



Βρυξέλλες, 30.9.2015
COM(2015) 468 final

**ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ
ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ
ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΩΝ**

Σχέδιο Δράσης για την Οικοδόμηση Ένωσης Κεφαλαιαγορών

{SWD(2015) 183 final}
{SWD(2015) 184 final}

Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
1. Η ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ – ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ, ΤΙΣ ΝΕΟΣΥΣΤΑΤΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	9
1.1. Χρηματοδότηση της φάσης εκκίνησης	9
1.2. Το στάδιο αρχικής επέκτασης	10
1.3. Στήριξη των ΜΜΕ που αναζητούν χρηματοδότηση.....	12
1.4. Επενδυτικά ταμεία που εκδίδουν δάνεια.....	13
1.5. Ιδιωτικές τοποθετήσεις.....	14
2. ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΟΣΟΝ ΑΦΟΡΑ ΤΗΝ ΕΙΣΟΔΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΝΤΛΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	15
3. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΓΙΑ ΥΠΟΔΟΜΕΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	18
3.1. Βελτίωση του επενδυτικού περιβάλλοντος μέσω του κανονιστικού πλαισίου.....	18
3.2. Υποστήριξη της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης και της χρηματοδότησης υποδομών	19
3.3. Αξιοποίηση της χρηματοδότησης για την επίτευξη περιβαλλοντικής βιωσιμότητας.....	20
3.4. Πρόσκληση υποβολής στοιχείων για το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο....	21
4. ΠΡΟΩΘΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΠΟ ΤΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ ΚΑΙ ΑΠΟ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ	22
4.1. Το επενδυτικό κοινό.....	22
4.2. Θεσμικοί επενδυτές.....	24
5. ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΝΑ ΣΤΗΡΙΞΕΙ ΤΗΝ ΕΥΡΥΤΕΡΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	26
6. ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΤΩΝ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	28
6.1. Ασφάλεια δικαίου και υποδομή της αγοράς για τις διασυνοριακές επενδύσεις	28
6.2. Άρση των εθνικών εμποδίων για τις διασυνοριακές επενδύσεις	29
6.3. Προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της εποπτικής σύγκλισης.....	31
6.4. Διευκόλυνση των διεθνών επενδύσεων	33
7. ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ	34

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Πρώτη προτεραιότητα της Επιτροπής είναι να ενισχύσει την ανταγωνιστικότητα της Ευρώπης και να τονώσει τις επενδύσεις προκειμένου να δημιουργηθούν θέσεις απασχόλησης. Το σχέδιο επενδύσεων ύψους 315 δισεκατ. ευρώ, που εκπονήθηκε και είναι σε λειτουργία σε λιγότερο από ένα έτος από την ανάληψη καθηκόντων της Επιτροπής, θα συμβάλει στην εκκίνηση της διαδικασίας αυτής. Για την ενίσχυση των επενδύσεων σε μακροπρόθεσμη βάση χρειαζόμαστε ισχυρότερες κεφαλαιαγορές. Αυτές θα εξασφαλίσουν νέες πηγές χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, θα αυξήσουν τις επιλογές για τους αποταμιευτές και θα καταστήσουν πιο ανθεκτική την οικονομία. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο ο Πρόεδρος κ. Juncker έθεσε ως μία από τις κύριες προτεραιότητές του την ανάγκη να οικοδομήσουμε μια πραγματικά ενιαία αγορά κεφαλαίων – μια Ένωση Κεφαλαιαγορών για το σύνολο των 28 κρατών μελών.

Η ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων ήταν μια από τις θεμελιώδεις αρχές με βάση τις οποίες οικοδομήθηκε η ΕΕ. Παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί κατά τα τελευταία 50 χρόνια, οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές εξακολουθούν να παρουσιάζουν σχετικά χαμηλή ανάπτυξη και να είναι κατακερματισμένες. Η ευρωπαϊκή οικονομία είναι παρόμοια σε μέγεθος με εκείνη των ΗΠΑ, αλλά οι αγορές μετοχών της Ευρώπης έχουν μέγεθος μικρότερο από το μισό εκείνου των αγορών μετοχών των ΗΠΑ ενώ οι αντίστοιχες αγορές χρεωστικών τίτλων έχουν μέγεθος μικρότερο από το ένα τρίτο. Το χάσμα μεταξύ των κρατών μελών είναι ακόμη μεγαλύτερο από εκείνο που υφίσταται μεταξύ της Ευρώπης και των ΗΠΑ. Οι περισσότερες ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές θα οδηγήσουν σε βελτίωση της αποτελεσματικότητας και θα στηρίξουν την ικανότητα της Ευρώπης να χρηματοδοτεί την ανάπτυξη.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα ενισχύσει τον τρίτο πυλώνα του επενδυτικού σχεδίου για την Ευρώπη. Θα προσφέρει οφέλη για το σύνολο των 28 κρατών μελών, με παράλληλη ενίσχυση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης με τη στήριξη της οικονομικής σύγκλισης και την συμβολή στην απορρόφηση των οικονομικών κλυδωνισμών στη ζώνη του ευρώ, όπως ορίζεται στην έκθεση των πέντε προέδρων με θέμα «Ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης».

Οι ισχυρότερες κεφαλαιαγορές θα λειτουργήσουν συμπληρωματικά με την ισχυρή παράδοση της Ευρώπης στον τομέα της τραπεζικής χρηματοδότησης, και:

- **Θα απελευθερώσουν περισσότερες επενδύσεις από την ΕΕ και τον υπόλοιπο κόσμο:** Η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα συμβάλει στην κινητοποίηση κεφαλαίων στην Ευρώπη και θα τα διοχετεύσει σε όλες τις εταιρείες, συμπεριλαμβανομένων των ΜΜΕ, σε έργα υποδομής και μακροπρόθεσμα βιώσιμα έργα που χρειάζονται τα κεφάλαια για να επεκταθούν και να δημιουργήσουν θέσεις εργασίας. Θα παράσχει στα νοικοκυριά καλύτερες επιλογές για την κάλυψη των συνταξιοδοτικών τους στόχων.
- **Θα εξασφαλίσουν καλύτερη σύνδεση της χρηματοδότησης με τα επενδυτικά έργα σε ολόκληρη την ΕΕ:** Τα κράτη μέλη με μικρές αγορές και υψηλό δυναμικό ανάπτυξης έχουν πολλά να κερδίσουν από την καλύτερη διοχέτευση των κεφαλαίων και των επενδύσεων στα έργα τους. Τα κράτη μέλη με πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές θα ωφεληθούν από την αύξηση των ευκαιριών για διασυνοριακές επενδύσεις και αποταμίευση.

- **Θα καταστήσουν πιο σταθερό το χρηματοπιστωτικό σύστημα:** Οι ολοκληρωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές και κεφαλαιαγορές μπορούν να βοηθήσουν τα κράτη μέλη, ιδιαίτερα εκείνα που βρίσκονται εντός της ζώνης του ευρώ, να επιμερίζονται τις επιπτώσεις των κραδασμών. Παρέχοντας πρόσβαση σε ένα ευρύτερο φάσμα πηγών χρηματοδότησης, θα συμβάλουν στον επιμερισμό των χρηματοοικονομικών κινδύνων και αυτό σημαίνει ότι οι πολίτες και οι επιχειρήσεις της ΕΕ θα είναι λιγότερο ευάλωτες στη συρρίκνωση της τραπεζικής πίστωσης. Επιπλέον, οι πιο ανεπτυγμένες αγορές μετοχών, σε αντίθεση με τον αυξημένο δανεισμό, θα καταστήσουν δυνατή την αύξηση των επενδύσεων σε μακροπρόθεσμη βάση.
- **Θα εμβαθύνουν την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση και θα αυξήσουν τον ανταγωνισμό:** Η αύξηση του διασυνοριακού επιμερισμού του κινδύνου, η εμβάθυνση και η αύξηση της ρευστότητας των αγορών και οι διαφοροποιημένες πηγές χρηματοδότησης θα εμβαθύνουν την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση, θα μειώσουν το κόστος και θα αυξήσουν την ευρωπαϊκή ανταγωνιστικότητα.

Με λίγα λόγια, η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα ενισχύσει τη σύνδεση μεταξύ αποταμίευσης και ανάπτυξης. Θα προσφέρει περισσότερες επιλογές και καλύτερες αποδόσεις για τους αποταμιευτές και τους επενδυτές. Θα προσφέρει στις επιχειρήσεις περισσότερες επιλογές χρηματοδότησης στα διάφορα στάδια της ανάπτυξής τους.

Γιατί αξίζει να το πράξουμε;

Ορισμένα παραδείγματα δείχνουν τα δυνητικά οφέλη. Σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, οι ευρωπαϊκές ΜΜΕ λαμβάνουν πέντε φορές λιγότερη χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές. Εάν οι αγορές επιχειρηματικών κεφαλαίων της ΕΕ είχαν εμβαθυνθεί στον ίδιο βαθμό, θα ήταν διαθέσιμα για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων κεφάλαια ύψους άνω των 90 δισεκατ. ευρώ στο διάστημα μεταξύ 2009 και 2014. Εάν μπορούσαν να αναβιώσουν – με ασφάλεια – οι τιτλοποιήσεις της ΕΕ ώστε να φθάσουν στα προ της κρίσης μέσα επίπεδα εκδόσεων, οι τράπεζες θα ήταν σε θέση να παράσχουν πρόσθετο ποσό πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα ύψους άνω των 100 δισεκατ. ευρώ. Επίσης, εάν η τιτλοποίηση των ΜΜΕ μπορούσε να αποκατασταθεί ώστε να φθάσει στο ήμισυ του επιπέδου προ κρίσης θα μπορούσε να αποφέρει 20 δισεκατ. ευρώ πρόσθετης χρηματοδότησης. Οι επενδυτικές ανάγκες είναι επίσης μεγάλες – για παράδειγμα, εκτιμάται ότι για τη μετάβαση της ΕΕ σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα θα χρειαστούν επενδύσεις ύψους 200 δισεκατομμυρίων ευρώ ετησίως.¹

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών αναμένεται ότι θα ωθήσει την ΕΕ προς μια κατάσταση στην οποία, για παράδειγμα, οι ΜΜΕ θα μπορούν να αντλούν χρηματοδότηση τόσο εύκολα όσο και οι μεγάλες επιχειρήσεις, οι επενδυτικές δαπάνες και η πρόσβαση σε επενδυτικά προϊόντα θα συγκλίνουν σε ολόκληρη την ΕΕ, η εξασφάλιση χρηματοδότησης από τις κεφαλαιαγορές θα γίνεται ολοένα και πιο απλή, και η αναζήτηση χρηματοδότησης σε άλλα κράτη μέλη δεν θα προσκρούει σε περιττούς νομικούς ή εποπτικούς φραγμούς.

Ένα σχέδιο δράσης για μια Ένωση Κεφαλαιαγορών

Μετά τις διαβουλεύσεις που άρχισαν τον Φεβρουάριο, η Επιτροπή έλαβε περισσότερες από 700 απαντήσεις. Τα σχόλια που υποβλήθηκαν γενικώς υποστηρίζουν την σημασία της οικοδόμησης μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών και τόσο το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο² όσο και το Συμβούλιο³ επιβεβαίωσαν την ισχυρή υποστήριξή τους για την εφαρμογή μιας σταδιακής προσέγγισης, και ότι τα ζητήματα που εντοπίστηκαν στη διαβούλευσή μας ήταν αυτά στα οποία πρέπει να επικεντρωθούμε.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών δεν μπορεί να δημιουργηθεί με ένα μόνο μέτρο. Αντίθετα, θα χρειαστεί ένα σύνολο μέτρων τα οποία σωρευτικά θα έχουν σημαντικό αντίκτυπο. Η Επιτροπή θα λάβει και θα προωθήσει μέτρα προκειμένου να άρουμε τους φραγμούς που ορθώνονται μεταξύ των χρημάτων των επενδυτών και των επενδυτικών ευκαιριών, και να υπερνικήσουμε τα εμπόδια που δεν επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να έρχονται σε επαφή με τους επενδυτές. Το σύστημα διοχέτευσης των πόρων αυτών θα διαμορφωθεί έτσι ώστε να είναι όσο το δυνατόν πιο αποτελεσματικό, τόσο σε εθνικό όσο και σε διασυνοριακό επίπεδο.

Δεδομένου ότι η στενότερη ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών και η σταδιακή κατάργηση των εθνικών φραγμών που απομένουν θα μπορούσαν να προκαλέσουν νέους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, θα στηρίζουμε δράσεις για την ενίσχυση της εποπτικής σύγκλισης, ούτως ώστε οι ρυθμιστικές αρχές των κεφαλαιαγορών να ενεργούν με ενότητα και να ενισχύσουν τα διαθέσιμα μέσα για την συνετή διαχείριση των συστημικών κινδύνων.

¹ PRIMES, εκτίμηση επιπτώσεων 2030.

² Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την οικοδόμηση μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών (2015/2634(RSP)).

³ [Συμπεράσματα του Συμβουλίου της ΕΕ](#) της 19ης Ιουνίου σχετικά με μια Ένωση Κεφαλαιαγορών.

Με βάση τα σχόλια που υποβλήθηκαν και την δική μας ανάλυση, η Επιτροπή θα αναλάβει δράση στους ακόλουθους τομείς προτεραιότητας:

Παροχή περισσότερων επιλογών χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις και τις ΜΜΕ της Ευρώπης

Τα εμπόδια για την άντληση χρηματοδότησης μέσω των κεφαλαιαγορών από τις επιχειρήσεις της Ευρώπης υπάρχουν σε κάθε βαθμίδα της κλίμακας χρηματοδότησης και το ίδιο ισχύει για τις δημόσιες αγορές. Τα εμπόδια αυτά εμποδίζουν τις μικρότερες επιχειρήσεις να αντλούν χρηματοδότηση με μετοχικά και δανειακά κεφάλαια. Η Επιτροπή προτίθεται:

- Να εκσυγχρονίσει την οδηγία περί ενημερωτικών δελτίων ώστε να καταστεί λιγότερο δαπανηρή για τις επιχειρήσεις η συγκέντρωση κεφαλαίων από δημόσιες αγορές, να επανεξετάσει τους κανονιστικούς φραγμούς για την εισαγωγή των μικρών επιχειρήσεων σε αγορές μετοχών και χρεωστικών τίτλων και να υποστηρίξει τις δραστηριότητες εισαγωγής των μικρών επιχειρήσεων στις εν λόγω αγορές μέσω ευρωπαϊκών συμβουλευτικών δομών.
- Να δρομολογήσει μια δέσμη μέτρων για τη στήριξη της χρηματοδότησης μέσω επιχειρηματικών κεφαλαίων και της χρηματοδότησης μετοχικού κεφαλαίου στην ΕΕ, όπου θα περιλαμβάνεται η κινητοποίηση των ιδιωτικών επενδύσεων με τη χρήση πόρων της ΕΕ μέσω πανευρωπαϊκών οργανισμών επενδύσεων σε μερίδια άλλων οργανισμών, κανονιστικής μεταρρύθμισης και προώθησης βέλτιστων πρακτικών όσον αφορά τα φορολογικά κίνητρα.
- Να προωθήσει καινοτόμες μορφές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, όπως η συλλογική διαδικτυακή χρηματοδότηση, οι ιδιωτικές τοποθετήσεις και τα κεφάλαια δανειακής προέλευσης, με παράλληλη διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και
- Να διερευνήσει τρόπους για τη δημιουργία μιας πανευρωπαϊκής προσέγγισης για την καλύτερη σύνδεση των ΜΜΕ με ένα φάσμα πηγών χρηματοδότησης.

Εξασφάλιση κατάλληλου κανονιστικού περιβάλλοντος για μακροπρόθεσμες και βιώσιμες επενδύσεις και χρηματοδότηση των υποδομών της Ευρώπης

Η Ευρώπη απαιτεί σημαντικό όγκο νέων μακροπρόθεσμων βιώσιμων επενδύσεων προκειμένου να διατηρήσει και να αυξήσει την ανταγωνιστικότητά της. Η δημόσια στήριξη μέσω μέτρων όπως το ύψους 315 δισεκατομμυρίων ευρώ επενδυτικό σχέδιο για την Ευρώπη μπορεί να βοηθήσει, απαιτούνται όμως περαιτέρω μέτρα για την προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων σε πιο μακροπρόθεσμο επίπεδο. Η Επιτροπή προτίθεται:

- Να επανεξετάσει ταχέως τις βαθμονομήσεις της οδηγίας «Φερεγγυότητα II», προκειμένου να αντικατοπτρίζονται καλύτερα οι πραγματικοί κίνδυνοι των επενδύσεων σε υποδομές, και στη συνέχεια να προβεί σε επανεξέταση της μεταχείρισης που προβλέπεται στο πλαίσιο του κανονισμού για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τα τραπεζικά ανοίγματα σε υποδομές και
- Να αξιολογήσει τις σωρευτικές επιπτώσεις των προηγούμενων ρυθμιστικών μεταρρυθμίσεων ώστε να διασφαλιστεί η συνοχή και η συνεκτικότητα, στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας της Επιτροπής για τη βελτίωση της νομοθεσίας και με βάση τις εργασίες που άρχισαν το 2013 στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο σχετικά με τη συνοχή της ευρωπαϊκής νομοθεσίας για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Αύξηση των επενδύσεων και των επιλογών του επενδυτικού κοινού και των θεσμικών επενδυτών

Οι καταθέσεις ταμειωτηρίου λιανικής που διακρατούνται άμεσα ή έμμεσα μέσω διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων, ασφαλιστικών εταιρειών και συνταξιοδοτικών ταμείων έχουν ουσιαστική σημασία για την απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών. Από τη διαβούλευση προέκυψε ότι για τους ιδιώτες επενδυτές που αποταμιεύουν για το μέλλον τους, η αύξηση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, της διαφάνειας, της βεβαιότητας και των επιλογών μπορεί να βοηθήσει στην πραγματοποίηση των σωστών επενδύσεων. Ο κλάδος διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων της Ευρώπης γενικά λειτουργεί ικανοποιητικά, αλλά πρέπει να γίνουν περισσότερα για να ενισχυθεί ο μηχανισμός διαβατηρίου και ο διασυνοριακός ανταγωνισμός. Η Επιτροπή προτρέπει:

- Να εξετάσει τρόπους για την ενίσχυση των επιλογών και του ανταγωνισμού στις διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες λιανικής και υπηρεσίες ασφαλίσεων μέσω Πράσινης Βίβλου που θα δημοσιευθεί αργότερα εντός του τρέχοντος έτους. Σκοπεύει επίσης να αξιολογήσει το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τις λιανικές επενδύσεις, με ιδιαίτερη έμφαση στη βελτίωση της διαφάνειας και της ποιότητας και διαθεσιμότητας επενδυτικών συμβουλών στο πλαίσιο της αυξημένης παροχής υπηρεσιών σε απευθείας σύνδεση.
- Να διερευνήσει τρόπους για την αύξηση των επιλογών όσον αφορά την συνταξιοδοτική αποταμίευση και για τη δημιουργία μιας ενωσιακής αγοράς προϊόντων ατομικής συνταξιοδότησης, τα οποία θα μπορούν να επιλέγουν οι συνταξιοδοτικοί φορείς όταν θα προτείνουν ιδιωτικές συντάξεις σε ολόκληρη την ΕΕ και
- Να δημιουργήσει ένα αποτελεσματικό ευρωπαϊκό διαβατήριο επενδυτικού κεφαλαίου που θα εξαλείψει τις διασυνοριακές προμήθειες και τα εμπόδια για την αύξηση του ανταγωνισμού και των επιλογών για τους καταναλωτές.

