016, zdaj poskusila zagotoviti, da bo imel Evropski odbor za sistemska tveganja (ESRB) zmogljivosti za spremljanje morebitnih tveganj za finančno stabilnost, ki bi izhajala iz financiranja na trgih.

Od izrednih ukrepov, v zvezi s katerimi je bilo akcijskem načrtu za unijo kapitalskih trgov napovedano pripravljalo delo, namerava Komisija zdaj hitro nadaljevati s **tremi zakonodajnimi predlogi**, ki so osrednjega pomena za vzpostavitev CMU:

1. **Zakonodajni predlog o vseevropskem standardiziranem produktu osebnega pokojninskega zavarovanja do konca junija 2017.** To bo položilo temelje za varnejši, stroškovno učinkovitejši in pregleden trg cenovno dostopnih in prostovoljnih osebnih pokojninskih prihrankov, ki se lahko upravljajo na ravni celotne EU. S tem bo pomagalo bo zadovoljiti potrebe ljudi, ki želijo povečati svoje pokojninske prihranke, prispevalo k reševanju demografskih izzivov, dopolnjevalo obstoječe pokojninske produkte in sheme ter podprlo stroškovno učinkovitost osebnih pokojnin z zagotavljanjem dobrih priložnosti za dolgoročno vlaganje osebnih pokojnin.
2. **Zakonodajni predlog, ki določa kolizijska pravila za učinke poslov z vrednostnimi papirji in posledice odstopa terjatev za tretje osebe, v četrtem četrtletju 2017.** Razlike v nacionalni obravnavi učinkov odstopa ali subrogacije dolžniških terjatev nasproti tretji osebi povečujejo zapletenost uporabe teh instrumentov kot čezmejnega zavarovanja in vlagateljem otežujejo določanje cene dolžniških instrumentov. Ta predlog bo z odpravo negotovosti glede veljavnega prava, ki povzroča stroške in tveganja, spodbujal čezmejne posle. Gradil bo na delu strokovne skupine, oblikovane posebej v ta namen, ter rezultatih javnega

posvetovanja, ki trenutno poteka⁷. Predlog bo zagotovil jasnost glede tega, katero pravo se uporablja za učinke poslov z vrednostnimi papirji in posledice odstopa terjatev za tretje osebe.

3. Zakonodajni predlog za okvir EU za krite obveznice v prvem četrletju 2018.

Cilj predloga bo ustvariti bolj povezan trg kritih obveznic v EU, ne da bi se ogrozila kakovost obstoječih kritih obveznic. Trgi kritih obveznic so pomemben način dolgoročnega financiranja realnega sektorja gospodarstva.

Komisija bo hkrati preučila možnost razvoja evropskih zavarovanih obveznic kot instrumenta za posojila MSP in infrastrukturna posojila.

Poleg tega Komisija tudi nadaljuje s pripravljanim delom v zvezi z naslednjimi ukrepi za uresničitev zavez iz prvotnega akcijskega načrta.

- **Spremembe delegirane uredbe o dopolnitvi direktive Solventnost II** v letu **2018**, s katerimi se bo pregledala bonitetna obravnava kapitala nekotirajočih podjetij ter podjetniških dolžniških instrumentov, prodanih zaprtemu krogu vlagateljev, kadar je utemeljeno v bonitetnem smislu, z nadzorniškega vidika na podlagi tveganj.
- **Priporočilo o prodajah zaprtemu krogu vlagateljev** (na podlagi izkušenj v dobro delujočih nacionalnih ureditvah)⁸. Trgi za prodaje dolžniških instrumentov zaprtemu krogu vlagateljev lahko povečajo razpoložljivost financiranja za nekotirajoča srednja podjetja. Priporočilo bo upoštevalo rezultate študije, ki bodo objavljeni v četrtem četrletju 2017.
- **Sporočilo o načrtu za odpravo ovir za tržno infrastrukturo za potrgovalne storitve** (na podlagi priporočil Evropskega foruma za potrgovalne storitve – EPTF) – v četrtem četrletju 2017. Tržna infrastruktura za potrgovalne storitve ima ključno vlogo na trgih vrednostnih papirjev, saj zagotavlja urejen prenos lastništva, plačilo in izvajanje pravic iz naslova vrednostnih papirjev⁹. Čezmejni trgovni posli so v povprečju še vedno bistveno dražji od domačih. Učinkovito okolje za potrgovalne storitve lahko te stroške zniža. Službe Komisije bodo na podlagi poročila EPTF kmalu odprle javno posvetovanje za pridobitev mnenj deležnikov o tem, kje so še potrebne nadaljnje izboljšave na področju potrgovalnih storitev, da bi se dosegla večja povezanost.
- **Sporočilo o trgih podjetniških obveznic** (na podlagi priporočil strokovne skupine za likvidnost trgov podjetniških obveznic) – v četrtem četrletju 2017. Trgi podjetniških obveznic so pomemben vir financiranja za večja podjetja. Komisija pregleduje, kako delujejo ti trgi, pri čemer je osredotočena na vprašanje, kako se lahko izboljša likvidnost na sekundarnih trgih.

⁷ [Javno posvetovanje o kolizijskih pravilih za učinke poslov z vrednostnimi papirji in posledice odstopa terjatev za tretje osebe](#)

⁸ Kot so t. i. „Schuldscheine“ v Nemčiji in trg Euro-PP v Franciji.

⁹ Izvajanje nedavno dogovorjene direktive o pravicah delničarjev (SRD 2) bo odpravilo nekatere ovire, povezane z izvajanjem pravic, ki izhajajo iz lastniških instrumentov in prenosa podatkov prek verige posrednikov.

- **Kodeks ravnanja** za poenostavitev **postopkov odtegnitve davka pri viru s poudarkom na vračilih** – do **konca leta 2017**. Komisija sodeluje z nacionalnimi davčnimi strokovnjaki, da bi se izmenjale dobre prakse in dogovoril kodeks. To bo praktičen korak na poti k učinkovitejšim operativnim rešitvam za povračilo pri viru odtegnjenega davka.

3. ZAKAJ EU POTREBUJE UNIJO KAPITALSKIH TRGOV BOLJ KOT KADAR KOLI PREJ?

Nedavna dogajanja na političnem in gospodarskem področju v EU poleg bančne unije zahtevajo močne in konkurenčne kapitalske trge za financiranje gospodarstva EU. Zaradi teh dogajanj je ta vmesni pregled akcijskega načrta za unijo kapitalskih trgov še bolj relevanten in časovno primeren.

Zaradi vedno večje medsebojne povezanosti finančnih trgov, v EU in globalno, obstaja potreba po nadaljnji integraciji nadzora v EU, da se bomo lahko soočili s prihodnjimi izzivi finančnih trgov v EU. Komisija ostaja zavezana povezanim finančnim trgov in mednarodnemu sodelovanju. Ugotavljanje enakovrednosti je ključen instrument, ki ga EU uporablja za učinkovito upravljanje čezmejnih dejavnosti udeležencev na trgu v zanesljivem in varnem bonitetnem okolju ob hkratnem zagotavljanju delovanja enotnega trga. To zahteva okrepljen nadzorni okvir za enakovrednost ureditev.

