



ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Βρυξέλλες, 18.2.2015
COM(2015) 63 final

ΠΡΑΣΙΝΗ ΒΙΒΛΟΣ

Οικοδόμηση Ένωσης Κεφαλαιαγορών

{SWD(2015) 13 final}

Πρόλογος

Η προτεραιότητα της Επιτροπής – η προτεραιότητα της Ευρώπης – είναι η απασχόληση και η ανάπτυξη. Για να φέρουμε ξανά την ανάπτυξη στην Ευρώπη, πρέπει να απελευθερώσουμε επενδύσεις στις επιχειρήσεις και τις υποδομές της Ευρώπης. Η δέσμη επενδύσεων ύψους 315 δισ. ευρώ θα βοηθήσει να θέσουμε σε κίνηση τη διαδικασία αυτή. Αλλά για την ενίσχυση των επενδύσεων σε μακροπρόθεσμη βάση, χρειάζεται να οικοδομήσουμε μια πραγματικά ενιαία αγορά κεφαλαίων – μια Ένωση Κεφαλαιαγορών για το σύνολο των 28 κρατών μελών.

Σε σύγκριση με άλλα μέρη του πλανήτη, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις εξακολουθούν να εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις τράπεζες για χρηματοδότηση και σχετικά λιγότερο από τις κεφαλαιαγορές. Ισχυρότερες κεφαλαιαγορές αναμένεται να λειτουργήσουν συμπληρωματικά προς τις τράπεζες ως πηγές χρηματοδότησης, και:

- να απελευθερώσουν περισσότερες επενδύσεις για όλες τις επιχειρήσεις, ιδίως τις ΜΜΕ, και για έργα υποδομής·
- να προσελκύσουν στην ΕΕ περισσότερες επενδύσεις από τον υπόλοιπο κόσμο· και
- να καταστήσουν περισσότερο σταθερό το χρηματοπιστωτικό σύστημα, παρέχοντας πρόσβαση σε ένα ευρύτερο φάσμα πηγών χρηματοδότησης.

Κατ' ουσίαν, καθήκον μας είναι να βρούμε τρόπους σύνδεσης των επενδυτών και των αποταμιευτών με την ανάπτυξη. Η Ένωση Κεφαλαιαγορών δεν θα δημιουργηθεί με ένα μόνο μέτρο, αλλά θα υπάρξει ένα σύνολο μέτρων, ορισμένα από τα οποία θα είναι καθεαυτά περιορισμένης εμβέλειας, όμως σωρευτικά θα έχουν σημαντικό αντίκτυπο. Χρειάζεται να εντοπίσουμε και να άρουμε τους φραγμούς που ορθώνονται μεταξύ των επενδυτικών κεφαλαίων και των επενδυτικών ευκαιριών, και να υπερβούμε τα εμπόδια που δεν επιτρέπουν στις επιχειρήσεις να έρχονται σε επαφή με τους επενδυτές. Χρειάζεται επίσης να καταστήσουμε το σύστημά μας για τη διοχέτευση των πόρων αυτών – την αλυσίδα επενδύσεων – όσο το δυνατόν πιο αποτελεσματικό, τόσο σε εθνικό όσο και σε διασυνοριακό επίπεδο.

Γιατί αξίζει να το πράξουμε; Ορισμένα παραδείγματα δείχνουν τα δυνητικά οφέλη. Σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, οι μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, οι οποίες σε πολλές χώρες είναι οι μοχλοί της ανάπτυξης, λαμβάνουν πενταπλάσια χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές από ό,τι στην ΕΕ. Εάν οι αγορές επιχειρηματικών κεφαλαίων της ΕΕ είχαν εμβαθυνθεί στον ίδιο βαθμό, θα ήταν διαθέσιμα για τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων κεφάλαια ύψους έως και 90 δισ. ευρώ κατά την περίοδο 2008-2013. Εάν οι τιτλοποιήσεις των ΜΜΕ μπορούσαν να επιστρέψουν – με ασφάλεια – ακόμη και στο ήμισυ των επιπέδων του 2007 σε σύγκριση με τη σημερινή κατάσταση, τούτο θα ισοδυναμούσε με περίπου 20 δισ. ευρώ πρόσθετης χρηματοδότησης.