Ενίσχυση της ικανότητας των τραπεζών να χορηγούν δάνεια

Ως δανειστές σε σημαντικό τμήμα της οικονομίας και ως διαμεσολαβητές στις κεφαλαιαγορές, οι τράπεζες θα διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στην Ένωση Κεφαλαιαγορών. Οι τράπεζες έχουν ισχυρές τοπικές σχέσεις και γνώσεις: ο τραπεζικός δανεισμός θα εξακολουθήσει να είναι η κύρια πηγή χρηματοδότησης για πολλές επιχειρήσεις, παράλληλα με τις κεφαλαιαγορές. Η Επιτροπή προτρέπει:

- Να αναζωογονήσει τις απλές, διαφανείς και τυποποιημένες ευρωπαϊκές τιτλοποιήσεις προκειμένου να απελευθερώσει πόρους στους ισολογισμούς των τραπεζών και να παρέχει πρόσβαση σε επενδυτικές ευκαιρίες για τους μακροπρόθεσμους επενδυτές.
- Να διερευνήσει τη δυνατότητα για όλα τα κράτη μέλη να επωφελούνται από τις τοπικές πιστωτικές ενώσεις που λειτουργούν εκτός του πεδίου εφαρμογής των κανόνων της ΕΕ για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις τράπεζες.
- Να αξιολογήσει εάν και με ποιον τρόπο μπορεί να οικοδομηθεί ένα πανευρωπαϊκό πλαίσιο καλυμμένων ομολόγων, με βάση τα εθνικά καθεστώτα που λειτουργούν καλά, και να διερευνήσει τη σκοπιμότητα παρόμοιων χρηματοδοτικών μέσων για τη δανειοδότηση των ΜΜΕ.

Άρση των διασυνοριακών εμποδίων και ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών για το σύνολο των 28 κρατών μελών

Παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί τις τελευταίες δεκαετίες για την ανάπτυξη μιας ενιαίας αγοράς κεφαλαίων, εξακολουθούν να υπάρχουν πολλά εμπόδια που δυσχεραίνουν τις διασυνοριακές επενδύσεις. Αυτά καλύπτουν όλο το φάσμα από τα εμπόδια που προέρχονται από την εθνική νομοθεσία, όπως η νομοθεσία περί αφερεγγυότητας, η φορολογική νομοθεσία και η νομοθεσία για τις κινητές αξίες, έως στα εμπόδια που προκύπτουν από την κατακερματισμένη υποδομή της αγοράς. Ως εκ τούτου, θα προβούμε στις ακόλουθες ενέργειες:

- Διαβουλεύσεις σχετικά με τα βασικά εμπόδια όσον αφορά την αφερεγγυότητα και προώθηση μιας νομοθετικής πρωτοβουλίας σχετικά με τις διαδικασίες αφερεγγυότητας των επιχειρήσεων, που θα αντιμετωπίζει τα σημαντικότερα εμπόδια για την ελεύθερη ροή των κεφαλαίων και θα βασίζεται στα εθνικά καθεστάτα που λειτουργούν καλά·
- Αντιμετώπιση της αβεβαιότητας όσον αφορά την ιδιοκτησία των κινητών αξιών, και επιδίωξη βελτιώσεων στους μηχανισμούς εκκαθάρισης και διακανονισμού των διασυνοριακών συναλλαγών κινητών αξιών·
- Προώθηση της ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών και στα 28 κράτη μέλη, στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου και με την παροχή στα κράτη μέλη εξατομικευμένης υποστήριξης για την ενίσχυση της διοικητικής ικανότητας μέσω της Υπηρεσίας Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων της Επιτροπής·
- Συνεργασία με τις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές (ΕΕΑ) για την ανάπτυξη και την εφαρμογή μιας στρατηγικής για την ενίσχυση της εποπτικής σύγκλισης και τον εντοπισμό των τομέων στους οποίους μια πιο συλλογική προσέγγιση μπορεί να βελτιώσει τη λειτουργία της ενιαίας αγοράς κεφαλαίων·
- Άντληση διδαγμάτων από την προσεχή επανεξέταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) και από εργασίες που επιτελούνται σε διεθνές επίπεδο, ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι εθνικές και οι ευρωπαϊκές αρχές μακροπροληπτικής εποπτείας διαθέτουν τα μέσα για την κατάλληλη αντίδραση στις εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές.

Το παρόν σχέδιο δράσης θέτει τις βάσεις για μια εύρυθμη και ολοκληρωμένη Ένωση Κεφαλαιαγορών, που θα καλύπτει όλα τα κράτη μέλη, και θα συγκροτηθεί έως το 2019. Πρόκειται για μακροπρόθεσμο εγχείρημα, αλλά σκοπεύουμε να κινηθούμε γρήγορα. Η Επιτροπή θα αξιολογήσει τα επιτεύγματα και θα επαναξιολογήσει τις προτεραιότητες το 2017.

Η κατεύθυνση που πρέπει να ακολουθήσουμε είναι σαφής: να οικοδομήσουμε μια ενιαία αγορά κεφαλαίων από τη βάση προς την κορυφή, εντοπίζοντας τους φραγμούς και καταδαφίζοντάς τους έναν προς έναν, δημιουργώντας μια νέα δυναμική και προκαλώντας αυξανόμενη εμπιστοσύνη για επενδύσεις στο μέλλον της Ευρώπης. Η ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων ήταν μια από τις θεμελιώδεις αρχές με βάση τις οποίες οικοδομήθηκε η ΕΕ. Περισσότερα από 50 χρόνια μετά την υπογραφή της Συνθήκης της Ρώμης, πρέπει να αδράξουμε την ευκαιρία αυτή για να μετατρέψουμε το όραμα σε πραγματικότητα.

1. Η ΠΟΡΕΙΑ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ – ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΑ, ΤΙΣ ΝΕΟΣΥΣΤΑΤΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

Οι νέες, νεοσύστατες επιχειρήσεις είναι ζωτικής σημασίας για την προώθηση της ανάπτυξης στην οικονομία. Σε ολόκληρη την ΕΕ, οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ) απασχολούν 2 άτομα στα 3 και παράγουν αξία 58 λεπτά του ευρώ για κάθε ευρώ προστιθέμενης αξίας⁴. Οι επιχειρηματίες με ελπιδοφόρα επιχειρηματικά σχέδια πρέπει να είναι σε θέση να εξασφαλίζουν χρηματοδότηση για να υλοποιήσουν τις ιδέες τους. Οι επιτυχημένες επιχειρήσεις χρειάζονται πρόσβαση σε χρηματοδότηση με ελκυστικούς όρους για να χρηματοδοτήσουν την επέκτασή τους. Ωστόσο, οι δίαυλοι χρηματοδότησης για αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις που επιδιώκουν την άντληση μετοχικού κεφαλαίου ή αναζητούν άλλες μορφές πίστωσης εκτός του τραπεζικού συστήματος δεν είναι επαρκώς ανεπτυγμένοι στην Ευρώπη. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις ΜΜΕ της Ευρώπης, οι οποίες λαμβάνουν περισσότερο από το 75 % της εξωτερικής χρηματοδότησής τους με τραπεζικά δάνεια. Μια επιτυχημένη Ένωση Κεφαλαιαγορών αναμένεται ότι θα διευρύνει το φάσμα των δυνατοτήτων χρηματοδότησης για τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Οι ευκαιρίες αυτές θα πρέπει να υπάρχουν και να είναι διαθέσιμες για τους επιχειρηματίες στο σύνολο των 28 κρατών μελών της ΕΕ και σε όλα τα στάδια της «κλίμακας χρηματοδότησης».

1.1. Χρηματοδότηση της φάσης εκκίνησης

Τα ισχυρά τοπικά δίκτυα και σχέσεις των τραπεζών τους δίνουν τη δυνατότητα να παρέχουν το μεγαλύτερο μέρος της εξωτερικής χρηματοδότησης στις ευρωπαϊκές ΜΜΕ. Τα τελευταία χρόνια, συμπληρωματικό ρόλο στην τραπεζική χρηματοδότηση διαδραματίζει μια αυξανόμενη ποικιλία επιλογών μη τραπεζικής χρηματοδότησης που επίσης έχουν εμφανιστεί και βοηθούν τις επιχειρήσεις. Οι επιλογές αυτές λαμβάνουν διάφορες μορφές, όπως πλατφόρμες δανεισμού χρημάτων και πλατφόρμες χορηγών, πρακτόρευση επιχειρηματικών απαιτήσεων, δανειοδότηση μεταξύ ομοτίμων, συμμετοχική χρηματοδότηση που βασίζεται σε επενδύσεις ή υποστήριξη από επιχειρηματικούς αγγέλους.

Η συμμετοχική χρηματοδότηση, για παράδειγμα, αναπτύσσεται ταχύτατα σε ορισμένα κράτη μέλη. Υπάρχουν σήμερα περισσότερες από 500 πλατφόρμες που παρέχουν ένα ευρύ φάσμα υπηρεσιών στην ΕΕ⁵. Λόγω του κυρίως τοπικού χαρακτήρα των δραστηριοτήτων αυτών, τα κράτη μέλη που φιλοξενούν το μεγαλύτερο μέρος των δραστηριοτήτων συμμετοχικής χρηματοδότησης λαμβάνουν μέτρα για να αποσαφηνιστούν οι προϋποθέσεις για αυτό το νέο επιχειρηματικό μοντέλο. Οι πλατφόρμες συμμετοχικής χρηματοδότησης που βασίζονται σε κινητές αξίες μπορούν να εγκρίνονται βάσει της οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID) και επωφελούνται από διαβατήριο για την εκτέλεση υπηρεσιών και δραστηριοτήτων που υπόκεινται σε κανονιστική ρύθμιση σε ολόκληρη την ΕΕ⁶. Επί του παρόντος, δεν υπάρχει ενωσιακό πλαίσιο που να αφορά ειδικά την δανειοδότηση που βασίζεται σε συμμετοχική χρηματοδότηση. Η ΕΕ πρέπει να επιτύχει μια λεπτή ισορροπία μεταξύ των στόχων της προστασίας των επενδυτών και της συνεχούς επέκτασης της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Πρόωρη εισαγωγή κανονιστικών ρυθμίσεων μπορεί να παρεμποδίσει, και όχι να ευνοήσει, την ανάπτυξη αυτού του ταχέως αναπτυσσόμενου και

⁴ Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2014), Ετήσια έκθεση για τις ευρωπαϊκές ΜΜΕ: Μερική και εύθραυστη ανάκαμψη, σ. 24.

⁵ Εκτίμηση με βάση στοιχεία από 22 κράτη μέλη της ΕΕ το 2014. Πηγή: Crowdsurfer Ltd and Ernst & Young LLP, «Crowdfunding: Mapping EU markets and events study», 2015.

⁶ Εφόσον η πλατφόρμα συμμετοχικής χρηματοδότησης έχει λάβει άδεια λειτουργίας ως επιχείρηση επενδύσεων και συμμορφώνεται με τις σχετικές απαιτήσεις της οδηγίας MiFID.

καινοτόμου χρηματοδοτικού μέσου. Η Επιτροπή συγκρότησε ένα φόρουμ ενδιαφερόμενων μερών για τη συμμετοχική χρηματοδότηση για να στηρίξει τη χάραξη πολιτικής στον συγκεκριμένο τομέα και δρομολόγησε μια μελέτη για τη συγκέντρωση και ανάλυση δεδομένων σχετικά με τις αγορές συμμετοχικής χρηματοδότησης σε όλη την ΕΕ και να αξιολογήσει τον αντίκτυπο της εθνικής νομοθεσίας. Με βάση τις υπάρχουσες εργασίες⁷, η Επιτροπή θα δημοσιεύσει έκθεση σχετικά με την ανάπτυξη της ευρωπαϊκής συμμετοχικής χρηματοδότησης.

Η Επιτροπή θα αξιολογήσει τα εθνικά καθεστώτα και τις βέλτιστες πρακτικές και θα παρακολουθεί την εξέλιξη του τομέα της συμμετοχικής χρηματοδότησης. Μετά την αξιολόγηση αυτή, η Επιτροπή θα αποφασίσει σχετικά με τα καλύτερα μέσα προκειμένου να καταστεί δυνατή η ανάπτυξη του νέου αυτού διαύλου χρηματοδότησης σε ολόκληρη την Ένωση.

Οι επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών («επιχειρηματικοί άγγελοι») είναι συχνά έμπειροι επιχειρηματίες που επιθυμούν να προσφέρουν οικονομική και άλλη στήριξη σε νεοσύστατες επιχειρήσεις. Έχουν καταστεί ολοένα και σημαντικότερη πηγή μετοχικού κεφαλαίου στα στάδια εκκίνησης και πρώιμης φάσης της λειτουργίας μιας εταιρείας. Τα ποσά που επενδύονται από τους ευρωπαίους επιχειρηματικούς αγγέλους παραμένουν μικρά⁸ – 357 εκατ. ευρώ το 2013, εκ των οποίων περισσότερα από τα μισά συγκεντρώθηκαν σε 3 μόνο κράτη μέλη της ΕΕ (Ηνωμένο Βασίλειο, Ισπανία και Γαλλία)⁹. Η Ευρώπη χρειάζεται ένα ισχυρότερο δίκτυο επιχειρηματικών αγγέλων, που θα είναι ικανό να λειτουργεί σε διασυνοριακό επίπεδο εντός της ΕΕ. Η Επιτροπή θα συνεχίσει να υποστηρίζει τη διασυνοριακή δικτύωση και την ανάπτυξη ικανοτήτων για επιχειρηματικούς αγγέλους, με ιδιαίτερη έμφαση στις χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, για την ανάπτυξη διασυνοριακών πλατφορμών ώστε να συνδέονται οι επιχειρηματικοί άγγελοι με καινοτόμες ΜΜΕ και να διευκολύνεται η συγχρηματοδότηση.

1.2. Το στάδιο αρχικής επέκτασης

Οι ταχέως αναπτυσσόμενες εταιρείες, με υψηλό δυναμικό ανάπτυξης αλλά περιορισμένο κεφάλαιο κίνησης, μπορεί να αντιμετωπίσουν κενά χρηματοδότησης σε κρίσιμες στιγμές της επέκτασής τους. Οι τραπεζικές υπεραναλήψεις ή οι βραχυπρόθεσμες δανειακές διευκολύνσεις από μόνες τους συχνά δεν μπορούν να ανταποκριθούν στις ανάγκες αυτές. Οι εισηγήσεις που υποβλήθηκαν στο πλαίσιο της διαβούλευσης εντόπισαν την χρηματοδότηση κατά το στάδιο της επέκτασης ως το στάδιο στο οποίο το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ υστερεί περισσότερο. Δεδομένου ότι οι εν λόγω επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να μεγεθυνθούν στο μέλλον και να καταστούν μεγάλοι εργοδότες, οι χαμένες ευκαιρίες για την κοινωνία της ΕΕ ενδέχεται να είναι πολύ μεγάλες¹⁰.

⁷ Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, γνωμοδοτήσεις και συμβουλές σχετικά με επενδύσεις που βασίζονται σε συμμετοχική χρηματοδότηση, ESMA/2014/1378 και ESMA/1560, 18.12.2014· Γνώμη της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών για τη δανειοδότηση που βασίζεται σε συμμετοχική χρηματοδότηση, EBA/Op/2015/03, 26.03.2015.

⁸ Δεν είναι όλες οι επενδύσεις των επιχειρηματικών αγγέλων άμεσα μετρήσιμες. Ορισμένες εκτιμήσεις θεωρούν ότι οι συνολικές επενδύσεις των επιχειρηματικών αγγέλων ενδέχεται να είναι μεγαλύτερες από τις επενδύσεις κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες με ανεπτυγμένες αγορές επιχειρηματικών αγγέλων – βλ. ΟΟΣΑ (2011), Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors.

⁹ Πηγή: EBAN Statistics Compendium 2014. Υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα για 21 κράτη μέλη.

¹⁰ Στοιχεία από 15 χώρες του ΟΟΣΑ για την περίοδο 2001-11 δείχνουν ότι οι νέες επιχειρήσεις διαδραματίζουν κίριο ρόλο στη δημιουργία απασχόλησης. Οι νέες επιχειρήσεις συστηματικά δημιουργούν περισσότερες θέσεις απασχόλησης από όσες χάνουν. Ειδικότερα, οι νέες επιχειρήσεις που απασχολούν

Το κεφάλαιο επιχειρηματικού κινδύνου (επιχειρηματικό κεφάλαιο) μπορεί να διαδραματίσει καθοριστικό ρόλο για τη στήριξη της ανάπτυξης και προσφέρει στους επιχειρηματίες τη δυνατότητα να αντλούν χρηματοδότηση στην Ευρώπη καθώς και από το εξωτερικό. Το επιχειρηματικό κεφάλαιο είναι κατά κανόνα μακροπρόθεσμο (μετοχικό) κεφάλαιο, που διοχετεύεται μέσω εταιρειών επενδύσεων οι οποίες συγκεντρώνουν το επενδυτικό ενδιαφέρον και διαφοροποιούν τους κινδύνους. Ωστόσο, το μέγεθος των εταιρειών επενδύσεων επιχειρηματικού κεφαλαίου της ΕΕ παραμένει σχετικά μικρό. Με κεφάλαια της τάξης των 60 εκατ. ευρώ περίπου, η μέση ευρωπαϊκή εταιρεία επενδύσεων επιχειρηματικού κεφαλαίου έχει μόνο το ήμισυ του μεγέθους του αντίστοιχου στις ΗΠΑ, ενώ το 90 % περίπου των ευρωπαϊκών επενδύσεων επιχειρηματικού κεφαλαίου είναι συγκεντρωμένο σε 8 μόνο κράτη μέλη¹¹. Ο επιμερισμός του κινδύνου με τον δημόσιο τομέα μπορεί να συμβάλει στην αύξηση του μεγέθους των εταιρειών επενδύσεων επιχειρηματικού κεφαλαίου στην Ευρώπη και του αποτυπώματος του εν λόγω κλάδου στο σύνολο των 28 κρατών μελών, ενεργώντας ταυτόχρονα ως καταλύτης για τις επενδύσεις του ιδιωτικού τομέα, στηρίζοντας την προώθηση της αύξησης της κλίμακας, της διαφοροποίησης και της γεωγραφικής τους εμβέλειας. Η προώθηση των οργανισμών επενδύσεων σε μερίδια άλλων οργανισμών θα μπορούσε ιδιαίτερα να συμβάλλει στην διεύρυνση των ιδιωτικών επενδύσεων σε επιχειρηματικά κεφάλαια μέσω της προσέλκυσης θεσμικών επενδυτών.

Η νομοθεσία της ΕΕ προσπάθησε να θεσπίσει τις κανονιστικές προϋποθέσεις για έναν επιτυχημένο κλάδο επιχειρηματικού κεφαλαίου στην ΕΕ. Ειδικότερα, ο κανονισμός για τις ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου (ΕΕΕΚ)¹² και ο κανονισμός για τα ευρωπαϊκά ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας (ΕΤΚΕ)¹³ καθορίζουν τους όρους υπό τους οποίους τα εν λόγω κεφάλαια μπορούν να διατίθενται στην αγορά σε θεσμικούς επενδυτές και σε ιδιώτες υψηλής καθαρής θέσης σε ολόκληρη την ΕΕ. Ωστόσο, τα διαβατήρια ΕΕΕΚ και ΕΤΚΕ είναι επί του παρόντος διαθέσιμα μόνον σε μικρότερους φορείς επενδυτικών ταμείων που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια περιουσιακών στοιχείων μεγέθους κάτω των 500 εκατομμυρίων ευρώ. Ενδεχόμενες τροποποιήσεις των κανονισμών αυτών θα μπορούσαν να ενισχύσουν την αποτελεσματικότητα των διαβατηρίων, επιτρέποντας π.χ. στους διαχειριστές μεγαλύτερων ταμείων να ιδρύουν και να διαθέτουν στην αγορά ΕΕΕΚ και ΕΤΚΕ, μειώνοντας το όριο επενδύσεων κεφαλαίων προκειμένου να προσελκύουν περισσότερους επενδυτές και επιταχύνοντας τη διασυνοριακή εμπορική προώθηση και τις επενδύσεις.

Μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν φορολογικά κίνητρα για τη στήριξη της χρηματοδότησης μετοχικού κεφαλαίου, ιδίως για τις καινοτόμες επιχειρήσεις και τις νεοσύστατες επιχειρήσεις¹⁴. Η Επιτροπή θα εξετάσει τους τρόπους με τους οποίους τα εθνικά φορολογικά κίνητρα για τις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου και τους επιχειρηματικούς αγγέλους μπορούν να ενθαρρύνουν τις επενδύσεις σε ΜΜΕ και νεοσύστατες επιχειρήσεις και να προωθήσουν τις βέλτιστες πρακτικές μεταξύ των κρατών μελών.

λιγότερους από 50 εργαζομένους, αντιπροσωπεύουν περίπου το 11 % της απασχόλησης και γενικά αντιπροσωπεύουν περισσότερο από το 33 % του συνόλου της δημιουργίας θέσεων απασχόλησης στον τομέα των επιχειρήσεων, ενώ το μερίδιό τους στην απώλεια θέσεων απασχόλησης είναι περίπου 17 %. (Πηγή: ΟΟΣΑ (2013), πίνακας αποτελεσμάτων για την επιστήμη, την τεχνολογία και τη βιομηχανία).

¹¹ Πηγή: European Private Equity & Venture Capital Association.

¹² Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 345/2013.

¹³ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 346/2013.

¹⁴ Οι κατευθυντήριες γραμμές της Επιτροπής για τις κρατικές ενισχύσεις που αφορούν κεφάλαια κινδύνου αποσαφηνίζουν τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες τα κράτη μέλη μπορούν να θεσπίσουν καθεστώτα για την προώθηση των επιχειρηματικών κεφαλαίων, 2014/C 19/04.

Συμπληρωματικά προς τη χρηματοδότηση που παρέχεται στα επιχειρηματικά κεφάλαια και τις ΜΜΕ στο πλαίσιο του επενδυτικού σχεδίου, η Επιτροπή θα προωθήσει μια ολοκληρωμένη δέσμη μέτρων για τη στήριξη των επιχειρηματικών κεφαλαίων και της χρηματοδότησης με επιχειρηματικά κεφάλαια στην ΕΕ. Η δέσμη αυτή θα περιλαμβάνει την τροποποίηση της νομοθεσίας περί ΕΕΕΚ και ΕΤΚΕ και προτάσεις για μια σειρά πανευρωπαϊκών οργανισμών επενδύσεων σε μερίδια άλλων οργανισμών επιχειρηματικού κεφαλαίου και πολυκρατικούς οργανισμούς επενδύσεων, που υποστηρίζονται από τον προϋπολογισμό της ΕΕ, με σκοπό την κινητοποίηση ιδιωτικών κεφαλαίων. Η ολοκληρωμένη αυτή δέσμη μέτρων θα περιλαμβάνει επίσης την προώθηση βέλτιστων πρακτικών για φορολογικά κίνητρα.

Οι δημόσιες αρχές μπορούν επίσης να στηρίζουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όσον αφορά τη σύσταση επιχειρηματικών αναπτυξιακών ταμείων για την προώθηση της ανάπτυξης του μετοχικού κεφαλαίου των ΜΜΕ. Η ανταλλαγή βέλτιστων πρακτικών μεταξύ των κρατών μελών σχετικά με το πώς μπορούν να δημιουργηθούν επιχειρηματικά αναπτυξιακά ταμεία θα επεκτείνει τα οφέλη των συστημάτων αυτών σε ένα ευρύτερο φάσμα ΜΜΕ. Η Επιτροπή θα συνεργαστεί με τα κράτη μέλη και τις αρχές προληπτικής εποπτείας για την υποστήριξη της ανάπτυξης επιχειρηματικών αναπτυξιακών ταμείων υπό την ηγεσία της βιομηχανίας για τη στήριξη του μετοχικού κεφαλαίου των ΜΜΕ.

1.3. Στήριξη των ΜΜΕ που αναζητούν χρηματοδότηση

Το κενό πληροφόρησης μεταξύ ΜΜΕ και επενδυτών μπορεί να αποτελέσει εμπόδιο για την εξωτραπεζική χρηματοδότηση. Ειδικότερα, το κόστος της αναζήτησης αποτρέπει τους δυνητικούς επενδυτές από τον εντοπισμό και την αξιολόγηση ελκυστικών επιχειρήσεων στις οποίες μπορούν να επενδύσουν. Είναι απαραίτητο, αφενός, να συνειδητοποιήσουν καλύτερα οι μικρές επιχειρήσεις που χρειάζονται χρηματοδότηση τις βασισμένες στην αγορά επιλογές χρηματοδότησης που είναι διαθέσιμες σε αυτές και, αφετέρου, να καταστούν οι επιχειρήσεις περισσότερο ορατές στους πιθανούς τοπικούς επενδυτές και τους επενδυτές σε πανευρωπαϊκό επίπεδο.

Η διαθεσιμότητα καθοδήγησης των βασισμένων στην αγορά επιλογών χρηματοδότησης για τις ΜΜΕ, μέσω μιας σειράς μέσων κρατικής πρωτοβουλίας και μέσω των βασισμένων στην αγορά, αποτελεί το πρώτο βήμα. Η παρούσα ανακοίνωση θα μπορούσε να ξεκινήσει από την παροχή ενημέρωσης από τις τράπεζες στις ΜΜΕ σχετικά με τους λόγους για την άρνηση χορήγησης της πίστωσης που έχουν ζητήσει¹⁵, οι οποίοι σε ορισμένες περιπτώσεις ενδέχεται να είναι το γεγονός ότι υπάρχουν καταλληλότερες εναλλακτικές επιλογές χρηματοδότησης.

Συμβουλευτική στήριξη είναι ολοένα και περισσότερο διαθέσιμη μέσω μιας σειράς συστημάτων οδηγούμενων από τον δημόσιο και τον ιδιωτικό τομέα σε ορισμένα κράτη μέλη¹⁶. Η Επιτροπή θα διευκολύνει την ανταλλαγή βέλτιστων πρακτικών για την προώθηση της διαθεσιμότητας αποτελεσματικών πηγών πληροφοριών και υποστήριξης για τις ΜΜΕ που αναζητούν βασισμένη στην αγορά χρηματοδότηση σε όλα τα κράτη μέλη.

Αυτή η τοπική ή εθνική υποδομή για επικοινωνία σχετικά με νέες ευκαιρίες χρηματοδότησης θα μπορούσε να χρησιμεύσει ως δομικός λίθος για ένα σύστημα πληροφοριών το οποίο θα συνδέει τους υποψήφιους παρόχους εξωτερικής χρηματοδότησης με τις ΜΜΕ που αναζητούν

¹⁵ Όπως ορίζεται από τον πιο πρόσφατο κανονισμό για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, άρθρο 431 παράγραφος 4.

¹⁶ Στα παραδείγματα περιλαμβάνονται, μεταξύ άλλων, οι Aktiespararna (Σουηδία), Médiateur du Credit (Γαλλία), Better Business Finance (ΗΒ), Investomierz (Πολωνία) και Industrie- und Handelskammern (Γερμανία).

χρηματοδότηση σε όλη την Ευρώπη. Διασυνδριακές διασυνδέσεις θα μπορούσαν να συνδέσουν τα υφιστάμενα εθνικά συστήματα έτσι ώστε να επιτευχθεί η προσέγγιση μεταξύ επενδυτών και ΜΜΕ σε ολόκληρη την Ευρώπη. Ένα σύστημα το οποίο θα συνδέει τις εθνικές δομές θα διατηρεί τις γνώσεις που υπάρχουν σε τοπικό επίπεδο, οι οποίες είναι σημαντικές στον τομέα των ΜΜΕ, και θα επιτρέπει στις ΜΜΕ να θέτουν στη διάθεση των επενδυτών σε ευρωπαϊκό επίπεδο ένα σύνολο βασικών χρηματοοικονομικών και πιστωτικών δεδομένων. Προϋπόθεση για να παρέχει προστιθέμενη αξία ένα τέτοιο σύστημα θα είναι η επαρκής συγκρισιμότητα των βασικών στοιχείων, ώστε οι υποψήφιοι επενδυτές σε ολόκληρη την ΕΕ να έχουν στη διάθεσή τους μια ακριβή και αξιόπιστη εικόνα της οικονομικής κατάστασης των ΜΜΕ. Η συμμετοχή των ΜΜΕ στο εν λόγω σύστημα και η παροχή οποιωνδήποτε πληροφοριών θα είναι σε εθελοντική βάση. Μια πρόσφατη χαρτογράφηση¹⁷ των πιστωτικών πληροφοριών για τις ΜΜΕ από την Επιτροπή αποκάλυψε μεγάλη ανομοιογένεια στην ΕΕ όσον αφορά τις πληροφορίες που ανταλλάσσονται, από ποιον, πώς κατανέμονται και ποιός έχει πρόσβαση σε αυτές. Η τυποποίηση των πιστωτικών δεδομένων θα διευκολυνθεί με τη νέα βάση δεδομένων AnaCredit της ΕΚΤ για τα εταιρικά δάνεια, η οποία θα είναι σε προσβάσιμη στο διαδίκτυο το 2018.

Η Επιτροπή θα προωθήσει μια ολοκληρωμένη στρατηγική για την αντιμετώπιση των πληροφοριακών εμποδίων που εμποδίζουν τις ΜΜΕ και τους μελλοντικούς επενδυτές να εντοπίζουν ευκαιρίες χρηματοδότησης ή επενδυτικές ευκαιρίες, με τους εξής τρόπους:

- **συνεργασία με τις ευρωπαϊκές ομοσπονδίες τραπεζών και επιχειρηματικές οργανώσεις για τη διάρθρωση των πληροφοριών που παρέχουν οι τράπεζες που απορρίπτουν τις αιτήσεις των ΜΜΕ για χορήγηση πίστωσης·**
- **συνεργασία με το δίκτυο «Enterprise Europe Network», με στόχο τη χαρτογράφηση των υφιστάμενων τοπικών ή εθνικών ικανοτήτων στήριξης και παροχής συμβουλών σε ολόκληρη την ΕΕ προκειμένου να διαδοθούν βέλτιστες πρακτικές σχετικά με την παροχή βοήθειας στις ΜΜΕ, οι οποίες θα μπορούσαν να επωφεληθούν από τις εναλλακτικές επιλογές χρηματοδότησης·**
- **με βάση το έργο που έχει επιτελεστεί από την ΕΚΤ και τα κράτη μέλη, διερεύνηση τρόπων ανάπτυξης ή υποστήριξης πανευρωπαϊκών συστημάτων πληροφοριών που θα συνδέουν τα εθνικά συστήματα προκειμένου να φέρουν σε επαφή τις ΜΜΕ που αναζητούν χρηματοδότηση με τους παρόχους χρηματοδότησης και ανάληψη περαιτέρω δράσης, εφόσον χρειάζεται.**

1.4. Επενδυτικά ταμεία που εκδίδουν δάνεια

Μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές ή επενδυτικά ταμεία μπορούν να επενδύουν σε μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις ή να εκδίδουν απευθείας δάνεια (ενίοτε στο πλαίσιο εταιρικής σχέσης με τράπεζες) για μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, παρέχοντας κατ' αυτόν τον τρόπο τη δυνατότητα για περαιτέρω διαφοροποίηση της πιστωτικής διαμεσολάβησης και για αύξηση των ευκαιριών χρηματοδότησης. Σύμφωνα με ορισμένες εκτιμήσεις, στο τέλος του 2014, ολοκληρώθηκαν πάνω από 350 πράξεις από 36 εναλλακτικούς δανειστές σε λίγο περισσότερο από δύο έτη. Ο όγκος των συναλλαγών που πραγματοποιούνται από επενδυτικά ταμεία που χορηγούν απευθείας δανειοδότηση στην Ευρώπη αυξήθηκε κατά 43 % μεταξύ 2013 και 2014. Σήμερα, υπάρχουν 40 ενεργά επενδυτικά ταμεία που χορηγούν απευθείας δανειοδότηση (έναντι 18 το 2012) και άλλα 81 νέα επενδυτικά ταμεία στην αγορά που επιδιώκουν να

¹⁷ Βλ. Έκθεση σχετικά με την χρηματοπιστωτική σταθερότητα και ενοποίηση στην Ευρώπη, Απρίλιος 2015, Κεφάλαιο 7.

συγκεντρώσουν περίπου 70 δισ. ευρώ¹⁸. Αυτό θα μπορούσε να εξελιχθεί σε μία δυνητικά σημαντική μελλοντική πηγή εξωτραπεζικής πίστωσης.

Οι ΕΕΕΚ και τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια (ΕΜΕΚ)¹⁹ μπορούν να εκδίδουν δάνεια σε περιορισμένο βαθμό. Ορισμένα κράτη μέλη έχουν επίσης θεσπίσει εξειδικευμένα καθεστώτα στα εθνικά νομικά τους πλαίσια για να καθορίσουν τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες οι οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων μπορούν να εκδίδουν δάνεια. Η κατάσταση αυτή οδηγεί σε επενδυτικά ταμεία που ασκούν διασυνοριακές δραστηριότητες και πρέπει να συμμορφώνονται με διαφορετικές απαιτήσεις για τις δανειοδοτικές τους δραστηριότητες. Η αποσαφήνιση της μεταχείρισης των φορέων που εκδίδουν δάνεια στο κανονιστικό πλαίσιο θα μπορούσε να διευκολύνει τη διασυνοριακή ανάπτυξη, διασφαλίζοντας παράλληλα ότι η κανονιστική ρύθμιση στην οποία υπόκεινται είναι κατάλληλη από την άποψη της προστασίας των επενδυτών και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Η Επιτροπή θα συνεργαστεί με τα κράτη μέλη και τις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές προκειμένου να αξιολογηθεί η ανάγκη για συντονισμένη προσέγγιση για την έκδοση δανείων από επενδυτικά ταμεία και η σκοπιμότητα ενός μελλοντικού πλαισίου της ΕΕ.

1.5. Ιδιωτικές τοποθετήσεις

Οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις εκδηλώνουν όλο και περισσότερο ενδιαφέρον για τη χρησιμοποίηση των αγορών «ιδιωτικών τοποθετήσεων» για την άντληση κεφαλαίων (συνήθως άνω των 20 εκατομμυρίων ευρώ) μέσω της έκδοσης χρεωστικών μέσων προς θεσμικούς ή άλλους έμπειρους επενδυτές. Λόγω του περιορισμένου αριθμού και είδους των επενδυτών, ο εν λόγω δίαυλος χρηματοδότησης συνεπάγεται λιγότερο επαχθείς κανονιστικές απαιτήσεις²⁰. Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις στην Ευρώπη αυξήθηκαν κατά περίπου 30 % το 2014 - από 13 δισ. ευρώ το 2013 σε 17 δισ. ευρώ το 2014²¹. Ωστόσο, ένας ακόμα μεγαλύτερος όγκος κεφαλαίων αντλήθηκε από ευρωπαϊκές εταιρείες στις αγορές των ΗΠΑ μέσω ιδιωτικών τοποθετήσεων. Οι ευρωπαϊκές ιδιωτικές τοποθετήσεις περιορίζονται επίσης σε μικρό αριθμό χωρών. Από κοινού, οι σκέψεις αυτές δείχνουν ότι υπάρχει δυνατότητα για περαιτέρω ανάπτυξη του διαύλου αυτού στην Ευρώπη. Η Επιτροπή έχει ήδη επισημάνει τις περιορισμένες τυποποιημένες διαδικασίες και έγγραφα ως εμπόδια για την περαιτέρω ανάπτυξη. Για τον λόγο αυτό, η Επιτροπή υποστηρίζει πλήρως το έργο της ICMA²² και το γερμανικό καθεστώς *Schuldscheine*²³ για τα ζητήματα αυτά και θα επιδιώξει την αξιοποίηση των βέλτιστων πρακτικών και την προώθησή τους σε ολόκληρη την ΕΕ μέσω κατάλληλων πρωτοβουλιών.

¹⁸ Πηγή: AIMA, Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment, Μάιος 2015.

¹⁹ Κανονισμός σχετικά με τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια, PE-CONS 97/14, 20.03.2015.

²⁰ Το 52 % των πράξεων ιδιωτικών τοποθετήσεων, με εξαίρεση τις πράξεις στη γερμανική αγορά *Schuldscheine*, είναι εισηγμένες. Πηγή: S&P First European Private Placement League Table, 2015.

²¹ Πηγή: S&P

²² Τον Φεβρουάριο του 2015, η ICMA δημοσίευσε τον πανευρωπαϊκό οδηγό εταιρικών ιδιωτικών τοποθετήσεων. Ο εν λόγω οδηγός προωθεί τη χρήση τυποποιημένων εγγράφων που παράγονται από την Loan Market Association (που διέπεται από το αγγλικό δίκαιο) και το Euro-PP Working Group (που διέπεται από το γαλλικό δίκαιο). Η πρωτοβουλία αυτή επικεντρώνεται αποκλειστικά στο εταιρικό χρέος.

²³ Για παράδειγμα, ο γερμανικός κλάδος ασφαλίσεων έχει αναπτύξει ένα απλό καθεστώς, που αναγνωρίζεται από το BaFin, το οποίο επιτρέπει στους ασφαλιστές να υπολογίζουν εύκολα μια προκαθορισμένη σειρά οικονομικών δεικτών για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, καθώς και να αξιολογούν τη συμμόρφωση με τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τις επενδύσεις ιδιωτικών τοποθετήσεων.

2. ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΟΣΩΝ ΑΦΟΡΑ ΤΗΝ ΕΙΣΟΔΟ ΚΑΙ ΤΗΝ ΑΝΤΛΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΕ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Οι δημόσιες προσφορές χρεωστικών ή συμμετοχικών τίτλων είναι η κύρια οδός χρηματοδότησης για μεσαίου και μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις που επιδιώκουν να αντλήσουν άνω των 50 εκατ. ευρώ. Παρέχουν πρόσβαση στο ευρύτερο δυνατό σύνολο φορέων χρηματοδότησης και παρέχουν μια δυνατότητα εξόδου για τους ιδιώτες επενδυτές σε μετοχικό κεφάλαιο και τους επιχειρηματικούς αγγέλους. Οι δημόσιες αγορές έχουν ζωτική σημασία για τις υψηλής ανάπτυξης μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις που επιθυμούν να εδραιωθούν σε παγκόσμιο επίπεδο. Για παράδειγμα, οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στην AIM (Εναλλακτική Αγορά Επενδύσεων)²⁴ σημείωσαν κατά μέσο όρο αύξηση του κύκλου εργασιών τους κατά 37 % και αύξηση της απασχόλησης κατά 20 % εντός του έτους μετά την αρχική δημόσια προσφορά²⁵. Συνεπώς, οι αποτελεσματικές δημόσιες αγορές αποτελούν καίριες σημασίας κρίκο στην αλυσίδα χρηματοδότησης.