Znotraj EU je **nadzorni okvir** nujen element za dobro delujoče in povezane kapitalske trge kot nadgradnjo ciljev iz poročila petih predsednikov¹⁰. Trenutno se izvajajo ukrepi za povečanje zmogljivosti evropskih nadzornih organov za ohranjanje urejenih trgov in finančne stabilnosti. To vključuje nedavno posvetovanje o delovanju evropskih bančnih organov. V državah EU-27 bi bilo treba okrepiti zlasti zmogljivost ESMA, da zagotavlja dosleden nadzor po vsej EU. To bi moralo zagotoviti, da se enotna pravila izvajajo na enak način na celotnem notranjem trgu. Zato bi moral za finančne subjekte s podobnim obsegom poslovanja in profili tveganj veljati isti standard nadzora ne glede na to, kje v EU se nahajajo, in da bi se preprečila regulativna arbitraža. V Razmisleku o poglobitvi ekonomske in monetarne unije je bilo poudarjeno, da je ključnega pomena za vzpostavitev unije kapitalskih trgov bolj povezan nadzorni okvir, ki zagotavlja skupno izvajanje pravil za finančni sektor, ter bolj centralizirano izvajanje nadzora.

Odhod **Združenega kraljestva** iz enotnega trga še dodatno izpostavlja nujno potrebo po nadaljnji krepitvi in povezovanju okvira EU za kapitalske trge, vključno s centralnimi nasprotnimi strankami (CNS), investicijskimi podjetji ter trgi za prve javne ponudbe (IPO). Poleg tega povečuje potrebo po nadaljnjem povezovanju nadzora na ravni EU.

Finančna tehnologija (FinTech) spreminja kapitalske trge, saj na trg prinaša nove akterje in učinkovitejše rešitve, kar povečuje konkurenco in znižuje stroške za podjetja in vlagatelje. Primeri finančnih inovacij, ki lahko razširijo in poglobijo kapitalske trge EU, vključujejo: množično financiranje in druga alternativna orodja za financiranje, financiranje dobavne verige¹¹, avtomatizirano svetovanje (*robo-advice*), spletno glasovanje delničarjev in možna uporaba tehnologije verig podatkovnih blokov (*blockchain*) pri potrovalnih storitvah. FinTech lahko ponudi rešitve v več segmentih in funkcijah kapitalskih trgov, kot so: izdaja lastniškega kapitala, korporativno upravljanje,

¹⁰ https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_sl

¹¹ Opredelitev dobrih praks pri financiranju dobavne verige bi zagotovila podporo za razvoj tega relevantnega vira financiranja za MSP.

upravljanje premoženja, naložbeno posredništvo, distribucija produktov in tržna infrastruktura za potrgovalne storitve, vključno s storitvami skrbništva vrednostnih papirjev.

Novejša zakonodaja, kot je direktiva o plačilnih storitvah (PSD 2)¹², je bila zasnovana kot odziv na hitre tehnološke spremembe v industriji plačilnih storitev, da bi se tako zagotovil uravnotežen pristop, ki FinTech podjetjem omogoča razvoj novih poslovnih modelov. Potekajoče javno posvetovanje o finančni tehnologiji bo Komisiji pomagalo opredeliti nova pravila, ki jih bo morda treba vključiti v okvir politik za unijo kapitalskih trgov.

Potrebna je temeljita preobrazba finančnega sistema, da bodo naložbe postale bolj **trajnostne** in da bo sistem spodbujal resnično trajnosten razvoj z ekonomskega, socialnega in okoljskega vidika. To pomeni, da je treba poiskati načine za vključitev trajnosti v regulativni in finančnopolitični okvir EU ter mobilizirati in preusmeriti več kapitalskih tokov k trajnostnim naložbam. 17 ciljev trajnostnega razvoja, opredeljenih v agendi ZN za trajnostni razvoj do leta 2030¹³, zagotavlja okvir za usmerjanje takih naložb, za katere se je EU v celoti zavezala k izvajanju¹⁴.

Med drugimi dolgoročnimi izzivi, povezanimi s trajnostjo, je upravljanje podnebnih sprememb, ki je odvisno od zagotavljanja, da bodo finančni tokovi skladni z dolgoročnimi cilji razogljičenja in razvoja, odpornega na podnebne spremembe. Pariški sporazum, ki je predstavljal preobrat v globalni zavezanosti k spoprijemanju s podnebnimi spremembami, je v ospredje te politike postavil finance.

Agenda ZN za trajnostni razvoj do leta 2030 izpostavlja tudi ključno vlogo, ki jo morajo igrati finance pri doseganju ciljev trajnostnega razvoja. Oblikovalci politik in finančna industrija so začeli pripravljati rešitve, ki vlagatelje spodbujajo, da podprejo preusmeritvi v trajnostne in dolgoročne projekte ter primerna podjetja.

Ker je prepoznala pomen teh izzivov, je Komisija ustanovila strokovno skupino na visoki ravni, ki ji bo svetovala, kako vprašanja v zvezi s trajnostjo vključiti v finančno zakonodajo EU in prakse na njenih finančnih trgih.

Podobno lahko kapitalski trgi tudi pomagajo zasebnemu kapitalu, da se usmeri v donosne naložbene priložnosti s pozitivnimi zunanji učinki za družbo, s čimer bi se EU podprlo pri izpolnjevanju njenih socialnih nalog.

Institucionalni vlagatelji so bili tradicionalno dolgoročni vlagatelji v lastniški kapital na kapitalnih trgih. Vendar so v zadnjih 15 letih zavarovalnice v EU zmanjšale svoje naložbe v lastniški kapital na okrog 5–10 % njihovega trenutnega skupnega portfelja. Naložbe pokojninskih skladov v lastniški kapital so ostale na pomembni ravni, vendar ti večinoma vlagajo na domačem trgu, sicer pa zunaj euroobmočja. Obstaja potreba po oceni ekonomskih dejavnikov za naložbe zavarovalnic in pokojninskih skladov v lastniški kapital, vključno z naložbami znotraj EU in potencialnim učinkom regulativnih omejitev na ravni EU in na ravni posameznih držav kot tudi drugimi dejavniki.

Poleg tega je treba razširiti **geografski doseg kapitalskih trgov**, tako da bodo vse države članice lahko izkoristile prednosti globljih in bolj povezanih kapitalskih trgov. Unija kapitalskih trgov lahko prispeva k razvoju teh tržnih segmentov in virov financiranja, ki

¹² [Direktiva \(EU\) 2015/2366](#) z dne 25. novembra 2015 o plačilnih storitvah, UL L 337/35, 23.12.2015, str. 35–127.

¹³ [Resolucija ZN A/RES/70/1](#).

¹⁴ Sporočilo Komisije „Novi ukrepi za trajnostno prihodnost Evrope“ ([COM\(2016\) 739 final](#)).

zahtevajo fizično bližino in lokalne rešitve za podjetja in vlagatelje. Hkrati bo unija kapitalskih trgov tesneje povezala kapitalske trge in tako podjetjem in vlagateljem omogočila dostop do globljih skladov kapitala drugje v EU.