Βέβαια, πολλά από τα ζητήματα που διακυβεύονται – η νομοθεσία περί αφερεγγυότητας και περί κινητών αξιών και η φορολογική μεταχείριση – συζητώνται ήδη επί σειρά ετών. Η ανάγκη επίτευξης προόδου, ωστόσο, είναι πιο επιτακτική από ποτέ. Πρόκειται, βεβαίως, για μακρόπνοο έργο, το οποίο θα απαιτήσει άοκνες προσπάθειες επί σειρά ετών, ωστόσο το γεγονός αυτό δεν θα πρέπει να αποτελέσει λόγο για να μην πραγματοποιήσουμε ταχεία πρόοδο. Ως εκ τούτου, κατά τους προσεχείς μήνες:

- θα εκπονήσουμε προτάσεις για να ενθαρρυνθεί η τιτλοποίηση υψηλής ποιότητας και να απελευθερωθούν οι ισολογισμοί των τραπεζών ώστε αυτές να χορηγούν δάνεια·
- θα προβούμε σε αναθεώρηση της οδηγίας περί ενημερωτικών δελτίων ώστε να διευκολυνθούν οι επιχειρήσεις, ιδίως οι μικρότερες, να αντλούν κεφάλαια και να έρχονται σε επαφή με επενδυτές σε διασυνοριακές αγορές·
- θα δρομολογήσουμε τις εργασίες για τη βελτίωση της διαθεσιμότητας χρηματοπιστωτικών πληροφοριών για ΜΜΕ, ώστε να διευκολυνθούν οι επενδυτές να επενδύουν σε αυτές·
- θα συνεργαστούμε με τον κλάδο για την καθιέρωση ενός πανευρωπαϊκού καθεστώτος ιδιωτικών τοποθετήσεων, με σκοπό την ενθάρρυνση άμεσων επενδύσεων σε μικρότερες επιχειρήσεις· και
- θα στηρίζουμε τη διάδοση της χρήσης νέων ευρωπαϊκών μακροπρόθεσμων επενδυτικών κεφαλαίων για την διοχέτευση επενδύσεων σε υποδομές και άλλα μακροπρόθεσμα έργα.

Η παρούσα Πράσινη Βίβλος σηματοδοτεί την έναρξη μιας τρίμηνης διαβούλευσης. Θέλουμε να ακούσουμε τις απόψεις βουλευτών, κρατών μελών, φορέων που δραστηριοποιούνται στις κεφαλαιαγορές και όλων των ομάδων που ενδιαφέρονται για την απασχόληση, την ανάπτυξη και τα συμφέροντα των ευρωπαίων πολιτών. Η ανατροφοδότηση αυτή θα μας βοηθήσει να καταρτίσουμε ένα σχέδιο δράσης, ώστε να δημιουργηθούν τα δομικά στοιχεία που θα επιτρέψουν να τεθεί πλήρως σε λειτουργία η Ένωση Κεφαλαιαγορών έως το 2019.

Η κατεύθυνση που χρειάζεται να ακολουθήσουμε είναι σαφής: να οικοδομήσουμε μια ενιαία αγορά κεφαλαίων από τη βάση προς την κορυφή, εντοπίζοντας τους φραγμούς και κατεδαφίζοντάς τους έναν προς έναν, δημιουργώντας μια νέα δυναμική και βοηθώντας να δοθεί έναυσμα για αυξανόμενο αίσθημα εμπιστοσύνης σε όσους επενδύουν στο μέλλον της Ευρώπης. Η ελεύθερη ροή των κεφαλαίων αποτελεί μία από τις θεμελιώδεις αρχές στις οποίες οικοδομήθηκε η ΕΕ. Περισσότερα από πενήντα χρόνια μετά την υπογραφή της Συνθήκης της Ρώμης, ας αδράξουμε την ευκαιρία αυτή για να μετατρέψουμε το όραμα σε πραγματικότητα.