Ενώ οι ευρωπαϊκές δημόσιες αγορές μετοχικού κεφαλαίου και χρεωστικών τίτλων έχουν εξελιχθεί σημαντικά τις τελευταίες δεκαετίες, εξακολουθούν να υστερούν σε σχέση με άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες. Επιπλέον, η εικόνα εμφανίζει μεγάλες διαφοροποιήσεις σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ. Το γεγονός αυτό εν μέρει αντικατοπτρίζει το διαφορετικό μέγεθος και τις διαφορετικές ανάγκες χρηματοδότησης των εταιρειών, καθώς και τις προτιμήσεις για συνέχιση της οικογενειακής ιδιοκτησίας και ελέγχου των εταιρειών²⁶. Ωστόσο, η διαβούλευση για την Ένωση Κεφαλαιαγορών υπογράμμισε επίσης τις ευρύτερες ανησυχίες ότι το κανονιστικό περιβάλλον της ΕΕ ενδέχεται να μην είναι ευνοϊκό για την περαιτέρω ανάπτυξη των εν λόγω διαύλων χρηματοδότησης. Για παράδειγμα, η πρόσφατη έκθεση της ειδικής ομάδας ΑΔΠ της ΕΕ εκτιμά ότι το κόστος μόνο των τελών για δικαιώματα εισόδου για αρχικές δημόσιες προσφορές (ΑΔΠ) μεγέθους κάτω των 6 εκατ. ευρώ ανέρχεται σε 10 έως 15 % της αξίας της συναλλαγής. Συγκριτικά, για μεγαλύτερες συναλλαγές (50-100 εκατ. ευρώ) τα εν λόγω τέλη είναι περίπου 5-8 %²⁷. Επί του παρόντος, πολλές ΜΜΕ θεωρούν ότι το εν λόγω αρχικό (και το συνεχιζόμενο) κόστος εισόδου υπερβαίνει τα οφέλη από την εισαγωγή στο χρηματιστήριο²⁸. Η μείωση του κόστους εισόδου θα μπορούσε να επιτρέψει σε περισσότερες επιχειρήσεις την άντληση κεφαλαίων σε δημόσιες αγορές²⁹.

Η πύλη για τις δημόσιες αγορές για τις επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια είναι το ενημερωτικό δελτίο. Τα ενημερωτικά δελτία αποτελούν υποχρεωτικά βάσει του νόμου έγγραφα που παρουσιάζουν όλα τα στοιχεία σχετικά με την εταιρεία τα οποία χρειάζονται οι επενδυτές προκειμένου να λαμβάνουν τεκμηριωμένες αποφάσεις για το αν θα επενδύσουν ή

²⁴ Ειδικός για τις ΜΜΕ πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) του Χρηματιστηρίου Αξιών του Λονδίνου.

²⁵ Improving the market performance of business information regarding SMEs, ECSIP Consortium 2013.

²⁶ Το 2009, οι οικογενειακές επιχειρήσεις αντιπροσώπευαν περισσότερο από το 60 % του συνόλου των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων. Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, τελική έκθεση της ομάδας εμπειρογνομόνων «Επισκόπηση για θέματα οικογενειακών επιχειρήσεων»: έρευνα, δίκτυα, μέτρα πολιτικής και υφιστάμενες μελέτες.

²⁷ Έκθεση ΑΔΠ της ΕΕ εκδοθείσα από την ευρωπαϊκή ειδική ομάδα ΑΔΠ (ευρωπαίοι εκδότες, EVCA και FESE), 23 Μαρτίου 2015.

²⁸ Έκθεση Demarigny, An EU-listing Small Business Act, Μάρτιος 2010.

²⁹ Μια πρόσφατη μελέτη της δείχνει ότι το μέσο κόστος για τους επενδυτές που αναζητούν πληροφορίες σχετικά με μια επένδυση είναι 58 δολάρια στις ΗΠΑ έναντι 430 ευρώ στην ΕΕ.

όχι. Οι απαιτήσεις για τα ενημερωτικά δελτία έχουν εναρμονιστεί, ώστε να καθίσταται δυνατή η σύγκριση των επενδυτικών ευκαιριών σε ολόκληρη την ΕΕ. Ωστόσο, η κατάρτισή τους είναι δαπανηρή και επαχθής, ιδίως για τις ΜΜΕ, και κατά κανόνα έχουν έκταση εκατοντάδων σελίδων. Για τους επενδυτές, μπορεί να είναι πολύπλοκα και υπερβολικά λεπτομερή, και οι πληροφορίες που είναι ζωτικής σημασίας για τις επενδύσεις είναι δύσκολο να προσδιοριστούν.

Η Επιτροπή θα εκσυγχρονίσει την οδηγία για το ενημερωτικό δελτίο³⁰. Έτσι θα επικαιροποιηθεί το πότε χρειάζεται ενημερωτικό δελτίο, θα εξορθολογιστούν οι απαιτούμενες πληροφορίες και η διαδικασία έγκρισης, και θα δημιουργηθεί ένα πραγματικά αναλογικό καθεστώς στο πλαίσιο του οποίου οι ΜΜΕ να καταρτίζουν ενημερωτικό δελτίο και θα έχουν πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές. Η Επιτροπή θα διερευνήσει επίσης τρόπους στήριξης των ΜΜΕ σχετικά με τη διαδικασία εισόδου σε δημόσιες αγορές μέσω ευρωπαϊκών συμβουλευτικών δομών, όπως, για παράδειγμα, ο ευρωπαϊκός κόμβος επενδυτικών συμβουλών.

Πέραν του ενημερωτικού δελτίου, υπάρχουν πολλές άλλες προκλήσεις όσον αφορά την άντληση κεφαλαίων από το κοινό. Οι αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ, που θεσπίστηκαν με την οδηγία MiFID II θα προσφέρουν, από το 2017, ένα εφελκυστικό που θα επιτρέπει στις νέες επιχειρήσεις να προετοιμάζονται για ενδεχόμενη εισαγωγή σε μεγαλύτερο χρηματιστήριο. Η δημιουργία αυτής της ειδικής αγοράς μπορεί να έχει ιδιαίτερη σημασία για την ανάπτυξη τοπικών αγορών ή νέων εκδοτών. Προκειμένου να αξιοποιηθούν πλήρως τα οφέλη των εν λόγω ειδικών πλατφορμών για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα εξασφαλίσει, μέσω της εφαρμογής της οδηγίας MiFID II, ότι οι απαιτήσεις που εφαρμόζονται σε αυτές επιτυγχάνουν τη σωστή ισορροπία ανάμεσα στην παροχή επαρκούς προστασίας των επενδυτών και την αποφυγή περιττού διοικητικού φόρτου.

Για τους επενδυτές, η πρόσβαση σε ΜΜΕ με υψηλό αναπτυξιακό δυναμικό σε δημόσιες αγορές μπορεί να είναι ελκυστική λόγω της δυναμικής απόδοσης και των οφελών διαφοροποίησης. Ωστόσο, μπορεί να αποθαρρύνονται λόγω των φτωχότερων πηγών πληροφοριών και της χαμηλότερης ρευστότητας³¹. Οι εισηγήσεις της διαβούλευσης υπογράμμισαν την έλλειψη έρευνας για τις ΜΜΕ από τους οικονομικούς αναλυτές³² και τις πρόσθετες απαιτήσεις υποβολής στοιχείων ως δύο μείζονες προκλήσεις για τις ΜΜΕ που προσπαθούν να εισαχθούν σε δημόσιες χρηματιστηριακές αγορές. Πολλές ΜΜΕ που έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) αναφέρουν χρηματοοικονομικές πληροφορίες μόνο με βάση τα εθνικά λογιστικά πρότυπα, πράγμα που ενδέχεται να μην είναι επαρκές για να καλυφθούν οι ανάγκες των διεθνών επενδυτών λόγω της έλλειψης συγκρισιμότητας. Η Επιτροπή θα διερευνήσει επίσης μαζί με το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) τη δυνατότητα ανάπτυξης μιας εθελοντικής κατάλληλα προσαρμοσμένης λογιστικής λύσης, η οποία θα μπορούσε να χρησιμοποιείται για τις εταιρείες που εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ.

³⁰ Στο πλαίσιο του προγράμματος REFIT της Επιτροπής για την απλούστευση και τη μείωση του κανονιστικού φόρτου.

³¹ Βλ. μελέτη της Επιτροπής: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs

³² Για παράδειγμα, στην απάντηση της APG στη διαβούλευση αναφέρεται ότι το 50 % των ΜΜΕ που είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια Euronext του Αμστερνταμ, των Βρυξελλών, του Παρισιού και της Λισαβόνας δεν στηρίζονται σε καμία οικονομική έρευνα και το 16 % έχουν μόνο έναν αναλυτή που τις καλύπτει.

Η Επιτροπή θα επανεξετάσει τα ρυθμιστικά εμπόδια για τις μικρές επιχειρήσεις όσον αφορά την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε δημόσιες αγορές και θα συνεργαστεί στενά με τις νέες αγορές ανάπτυξης MME στο πλαίσιο της οδηγίας MiFID II, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι το ρυθμιστικό περιβάλλον για τις εν λόγω αγορές που θα έχουν τον ρόλο εκκολαπτηρίου επιχειρήσεων θα είναι το κατάλληλο για τον σκοπό αυτό.

Για τις μεγαλύτερες επιχειρήσεις, τα εταιρικά ομόλογα είναι βασικός μηχανισμός για την άντληση δανειακών κεφαλαίων σε μεγαλύτερη κλίμακα. Ενισχυόμενη από τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια, οι συνολικές εκδόσεις εταιρικών ομολόγων εκφρασμένων σε ευρώ από μη χρηματοπιστωτικές εταιρείες διπλασιάστηκαν σχεδόν μεταξύ 2008 και 2014, ανερχόμενες σε 340 δισεκατομμύρια ευρώ³³.

Παρά τις πρωτοφανείς πρωτογενείς εκδόσεις, ορισμένοι από τους φορείς της αγοράς έχουν εκφράσει ανησυχίες σχετικά με την περιορισμένη ρευστότητα στις δευτερογενείς αγορές, γεγονός που καθιστά δυσχερείς τις συναλλαγές αγοράς και πώλησης των εν λόγω μέσων. Η περιορισμένη ρευστότητα μπορεί να οδηγήσει σε υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου μειωμένης ρευστότητας και μεγαλύτερο κόστος δανεισμού. Εάν επιδεινωθούν οι συνθήκες, ορισμένες εταιρείες θα μπορούσαν γρήγορα να αντιμετωπίσουν αυξημένες δυσκολίες όσον αφορά την πρόσβαση σε αγορές ομολόγων.

Η Επιτροπή θα επανεξετάσει τη λειτουργία των αγορών εταιρικών ομολόγων της ΕΕ, με επίκεντρο τον τρόπο με τον οποίο μπορεί να βελτιωθεί η ρευστότητα της αγοράς, τις δυνητικές επιπτώσεις των κανονιστικών μεταρρυθμίσεων, τις εξελίξεις της αγοράς και την εθελοντική τυποποίηση της τεκμηρίωσης των προσφορών.

Η δημιουργία ενός ενοποιημένου δελτίου παρακολούθησης για τις μετοχές από το 2017 και για τα μετοχικά χρηματοπιστωτικά μέσα από το 2018, όπως απαιτείται από την οδηγία MiFID II, θα καταστήσει ευκολότερο για τις ρυθμιστικές αρχές και τους συμμετέχοντες στην αγορά να έχουν μια καλύτερη εικόνα της αγοράς, πράγμα που αναμένεται ότι θα αυξήσει την ελκυστικότητα των κεφαλαιαγορών της ΕΕ ως επενδυτικών προορισμών. Η Επιτροπή θα συνεχίσει να παρακολουθεί τις εξελίξεις σε αυτόν τον τομέα.

Οι διαφορές στη φορολογική μεταχείριση των διαφόρων χρηματοδοτικών μέσων ενδέχεται να εμποδίσουν την αποτελεσματική χρηματοδότηση από την κεφαλαιαγορά. Η προτιμησιακή φορολογική μεταχείριση του χρέους, που απορρέει από το δικαίωμα έκπτωσης των πληρωμών τόκων, επιβαρύνει τα άλλα χρηματοδοτικά μέσα, ιδίως το μετοχικό κεφάλαιο. Η αντιμετώπιση αυτής της φορολογικής μεροληψίας θα ενθαρρύνει αύξηση των επενδύσεων μετοχικού κεφαλαίου και θα δημιουργήσει μια ισχυρότερη βάση μετοχικού κεφαλαίου στις εταιρείες. Επίσης, υπάρχουν προφανή οφέλη από άποψη χρηματοοικονομικής σταθερότητας, δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις με ισχυρότερη κεφαλαιακή βάση θα είναι λιγότερο ευάλωτες σε κλυδωνισμούς. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για τις τράπεζες.

Στο πλαίσιο των ευρύτερων εργασιών που είναι σε εξέλιξη σχετικά με την Κοινή Ενοποιημένη Βάση Φορολογίας των Εταιρειών (ΚΕΒΦΕ), όπου θα εκπονηθεί μια νέα πρόταση το 2016, η Επιτροπή θα εξετάσει τρόπους για την αντιμετώπιση της μεροληψίας χρέους-μετοχικού κεφαλαίου.

³³ Πηγή: Bloomberg

3. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ, ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΓΙΑ ΥΠΟΔΟΜΕΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Η Ευρώπη χρειάζεται νέες σημαντικές μακροπρόθεσμες και βιώσιμες επενδύσεις για τη διατήρηση και την επέκταση της ανταγωνιστικότητας και τη μετάβαση σε μια οικονομία με χαμηλές εκπομπές διοξειδίου του άνθρακα και αποδοτική χρήση των πόρων. Η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα στηρίζει τους επενδυτές ώστε να λαμβάνουν τεκμηριωμένες επενδυτικές αποφάσεις και να παρακολουθούν τους σχετικούς κινδύνους.

3.1. Βελτίωση του επενδυτικού περιβάλλοντος μέσω του κανονιστικού πλαισίου

Το κανονιστικό πλαίσιο αποτελεί σημαντικό παράγοντα για τη διαδικασία λήψης αποφάσεων από τους επενδυτές, ειδικότερα για μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Οι μεγάλοι θεσμικοί επενδυτές είναι φυσικοί πάροχοι των εν λόγω κεφαλαίων. Οι ασφαλιστικές εταιρείες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τα νεοσυσταθέντα ταμεία χρέους μπορούν να επωφελούνται από τις σταθερές ροές εσόδων από χρέος για έργα υποδομής που ανταποκρίνονται σε πιο μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ορισμένες τράπεζες συμμετέχουν ενεργά στη χρηματοδότηση υποδομών, παράλληλα με εθνικές τράπεζες προώθησης.

Μέχρι πρόσφατα, οι διασυνοριακές επενδύσεις υποδομής εμποδίζονταν από την απουσία κοινώς αναγνωρισμένων φορέων για άντληση κεφαλαίων και επενδύσεις. Ο προσφάτως εγκριθείς κανονισμός για το ευρωπαϊκό μακροπρόθεσμο επενδυτικό κεφάλαιο (EMEK), που θα αρχίσει να εφαρμόζεται από τον Δεκέμβριο του 2015, δημιουργεί έναν νέο φορέα διασυνοριακών κεφαλαίων για τα εν λόγω μακροπρόθεσμα σχέδια (π.χ. υποδομές ενέργειας, μεταφορών και επικοινωνιών, βιομηχανικές εγκαταστάσεις και εγκαταστάσεις παροχής υπηρεσιών και στέγαση). Ο κανονισμός συνδυάζει τα πλεονεκτήματα ενός διασυνοριακού διαβατηρίου με τη δυνατότητα άντλησης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων από μικρότερους επενδυτές (τοπικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, δήμοι, εταιρικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, κλπ.), συμπεριλαμβανομένων των ιδιωτών επενδυτών³⁴. Ο κανονισμός θα δώσει στους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων μια νέα ευκαιρία να παρέχουν στους επενδυτές πρόσβαση σε ένα πολύ ευρύτερο φάσμα περιουσιακών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των υποδομών, από ό, τι θα ήταν δυνατόν σε διαφορετική περίπτωση στα πλαίσια του προϊσχύοντος κανονιστικού πλαισίου. Η εθνική φορολογική μεταχείριση θα είναι σημαντική για την ανάπτυξη των EMEK, και η Επιτροπή παροτρύνει τα κράτη μέλη να τους χορηγήσουν την ίδια φορολογική μεταχείριση με παρεμφερείς εθνικούς φορείς.

Μια κρίσιμη κανονιστική πτυχή αφορά την απουσία διακριτού και κατάλληλα βαθμονομημένου υπολογισμού του υποχρεωτικού κεφαλαίου που θα πρέπει να κατέχουν οι θεσμικοί επενδυτές ως αντίκρισμα για επενδύσεις σε υποδομές. Η Επιτροπή θα προτείνει έναν ορισμό για τις επενδύσεις στον τομέα των υποδομών που θα προσφέρει προβλέψιμες μακροπρόθεσμες ταμειακές ροές και των οποίων οι κίνδυνοι θα μπορούν να εντοπίζονται, να αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης και να παρακολουθούνται από τους ασφαλιστές. Ο κοινός

³⁴ Οι διαχειριστές που έχουν λάβει άδεια σύμφωνα με την οδηγία ΔΟΕΕ και έχουν την έδρα τους στην ΕΕ μπορούν να διαχειρίζονται τα εν λόγω ταμεία ώστε να επενδύουν σε μακροπρόθεσμο, μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία ή περιουσιακά στοιχεία που είναι δύσκολο να πωληθούν, όπως τα έργα υποδομής και οι ΜΜΕ που χρειάζονται σταθερή χρηματοδότηση επί σειρά ετών. Σε αντάλλαγμα, τα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία είναι πιθανό να καταβάλλουν ένα «ασφάλιστρο μειωμένης ρευστότητας» που είναι υψηλότερο, ή σταθερότερες αποδόσεις, πράγμα που αντισταθμίζει την έλλειψη δυνατότητας για τους επενδυτές να πάρουν πίσω τα χρήματά τους πριν από μια προκαθορισμένη ημερομηνία.

αυτός ορισμός θα επιτρέψει να θεωρούνται οι υποδομές ως ειδική κατηγορία περιουσιακών στοιχείων και θα παρέχει τη δυνατότητα να γίνονται προσαρμογές στο κανονιστικό πλαίσιο, όταν αυτό δικαιολογείται.

Οι τράπεζες εξακολουθούν επίσης να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο για την παροχή ή τη διευθέτηση δανείων για έργα υποδομής. Τον Ιούλιο του 2015, η Επιτροπή δημοσίευσε έγγραφο διαβούλευσης σχετικά με τις πιθανές επιπτώσεις του κανονισμού για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (ΚΚΑ)³⁵ και της οδηγίας για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις (ΟΚΑ IV)³⁶ για τον τραπεζικό δανεισμό προς την οικονομία, το οποίο περιλαμβάνει επανεξέταση των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών για μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση και για χρηματοδότηση των υποδομών. Στόχος είναι να υπάρξει καλύτερη κατανόηση του αντικτύπου των νέων κανόνων για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις στη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης για υποδομές και άλλες επενδύσεις που υποστηρίζουν τη βιώσιμη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

Για να διευκολυνθεί η χρηματοδότηση των υποδομών και των βιώσιμων μακροπρόθεσμων επενδύσεων στην Ευρώπη, η Επιτροπή παρουσιάζει αναθεωρημένες βαθμονομήσεις στη Φερεγγυότητα II, ώστε να εξασφαλίζεται ότι οι ασφαλιστικές εταιρείες υπόκεινται σε κανονιστική αντιμετώπιση που αντικατοπτρίζει καλύτερα τον κίνδυνο επενδύσεων σε υποδομές και επενδύσεων ΕΜΕΚ. Η Επιτροπή θα ολοκληρώσει την επανεξέταση του ΚΚΑ και θα επιφέρει αλλαγές στις βαθμονομήσεις για τις υποδομές, εφόσον κρίνεται σκόπιμο.

3.2. Υποστήριξη της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης και της χρηματοδότησης υποδομών

Το μέγεθος της κρίσης και η φύση της ανάκαμψης έχουν αφήσει ένα μεγάλο κενό επενδύσεων σε υποδομές στην οικονομία της ΕΕ. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ) εκτιμά ότι οι συνολικές ανάγκες επενδύσεων σε έργα υποδομής στην ΕΕ θα μπορούσαν να ανέλθουν σε 2 τρις. ευρώ για την περίοδο έως το 2020³⁷.