4. NOVE PREDNOSTNE POBUDE ZA OKREPITEV AKCIJSKEGA NAČRTA O OBLIKOVANJU UNIJE KAPITALSKIH TRGOV

Ti razvijajoči se izzivi zahtevajo prenovno akcijskega načrta o uniji kapitalskih trgov, tako da bo vseboval tehtne rešitve zanje. Ta vmesni pregled temelji na nizu novih prednostnih ukrepov, ki se osredotočajo na: poenostavitev čezmejnih naložb in razvoj ekosistemov kapitalskih trgov po vsej EU in obravnavo nekaterih dodatnih razsežnosti sistemov kapitalskih trgov EU, ki se razvijajo.

Ukrepi, opredeljeni tukaj, skupaj z še nerealiziranimi elementi unije kapitalskih trgov predstavljajo podlago za odločen in trajen prispevek pri polaganju temeljev za pravo unijo kapitalskih trgov do leta 2019. Nove pobude, predstavljene v tem sporočilu, bodo vključene v delovni program Komisije za leto 2018. Vsi ukrepi bodo pripravljene v skladu z načeli za boljšo pripravo zakonodaje, to zlasti pomeni, da bodo ocenjeni njihovi učinki, da bodo stroški zagotavljanja skladnosti čim nižji in da se bo pri pripravi zakonodajnih predlogov zagotovila sorazmernost.

Konsolidiran sveženj ukrepov, s katerimi naj bi se vzpostavili temeljni elementi unije kapitalskih trgov do leta 2019, je predstavljen v Prilogi. Podrobnejše informacije o delu služb Komisije v zvezi z izvajanjem zavez o uniji kapitalskih trgov vsebuje delovni dokument služb Komisije, priložen temu sporočilu¹⁵. Znatno napredek pri izvajanju tega programa bo cilju oblikovanja unije kapitalskih trgov dal zagon, ki ga ne bo več mogoče ustaviti.

4.1. Okrepitev učinkovitost nadzora za pospešitev povezovanja trgov

Nadzor bo v ospredju prizadevanj za vzpostavitev unije kapitalskih trgov zaradi njegove osrednje vloge pri pospeševanju povezovanja trgov ter ustvarjanju priložnosti, ki jih nudi enotni trg za finančne subjekte in vlagatelje.

Učinkovitejši in doslednejši nadzor je ključnega pomena za preprečitev možnosti za regulativno arbitražo med državami članicami v zvezi z načinom, na katerega nadzorujejo finančne subjekte in dejavnosti.

Usklajen in učinkovit nadzor zagotavlja dobro delujoče kapitalske trge, ker odpravlja ovire za čezmejne naložbe, in prispeva k poenostavitvi poslovnega okolja in zmanjšanju stroškov zagotavljanja skladnosti, ki izhajajo iz izvajanja različnih predpisov za podjetja, ki poslujejo čezmejno. Učinkovitejši nadzor ustvarja dodatne možnosti enotnega trga za finančne subjekte in vlagatelje ter podjetjem omogoča dostop do financiranja na širšem trgu. Usklajen in učinkovit nadzor prispeva tudi k boljši zaščiti vlagateljev, večjemu zaupanju v kapitalske trge in ohranjanju finančne stabilnosti.

ESMA, Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine (EIOPA) in Evropski bančni organ (EBA) imajo ključno vlogo pri zagotavljanju zblíževanja nadzornih praks in s tem pospeševanju povezovanja trgov.

¹⁵ Delovni dokument služb Komisije (ekonomska analiza), ki spremlja to sporočilo.

Nedavno posvetovanje o evropskih nadzornih organih¹⁶ je pokazalo, da se morajo pravila za delovanje evropskih nadzornih organov še naprej razvijati, da se bo povečala učinkovitost nadzora. V povratnih informacijah iz posvetovanja z deležniki je bila izpostavljena potreba po prilagoditvi regulativnega okvira, v skladu s katerim delujejo evropski nadzorni organi, da se bo izboljšala njihova sposobnost za nadzor finančnega sektorja in tako bolje izpolnjevali njihovi cilji.

Zlasti ESMA ima ključno vlogo pri pospeševanju povezovanja kapitalskih trgov. Za zagotovitev, da bo pristop k nadzoru zajemal celotno EU in da se bodo enotna pravila za kapitalske trge dosledno uporabljala, je treba okrepiti zmogljivosti ESMA za prepoznavanje in odpravljanje pomanjkljivosti v nacionalnem nadzoru ter opredeliti področja, na katerih bi lahko bil neposredni nadzor ESMA upravičen.

Izzivi, ki se pojavljajo v zvezi s CNS, še posebej pomembni. Vse večja sistemska pomembnost CNS za finančni sistem EU – zaradi njihove velikosti in medsebojne povezanosti – je izpostavila pomanjkljivosti sedanje ureditve za CNS iz EU in tretjih držav. Komisija je napovedala, da bo junija predstavila zakonodajni predlog za okrepitev okvira za CNS tako iz EU kot iz tretjih držav za zagotovitev finančne stabilnosti, varnosti in zanesljivosti CNS in za podporo nadaljnjemu razvoju unije kapitalskih trgov.

Optimizirati bi bilo treba nadzorna orodja ESMA za zagotovitev, da se bodo pomanjkljivosti, ugotovljene pri rezultatih in praksah nacionalnega nadzora, obravnavale na skladen in dosleden način, pri tem pa spoštovalo načelo subsidiarnosti.

Prednostni ukrep 1

Komisija bo v tretjem četrletju leta 2017 predlagala spremembe delovanja ESMA in drugih evropskih nadzornih organov za zagotavljanje učinkovitosti skladnega nadzora po EU in zunaj nje. Na specifičnih področjih bo okrepila pooblastila ESMA, po potrebi pa ji bo tudi omogočila neposredni nadzor v podporo delovanju unije kapitalskih trgov.

4.2. Povečanje sorazmernosti pravil za podpiranje prvih javnih ponudb in investicijskih podjetij

Več je treba storiti za zagotovitev, da lahko evropska podjetja in vlagatelji v celoti izkoristijo ugodnosti dostopa do javnih trgov. Zlasti javne kotacije MSP so v EU še vedno omejene. Znesek lastniškega kapitala, zbranega na trgih za MSP, se je zmanjšal za 9 milijard EUR v primerjavi z ravnmi pred krizo.

Mala in srednja podjetja, ki želijo zbrati manj kot 100 milijonov EUR z javno izdajo vrednostnih papirjev, se soočajo s posebnimi izzivi. Sedanje regulativno okolje lahko ta podjetja odvrča od zbiranja kapitala na javnih trgih. V akcijskem načrtu za unijo kapitalskih trgov je bila poudarjena potreba po zagotovitvi, da se na zagonskih trgih MSP¹⁷ najde pravo ravnotežje med zagotavljanjem zadostne zaščite vlagateljev in preprečevanjem nepotrebnih upravnih bremen.

¹⁶ [Javno posvetovanje o delovanju evropskih nadzornih organov.](#)

¹⁷ MiFID II ([Direktiva 2014/65/EU](#) z dne 15. maja 2014 o trgih finančnih instrumentov, UL L 173, 12.6.2014, str. 349) določa novo kategorijo trgov, zagonske trge MSP, ki naj bi olajšali dostop MSP do kapitala. Zagonski trg MSP je večstranski sistem trgovanja, v katerem je vsaj 50 % izdajateljev, s

Komisija je sodelovala s predstavniki javnih tržnih ekosistemov, da bi ocenila, kako delujejo javni trgi za MSP, in opredelila možne rešitve za ovire za njihovo kotiranje na teh trgih¹⁸. Službe Komisije bodo kmalu objavile poročilo o ovirah za kotacijo MSP na borzah, ki bo predstavljalo izhodišče za usklajen program dela na tem področju, vključno s prednostnim ukrepom 2.

Komisija bo na podlagi obsežnih prispevkov deležnikov preučila regulativne ovire za vstop MSP na organizirane trge in zagonske trge MSP, kot je predvideno v pozivu k predložitvi dokazov¹⁹. S tem ciljno usmerjenim pregledom ključne sektorske zakonodaje (npr. MiFID II in MAR²⁰) se bo raziskalo, v kolikšni meri te zakonodajne določbe upoštevajo omejitve za MSP in „zagonske trge“²¹.

Prednostni ukrep 2

Komisija bo z oceno učinka raziskala, ali lahko ciljno usmerjene spremembe zadevne zakonodaje EU prispevajo k bolj sorazmernemu regulativnemu okolju, ki bi spodbujalo kotiranje MSP na javnih trgih, kar bi lahko privedlo do ciljno usmerjenih sprememb sektorske zakonodaje v drugem četrletju 2018.

Investicijska podjetja zagotavljajo širok nabor storitev, ki daje vlagateljem dostop do vrednostnih papirjev in trgov izvedenih finančnih instrumentov prek investicijskega svetovanja, upravljanja portfeljev, posredništva, izvrševanja naročil, trgovanja za lastni račun, izvedb prodaje primarne izdaje finančnih instrumentov itd. Okvir EU, ki ureja njihova dovoljenja in ravnanje, je določen v direktivi o trgih finančnih instrumentov. Poleg tega zanje veljajo bonitetna pravila iz CRR/CRD²². Učinkovitejši bonitetni in nadzorni okvir, prilagojen velikosti in vrsti investicijskih podjetij, bi moral ponovno vzpostaviti enake konkurenčne pogoje, povečati konkurenco in izboljšati dostop vlagateljev do novih priložnosti in boljših načinov za obvladovanje tveganj. Zato bi moral bi zagotoviti, da ne prihaja do selitev zaradi regulativne arbitraže ali razlik v nadzornem okviru.

Prednostni ukrep 3

Komisija bo predstavila zakonodajni predlog za pregled bonitetne obravnave investicijskih podjetij v četrtem četrletju 2017.

finančnimi instrumenti katerih se trguje, MSP. MSP so opredeljena kot podjetja, katerih povprečna tržna kapitalizacija znaša manj kot 200 milijonov EUR.

¹⁸ Oktobra in decembra 2016 sta potekali dve delavnici, in sicer o: spodbujanju sprejemanja delnic MSP v trgovanje, rešitvah v zvezi z regulativnimi vprašanji in nedelovanjem trga ter ovirah za zagonske trge MSP.

¹⁹ V odzivih na javno posvetovanje in poziv k predložitvi dokazov je bilo navedeno, da bi se lahko spremenili nekateri tehnični vidiki predpisov, da bi se zmanjšalo upravno breme za male izdajatelje, ne da bi se spremenila temeljna načela zakonodaje. To lahko vključuje tehnične vidike, povezane s seznamom oseb z dostopom do notranjih informacij in obveznostmi poročanja o poslih posloводства.

²⁰ [Uredba \(EU\) št. 596/2014 z dne 16. aprila 2014](#) o zlorabi trga, UL L 173, 12.6.2014, str. 1.

²¹ Ta pregled bo zajemal sektorsko zakonodajo, ki se že uporablja ali ki se bo začela uporabljati v kratkem. Dokler ta pregled ne bo zaključen, bo še naprej veljala obstoječa sektorska zakonodaja.

²² [Direktiva 2013/36/EU](#) Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o dostopu do dejavnosti kreditnih institucij in bonitetnem nadzoru kreditnih institucij in investicijskih podjetij (UL L 176, 27.6.2013, str. 338); [Uredba \(EU\) št. 575/2013](#) Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. junija 2013 o bonitetnih zahtevah za kreditne institucije in investicijska podjetja (UL L 176, 27.6.2013, str. 1).

4.3. Izkoriščanje potenciala finančne tehnologije

Komisija ocenjuje, kako lahko finančna tehnologija (FinTech) prispeva k poglobitvi in razširitvi kapitalskih trgov EU z uporabo potenciala digitalizacije za spreminjanje poslovnih modelov s podatkovno vodenimi rešitvami za upravljanje premoženja, investicijsko posredovanje in distribucijo produktov.

Inovativna podjetja ne glede na to, ali so zagonska podjetja ali podjetja, ki so že uveljavljena na trgu, izražajo pomisleke, da lahko nacionalne nadzorne prakse omejijo njihovo sposobnost za inovacije ter ponujanje storitev v drugih državah. Zlasti trdijo, da zanje veljajo nesorazmerne ali neskladne prakse pri uporabi regulativnih zahtev.

Regulatorji in nadzorniki v nekaterih državah članicah so v zadnjem času sprejeli pobude za podporo razvoju inovativnih podjetij, tako da sodelujejo z njimi, da bi razumeli njihove specifične težave. Te pobude – t. i. „regulativni peskovniki“ – vključujejo centre, ki zagotavljajo navodila o veljavnih predpisih in neposredno nadzorno pomoč, medtem ko ta podjetja testirajo svoje dejavnosti.

Poleg tega potekajo prizadevanja za priznanje in uvedbo uravnoteženega pristopa za podjetja, ki se ukvarjajo s finančno tehnologijo, v novi zakonodaji, na primer direktivi o plačilnih storitvah (PSD 2)²³.

Potekajoče javno posvetovanje o finančni tehnologiji, ki se je začelo 23. marca 2017, bo Komisiji zagotovilo dragocene informacije o tem:

- ali so potrebne nove, sorazmernejše ureditve za izdajo dovoljenj za dejavnosti in podjetja finančne tehnologije na področjih, kot je množično financiranje, ki temelji na naložbah in posojilih, in
- kako podpreti podjetja finančne tehnologije, registrirana v eni državi EU, ki poslujejo čezmejno, da to ne bi zahtevalo dodatnega dovoljenja v vsaki državi članici EU (t. i. *passporting*).

Prednostni ukrep 4

Komisija bo kot del celovitega pristopa za spodbujanje finančne tehnologije v četrtem četrtletju 2017 ocenila argumente za okvir EU za izdajo dovoljenj in čezmejno opravljanje storitev za dejavnosti finančne tehnologije.

4.4. Uporaba kapitalskih trgov za povečanja obsega posojil in stabilnosti v bančnem sektorju

Kapitalski trgi lahko evropskim bankam pomagajo premagati izzive, povezane s slabimi posojili, ki močno bremenijo nekatere nacionalne bančne sisteme. Slaba posojila imajo močan negativen vpliv na dobičkonosnost bank in njihovo zmožnost posojanja, tudi malim in srednjim podjetjem.

Politike, katerih cilj je izboljšati delovanje sekundarnih trgov za slaba posojila, so ključen element vsake trajne rešitve. To bi lahko vključevalo ukrepe za spodbujanje večje predvidljivosti in preglednosti, ki bi potencialnim kupcem slabih posojil na sekundarnem trgu omogočala, da natančneje ocenijo cene teh sredstev.