Θεσμικοί και άλλοι ιδιώτες επενδυτές μπορούν να αποτελέσουν σημαντική πηγή χρηματοδότησης για επενδύσεις σε υποδομές, δεδομένου ότι οι επενδύσεις αυτές μπορούν να προσφέρουν σταθερές αποδόσεις και σχετικά ισχυρό ιστορικό πιστωτικών επιδόσεων³⁸. Υπάρχουν ενδείξεις ότι οι εν λόγω επενδυτές επιδιώκουν όλο και περισσότερο να επενδύουν σε έργα υποδομής. Για τα πιο φιλόδοξα από αυτά, τα μακροπρόθεσμα έργα και έργα μετασχηματισμού, η δημόσια παρέμβαση είναι αναγκαία για την εκκίνηση της διαδικασίας³⁹.

³⁵ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013

³⁶ Οδηγία 2013/36/ΕΕ .

³⁷ Βλ. έγγραφο εργασίας της ΕΤΕπ, 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, σελίδα 11.

³⁸ Μια παγκόσμια μελέτη για τα ποσοστά αθέτησης υποχρεώσεων και ανάκτησης μεταξύ 1983 και 2012 από τον οίκο Moody's δείχνει ότι το 10ετές σωρευτικό ποσοστό αθέτησης είναι 6,6 % για τον τομέα των υποδομών. Το ποσοστό αυτό είναι χαμηλότερο από αυτό που ισχύει για τη χρηματοδότηση έργων με τραπεζικά δάνεια. Επιπλέον, το ποσοστό ανάκτησης για υπερήμερα δάνεια για έργα υποδομών είναι επίσης υψηλό (μέχρι 80 %).

³⁹ Για παράδειγμα, το 2013, το σύνολο των δημοσίων επενδύσεων σε υποδομές στην ΕΕ-28 ανήλθε σε 450 δισεκατομμύρια ευρώ. Από το ποσό αυτό, οι δημόσιες επενδύσεις αντιπροσώπευαν το 90 % και οι ιδιωτικές επενδύσεις (συμπεριλαμβανομένων των συμπράξεων δημόσιου-ιδιωτικού τομέα) αντιπροσώπευαν περίπου το 10 %, έγγραφο εργασίας της ΕΤΕπ 2013/02, σελίδα 7.

Στο πλαίσιο του επενδυτικού σχεδίου, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων (ΕΤΣΕ) θα διαθέσει 315 δισ. ευρώ νέων, πρόσθετων επενδύσεων στην ΕΕ μεταξύ του 2015 και του 2017, εκ των οποίων 240 δισεκατομμύρια ευρώ θα διατεθούν για έργα υποδομών και καινοτομίας. Μια πύλη ευρωπαϊκών επενδυτικών έργων θα δώσει τη δυνατότητα στους υπεύθυνους υλοποίησης έργων με έδρα στην ΕΕ να συνδέονται και να μοιράζονται τα επενδυτικά τους σχέδια και τις ιδέες τους με δυνητικούς επενδυτές, και ο Ευρωπαϊκός Κόμβος Επενδυτικών Συμβουλών (ΕΚΕΣ) θα παρέχει ένα ενιαίο σημείο εισόδου για την καθοδήγηση και την παροχή συμβουλών που θα υποστηρίζουν τις επενδύσεις σε υποδομή στην ΕΕ.

Το νέο Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων (ΕΤΣΕ), ει δυνατόν μαζί με τα ευρωπαϊκά διαρθρωτικά και επενδυτικά ταμεία (ΕΔΕΤ), θα παρέχει την δυνατότητα διαφόρων επιλογών χρηματοδότησης και καταμερισμού του κινδύνου μέσω της χρήσης καινοτόμων χρηματοοικονομικών εργαλείων, όπως οι πλατφόρμες επενδύσεων ή οι επενδυτικοί φορείς. Η χρήση δομών επενδυτικών ταμείων, μεταξύ άλλων, ενδεχομένως, με τη μορφή των ΕΜΕΚ που μπορούν να αντλούν κεφάλαια από το επενδυτικό κοινό, ή των επενδυτικών πλατφορμών στο πλαίσιο του ΕΤΣΕ, μπορούν να συνδυάζουν πόρους του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα, και να οδηγήσουν σε καλύτερες προοπτικές κινδύνου/απόδοσης.

Για το ΕΤΣΕ, η Επιτροπή και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ) θα παρέχουν καθοδήγηση σχετικά με τις απαιτήσεις για δομές επενδύσεων από κοινού, προκειμένου αυτές να είναι επιλέξιμες για στήριξη από το Ταμείο. Επιπλέον, θα είναι διαθέσιμη τεχνική βοήθεια στο πλαίσιο του ΕΚΕΣ για τους επενδυτές που επιθυμούν να διερευνήσουν τη χρήση των εν λόγω δομών. Πέραν αυτού, η Επιτροπή είναι έτοιμη να εργαστεί από κοινού με ιδιωτικούς επενδυτές για να στηριχθεί η συγκέντρωση ιδιωτικών πόρων και πόρων της ΕΕ προκειμένου να αυξηθεί η χρηματοδότηση για επενδύσεις σε υποδομές και βιώσιμη ανάπτυξη.

3.3. Αξιοποίηση της χρηματοδότησης για την επίτευξη περιβαλλοντικής βιωσιμότητας

Οι αποτελεσματικές χρηματοπιστωτικές αγορές μπορούν να βοηθούν τους επενδυτές να λαμβάνουν τεκμηριωμένες επενδυτικές αποφάσεις, και να αναλύουν και να τιμολογούν τους μακροπρόθεσμους κινδύνους και ευκαιρίες που προκύπτουν από τη μετάβαση προς μια βιώσιμη και φιλική προς το κλίμα οικονομία. Αυτή η μετατόπιση των επενδύσεων μπορεί να συμβάλει στην επίτευξη των στόχων της πολιτικής για το κλίμα και την ενέργεια για το 2030 και των δεσμεύσεων της ΕΕ σχετικά με τους στόχους βιώσιμης ανάπτυξης. Ειδικότερα, η πρόσφατη εμφάνιση περιβαλλοντικών, κοινωνικών και σχετικών με τη διακυβέρνηση (ΠΚΔ) ομολόγων μπορεί να βοηθήσει στο να κατευθυνθούν τα κεφάλαια προς βιώσιμες επενδύσεις: Το 2014 σημειώθηκε αλματώδης αύξηση των εκδόσεων πράσινων ομολόγων - 35 δισ. ευρώ σε σύγκριση με 8 δισ. ευρώ το 2013 και 1 δισ. ευρώ το 2012. Η ταχεία ανάπτυξη της εν λόγω αγοράς επικουρείται από την καθοδηγούμενη από την αγορά τυποποίηση που λαμβάνει υπόψη τα κριτήρια επιλογής έργων που έχουν αναπτυχθεί από διεθνείς χρηματοδοτικούς οργανισμούς, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, η ΕΤΕπ και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα για την Ανασυγκρότηση και την Ανάπτυξη (ΕΤΑΑ). Οι συμμετέχοντες στην αγορά αναπτύσσουν επίσης προαιρετικές κατευθυντήριες γραμμές, γνωστές ως «αρχές των πράσινων ομολόγων», για την προώθηση της διαφάνειας και της ακεραιότητας στην ανάπτυξη της αγοράς πράσινων ομολόγων, και την αποσαφήνιση των κριτηρίων αποδοχής μιας έκδοσης ως «έκδοσης πράσινων ομολόγων». Η Επιτροπή θα συνεχίσει να αξιολογεί και να στηρίζει αυτές και άλλες εξελίξεις που αφορούν επενδύσεις ΠΚΔ και να παρακολουθεί την ανάγκη για πρότυπα πράσινων ομολόγων της ΕΕ, προκειμένου να βοηθηθούν οι επενδυτές ώστε να επωφελούνται από μια πιο μακροπρόθεσμη και βιώσιμη προσέγγιση για επενδυτικές αποφάσεις.

3.4. Πρόσκληση υποβολής στοιχείων για το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο

Η ΕΕ έχει κάνει σημαντικά βήματα στο πλαίσιο της διεθνούς συναίνεσης για την αποκατάσταση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της εμπιστοσύνης των πολιτών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Είναι σημαντικό να επιτύχει η νομοθεσία της ΕΕ τη σωστή ισορροπία μεταξύ της μείωσης του κινδύνου και της παροχής δυνατοτήτων για ανάπτυξη και να μην δημιουργήσει νέα ανεπιθύμητα εμπόδια. Έχοντας αυτό κατά νου, η Επιτροπή ξεκίνησε μια συνολική επανεξέταση, παράλληλα με το παρόν σχέδιο δράσης, των σωρευτικών επιπτώσεων και της συνοχής της χρηματοπιστωτικής νομοθεσίας που θεσπίστηκε για την αντιμετώπιση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Στόχος της εν λόγω επανεξέτασης είναι να αξιολογηθεί η συνολική συνοχή του υφιστάμενου πλαισίου. Λόγω των διαφόρων νομοθετικών πράξεων που έχουν εκδοθεί κατά τα τελευταία έτη και των πολυάριθμων αλληλεπιδράσεων μεταξύ τους, υπάρχει κίνδυνος ο συλλογικός τους αντίκτυπος να έχει ανεπιθύμητες συνέπειες, οι οποίες ενδεχομένως δεν μπορούν να εντοπιστούν στο πλαίσιο των μεμονωμένων τομεακών αξιολογήσεων. Η κανονιστική συνέπεια, συνοχή και ασφάλεια αποτελούν βασικούς παράγοντες για τη λήψη αποφάσεων εκ μέρους των επενδυτών. Εάν προκύψουν σαφή αποδεικτικά στοιχεία που να δικαιολογούν την εφαρμογή ειδικών και στοχοθετημένων τροποποιήσεων, αυτό θα μπορούσε να συμβάλει στη βελτίωση του περιβάλλοντος για τους επενδυτές και στην επίτευξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

Με βάση το έργο του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και διεθνών φορέων, όπως το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και η Επιτροπή Τραπεζικής Εποπτείας της Βασιλείας, η Επιτροπή δρομολογεί σήμερα μια πρόσκληση υποβολής στοιχείων για την αξιολόγηση των αλληλεπιδράσεων μεταξύ των κανόνων και των σωρευτικών επιπτώσεων της χρηματοπιστωτικής μεταρρύθμισης στο επενδυτικό περιβάλλον.

4. ΠΡΩΘΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΑΠΟ ΤΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ ΚΑΙ ΑΠΟ ΘΕΣΜΙΚΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών αποσκοπεί στην καλύτερη χρήση της ευρωπαϊκής αποταμίευσης, με τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας μέσω της οποίας οι αποταμιευτές αντιστοιχίζονται με τους δανειολήπτες, και στην αύξηση των οικονομικών επιδόσεων της οικονομίας της ΕΕ⁴⁰. Η αύξηση της εμπιστοσύνης και της βεβαιότητας των επενδυτών μπορεί να βοηθήσει τους επενδυτές να λαμβάνουν τις σωστές επενδυτικές αποφάσεις. Είναι ευρέως αποδεκτό ότι, λόγω του αυξανόμενου προσδόκιμου ζωής και των δημογραφικών αλλαγών, οι μικροεπενδυτές έχουν ανάγκη να αποταμιεύουν περισσότερο για την κάλυψη των συνταξιοδοτικών τους αναγκών. Εν τω μεταξύ, πολλοί θεσμικοί επενδυτές, που λειτουργούν σε ένα περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων, δεν μπορούν να βρουν επαρκείς επενδύσεις που να παρέχουν τις αποδόσεις που χρειάζονται για να τηρήσουν τις δεσμεύσεις τους.

4.1. Το επενδυτικό κοινό

Σήμερα, οι μικροεπενδυτές στην Ευρώπη κατέχουν σημαντικές αποταμιεύσεις σε τραπεζικούς λογαριασμούς, αλλά εμπλέκονται λιγότερο άμεσα στις κεφαλαιαγορές από ό,τι στο παρελθόν. Η άμεση κατοχή μετοχών των ευρωπαϊκών νοικοκυριών έχει μειωθεί από 28% το 1975 σε 10-11% το 2007⁴¹ και το ποσοστό των μικροεπενδυτών στο σύνολο των μετόχων είναι μικρότερο από το ήμισυ του επιπέδου που ήταν στη δεκαετία του 1970. Προκειμένου να εξαλειφθούν τα εμπόδια για το επενδυτικό κοινό μέσω των κεφαλαιαγορών, απαιτούνται ανταγωνιστικές χρηματοπιστωτικές αγορές που θα μπορούν να προσφέρουν επιλογές ώστε οι πελάτες να μπορούν να συγκρίνουν προϊόντα και να βρίσκουν τα καταλληλότερα αποταμιευτικά μέσα σε ανταγωνιστικές τιμές. Προκειμένου να προωθήσει περαιτέρω τη διαφάνεια στα επενδυτικά προϊόντα λιανικής, η Επιτροπή θα ζητήσει από τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές (ΕΕΑ) να εργαστούν στο ζήτημα της διαφάνειας των μακροπρόθεσμων επενδυτικών προϊόντων λιανικής και συνταξιοδοτικών προϊόντων και να εκπονήσουν ανάλυση των πραγματικών καθαρών επιδόσεων και τελών, όπως ορίζεται στο άρθρο 9 των κανονισμών για τις ΕΕΑ.

Έως το τέλος του 2015, η Επιτροπή θα δημοσιεύσει Πράσινη Βίβλο για τις λιανικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και τις ασφαλίσειες, στην οποία θα αναζητούνται απόψεις σχετικά με το πώς μπορούν να αυξηθούν η επιλογή, ο ανταγωνισμός και η διασυνοριακή παροχή χρηματοπιστωτικών προϊόντων, καθώς και σχετικά με τον αντίκτυπο των ψηφιακών συστημάτων για τις λιανικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες.

Ως αποκλειστικά περιστασιακοί αγοραστές επενδυτικών προϊόντων, είναι δύσκολο για τους μικροεπενδυτές να αναπτύξουν σχετικές γνώσεις ή εμπειρία για τις κεφαλαιαγορές.⁴² Μολονότι η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στις κεφαλαιαγορές, αποτελεί

⁴⁰ Για παράδειγμα: Βλ. έκθεση Oliver Wyman (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing*. Έκθεση της ειδικής ομάδας ΑΔΠ, *Rebuilding IPOs in Europe*, 23 Μαρτίου 2015.

⁴¹ ΟΕΕ, IOFS (2012): Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012.

⁴² Το 2013 μόνο το 35 % των μικροεπενδυτών εμπιστευόταν τους παρόχους επενδυτικών υπηρεσιών όσον αφορά την τήρηση των κανόνων προστασίας των καταναλωτών. Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2013), Έρευνα παρακολούθησης της αγοράς, 2010-2013.

κατά κύριο λόγο ευθύνη του χρηματοπιστωτικού τομέα, η κανονιστική ρύθμιση και η εποπτεία μπορούν να συμβάλουν στην θέσπιση των «κανόνων του παιχνιδιού».

Η καλύτερη πληροφόρηση και οι συμβουλές είναι απαραίτητες προϋποθέσεις ώστε να ενθαρρυνθούν οι μικροεπενδυτές να επιστρέψουν στη χρηματοδότηση μέσω της αγοράς. Ένα πρώτο βήμα είναι μέσω της διαφάνειας. Η πρόσβαση σε ουσιώδεις και υψηλής ποιότητας πληροφορίες θα πρέπει να παρέχεται κατά τρόπο συγκρίσιμο και διαφανή για όλα τα επενδυτικά προϊόντα – καλύπτοντας επίσης στοιχεία σχετικά με τα βασικά χαρακτηριστικά των προϊόντων (π.χ., το κόστος, την πιθανή απόδοση και τους ενδεχόμενους κινδύνους). Κατά τα τελευταία έτη, η ΕΕ έχει σημειώσει σημαντική πρόοδο όσον αφορά τη βελτίωση των απαιτήσεων γνωστοποίησης σε όλους τους τομείς. Θεσπίστηκαν νέες απαιτήσεις γνωστοποίησης μέσω διαφόρων νομοθετικών μέτρων⁴³. Ορισμένοι από τους λεπτομερείς κανόνες εφαρμογής βρίσκονται ακόμη στο στάδιο της προετοιμασίας και θα τεθούν σταδιακά σε ισχύ κατά τα επόμενα έτη. Προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι πρόσφατες νομοθετικές μεταρρυθμίσεις πληρούν τους στόχους τους, μια ολοκληρωμένη αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας αυτού του νέου περιβάλλοντος γνωστοποίησης θα μπορούσε να συμβάλει στην εξασφάλιση συνέπειας, στον εντοπισμό των πιθανών κενών ή άσκοπων επαναλήψεων και να αποτελέσει τη βάση για τον εξορθολογισμό των απαιτήσεων, εφόσον αυτό είναι αναγκαίο.

Για την καλύτερη κινητοποίηση των αποταμιεύσεων που διοχετεύονται μέσω των κεφαλαιαγορών, οι μικροεπενδυτές θα πρέπει να έχουν εύκολη πρόσβαση σε ένα ευρύ φάσμα κατάλληλων και αποτελεσματικών επενδυτικών προϊόντων και σε οικονομικά προσιτές και ανεξάρτητες συμβουλές. Ορισμένες εισηγήσεις στη διαβούλευση υπογράμμισαν ότι οι μικροεπενδυτές λαμβάνουν επί του παρόντος περιορισμένες ανταμοιβές για την ανάληψη των υψηλότερων κινδύνων που συνδέονται με επενδύσεις που βασίζονται στην αγορά λόγω των υψηλών τελών διαμεσολάβησης και διανομής. Η νομοθεσία στην οδηγία MiFID II, την οδηγία για τα συσκευασμένα επενδυτικά προϊόντα για ιδιώτες επενδυτές και επενδυτικά προϊόντα βασιζόμενα σε ασφάλιση (PRIIP) και στην οδηγία για την ασφαλιστική διανομή (IDD) επιφέρει σημαντικές αλλαγές στους κανόνες που διέπουν την παροχή επενδυτικών συμβουλών και πληροφόρησης για τα προϊόντα. Η μετάβαση στη διανομή επενδυτικών προϊόντων και η εμφάνιση νέων λύσεων χρηματοπιστωτικής τεχνολογίας («fintech») αποτελούν ευκαιρία για την ανάπτυξη περαιτέρω συμβουλευτικών υπηρεσιών και διαδικτυακών πλατφορμών διανομής «ανοικτής πρόσβασης». Θα είναι σημαντικό να διασφαλιστεί ότι οι αλλαγές αυτές θα συνοδεύονται από μια κριτική αξιολόγηση των επενδυτικών λύσεων και των αποτελεσμάτων που προτείνονται για τους μικροεπενδυτές.

Η Επιτροπή θα προβεί σε εμπειριστατωμένη αξιολόγηση των ευρωπαϊκών αγορών επενδυτικών προϊόντων για μικροεπενδυτές, συμπεριλαμβανομένων των διαύλων διανομής και της παροχής επενδυτικών συμβουλών, αξιοποιώντας την εμπειρογνωμοσύνη. Η αξιολόγηση θα προσδιορίσει τους τρόπους για τη βελτίωση του πλαισίου πολιτικής και των διαύλων διαμεσολάβησης, ούτως ώστε οι μικροεπενδυτές να μπορούν να έχουν πρόσβαση σε κατάλληλα προϊόντα με αποδοτικό τρόπο και δίκαιους όρους. Η αξιολόγηση θα εξετάσει τον τρόπο με τον οποίο θα πρέπει να εξελιχθεί το πλαίσιο πολιτικής ώστε να αποκομίσουν οφέλη από τις νέες δυνατότητες που

⁴³ Οδηγία 2014/91/ΕΕ· κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1286/2014· οδηγία 2014/65/ΕΕ· οδηγία για την ασφαλιστική διανομή (IDD), 10747/15· οδηγία 2009/138/ΕΚ και την πρόταση της Επιτροπής για κανονισμό που αφορά την υποβολή εκθέσεων και τη διαφάνεια σε σχέση με τις συναλλαγές χρηματοδότησης τίτλων (SFTR), COM/2014/040 final.