²³ [Direktiva \(EU\) 2015/2366](#) z dne 25. novembra 2015 o plačilnih storitvah, UL L 337/35, 23.12.2015, str. 35–127.

To bi bankam omogočilo, da svoja slaba posojila prodajo večji skupini vlagateljev, kar bi lahko vodilo do cen, ki bolje odražajo temeljno vrednost sredstev. S tem bi se očistile bilance stanja, kreditne institucije pa bi bile bolj pripravljene na zagotavljanje novih kreditnih tokov gospodarstvu.

Službe Komisije bodo kmalu začele javno posvetovanje o možnih ukrepih EU na področjih, kot so servisiranje kreditov s strani tretjih oseb (tj. oseb, ki niso izdajatelj prvotnega kredita) in prenos posojil, tudi nebančnim subjektom.

Učinkovitejši in bolj predvidljivi okviri za izterjavo posojil in insolventnost, zasnovani tako, da zavarovanim upnikom omogočajo hitro izterjavo zneskov, bodo koristili tudi upravljanju slabih posojil. Potekajoča primerjalna analiza bo zaključena v četrtem četrtletju 2017. Analiza bo izpostavila elemente sistemov za izterjavo oziroma insolventnost, ki prispevajo k boljšim/slabšim rezultatom.

To delo tudi poudarja izzive, s katerimi se banke in drugi zavarovani upniki soočajo pri izterjavi zneskov iz naslova slabih posojil zaradi neučinkovitosti pravnih okvirov za izterjavo zavarovanj. Na voljo je še nekaj manevrskega prostora za povečanje zmožnosti zavarovanih upnikov, da izterjajo dele zavarovanega zavarovanja s premoženjem pri posojilih podjetjem in podjetnikom, kar se lahko potrdi z izkušnjami nekaterih držav članic, in sicer na načine, ki ne zahtevajo poseganja v nacionalne ureditve za insolvenčne in predinsolvenčne postopke in ki so v skladni s cilji predloga o prestrukturiranju in drugi priložnosti.

Prednostni ukrep 5

Komisija bo v okviru svojih prizadevanj za reševanje vprašanja slabih posojil predstavila ukrepe za podporo sekundarnim trgom za slaba posojila. Začela bo tudi oceno učinka z namenom preučitve možnega zakonodajnega predloga, ki bi okrepil zmožnost zavarovanih upnikov, da izterjajo zneske iz naslova zavarovanih posojil podjetjem in podjetnikom (prvo četrtletje 2018), pri čemer bi ohranila skladnost s in dopolnila predlog Komisije iz novembra 2016 o učinkovitem delovanju sistemov pred nastopom insolventnosti in prestrukturiranja ter storila vse za podporo sozakonodajalcema pri iskanju dogovora o predlogu, ki mora biti prednostna naloga.

4.5. Okrepitev vodilne vloge EU na področju financiranja trajnostnih naložb

Tako v agendi ZN za trajnostni razvoj do leta 2030²⁴ kot pariškem sporazumu je jasno zapisano, da je reforma finančnega sistema osrednjega pomena za preusmeritev naših gospodarstev na pot trajnostne rasti. Usmerjanje zasebnih kapitalskih tokov v bolj trajnostne naložbe zahteva celovito in poglobljeno spremembo našega finančnega okvira.

Dolgoročne odločitve o naložbah bi morale vključevati širša tveganja in donose, vključno s tistimi, ki so povezani z okoljskimi in drugimi socialnimi zunanjimi učinki.

Obravnava tveganj v zvezi s podnebjem in okoljem je prav tako ključnega pomena za stabilen finančni sistem. V ta namen je Komisija ustanovila strokovno skupino na visoki ravni za financiranje trajnostnega razvoja, ki bo odgovorna za razvoj programa politike EU. Skupina bo objavila priporočila za daljnosežno in celovito strategijo EU o financiranju trajnostnih naložb do decembra 2017.

²⁴ [Resolucija ZN A/RES/70/1.](#)

Finančni trgi vse bolj spretno razlikujejo med trajnostnimi in drugimi naložbami. V ospredju so zelene obveznice. Nadaljnji primeri so skladi za naložbe z družbenim učinkom ter izdajanje hipotek za vlaganje v energetske učinkovitost in njihovo pakiranje v finančne produkte. Pozitiven razvoj teh trgov je treba podpreti z ukrepi na ravni EU, da bi se izboljšalo zaupanje v izvajanje projektov, razkritja v zvezi z njimi in njihove oznake ter zagotovilo ustrezno pravno priznanje kakršnih koli ugotovljenih izboljšanj v donosnosti teh sredstev glede na njihova tveganja.

Komisija bo kmalu objavila nezavezujoče smernice, ki bodo podjetjem zagotovile na načelih temelječo metodologijo za pomoč pri izpolnjevanju obstoječih zahtev EU o nefinančnem poročanju. Te smernice temeljijo na sektorskih ali tematskih okvirih, kot so napovedana priporočila Projektne skupine za finančna razkritja v zvezi s podnebjem (TCFD) Odbora za finančno stabilnost, ki bi lahko bila koristna pri razkrivanju nefinančnih informacij.

V okviru posvetovanja o vmesnem pregledu unije kapitalskih trgov je bila Komisija pozvana, naj razmisli o ukrepih, ki bi jih lahko uvedla zdaj, da bi začela ponovno kalibracijo okvira finančne politike EU. Predlagani ukrepi vključujejo:

- pojasnilo, da fiduciarne dolžnosti lastnikov in upraviteljev premoženja zajemajo vključevanje okoljskih, socialnih in upravljaljskih vidikov v postopek odločanja;
- zagotavljanje, da ima trajnost bolj osrednjo vlogo v upravljanju podjetij;
- spodbujanje boljšega vključevanja okoljske, socialne in upravljaljske uspešnosti v bonitetne ocene izdajateljev in ključne tržne referenčne vrednosti.

Pregled okvira Evropskega sklada za strateške naložbe (EFSI) prav tako namenja večji poudarek izpolnjevanju socialnih in okoljskih ciljev EU. Zasebni kapital, financiranje iz skladov EFSI in druge sklade EU bi bilo treba združiti na učinkovit način, da se bodo naložbe preusmerile proti pozitivnim okoljskim in socialnim zunanjim učinkom, s čimer bi prispevali tudi k doseganju ciljev nedavno vzpostavljenega evropskega stebra socialnih pravic²⁵.

Prednostni ukrep 6

Komisija se bo najpozneje do prvega četrtertletja 2018 odločila o konkretnih ukrepih, ki jih bo sprejela na podlagi priporočil strokovne skupine na visoki ravni za financiranje trajnostnega razvoja. Zlasti bo začela s pripravo ukrepov za izboljšanje razkritij in boljše vključevanje vidikov trajnosti ter okoljske, socialne in upravljaljske uspešnosti v metodologijo bonitetnih ocen, nadzorne postopke ter naložbene politike institucionalnih vlagateljev in upraviteljev premoženja. Prav tako bo oblikovala pristop za vključitev vidikov v zvezi s trajnostjo v prihodnje zakonodajne preglede finančne zakonodaje.

4.6. Čezmejne naložbe

Investicijski skladi v EU še vedno majhni in manj stroškovno učinkoviti kot v nekaterih drugih jurisdikcijah, porazdelitev skladov pa ostaja geografsko omejena. Dokazi, zbrani

²⁵ [Sporočilo Komisije o vzpostavitvi evropskega stebra socialnih pravic, COM\(2017\) 250 final, 26. april 2017.](#)

med javnim posvetovanjem, kažejo, da je pomemben razlog za to pomanjkanje regulativnega in nadzorniškega zblíževanja, vključno z različnimi nacionalnimi zahtevami glede uporabe enotnega dovoljenja EU za trženje v skladu z direktivama o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) in alternativnih investicijskih skladih (AIS). Večja čezmejna distribucija in zlasti digitalna čezmejna distribucija bi omogočili, da bi skladi rastli, učinkoviteje razporejali kapital po EU in bili konkurenčni na nacionalnih trgih ter tako zagotovili boljše vrednost in več inovacij.

Komisija in skupina strokovnjakov iz držav članic sta opredelili tudi ovire za čezmejno distribucijo investicijskih skladov. Rezultat je bil časovni načrt ukrepov, ki so ga države članice potrdile maja 2017, za obravnavo prvega sklopa ugotovljenih ovir ter za opredelitev in odpravo drugih potencialnih ovir na področjih, relevantnih za unijo kapitalskih trgov.

Poleg investicijskih skladov načrt vsebuje tudi ukrepe na drugih področjih, kot so postopki odtegnitve davka pri viru.

Prednostni ukrep 7

Komisija bo začela s pripravo ocene učinka, saj bo v prvem četrletju 2018 morda pripravila zakonodajni predlog za poenostavitev čezmejne distribucije in nadzora kolektivnih naložbenih podjetij za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje in alternativnih investicijskih skladov.

Stabilno naložbeno okolje je ključnega pomena za spodbujanje naložb znotraj EU. Večja jasnost glede obstoječih vsebinskih standardov EU je zlasti pomembna za vlagatelje v EU, nacionalne javne uprave, deležnike in nacionalna sodišča. To bi moralo zagotoviti večjo preglednost glede učinkovitega varstva pravic vlagateljev iz EU na enotnem trgu.

Bilateralne investicijske pogodbe med državami članicami določajo različne standarde obravnave, ki so zunaj pravnega okvira EU za čezmejne naložbe na enotnem trgu. So nezdržljive s pravom Unije. Komisija je začela s postopki za ugotavljanje kršitev v zvezi z bilateralnimi investicijskimi pogodbami. Poleg tega preučuje tudi možnosti za vzpostavitev okvira za sporazumno reševanje naložbenih sporov.

Prednostni ukrep 8

Komisija bo v prvem četrletju 2018 sprejela razlagalno sporočilo, da bi zagotovila smernice o obstoječih pravilih EU glede obravnave čezmejnih naložb v EU.

Nemudoma bo tudi začela oceno učinka z namenom določiti ustrezen okvir za sporazumno reševanje naložbenih sporov.

4.7. Podpora razvoju lokalnih ekosistemov kapitalskih trgov

Da bi bilo financiranje prek trgov vzdržna in trajnostna alternativa bančnim posojilom, mora unija kapitalskih trgov vzpostaviti potrebne finančne kroge, tržne običaje ter tehnično in pravno infrastrukturo. Ti bodo udeležencem na trgu omogočili delovanje na lokalni, regionalni ali nacionalni ravni ter varno izvajanje poslov tudi na vseevropski ravni.

Kapitalski trgi so v različnih državah zelo različno razviti. Treba je razširiti geografski doseg kapitalskih trgov, tako da bodo vse države članice lahko izkoristile prednosti

globljih in bolj povezanih kapitalskih trgov. Na tem področju se z največjimi izzivi soočajo države članice iz srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope.

Da bi podprla razvoj lokalnih trgov in pomagala okrepiti ekosisteme kapitalskih trgov, Komisija v obliki tehnične pomoči dejavno sodeluje z vedno več državami članicami²⁶.

Razprave Komisije s t. i. Dunajsko pobudo, ki podpira naložbe v regiji srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope, so privedle do ustanovitve delovne skupine za unijo kapitalskih trgov marca 2017. Delovna skupina bo do konca leta 2017 pripravila poročilo, ki bo opredelilo najpomembnejša delovna področja in predlagalo rešitve za nadaljnji razvoj kapitalskih trgov.

Komisija bo še naprej intenzivno podpirala prizadevanja za razširitev geografskega dosega kapitalskih trgov z zagotavljanjem fizične bližine in lokalnih rešitev za financiranje MSP. Ključna dejavnost za doseg te ciljev je zagotavljanje strokovne pomoči državam članicam prek programa za podporo strukturnim reformam. Program bo prispeval k institucionalnim, upravnim in strukturnim reformam za spodbujanje rasti v državah članicah, saj bo zagotavljal podporo nacionalnim organom. V okviru tega programa je Komisija do zdaj prejela več kot 50 prošenj za strokovno pomoč v finančnem sektorju od 13 držav članic, pri čemer je bila močno izpostavljena podpora pri razvoju kapitalskih trgov²⁷.

Prednostni ukrep 9

Komisija bo najpozneje do drugega četrtletja 2018 predlagala celovito strategijo EU o ukrepih, ki bi se lahko sprejeli na ravni EU in s katerimi bi podprli oblikovanje lokalnih in regionalnih kapitalskih trgov po EU. Temeljila bo na poročilu delovne skupine Dunajske pobude za unijo kapitalskih trgov in upoštevala izkušnje, pridobljene z vedno večjo strokovno podporo, ki se zagotavlja na zahtevo v okviru programa Komisije za podporo strukturnim reformam.

5. ZAKLJUČEK: SPODBUJANJE REFORM S TRAJNIM UČINKOM

Cilj unije kapitalskih trgov je ustvariti ugodne pogoje, ki bodo omogočali razvoj in okrepitev novih oblik financiranja za podjetja, zlasti za mala podjetja, ter za dolgoročne naložbe in naložbe v infrastrukturo. Finančne inovacije namerava uporabiti za premostitev informacijske vrzeli med vlagatelji in podjetji ter zagotovitev stroškovno učinkovitih naložbenih priložnosti za male vlagatelje. Z unijo kapitalskih trgov se poskuša tudi mobilizirati zasebni kapital za financiranje trajnostnih naložb, in sicer z iskanjem načinov za oblikovanje finančne zakonodaje, ki pospešuje preusmerjanje zasebnega kapitala z okoljsko in družbeno nevzdržnih v trajnostne projekte.

²⁶ V sodelovanju z Evropski investicijsko banko je platforma fi-compass zagotovila podporo pri finančnih instrumentih, financiranih z evropskimi strukturnimi in naložbenimi skladi, v 26 državah članicah, vključno s tistimi iz srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope.

²⁷ Te prošnje so zajemale področja, kot so omogočanje lažjega dostopa do trgov, podpora razvoju podjetij v fazi rasti, alternativno financiranje za zrela podjetja (listinjenje itd.) in nadzor kapitalskih trgov.