προσφέρουν οι υπηρεσίες που βασίζονται στο διαδίκτυο και την χρηματοπιστωτική τεχνολογία.

Τα ευρωπαϊκά νοικοκυριά αντιμετωπίζουν διάφορες προκλήσεις όσον αφορά την αποτελεσματική αποταμίευση με σκοπό την εξασφάλιση επαρκών συντάξεων⁴⁴ στο πλαίσιο της αυξανόμενης μακροζωίας, των δημοσιονομικών πιέσεων στο επίπεδο των επιμέρους χωρών και των παρατεταμένων χαμηλών επιτοκίων. Για τον σκοπό αυτό, η Επιτροπή υποστηρίζει την ανάπτυξη συλλογικών και ατομικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων που θα συμπληρώνουν τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα.

Το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ πρέπει να στηρίζει τα άτομα στις προβλέψεις τους για ατομική συνταξιοδοτική αποταμίευση. Αυτό μπορεί να γίνει μέσω μέτρων πολιτικής που στοχεύουν στην παροχή κινήτρων και την άρση των εμποδίων για την ανάπτυξη ατομικών («τρίτος πυλώνας») συνταξιοδοτικών προγραμμάτων στην Ευρώπη.

Επί του παρόντος δεν υπάρχει πραγματική ενιαία αγορά για ατομικές συντάξεις «τρίτου πυλώνα». Ένα συνονθύλευμα κανόνων σε ενωσιακό και εθνικό επίπεδο αποτελεί εμπόδιο για την πλήρη ανάπτυξη μιας μεγάλης και ανταγωνιστικής αγοράς ατομικών συντάξεων⁴⁵. Ο κατακερματισμός της αγοράς εμποδίζει τους παρόχους ατομικών συντάξεων όσον αφορά την μεγιστοποίηση των οικονομιών κλίμακας, την διαφοροποίηση του κινδύνου και την καινοτομία, μειώνοντας έτσι την επιλογή και αυξάνοντας το κόστος για τους αποταμιευτές με σκοπό την σύνταξη. Μια «κατ' επιλογήν» ευρωπαϊκή ατομική σύνταξη θα μπορούσε να προσφέρει ένα ρυθμιστικό πρότυπο, βασιζόμενο στο ενδεδειγμένο επίπεδο προστασίας του καταναλωτή, το οποίο οι συνταξιοδοτικοί φορείς θα μπορούσαν να επιλέξουν να χρησιμοποιήσουν κατά την προσφορά προϊόντων σε ολόκληρη την ΕΕ. Μια μεγαλύτερη ευρωπαϊκή αγορά συντάξεων «τρίτου πυλώνα» θα στηρίζει επίσης την παροχή κεφαλαίων για τους θεσμικούς επενδυτές και τις επενδύσεις στην πραγματική οικονομία.

Η Επιτροπή θα αξιολογήσει την σκοπιμότητα ενός πλαισίου πολιτικής για την καθιέρωση μιας επιτυχημένης ευρωπαϊκής αγοράς για απλές, αποτελεσματικές και ανταγωνιστικές ατομικές συντάξεις, και θα διευκρινίσει εάν είναι απαραίτητη νομοθεσία της ΕΕ για την στήριξη της αγοράς αυτής.

4.2. Θεσμικοί επενδυτές

Οι θεσμικοί επενδυτές, ιδίως οι ασφαλιστικές εταιρείες ζωής και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, είναι φυσικοί μακροπρόθεσμοι επενδυτές. Ωστόσο, κατά τα τελευταία έτη δείχνουν τάσεις απόσυρσης από επενδύσεις σε μακροπρόθεσμα έργα και επιχειρήσεις. Η ιδιοκτησία μετοχών των ασφαλιστικών εταιρειών και των συνταξιοδοτικών ταμείων μειώθηκε από άνω του 25 % της χρηματιστηριακής κεφαλαιοποίησης της ΕΕ το 1992 σε 8 % στα τέλη του 2012⁴⁶. Επί του παρόντος, οι εν λόγω φορείς κατέχουν κατά κανόνα σημαντικό μερίδιο των χαρτοφυλακίων τους σε ένα σχετικά στενό φάσμα περιουσιακών στοιχείων. Η ΕΕ θα πρέπει να στηρίζει τους θεσμικούς επενδυτές, έτσι ώστε να καταστεί δυνατό το άνοιγμά τους σε μακροπρόθεσμα

⁴⁴ Έκθεση του 2015 για την επάρκεια των συντάξεων: Τρέχουσα και μελλοντική επάρκεια εισοδημάτων των ηλικιωμένων στην ΕΕ, που θα δημοσιευθεί προσεχώς.

⁴⁵ Επισκόπηση του υφισταμένου πλαισίου της αγοράς και του υφισταμένου κανονιστικού πλαισίου παρέχεται από την ΕΑΑΕΣ στο έγγραφο διαβούλευσης σχετικά με τη δημιουργία ενός τυποποιημένου πανευρωπαϊκού ατομικού συνταξιοδοτικού προϊόντος της 3/7/2015.

⁴⁶ Πηγή: Τελική έκθεση: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012, των Observatoire de l'Épargne Européenne και Insead OEE Data Services, Αύγουστος 2013

περιουσιακά στοιχεία και σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), διατηρώντας παράλληλα υγιή και συνετή διαχείριση των στοιχείων ενεργητικού-παθητικού.

Η προληπτική κανονιστική ρύθμιση επηρεάζει τη ζήτηση των θεσμικών επενδυτών να επενδύουν σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία μέσω της βαθμονόμησης των κεφαλαιακών επιβαρύνσεων. Η Επιτροπή θα θεσπίσει βαθμονομήσεις περισσότερο ευαίσθητες στους κινδύνους για την υποδομή και τα ΕΜΕΚ (βλ. κεφάλαιο 3) και για τα απλά και διαφανή προϊόντα τιλοποιήσεων (βλ. κεφάλαιο 5). Πέρα από τα μέτρα αυτά, η ανατροφοδότηση από την διαβούλευση υπογράμμισε επίσης την προληπτική αντιμετώπιση του ιδιωτικού κεφαλαίου συμμετοχών και των ιδιωτικών τοποθετήσεων χρέους στην οδηγία Φερεγγυότητα II ως εμπόδιο για τις επενδύσεις σε αυτές τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων.

Η Επιτροπή θα αξιολογήσει κατά πόσον είναι ενδεδειγμένες τυχόν αλλαγές και, εάν ναι, θα συντάξει τροπολογίες που θα μπορούσαν να προωθηθούν στο πλαίσιο της επανεξέτασης της οδηγίας «Φερεγγυότητα II».

Τα επενδυτικά ταμεία αύξησαν το μερίδιο κυριότητάς τους στις χρηματιστηριακές αγορές της ΕΕ από λιγότερο από 10 % το 1990 σε 21 % το 2012. Έχουν επίσης καταστεί όλο και σημαντικότερος κάτοχος εταιρικών ομολόγων τα τελευταία χρόνια. Τα εν λόγω ταμεία περιλαμβάνονται στους περισσότερο ενεργούς διασυννοριακούς επενδυτές, αλλά ο κατακερματισμός της αγοράς εξακολουθεί να είναι ευρέως διαδεδομένο πρόβλημα στον ευρωπαϊκό κλάδο της διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων. Πολλοί από τους συμμετέχοντες στη διαβούλευση υποστήριξαν ότι ορισμένοι παράγοντες περιορίζουν τη διασυννοριακή δραστηριότητα των ταμείων αυτών, μεταξύ άλλων η διακριτική φορολογική μεταχείριση, οι αποκλίνουσες εθνικές απαιτήσεις σχετικά με την διάθεση κεφαλαίων στην αγορά και τα τέλη για διασυννοριακές γνωστοποιήσεις. Η εξάλειψη των αδικαιολόγητων εμποδίων αναμένεται να δημιουργήσει κίνητρα για τους διαχειριστές των κεφαλαίων ώστε να δραστηριοποιούνται περισσότερο στη διασυννοριακή εμπορική προώθηση των κεφαλαίων τους και να μειώσει το κόστος για τους επενδυτές.

Η Επιτροπή θα συγκεντρώσει αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με τα κύρια εμπόδια για τη διασυννοριακή διανομή επενδυτικών κεφαλαίων. Αυτό θα περιλαμβάνει ιδίως τις δυσανάλογες απαιτήσεις εμπορικής προώθησης, τα τέλη και άλλες διοικητικές ρυθμίσεις που επιβάλλονται από τις χώρες υποδοχής και το φορολογικό περιβάλλον. Με βάση τα συγκεντρωθέντα αποδεικτικά στοιχεία, η Επιτροπή θα επιδιώξει την εξάλειψη των βασικών εμποδίων, μέσω νομοθετικών μέσων εφόσον αυτό κρίνεται αναγκαίο.

5. ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΝΑ ΣΤΗΡΙΞΕΙ ΤΗΝ ΕΥΡΥΤΕΡΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Ως δανειστές σε σημαντικό τμήμα της οικονομίας και μεσάζοντες στις κεφαλαιαγορές, οι τράπεζες θα διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην Ένωση Κεφαλαιαγορών και στην ευρύτερη ευρωπαϊκή οικονομία. Οι τράπεζες έχουν ισχυρές τοπικές σχέσεις και γνώσεις, πράγμα που σημαίνει ότι για πολλές μικρές επιχειρήσεις ο τραπεζικός δανεισμός θα εξακολουθήσει να αποτελεί σημαντική πηγή χρηματοδότησης. Για τις άλλες επιχειρήσεις, η πρόσβαση σε τραπεζική χρηματοδότηση θα εξακολουθήσει να είναι σημαντική στο πλαίσιο της διαφοροποίησης των επιλογών χρηματοδότησης. Ως εκ τούτου, παράλληλα με τις εργασίες σχετικά με την Ένωση Κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή επανεξετάζει επί του παρόντος τις κανονιστικές ρυθμίσεις για τις τράπεζες προκειμένου να διασφαλίσει την βέλτιστη δυνατή ισορροπία μεταξύ της διαχείρισης των κινδύνων και της διευκόλυνσης της ανάπτυξης⁴⁷.

Για τις μικρότερες επιχειρήσεις, τα ισχυρά τοπικά δίκτυα είναι σημαντικά για τη στήριξη της ανάπτυξης. Σε ορισμένα κράτη μέλη λειτουργούν πιστωτικές ενώσεις στις οποίες, για παράδειγμα, οι ΜΜΕ μπορούν να χρηματοδοτούνται αμοιβαία, σε μη κερδοσκοπική βάση. Μπορούν επίσης να διευκολύνουν την ανταλλαγή τεχνογνωσίας μεταξύ των μελών τους. Η εφαρμογή εξελιγμένων και περίπλοκων τραπεζικών κανονιστικών ρυθμίσεων ενδέχεται να συνιστά ενίοτε δυσανάλογο εμπόδιο για τις πιστωτικές ενώσεις και άλλους μη κερδοσκοπικούς συνεταιρισμούς που εξυπηρετούν τις ΜΜΕ. Αυτό μπορεί να ισχύει ιδίως όταν είναι μικρές και επικεντρώνονται κυρίως στην λήψη κεφαλαίων από τα μέλη και την αναδιανομή τους μεταξύ των ίδιων των μελών, έτσι ώστε οι κίνδυνοι για το ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα να παραμένουν περιορισμένοι.

Οι πιστωτικές ενώσεις σε ορισμένα κράτη μέλη εξαιρούνται ήδη από το κανονιστικό πλαίσιο της ΟΚΑ. Προκειμένου να διασφαλιστούν ισότιμοι όροι ανταγωνισμού, όλα τα κράτη μέλη θα πρέπει να είναι σε θέση να επωφελούνται από τις πιστωτικές ενώσεις, οι οποίες υπόκεινται σε εθνικές ρυθμιστικές εγγυήσεις ανάλογες με τους κινδύνους που αναλαμβάνουν. Για τον σκοπό αυτό, η Επιτροπή θα διερευνήσει τη δυνατότητα για όλα τα κράτη μέλη να εγκρίνουν πιστωτικές ενώσεις που δραστηριοποιούνται εκτός του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων της ΕΕ για τις τράπεζες.

Η τιτλοποίηση μπορεί να αυξήσει την διαθεσιμότητα πιστώσεων και να μειώσει το κόστος της χρηματοδότησης. Ως εργαλείο χρηματοδότησης, η τιτλοποίηση μπορεί να συμβάλει σε μια ικανοποιητικά διαφοροποιημένη βάση χρηματοδότησης. Μπορεί επίσης να λειτουργήσει ως σημαντικό εργαλείο μεταβίβασης κινδύνων για τη βελτίωση της αποδοτικότητας των κεφαλαίων και τον επιμερισμό των κινδύνων ανάλογα με τη ζήτηση.

Μετά την κρίση, οι αγορές τιτλοποίησης της ΕΕ εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα, λόγω αμφιβολιών σχετικά με τη διαδικασία τιτλοποίησης και τους σχετικούς κινδύνους. Ενώ οι αδυναμίες αυτές εκδηλώθηκαν κατά κύριο λόγο μέσω τιτλοποιήσεων βασισμένων στα ενυπόθηκα δάνεια υψηλού κινδύνου των ΗΠΑ⁴⁸, η επακόλουθη απόκριση

⁴⁷ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

⁴⁸ Στην κορύφωση της κρίσης, τα προϊόντα τιτλοποίησης διαβάθμισης AAA με τις χειρότερες επιδόσεις στην ΕΕ τους σημείωσαν αθέτηση στο 0,1 % των περιπτώσεων. Συγκριτικά, το αμερικανικό ισοδύναμό σημείωσαν αθέτηση στο 16 % των περιπτώσεων. Τα προϊόντα τιτλοποίησης υψηλότερου κινδύνου (διαβάθμισης BBB) της ΕΕ παρουσίασαν επίσης πολύ καλές επιδόσεις, με τις κατηγορίες με τις χειρότερες

κανονιστικής μεταρρύθμισης εφαρμόστηκε σε όλες τις τιτλοποιήσεις. Δεν υπάρχει πρόθεση να αναιρεθούν οι μεταρρυθμίσεις της ΕΕ για την αντιμετώπιση των κινδύνων που είναι εγγενείς στις εξαιρετικά πολύπλοκες και αδιαφανείς τιτλοποιήσεις. Ωστόσο, είναι σημαντικό να αναβιώσει η τιτλοποίηση προκειμένου να έχει τη δυνατότητα να ενεργεί ως αποτελεσματικός δίαυλος χρηματοδότησης για την ευρύτερη οικονομία και ως μηχανισμός για την διαφοροποίηση των κινδύνων. Σύμφωνα με το επενδυτικό σχέδιο, η Επιτροπή ήδη παρέχει χρηματοδοτική στήριξη σε πράξεις τιτλοποίησης. Νέες νομοθετικές προτάσεις, που εγκρίνονται σήμερα, θα προχωρήσουν περαιτέρω. Θα εξασφαλίσουν καλύτερη διαφοροποίηση για τα απλά, διαφανή και τυποποιημένα προϊόντα (STS) με σκοπό την στήριξη της εμπιστοσύνης των επενδυτών και την μείωση του φόρτου της δέουσας επιμέλειας. Με βάση συμβουλευτικές γνωμοδοτήσεις της EAT, η Επιτροπή θα προτείνει επίσης πιο ενδεδειγμένες απαιτήσεις προληπτικής εποπτείας για τις επενδύσεις των τραπεζών και των ασφαλιστικών εταιρειών σε προϊόντα STS. Αυτή η δέσμη μέτρων θα βοηθήσει να απελευθερωθεί παραγωγική ικανότητα στους ισολογισμούς των τραπεζών και να αυξηθεί η ικανότητά τους να χορηγούν δάνεια στην ευρύτερη οικονομία, συμβάλλοντας στην οικοδόμηση μιας πιο μακροπρόθεσμης βάσης επενδυτών.

Η Επιτροπή δημοσιεύει σήμερα πρόταση για ένα πλαίσιο της ΕΕ για απλή, διαφανή και τυποποιημένη τιτλοποίηση (STS), μαζί με νέες ρυθμίσεις προληπτικής εποπτείας για τις τράπεζες στον ΚΚΑ. Αμέσως μετά την έγκριση του πλαισίου STS θα ακολουθήσουν ισοδύναμες ρυθμίσεις για τις ασφαλιστικές εταιρείες, μέσω τροποποίησης της κατ' εξουσιοδότηση πράξης «Φερεγγυότητα II» με σκοπό την ενσωμάτωση των κριτηρίων STS.

Τα καλυμμένα ομόλογα είναι άλλο ένα εργαλείο χρηματοδότησης με ιδιαίτερη σημασία σε ορισμένα κράτη μέλη. Ωστόσο, η αγορά καλυμμένων ομολόγων είναι επί του παρόντος κατακερματισμένη με βάση τα εθνικά σύνορα. Η ανομοιογένεια μεταξύ των νομικών πλαισίων καθώς και των εποπτικών πρακτικών των κρατών μελών που έχουν θεσπίσει ειδική νομοθεσία για τα καλυμμένα ομόλογα περιορίζει τις δυνατότητες τυποποίησης στην αγορά όσον αφορά τις πρακτικές έκδοσης και γνωσιοποίησης. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε εμπόδια όσον αφορά το βάθος της αγοράς, την ρευστότητα και την πρόσβαση των επενδυτών, ιδίως σε διασυννοριακή βάση. Ένα πλαίσιο της ΕΕ για μια περισσότερο ολοκληρωμένη αγορά καλυμμένων ομολόγων θα μπορούσε να μειώσει το κόστος χρηματοδότησης για τις τράπεζες που εκδίδουν καλυμμένα ομόλογα, ιδίως σε ορισμένα κράτη μέλη.

Η Επιτροπή δημοσιεύει σήμερα διαβούλευση σχετικά με την ανάπτυξη ενός πανευρωπαϊκού πλαισίου για καλυμμένα ομόλογα, με βάση εθνικά καθεστώτα που λειτουργούν αποτελεσματικά, χωρίς να τα διαταράσσει και με βάση υψηλής ποιότητας πρότυπα και βέλτιστες πρακτικές της αγοράς. Η διαβούλευση θα επιδιώξει επίσης να συγκεντρώσει απόψεις σχετικά με τη χρήση παρόμοιων δομών για τη στήριξη δανείων προς τις ΜΜΕ.

επιδόσεις να σημειώνουν αθέτηση στο 0,2 % των περιπτώσεων κατά την κορύφωση της κρίσης. Το ποσοστό αθέτησης των προϊόντων τιτλοποίησης διαβάθμισης BBB των ΗΠΑ έφθασε το 62 %. Πηγή: EAT.

6. ΔΙΕΥΚΟΛΥΝΣΗ ΤΩΝ ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Παρά τη σημαντική πρόοδο που έχει σημειωθεί τις τελευταίες δεκαετίες για την ανάπτυξη μιας ενιαίας αγοράς κεφαλαίων, εξακολουθούν να υπάρχουν πολλά μακροχρόνια και βαθιά ριζωμένα εμπόδια που δυσχεραίνουν τις διασυνοριακές επενδύσεις. Αυτά κυμαίνονται από εμπόδια που έχουν την προέλευσή τους στο εθνικό δίκαιο – νομοθεσία για την αφερεγγυότητα, τις εμπράγματα ασφάλειες και τους τίτλους – ως εμπόδια σχετικά με την υποδομή της αγοράς, φορολογικούς φραγμούς και αλλαγές στο κανονιστικό περιβάλλον, που υπονομεύουν την προβλεψιμότητα των κανόνων σχετικά με τις άμεσες επενδύσεις. Ο διασυνοριακός επιμερισμός των κινδύνων εντός της ΕΕ έχει αποδυναμωθεί από την έναρξη της κρίσης και οι επενδύσεις που προέρχονται από το εξωτερικό της ΕΕ έχουν επίσης μειωθεί κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου.