Unija kapitalskih trgov želi odpraviti odvisnost gospodarstva EU od bančnih posojil z vzpostavitev bolj raznolikega sistema, v katerem nebančno financiranje učinkovito dopolnjuje tradicionalna bančna posojila.

To bo povečalo razpoložljiva sredstva za financiranje gospodarstva EU. Ker unija kapitalskih trgov vključuje široko zastavljeno ponovno uravnoteženje finančnega sistema EU, tako globoke strukturne spremembe potrebujejo čas, da se razvijejo in uveljavijo.

Regulativne reforme so samo del sprememb, ki so za to potrebne. Potreben je čas za vzpostavitev finančnih krogov, tržnih običajev ter tehnične in pravne infrastrukture, ki bodo udeležencem na trgu omogočali učinkovitejše poslovanje.

Komisija je dosledno izpolnila zaveze iz akcijskega načrta o uniji kapitalskih trgov iz septembra 2015, v skladu s prvotnim časovnim razporedom. Njen cilj je bil spodbuditi spremembe in tako ustvariti bolj razvito in učinkovito okolje za financiranje prek kapitalskih trgov. Zlasti je predstavila predloge za razvoj trgov tveganega kapitala, zagotovila lažji in cenejši dostop podjetij do javnih trgov z revizijo pravil o perspektivah, odpravila ugodnejšo davčno obravnavo dolga glede na lastniški kapital, spodbujala varnost in likvidnost trgov za listinjenja ter poštenim podjetnikom omogočila, da se prestrukturirajo ali da imajo drugo možnost v primeru stečaja. Komisija je sprejela tudi ukrepe za podporo naložbam v infrastrukturo s strani bank in zavarovalnic.

Po obsežnem pripravljalnem delu, napovedanem v prvotnem akcijskem načrtu, bo Komisija kmalu pripravila predloge za enostaven, učinkovit in konkurenčen produkt osebnega pokojninskega zavarovanja na ravni EU, za odpravo čezmejnih ovir za lastništvo vrednostnih papirjev in za krite obveznice.

Med novimi prednostnimi nalogami Komisije, ki jih predvideva vmesni pregled unije kapitalskih trgov, so okrepitev nadzornega okvira za kapitalske trge, povečanje sorazmernosti predpisov za mala podjetja, ki kotirajo na borzi, in investicijska podjetja, odprava nadaljnjih ovir za čezmejne naložbe, krepitev vodilne vloge EU na področju financiranja trajnostnih naložb in podpora finančne tehnologije.

V vmesnem pregledu je predstavljen celovit program reform, s katerimi bodo temelji unije kapitalskih trgov vzpostavljeni do leta 2019. To pa bo pomagalo zagotoviti ugodne razmere za reformo finančnega sistema EU, ki vključuje ponovno uravnoteženje razmerja med bančnim in nebančnim financiranjem.

Ti ukrepi bodo tudi zagotovili, da se lahko kapitalski trgi v EU odzivajo na nove izzive, med katerimi je izstop Združenega Kraljestva iz enotnega trga.

Uspeh unije kapitalskih trgov bo odvisen od stopnje politične zavezanosti Evropskega parlamenta in držav članic ter od tega, kako bodo udeleženci na trgih izkoristili njene temeljne elemente. Tudi sam finančni sektor mora odigrati svojo vlogo pri povrnitvi zaupanja svojih strank in povečanju zaupanja v kapitalske trge po vsej EU.

Komisija bo o napredku redno poročala Evropskemu parlamentu in Svetu. Ta poročila bi morala služiti kot podlaga za intenzivnejši dialog med institucijami za zagotovitev, da bo še v tem zakonodajnem obdobju dosežen znaten napredek pri predlaganih prednostnih ukrepih.

Priloga – Celovit pregled temeljnih elementov unije kapitalskih trgov, ki naj bi bili vzpostavljeni do leta 2019

Ta priloga vsebuje pregled ukrepov, s katerimi se nameravajo do leta 2019 vzpostaviti temelji unije kapitalskih trgov. Vključuje prednostne ukrepe iz vmesnega pregleda, nadaljnje ukrepe na podlagi obstoječih zavez in številne nove ukrepe.

Podrobnejše informacije o vseh teh ukrepih so na voljo v delovnem dokumentu služb Komisije (*ekonomska analiza*), ki je priložen temu sporočilu. Spodnje preglednice navajajo tudi – če je že bilo odločeno – ali je ukrep v obliki **zakonodajnega predloga (Z)**, **ukrepa druge ravni (R2)**, **nezakonodajnega ukrepa (NZ)** ali **sporočila Komisije (S)**.

KREPITEV ZMOGLJIVOSTI KAPITALSKIH TRGOV EU			
Nadzor	Predlog sprememb delovanja ESMA in drugih evropskih nadzornih organov za zagotavljanje učinkovitosti skladnega nadzora po EU in zunaj nje (prednostni ukrep 1)	Prednostni ukrep (Z)	3. četrletje 2017
Razvoj lokalnih in regionalnih kapitalskih trgov	Celovita strategija EU za razvoj lokalnih in regionalnih kapitalskih trgov po EU (prednostni ukrep 9)	Prednostni ukrep (NZ)	2. četrletje 2018

FINANCIRANJE ZA INOVACIJE, ZAGONSKA PODJETJA IN PODJETJA, KI NE KOTIRAJO NA BORZI			
Inovativne platforme za podjetniško financiranje	Ocena argumentov za okvir EU za izdajanje dovoljenj in čezmejno opravljanje storitev z enotnim dovoljenjem za dejavnosti finančne tehnologije (prednostni ukrep 4)	Prednostni ukrep	4. četrletje 2017
	Poročilo o dobrih praksah pri financiranju dobavnih verig	Nov ukrep (NZ)	4. četrletje 2018
Poslovni angeli in tvegani kapital	Dobre prakse v zvezi s shemami davčnih spodbud za naložbe tvegane kapitala in poslovnih angelov	Nadaljnji ukrep (NZ)	2017–18
Prodaje primarnih izdaj vrednostnih papirjev zaprtemu krogu vlagateljev	Priporočilo za spodbujanje dobrih praks	Nadaljnji ukrep (NZ)	4. četrletje 2017
Informacijske ovire za financiranje MSP	Izbor predlogov na podlagi razpisa za zbiranje predlogov za financiranje projektov za krepitev zmogljivosti v okviru programa Obzorje 2020	Nadaljnji ukrep (NZ)	4. četrletje 2017

OLAJŠANJE VSTOPA PODJETIJ NA JAVNE TRGE IN ZBIranJA KAPITALA NA NJIH

Prospekti za javne ponudbe	Izvedbeni ukrepi	Nadaljnji ukrep (R2)	2018–2019
Trgi podjetniških obveznic	Sporočilo (časovni načrt) o morebitnih nadaljnjih ukrepih	Nadaljnji ukrep (S)	4. četrletje 2017
Sveženj o kotaciji MSP	Preučitev na podlagi ocene učinka, ali lahko ciljno usmerjene spremembe relevantne zakonodaje EU zagotovijo sorazmernejši regulativni okvir za podporo kotacijam MSP na javnih trgih (prednostni ukrep 2)	Prednostni ukrep	2. četrletje 2018
	Ocena učinka predpisov MiFID II druge ravni na kapital kotirajočih MSP	Nov ukrep (NZ)	1. četrletje 2019
	Spremljanje napredka pri zavezah Upravnega odbora za mednarodne računovodske standarde (IASB) glede izboljšanja razkritij, uporabnosti in dostopnosti MSRP	Nadaljnji ukrep (NZ)	V teku
	Razvoj dobrih praks v zvezi z uporabo skladov EU s strani držav članic za delno financiranje stroškov MSP pri prizadevanjih za uvrstitev njihovih delnic na prihodnje zagonske trge MSP	Nov ukrep (NZ)	2. četrletje 2018
Sorazmerne bonitetne zahteve	Zakonodajni predlog za izboljšanje sorazmernosti bonitetnih pravil za investicijska podjetja (prednostni ukrep 3)	Prednostni ukrep (Z)	4. četrletje 2017

DOLGOROČNE NALOŽBE, NALOŽBE V INFRASTRUKTURO IN TRAJNOSTNE NALOŽBE

Dolgoročne naložbe	Ocena dejavnikov, ki spodbujajo kapitalske naložbe zavarovalnic in pokojninskih skladov	Nov ukrep (NZ)	4. četrletje 2018
	Spremembe bonitetne obravnave naložb v kapital nekotirajočih podjetij ter v podjetniške dolžniške instrumente, prodane zaprtemu krogu vlagateljev, v direktivi Solventnost II	Nadaljnji ukrep (R2)	3. četrletje 2018
	Poročilo o tem, ali je računovodska obravnava kapitalskih instrumentov v MSRP 9 dovolj ustrezna za spodbujanje dolgoročnega financiranja	Nov ukrep (NZ)	2. četrletje 2018
Naložbe v infrastrukturo	Ukrepi za pregled kalibracije kapitalskih zahtev za tveganja za infrastrukturalna podjetja	Nadaljnji ukrep (R2)	2. četrletje 2017
Trajnostne naložbe	Odločitev o konkretnih ukrepih na podlagi priporočil strokovne skupine na visoki ravni za financiranje trajnostnega razvoja (prednostni ukrep 6)	Prednostni ukrep	1. četrletje 2018

SPODBUJANJE NALOŽB MALIH VLAGATELJEV

SPodbujanJE NALOŽB MALIH VLAGATELJEV

OsebnE pokojnine	Zakonodajni predlog za vseevropski standardizirani produkt osebnega pokojninskega zavarovanja	Nadaljnji ukrep (Z)	2. četrtletje 2017
Trgi naložbenih produktov za male vlagatelje	Nadaljnji ukrepi na podlagi študije o sistemih distribucije naložbenih produktov za male vlagatelje po vsej EU Periodično poročanje evropskih nadzornih organov o stroških in uspešnosti glavnih kategorij naložb dolgoročnih produktov za male vlagatelje in pokojninskih produktov Študije izvedljivosti v zvezi z razvojem centraliziranega vozlišča za obvezne zahteve po razkritju in povezane storitve	Nadaljnji ukrep (NZ)	2. četrtletje 2018
Sodelovanje malih vlagateljev	Razvoj dobrih praks na podlagi izkušenj držav članic z naložbenim varčevalnim računom in obstoječe študije o shemah lastništva delnic za zaposlene	Nov ukrep (NZ)	1. četrtletje 2019

OKREPITEV ZMOGLJIVOSTI BANK ZA PODPORO ŠIRŠEMU GOSPODARSTVU

Tržno financiranje za banke	Spremembe Delegirane uredbe Komisije, s katerimi se bo uvedla posebna bonitetna obravnava za enostavno, pregledno in standardizirano listinjenje v Solventnosti II	Nadaljnji ukrep (R2)	V teku
	Zakonodajni predlog za okvir EU za krite obveznice	Nadaljnji ukrep (Z)	1. četrtletje 2018
	Ocena argumentov v prid evropskim zavarovanim obveznicam za posojila MSP in infrastrukturna posojila	Nadaljnji ukrep	2. četrtletje 2018
Sekundarni trgi za slaba posojila	Predstavitev ukrepov za razvoj sekundarnega trga za slaba posojila (prednostni ukrep 5)	Prednostni ukrep (NZ in Z)	4. četrtletje 2017
	Ocena učinka, s katero se bo obravnavala morebitna zakonodajna pobuda za povečanje sposobnosti zavarovanih upnikov, da izterjajo zneske iz naslova zavarovanih posojil podjetjem in podjetnikom (prednostni ukrep 5)	Prednostni ukrep	1. četrtletje 2018
	Primerjalna študija o rezultatih, ki jih beležijo banke v okviru nacionalnih sistemov za izterjavo posojil (vključno z insolventnostjo) pri upravljanju neodplačanih posojil	Nadaljnji ukrep (NZ)	4. četrtletje 2017

OLAjŠANJE ČEZMEJNIH NALOŽB

Investicijski skladi	Ocena učinka s ciljem morebitnega zakonodajnega predloga za poenostavitev čezmejne distribucije kolektivnih naložbenih podjemov za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) in alternativnih investicijskih skladov (AIS) (prednostni ukrep 7)	Prednostni ukrep	1. četrtletje 2018
Tržna infrastruktura	Sporočilo (časovni načrt) o odpravi preostalih ovir iz poročila Giovanninijeve skupine in drugih ovir	Nadaljnji ukrep (S)	4. četrtletje

za potrovalne storitve			2017
	Zakonodajni predlog, ki določa kolizijska pravila za učinke poslov z vrednostnimi papirji in posledice odstopa terjatev za tretje osebe	Nadaljnji ukrep (Z)	4. četrletje 2017
Obdavčitev	Dobre prakse in kodeks ravnanja za poenostavitev postopkov odtegnitve davka pri viru s poudarkom na vračilih	Nadaljnji ukrep (NZ)	4. četrletje 2017
	Študija o diskriminatornih davčnih ovirah za čezmejne naložbe pokojninskih skladov in ponudnikov življenjskih zavarovanj	Nadaljnji ukrep (NZ)	4. četrletje 2017
Korporativno upravljanje	Olajšanje čezmejnega uveljavljanja pravic delničarjev, vključno z glasovanjem, z izvajanjem direktive o pravicah delničarjev 2, objavljene 20. maja 2017	Nov ukrep (R2)	3. četrletje 2018
Nacionalne ovire za prosti pretok kapitala	Spremljanje izvajanja načrta za odpravo nacionalnih ovir za prosti pretok kapitala in nadaljnje razprave s strokovno skupino	Nadaljnji ukrep (NZ)	V teku
Stabilnost regulativnega okvira	Razlagalno sporočilo za oblikovanje smernic o obstoječih standardih EU za obravnavanje čezmejnih naložb EU (prednostni ukrep 8)	Prednostni ukrep (S)	1. četrletje 2018
	Ocena učinka z namenom določiti ustrezen okvir za sporazumno reševanje naložbenih sporov (prednostni ukrep 8)	Prednostni ukrep	3. četrletje 2017
Povečanje zmogljivosti za ohranjanje finančne stabilnosti	Zagotovitev, da lahko ESRB spremlja morebitna tveganja za finančno stabilnost, ki so posledica tržnega financiranja	Nadaljnji ukrep (Z)	3. četrletje 2017