Η εξάλειψη ορισμένων μακροχρόνιων εμποδίων που αποτρέπουν τους επενδυτές από τη γεωγραφική διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων τους θα απέφερε σημαντικά οφέλη σε αυτούς που αντλούν κεφάλαια, στους επενδυτές, και στην οικονομία της ΕΕ συνολικά. Οι πιο ενοποιημένες κεφαλαιαγορές της ΕΕ θα αυξήσουν επίσης την ελκυστικότητα των κρατών μελών ως επενδυτικών προορισμών για τους επενδυτές από τρίτες χώρες.

6.1. Ασφάλεια δικαίου και υποδομή της αγοράς για τις διασυνοριακές επενδύσεις

Οι αποτελεσματικές και ασφαλείς μετασυναλλακτικές υποδομές αποτελούν τα βασικά στοιχεία των κεφαλαιαγορών με εύρυθμη λειτουργία. Ένας προβληματισμός που κατείχε εξέχουσα θέση στο πλαίσιο των εισηγήσεων της δημόσιας διαβούλευσης είναι ότι η ιδιοκτησία των κινητών αξιών δεν μπορεί σήμερα να προσδιοριστεί με ασφάλεια δικαίου όταν ο εκδότης των κινητών αξιών και ο επενδυτής είναι εγκατεστημένοι σε διαφορετικά κράτη μέλη και/ή οι κινητές αξίες βρίσκονται στην κατοχή χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων διαφόρων κρατών μελών. Οι καταστάσεις αυτές είναι ολοένα και περισσότερο συνηθισμένες. Πολλοί από τους απαντήσαντες στην Πράσινη Βίβλο ζήτησαν διατάξεις που να διευκρινίζουν ποιο εθνικό δίκαιο εφαρμόζεται σε οποιαδήποτε δεδομένη διασυνοριακή συναλλαγή επί κινητών αξιών. Για το σκοπό αυτό, η Επιτροπή σκοπεύει να ενισχύσει και να διευρύνει τους υπάρχοντες κανόνες στον τομέα αυτόν. Ο εκσυγχρονισμός του δικαίου είναι ακόμη πιο σημαντικός εν όψει της αναμενόμενης αύξησης των διασυνοριακών συναλλαγών κινητών αξιών που θα προκύψει από την έναρξη λειτουργίας του Target2-Securities (T2S).

Επιπλέον, οι διαφορές όσον αφορά την εθνική μεταχείριση των αποτελεσμάτων της εκχώρησης απαιτήσεων σε τρίτους⁴⁹ καθιστά περίπλοκη τη χρήση των μέσων αυτών ως διασυνοριακής ασφάλειας και δυσχεραίνει για τους επενδυτές την τιμολόγηση του κινδύνου των δανειοδοτικών επενδύσεων. Αυτή η έλλειψη ασφάλειας δικαίου προκαλεί σύγχυση για οικονομικά σημαντικές χρηματοπιστωτικές πράξεις, όπως οι τιτλοποιήσεις που απαιτούν αυστηρή διαχείριση των εμπράγματων ασφαλειών.

Η Επιτροπή θα προωθήσει εγκαίρως στοχοθετημένες ενέργειες σχετικά με την αβεβαιότητα που περιβάλλει την ιδιοκτησία των κινητών αξιών. Με βάση περαιτέρω διαβουλεύσεις και εκτίμηση των επιπτώσεων, η Επιτροπή θα προτείνει επίσης ενιαίους κανόνες για τον προσδιορισμό, με ασφάλεια δικαίου, του εφαρμοστέου εθνικού δικαίου στα αποτελέσματα της εκχώρησης απαιτήσεων σε τρίτους.

⁴⁹ Όπου ο αρχικός πιστωτής μεταβιβάζει μια απαίτηση χρέους σε άλλο πρόσωπο.

Κατά τα τελευταία έτη, η νομοθεσία της ΕΕ, όπως ο κανονισμός για τις υποδομές των ευρωπαϊκών αγορών (EMIR)⁵⁰, ο κανονισμός για τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων (CSDR)⁵¹ και η MiFID II, έχει εξαλείψει πολλά από τα εμπόδια για τη διασυνοριακή εκκαθάριση και τον διακανονισμό των κινητών αξιών. Ωστόσο, με πολλές διατάξεις να μην έχουν ακόμη τεθεί σε ισχύ και την πρόσφατη δημιουργία της ενιαίας πλατφόρμας διακανονισμού T2S, το μετασυναλλακτικό τοπίο υφίσταται σημαντικές αλλαγές. Οι αλλαγές αυτές ωθούν την αναδιάρθρωση της μετασυναλλακτικής υποδομής ενθαρρύνοντας καινοτόμες πρακτικές στην αγορά, ιδίως στον τομέα της διαχείρισης των εμπράγματων ασφαλειών. Οι αγορές πρέπει να παρακολουθούνται, ώστε να διασφαλίζεται ότι η νομοθεσία συμβαδίζει με αυτές τις μεταβαλλόμενες πρακτικές, ενώ ταυτόχρονα θα εξασφαλίζεται ότι δεν μειώνεται η ασφάλεια και η αποτελεσματικότητα του μετασυναλλακτικού συστήματος.

Παρά την πρόοδο αυτή, εξακολουθούν να υφίστανται εμπόδια για την αποτελεσματική διασυνοριακή εκκαθάριση και τον διακανονισμό – συμπεριλαμβανομένων και εκείνων που είχε εντοπίσει η έκθεση Giovannini⁵² εδώ και πάνω από μια δεκαετία. Πολλά από τα εμπόδια αυτά έχουν την προέλευσή τους στις αποκλίνουσες εθνικές νομοθεσίες σε θέματα ιδιοκτησίας και αφερεγγυότητας, καθώς και στις εθνικές νομοθεσίες που αφορούν την κατοχή κινητών αξιών, οι οποίες διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους ως προς τη νομική φύση του περιουσιακού στοιχείου. Οι διαφορές αυτές μπορεί να οδηγήσουν σε ανασφάλεια δικαίου ως προς το ποιος είναι ιδιοκτήτης μιας κινητής αξίας σε περίπτωση αθέτησης και ποίων τα δικαιώματα έχουν προτεραιότητα σε περίπτωση αφερεγγυότητας. Ωστόσο, η αβεβαιότητα σχετικά με τα εν λόγω θεμελιώδη ζητήματα συνεπάγεται σημαντικούς νομικούς κινδύνους, για παράδειγμα στην εκτελεστότητα των εμπράγματων ασφαλειών, και μπορεί να θέσει σε κίνδυνο την ανθεκτικότητα των διασυνοριακών ροών διακανονισμού και εμπράγματων ασφαλειών.

Με στόχο την υποστήριξη πιο αποτελεσματικών και ανθεκτικών μετασυναλλακτικών συστημάτων και αγορών εμπράγματων ασφαλειών, η Επιτροπή θα πραγματοποιήσει μια ευρύτερη επισκόπηση σχετικά με την πρόοδο όσον αφορά την άρση των εμποδίων της έκθεσης Giovannini για τη διασυνοριακή εκκαθάριση-διακανονισμό, μετά την εφαρμογή της πρόσφατης νομοθεσίας και τις εξελίξεις όσον αφορά τις υποδομές της αγοράς.

6.2. Άρση των εθνικών εμποδίων για τις διασυνοριακές επενδύσεις

Η συνέπεια στην εφαρμογή, ενσωμάτωση και επιβολή του νομοθετικού και εποπτικού πλαισίου είναι ζωτικής σημασίας για την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων και την καθιέρωση ισότιμων όρων ανταγωνισμού. Τώρα που έχει θεσπιστεί σημαντικός αριθμός ενωσιακών χρηματοπιστωτικών διατάξεων για τη διευκόλυνση των διασυνοριακών επενδύσεων, η προσοχή πρέπει να στραφεί στην αποτελεσματική εφαρμογή και επιβολή. Τυχόν φραγμοί μπορούν να προέρχονται από την εθνική νομοθεσία ή διοικητική πρακτική. Ορισμένοι σχετίζονται με την εθνική «επιχρύσωση» των ελάχιστων κανόνων της ΕΕ, ενώ άλλοι μπορεί να προκύπτουν από αποκλίσεις στην εφαρμογή των κανόνων της ΕΕ. Άλλα εμπόδια απορρέουν από εθνικά μέτρα που λαμβάνονται σε τομείς όπου δεν υπάρχει νομοθεσία της ΕΕ ή όπου η ευθύνη παραμένει σε εθνικό επίπεδο.

⁵⁰ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 648/2012.

⁵¹ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 909/2014.

⁵² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

Για τα εμπόδια που δεν αντιμετωπίζονται μέσω άλλων δράσεων, συμπεριλαμβανομένης της εποπτικής σύγκλισης, η Επιτροπή θα συνεργαστεί με τα κράτη μέλη για τον εντοπισμό και την εξάλειψή τους με μια συνεργατική προσέγγιση. Η Επιτροπή προτίθεται:

- να δημιουργήσει ένα δίκτυο 28 εθνικών σημείων επαφής και να επιδοθεί σε διμερείς συζητήσεις σχετικά με τη δυνατότητα εθνικής δράσης για την άρση των εμποδίων·
- να αναπτύξει βέλτιστες πρακτικές, πίνακες επιδόσεων, συστάσεις και κατευθυντήριες γραμμές με βάση τις εργασίες στο πλαίσιο του δικτύου.

Η Επιτροπή, σε συνεργασία με τα κράτη μέλη, θα χαρτογραφήσει και θα καταβάλει προσπάθεια για την εξάλειψη των αδικαιολόγητων εθνικών φραγμών για την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων, που απορρέουν, μεταξύ άλλων, από την ανεπαρκή εφαρμογή ή την έλλειψη σύγκλισης στην ερμηνεία του ενιαίου εγχειριδίου κανόνων και από την εθνική νομοθεσία, οι οποίοι εμποδίζουν την εύρυθμη λειτουργία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και θα δημοσιεύσει έκθεση πριν από το τέλος του 2016.

Η σύγκλιση των διαδικασιών αφερεγγυότητας και αναδιάρθρωσης θα διευκολύνει την μεγαλύτερη ασφάλεια δικαίου για τους διασυννοριακούς επενδυτές και θα ενθαρρύνει την έγκαιρη αναδιάρθρωση των βιώσιμων εταιρειών που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσχέρειες. Οι συμμετέχοντες στη διαβούλευση συμφώνησαν σε γενικές γραμμές ότι τόσο η αναποτελεσματικότητα και όσο και οι αποκλίσεις μεταξύ των νομοθεσιών περί αφερεγγυότητας καθιστούν πιο δύσκολο για τους επενδυτές να αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο, ιδίως όσον αφορά τις διασυννοριακές επενδύσεις.

Η έκθεση «Doing Business» της Παγκόσμιας Τράπεζας του 2015 κατατάσσει τις χώρες ανάλογα με την ποιότητα των πλαισίων αφερεγγυότητας της καθεμιάς σε κλίμακα 0-16. Ο απλός μέσος όρος της ΕΕ είναι 11,6, δηλαδή 5 % κάτω από τον μέσο όρο του ΟΟΣΑ για τις χώρες υψηλού εισοδήματος (12,2). Ορισμένα κράτη μέλη σημειώνουν βαθμό μικρότερο από 8.

Το 2014 η Επιτροπή εξέδωσε σύσταση⁵³ σχετικά με μια νέα προσέγγιση στην πτώχευση επιχειρήσεων και την αφερεγγυότητα, η οποία ενθαρρύνει τα κράτη μέλη να εφαρμόσουν πρώιμες διαδικασίες αναδιάρθρωσης και να δώσουν μια «δεύτερη ευκαιρία» στους επιχειρηματίες. Η σύσταση ορίζει κοινές αρχές για τις εθνικές διαδικασίες αφερεγγυότητας όσον αφορά τις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν δυσκολίες, καθώς και μέτρα που αποσκοπούν στη μείωση της διάρκειας και του κόστους της διαδικασίας για τις ΜΜΕ (π.χ. χρήση τυποποιημένων εντύπων, χρήση μέσων επικοινωνίας εξ αποστάσεως). Ενώ είναι σαφές ότι η σύσταση έχει παράσχει ένα χρήσιμο κεντρικό σημείο για τα κράτη μέλη που προβαίνουν σε μεταρρυθμίσεις στον τομέα της αφερεγγυότητας, η αξιολόγηση που εκπόνησε η Επιτροπή δείχνει ότι εφαρμόστηκε μόνο εν μέρει, ακόμη και σε εκείνα τα κράτη μέλη που έχουν δρομολογήσει μεταρρυθμίσεις⁵⁴.

Η Επιτροπή θα προτείνει μια νομοθετική πρωτοβουλία για την αφερεγγυότητα των επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένης της πρώιμης αναδιάρθρωσης και της παροχής δεύτερης ευκαιρίας, με βάση την εμπειρία της σύστασης. Η πρωτοβουλία θα επιδιώξει

⁵³ C(2014) 1500 final της 12.3.2014.

⁵⁴ Αξιολόγηση της εφαρμογής της σύστασης σχετικά με μια νέα προσέγγιση για την πτώχευση επιχειρήσεων και την αφερεγγυότητα (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm)

να αντιμετωπίσει τα σημαντικά εμπόδια που παρακωλύουν την ελεύθερη ροή κεφαλαίων, με βάση τα εθνικά καθεστώτα που λειτουργούν ορθά.

Η φορολογία είναι επίσης ένα θέμα υψηλής σημασίας για την λήψη αποφάσεων σχετικά με διασυνοριακές επενδύσεις. Δύο συγκεκριμένα φορολογικά εμπόδια για τις διασυνοριακές επενδύσεις έχουν προσδιοριστεί ως ιδιαίτερα σημαντικές στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Πρώτον, πολλοί επενδυτές υπογραμμίζουν ότι, όταν επενδύουν διασυνοριακά, επί του παρόντος υφίστανται αρνητικές συνέπειες από την εφαρμογή των τοπικών διατάξεων για παρακράτηση φόρου στην πηγή που είναι σχεδόν αδύνατο να ανακτήσουν, επιπλέον των φόρων που καταβάλλουν στην χώρα τους. Το πρόβλημα απορρέει από τις διαφορετικές εθνικές προσεγγίσεις όσον αφορά την εφαρμογή της παρακράτησης φόρων στην πηγή και την πολυπλοκότητα των διαδικασιών με τις οποίες ζητείται απαλλαγή από τους εν λόγω φόρους. Η δυνητική διακριτική φορολόγηση των συνταξιοδοτικών ταμείων και των εταιρειών ασφάλισης ζωής είναι επίσης εμπόδιο για τις διασυνοριακές επενδύσεις.

Προκειμένου να ενθαρρύνει τα κράτη μέλη να καθιερώσουν συστήματα ελάφρυνσης της παρακράτησης φόρου στην πηγή και να θεσπίσουν τυποποιημένες και ταχείες διαδικασίες επιστροφής φόρων, η Επιτροπή θα προωθήσει βέλτιστες πρακτικές και θα αναπτύξει έναν κώδικα δεοντολογίας με τα κράτη μέλη σχετικά με τις αρχές της ελάφρυνσης της παρακράτησης φόρου στην πηγή. Η Επιτροπή θα εκπονήσει μελέτη σχετικά με τις διακρίσεις λόγω φορολογικών εμποδίων για τις διασυνοριακές επενδύσεις των εταιρειών ασφάλισης ζωής και των συνταξιοδοτικών ταμείων και, όπου είναι αναγκαίο, θα κινήσει διαδικασίες επί παραβάσει.

Επί του παρόντος, υπάρχουν περίπου 200 Διμερείς Συνθήκες Επενδύσεων μεταξύ κρατών μελών («ενδοενωσιακές ΔΣΕ») οι οποίες ορίζει διαφορετικά πρότυπα μεταχείρισης των διασυνοριακών επενδύσεων εντός της ενιαίας αγοράς και είναι ασυμβίβαστες με το δίκαιο της ΕΕ. Η Επιτροπή πρόσφατα προσέφυγε στην δικαιοσύνη κατά των ενδοενωσιακών ΔΣΕ. Η Επιτροπή θα συνεργαστεί με τα κράτη μέλη για να διερευνήσει κατά πόσον χρειάζονται πρόσθετα μέτρα για να ενισχυθούν περαιτέρω οι διασφαλίσεις για τους διασυνοριακούς επενδυτές, και με τον τρόπο αυτό να ενισχυθεί η ελκυστικότητα της ενιαίας αγοράς ως επενδυτικού προορισμού.

6.3. Προώθηση της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας και της εποπτικής σύγκλισης

Προωθώντας μεγαλύτερη ποικιλία διαύλων χρηματοδότησης, η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα συμβάλει στην αύξηση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ.⁵⁵ Ταυτόχρονα, πρέπει να υπάρχει εγρήγορση όσον αφορά τους κινδύνους για τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα που εμφανίζονται στις κεφαλαιαγορές. Κατά τα τελευταία έτη, η ΕΕ έχει θέσει σε εφαρμογή μια σειρά μεταρρυθμίσεων προκειμένου να καταστούν οι αγορές περισσότερο διαφανείς, καλά ρυθμιζόμενες και ανθεκτικές, όπου περιλαμβάνεται η μείωση των κινδύνων στις αγορές παραγώγων προϊόντων μέσω του κανονισμού EMIR, η θέσπιση ασφαλέστερων και πιο διαφανών κανόνων διαπραγμάτευσης στην οδηγία MiFID και η διασφάλιση ότι όλοι οι διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων στην ΕΕ υπόκεινται σε ρύθμιση μέσω της ΟΔΟΕΕ. Περαιτέρω μεταρρυθμίσεις είναι υπό εξέλιξη μέσω του κανονισμού για τις συναλλαγές χρηματοδότησης τίτλων (SFTR)⁵⁶, της πρότασης για τα

⁵⁵ Ομιλία του V. Constâncio, Αντιπροέδρου της ΕΚΤ.

⁵⁶ Σύμφωνα με τον κανονισμό SFTR, ως επακόλουθο του αποτελέσματος των εργασιών που επιτελούν τα οικεία διεθνή φόρα και με τη βοήθεια της ΕΑΚΑΑ, της ΕΑΤ και του ΕΣΣΚ, η Επιτροπή θα υποβάλει έκθεση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο το 2017 σχετικά με την πρόοδο στις διεθνείς προσπάθειες για τη μείωση των κινδύνων που συνδέονται με τις ΣΧΤ, μεταξύ άλλων για τις συστάσεις του

αμοιβαία κεφάλαια της χρηματαγοράς και της επικείμενης νομοθετικής πρότασης για την ανάκαμψη και εξυγίανση των κεντρικών αντισυμβαλλομένων (CCP). Το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΣΧΣ) δίνει προτεραιότητα στις εργασίες για την κατανόηση και την αντιμετώπιση των αδυναμιών που συνδέονται με φορείς που αναλαμβάνουν δραστηριότητες τραπεζικής υφής στις κεφαλαιαγορές. Η εξασφάλιση μιας παγκόσμιας ρυθμιστικής προσέγγισης έναντι των πιθανών αναδυόμενων συστημικών κινδύνων θα στηρίξει την χρηματοπιστωτική σταθερότητα αλλά επίσης θα διευκολύνει τις διασυνοριακές επενδύσεις.

Η Επιτροπή θα συνεργαστεί με το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (FSB) και τις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές (ΕΕΑ), καθώς και με το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) με σκοπό την αξιολόγηση των πιθανών κινδύνων για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα που απορρέουν από την χρηματοδότηση που βασίζεται στην αγορά. Θα πραγματοποιηθούν περαιτέρω εργασίες ανάλυσης, για παράδειγμα για την καλύτερη κατανόηση των θεμάτων της ρευστότητας της αγοράς και των αλληλεπιδράσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, και την αξιολόγηση του εάν θα πρέπει να αναπτυχθούν πρόσθετα μακροπροληπτικά μέσα. Η Επιτροπή θα επιφέρει οποιεσδήποτε αλλαγές είναι αναγκαίες στο πλαίσιο της μακροπροληπτικής εποπτείας στο πλαίσιο της επικείμενης αναθεώρησης του ΕΣΣΚ.

Όσον αφορά την εποπτεία, οι εισηγήσεις στη διαβούλευση ήταν θετικές σχετικά με την αρχιτεκτονική που έθεσε σε εφαρμογή η ΕΕ μετά την οικονομική κρίση του 2011. Μολονότι έχει σημειωθεί πρόοδος όσον αφορά τη σύσταση ευρωπαϊκού συστήματος χρηματοπιστωτικής εποπτείας και τη δημιουργία του ενιαίου εγχειριδίου κανόνων, οι ερωτηθέντες στη διαβούλευση τόνισαν επίσης τη σημασία της διασφάλισης εποπτικής σύγκλισης και συνεπούς υλοποίησης και εφαρμογής της νομοθεσίας της ΕΕ για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες - ένα θέμα που επισημαίνεται επίσης και στην έκθεση των πέντε προέδρων με τίτλο «Ολοκλήρωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης της Ευρώπης».

Η νομοθεσία για τις κεφαλαιαγορές που θεσπίστηκε κατά τα πρόσφατα έτη προβλέπει έναν σημαντικό ρόλο για τις ΕΕΑ σε ορισμένους τομείς. Η ανατροφοδότηση από την διαβούλευση επεσήμανε την ανάγκη ιδίως για την ΕΑΚΑΑ να διαδραματίσει ισχυρότερο ρόλο όσον αφορά την ενίσχυση της εποπτικής σύγκλισης στην κανονιστική ρύθμιση των κεφαλαιαγορών και την πληροφόρηση για τις αγορές, και να εξασφαλίσει τη συνεκτική εφαρμογή του ενιαίου εγχειριδίου κανόνων σε ολόκληρη την ΕΕ. Οι προσπάθειες που καταβάλλονται τα τελευταία έτη για τη δημιουργία ενός ενιαίου εγχειριδίου κανόνων για τις κεφαλαιαγορές αναμένεται ότι θα οδηγήσουν σε πιο ολοκληρωμένες και αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές. Η εμπάθυνση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης θα πρέπει να συνοδεύεται από μεγαλύτερη έμφαση εκ μέρους της ΕΑΚΑΑ για την επίτευξη σύγκλισης των εποπτικών αποτελεσμάτων σε ολόκληρη την ΕΕ, μεταξύ άλλων στον τομέα της λογιστικής, προκειμένου να διασφαλιστεί η εύρυθμη λειτουργία της ενιαίας αγοράς. Η ΕΑΚΑΑ θα μπορούσε να επικεντρωθεί περισσότερο στον εντοπισμό, τη στήριξη και την προώθηση των βέλτιστων πρακτικών, προκειμένου να εξασφαλισθεί η αποτελεσματικότητα των τεχνικών ελέγχου των κρατών μελών και τα συγκρίσιμα αποτελέσματα σε όλη την ΕΕ. Στο πλαίσιο αυτό, η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να κάνει πιο συστηματική και αποτελεσματική χρήση των μέσων που διαθέτει, ιδίως στις θεματικές αξιολογήσεις και τις ανά χώρα αξιολογήσεις από ομοτίμους.

ΣΧΣ για τις περικοπές των μη κεντρικώς εκκαθαριζόμενων ΣΧΤ και την καταλληλότητά τους για τις ευρωπαϊκές αγορές.

Η Επιτροπή θα συνεργαστεί με την ΕΑΚΑΑ προκειμένου να αναπτύξει και να εφαρμόσει μια στρατηγική για την ενίσχυση της εποπτικής σύγκλισης και να προσδιορίσει τομείς στους οποίους μια πιο ολοκληρωμένη προσέγγιση μπορεί να βελτιώσει την λειτουργία της ενιαίας αγοράς κεφαλαίων. Η Επιτροπή θα συνεργαστεί επίσης με την ΕΑΚΑΑ προκειμένου να αυξήσει την αποτελεσματικότητα της λήψης αποφάσεων όσον αφορά τις θεματικές αξιολογήσεις και τις ανά χώρα αξιολογήσεις από ομοτίμους. Η Επιτροπή θα εκδώσει, το 2016, Λευκή Βίβλο για τη διακυβέρνηση και τη χρηματοδότηση των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών είναι ένα κλασικό εγχείρημα ενιαίας αγοράς προς όφελος του συνόλου των 28 κρατών μελών. Για να αξιοποιηθούν πλήρως οι δυνατότητες των κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή, μέσω της υπηρεσίας στήριξης διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, θα αναπτύξει στρατηγική για την παροχή τεχνικής βοήθειας στα κράτη μέλη, όπου χρειάζεται, για την ενίσχυση συγκεκριμένων ικανοτήτων των εθνικών κεφαλαιαγορών.

6.4. Διευκόλυνση των διεθνών επενδύσεων

Για να ευδοκιμήσουν οι κεφαλαιαγορές της ΕΕ, θα πρέπει να είναι ανοικτές και ανταγωνιστικές σε παγκόσμιο επίπεδο, και να είναι σε θέση να προσελκύουν πρόσθετες επενδύσεις ιδίων κεφαλαίων και χρεωστικών τίτλων από διεθνείς επενδυτές. Η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα βοηθήσει να καταστούν οι κεφαλαιαγορές της ΕΕ πιο ελκυστικές για τους διεθνείς επενδυτές με την εξάλειψη του νομικού και διοικητικού κόστους για τις διασυνοριακές συναλλαγές και την ενίσχυση της σύγκλισης των εποπτικών αποτελεσμάτων σε ολόκληρη την Ευρώπη. Δεδομένου του παγκόσμιου χαρακτήρα των κεφαλαιαγορών, η Ένωση Κεφαλαιαγορών πρέπει να λαμβάνει υπόψη το ευρύτερο παγκόσμιο πλαίσιο και να διασφαλίζει ότι οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές παραμένουν αναπόσπαστο μέρος του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος. Η Επιτροπή θα συνεχίσει να συνεργάζεται στενά με τα κράτη μέλη της ΕΕ και τρίτες χώρες σε διεθνή φόρα όπως το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας και η IOSCO με σκοπό την επίτευξη συγκλινουσών απαντήσεων πολιτικής για να στηριχθεί η ανάπτυξη των παγκόσμιων κεφαλαιαγορών. Επιπλέον, η Επιτροπή θα επιδιώξει να θεσπίσει πλαίσια για την ρυθμιστική συνεργασία στον τομέα των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών με σημαντικές τρίτες χώρες με σκοπό την ενίσχυση της ολοκλήρωσης των κεφαλαιαγορών.

Η πολιτική της ΕΕ για το διεθνές εμπόριο και τις επενδύσεις μπορεί να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο για την υποστήριξη των διεθνών επενδύσεων. Οι διεθνείς εμπορικές και επενδυτικές συμφωνίες ελευθερώνουν την κυκλοφορία των κεφαλαίων, ρυθμίζουν την πρόσβαση στην αγορά και τις επενδύσεις, μεταξύ άλλων και για την παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, και μπορούν να συμβάλουν στην επίτευξη κατάλληλου επιπέδου προστασίας και ισότιμων όρων ανταγωνισμού για τους επενδυτές. Η Επιτροπή θα συνεχίσει επίσης να συμβάλλει στις εργασίες σε διεθνές επίπεδο σχετικά με την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων, μεταξύ άλλων στο πλαίσιο των κωδίκων ελευθέρωσης των κινήσεων κεφαλαίων του ΟΟΣΑ.

7. ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ

Το παρόν σχέδιο δράσης ορίζει τις ενέργειες προτεραιότητας που απαιτούνται για την ενθάρρυνση των επενδύσεων σε όλα τα κράτη μέλη και σε ολόκληρη την ΕΕ, και την καλύτερη διασύνδεση της αποταμίευσης με την ανάπτυξη. Η προπαρασκευή των προτεινόμενων δράσεων θα υπόκειται σε κατάλληλες διαβουλεύσεις και σε εκτίμηση επιπτώσεων των διαφόρων επιλογών για την επίτευξη των στόχων.

Θα απαιτηθούν συνεχείς και συντονισμένες προσπάθειες για την επιτυχή έγκριση και εφαρμογή των δράσεων αυτών. Πρόκειται για ένα εγχείρημα για το σύνολο των 28 κρατών μελών και η Επιτροπή θα συνεργαστεί στενά με τα κράτη μέλη και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο για την προώθηση των εν λόγω προτάσεων.

Προκειμένου να δοθεί έγκαιρη ώθηση, σήμερα ανακοινώνονται συγκεκριμένες προτάσεις, ενώ άλλες θα ακολουθήσουν σύντομα. Οι πρώτες δράσεις περιλαμβάνουν μια πλήρη δέσμη μέτρων σχετικά με την τιτλοποίηση με επικαιροποιημένες βαθμονομήσεις για τον ΚΚΑ, τον ορισμό της υποδομής και αναθεωρημένες βαθμονομήσεις για την Φερεγγυότητα II, και μια πρόταση για την αναθεώρηση της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο. Σε άλλους τομείς, μπορεί να χρειαστεί περαιτέρω διαβούλευση με τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, η Επιτροπή θα διευκολύνει τις συζητήσεις με τα κράτη μέλη για θέματα όπως η φορολογία και η αφερεγγυότητα προκειμένου να καταστεί δυνατή η επίτευξη προόδου σε μεσοπρόθεσμη έως μακροπρόθεσμη βάση.

Η επιτυχία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών θα εξαρτηθεί επίσης από τους συμμετέχοντες στην αγορά. Οι ενδιαμέσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί πρέπει να συμβάλουν στην αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των πελατών τους και στην οικοδόμηση εμπιστοσύνης στις κεφαλαιαγορές στην Ευρώπη. Το παρόν σχέδιο δράσης περιλαμβάνει πρωτοβουλίες που καθοδηγούνται από την αγορά και η Επιτροπή παροτρύνει τα ενδιαφερόμενα μέρη να θέσουν ως προτεραιότητα την πρόοδο σε αυτούς τους τομείς.

Επιπλέον, η Επιτροπή θα συνεχίσει να καταβάλλει προσπάθειες για να εντοπίσει τις κύριες ανεπάρκειες και τους φραγμούς όσον αφορά την εμβάθυνση των κεφαλαιαγορών στην Ευρώπη και να καθορίσει ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος για την αντιμετώπισή τους, διατηρώντας παράλληλα το βάρος στην προστασία των επενδυτών και την εποπτεία της αγοράς.

Εκτός από τις ετήσιες εκθέσεις, η Επιτροπή θα εκπονήσει διεξοδικό απολογισμό το 2017 ως βάση για τη λήψη συμπληρωματικών μέτρων τα οποία ενδεχομένως θα είναι αναγκαία.

Η Επιτροπή θα υποβάλλει τακτικές εκθέσεις στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τα κράτη μέλη σχετικά με την πρόοδο.

Παράρτημα 1: Κατάλογος των δράσεων και ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα

Χρηματοδότηση για την καινοτομία, τις νεοσύστατες επιχειρήσεις και τις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες		
Στήριξη της χρηματοδότησης μέσω επιχειρηματικών κεφαλαίων και της χρηματοδότησης μετοχικού κεφαλαίου	Πρόταση για πανευρωπαϊκούς οργανισμούς επενδύσεων σε μερίδια άλλων οργανισμών επιχειρηματικού κεφαλαίου και πολυκρατικούς οργανισμούς επενδύσεων	Δεύτερο τρίμηνο 2016
	Αναθεώρηση νομοθεσίας ΕΕΕΚ και ΕΤΚΕ	Τρίτο τρίμηνο 2016
	Μελέτη σχετικά με τα φορολογικά κίνητρα για τις εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου και τους επιχειρηματικούς αγγέλους	2017
Άρση των φραγμών για την πληροφόρηση σχετικά με επενδύσεις σε ΜΜΕ	Ενίσχυση των πληροφοριών που παρέχουν οι τράπεζες όταν απορρίπτουν τις αιτήσεις των ΜΜΕ για χορήγηση πίστωσης	Δεύτερο τρίμηνο 2016
	Χαρτογράφηση των υφιστάμενων τοπικών ή εθνικών ικανοτήτων στήριξης και παροχής συμβουλών σε ολόκληρη την ΕΕ για την προώθηση βέλτιστων πρακτικών	2017
	Διερεύνηση τρόπων ανάπτυξης ή υποστήριξης πανευρωπαϊκών συστημάτων πληροφοριών	2017
Προώθηση καινοτόμων μορφών εταιρικής χρηματοδότησης	Έκθεση για την συμμετοχική χρηματοδότηση	Πρώτο τρίμηνο 2016
	Ανάπτυξη συντονισμένης προσέγγισης όσον αφορά τη χορήγηση νέων δανείων από επενδυτικά ταμεία και αξιολόγηση της σκοπιμότητας μελλοντικού πλαισίου της ΕΕ	Τέταρτο τρίμηνο 2016
Διευκόλυνση των επιχειρήσεων όσον αφορά την είσοδο και την άντληση κεφαλαίων σε χρηματιστήρια		
Ενίσχυση της πρόσβασης σε χρηματιστήρια	Πρόταση για τον εκσυγχρονισμό της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο	Τέταρτο τρίμηνο 2015
	Επανεξέταση των κανονιστικών φραγμών για την πρόσβαση των ΜΜΕ σε χρηματιστήρια και αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ	2017
	Επανεξέταση των αγορών εταιρικών ομολόγων της ΕΕ, με επίκεντρο τους τρόπους βελτίωσης της ρευστότητας της αγοράς	2017
Στήριξη της χρηματοδότησης μετοχικού κεφαλαίου	Αντιμετώπιση της μεροληψίας χρέους-μετοχικού κεφαλαίου, στο πλαίσιο της νομοθετικής πρότασης για την Κοινή Ενοποιημένη Βάση Φορολογίας των Εταιρειών	Τέταρτο τρίμηνο 2016
Μακροπρόθεσμες επενδύσεις, επενδύσεις για υποδομές και βιώσιμες επενδύσεις		
Στήριξη των επενδύσεων σε υποδομές	Αναπροσαρμογή των βαθμονομήσεων της «Φερεγγυότητας II» για τις επενδύσεις ασφαλιστικών εταιρειών σε υποδομές και ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια	Τρίτο τρίμηνο 2015
	Επανεξέταση του ΚΚΑ για τις τράπεζες, με αλλαγές στις βαθμονομήσεις για τις υποδομές, εάν κρίνεται αναγκαίο	Σε εξέλιξη

Διασφάλιση της συνοχής του εγχειριδίου κανόνων της ΕΕ για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες	Πρόσκληση υποβολής στοιχείων σχετικά με τις σωρευτικές επιπτώσεις της χρηματοπιστωτικής μεταρρύθμισης	Τρίτο τρίμηνο 2015
Προώθηση των επενδύσεων από το επενδυτικό κοινό και από θεσμικούς επενδυτές		
Αύξηση των επιλογών και του ανταγωνισμού για το επενδυτικό κοινό	Πράσινη Βίβλος για τις λιανικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και τις ασφαλίσσεις	Τέταρτο τρίμηνο 2015
Βοήθεια στους μικροεπενδυτές ώστε να έχουν καλύτερες συνθήκες	Αξιολόγηση αγορών επενδυτικών προϊόντων για μικροεπενδυτές στην ΕΕ	2018
Στήριξη της αποταμίευσης για συνταξιοδότηση	Αξιολόγηση της σκοπιμότητας ενός πλαισίου πολιτικής για την καθιέρωση ευρωπαϊκών ατομικών συντάξεων	Τέταρτο τρίμηνο 2016
Διεύρυνση των ευκαιριών για τους θεσμικούς επενδυτές και τους διαχειριστές κεφαλαίων	Αξιολόγηση της αντιμετώπισης του ιδιωτικού κεφαλαίου συμμετοχών και των ιδιωτικών τοποθετήσεων χρέους στην «Φερεγγυότητα II» Διαβούλευση σχετικά με τα κύρια εμπόδια για τη διασυνοριακή διανομή επενδυτικών κεφαλαίων	2018 Δεύτερο τρίμηνο 2016
Αξιοποίηση της ικανότητας του τραπεζικού τομέα να στηρίζει την ευρύτερη οικονομία		
Ενίσχυση των τοπικών δικτύων χρηματοδότησης	Διερεύνηση της δυνατότητας για όλα τα κράτη μέλη να εγκρίνουν πιστωτικές ενώσεις που δραστηριοποιούνται εκτός του πλαισίου κεφαλαιακών απαιτήσεων της ΕΕ για τις τράπεζες	Σε εξέλιξη
Οικοδόμηση αγορών τιτλοποίησης στην ΕΕ	Πρόταση για απλές, διαφανείς και τυποποιημένες τιτλοποιήσεις (STS) και επανεξέταση των κεφαλαιακών βαθμονομήσεων για τις τράπεζες	Τρίτο τρίμηνο 2015
Στήριξη της τραπεζικής χρηματοδότησης για την ευρύτερη οικονομία	Διαβούλευση σχετικά με ένα πλαίσιο σε επίπεδο ΕΕ για τα καλυμμένα ομόλογα και παρεμφερείς δομές για δάνεια προς ΜΜΕ	Τρίτο τρίμηνο 2015
Διευκόλυνση των διασυνοριακών επενδύσεων		
Εξάλειψη των εθνικών εμποδίων για τις διασυνοριακές επενδύσεις	Έκθεση για τα εθνικά εμπόδια για την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων	Τέταρτο τρίμηνο 2016
Βελτίωση της υποδομής της αγοράς για τις διασυνοριακές	Στοχοθετημένη δράση σχετικά με τους κανόνες ιδιοκτησίας κινητών αξιών και τα αποτελέσματα της εκχώρησης απαιτήσεων σε τρίτους	2017
	Επισκόπηση της προόδου όσον αφορά την άρση των εναπομενόντων	2017

επενδύσεις	εμποδίων της έκθεσης Giovannini	
Ενίσχυση της σύγκλισης των διαδικασιών αφερεγγυότητας	Νομοθετική πρωτοβουλία για την αφερεγγυότητα των επιχειρήσεων, με σκοπό την αντιμετώπιση των σημαντικότερων εμποδίων για την ελεύθερη ροή κεφαλαίων	Τέταρτο τρίμηνο 2016
Άρση των διασυνοριακών φορολογικών φραγμών	Βέλτιστες πρακτικές και κώδικας δεοντολογίας σχετικά με την ελάφρυνση της παρακράτησης φόρου στην πηγή Μελέτη σχετικά με τις διακρίσεις λόγω φορολογικών εμποδίων για τις διασυνοριακές επενδύσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων και των εταιρειών ασφάλισης ζωής	2017 2017
Ενίσχυση της εποπτικής σύγκλισης και της ανάπτυξης της ικανότητας των κεφαλαιαγορών	Στρατηγική για την εποπτική σύγκλιση, ώστε να βελτιωθεί η λειτουργία της ενιαίας αγοράς κεφαλαίων Λευκή Βίβλος για τη χρηματοδότηση και τη διακυβέρνηση των ΕΕΑ Ανάπτυξη στρατηγικής για την παροχή τεχνικής βοήθειας στα κράτη μέλη με σκοπό την στήριξη της ικανότητας των κεφαλαιαγορών	Σε εξέλιξη Δεύτερο τρίμηνο 2016 Τρίτο τρίμηνο 2016
Ενίσχυση της ικανότητας για διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας	Επανεξέταση του πλαισίου μακροπροληπτικής εποπτείας της ΕΕ	2017