Τμήμα 1: Οικοδόμηση μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Η ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων κατοχυρώθηκε στη Συνθήκη της Ρώμης πριν από περισσότερα από πενήντα χρόνια. Αποτελεί μία από τις θεμελιώδεις ελευθερίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και θα πρέπει να βρίσκεται στο επίκεντρο της ενιαίας αγοράς. Ωστόσο, παρά την πρόοδο που έχει σημειωθεί, οι κεφαλαιαγορές σήμερα παραμένουν κατακερματισμένες και κατά κανόνα οργανωμένες σε εθνική βάση. Μετά από μια περίοδο εμβάθυνσης, ο βαθμός οικονομικής ολοκλήρωσης των χρηματοπιστωτικών αγορών σε ολόκληρη την ΕΕ μειώθηκε αφότου ξέσπασε η οικονομική κρίση, καθώς οι τράπεζες και οι επενδυτές υποχωρούν στις εθνικές τους αγορές.

Σε σύγκριση με άλλες περιοχές του πλανήτη, στην Ευρώπη η χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές γνωρίζει σχετικά χαμηλή ανάπτυξη. Οι αγορές μετοχών, ομολόγων κ.λπ. στην ΕΕ συμβάλλουν σε μικρότερο βαθμό στη χρηματοδότηση της ανάπτυξης και οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις εξακολουθούν να εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις τράπεζες, γεγονός που καθιστά τις οικονομίες μας ευάλωτες στη συρρίκνωση του τραπεζικού δανεισμού. Επίσης, δεν υπάρχει αρκετή εμπιστοσύνη μεταξύ των επενδυτών, και οι ευρωπαϊκές αποταμιεύσεις ενδέχεται να μην διατίθενται πάντα προς τις πιο παραγωγικές χρήσεις. Τα επίπεδα των επενδύσεων στην Ευρώπη είναι πολύ κατώτερα των ιστορικών τους επιπέδων και οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές είναι λιγότερο ανταγωνιστικές σε παγκόσμιο επίπεδο.

Προκειμένου να στηρίξουν μια διατηρήσιμη επιστροφή στην ανάπτυξη και στη δημιουργία θέσεων εργασίας, από κοινού με άλλες μεταρρυθμίσεις στο επιχειρηματικό περιβάλλον, οι κεφαλαιαγορές χρειάζεται να διαδραματίζουν μεγαλύτερο ρόλο στη διοχέτευση χρηματοδοτήσεων προς την οικονομία. Στην πράξη, αυτό σημαίνει ότι θα προσδιοριστούν και θα καταρριφθούν τα εμπόδια στην κυκλοφορία των κεφαλαίων μεταξύ επενδυτών και όσων χρειάζονται χρηματοδότηση, είτε αυτά εμφανίζονται στο εσωτερικό ενός κράτους μέλους είτε διασυνοριακά.

Η οικοδόμηση μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών αποτελεί βασική πρωτοβουλία στο πρόγραμμα εργασίας της Επιτροπής. Θα εξασφαλίσει μεγαλύτερη διαφοροποίηση της χρηματοδότησης της οικονομίας και θα μειώσει το κόστος άντλησης κεφαλαίων, ιδίως για τις ΜΜΕ. Οι περισσότεροι ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές, ιδίως για ίδια κεφάλαια, θα ενισχύσουν την ικανότητα απορρόφησης κλυδωνισμών της ευρωπαϊκής οικονομίας και θα καταστήσουν δυνατή την αύξηση των επενδύσεων χωρίς να αυξηθούν τα επίπεδα χρέους. Μια Ένωση Κεφαλαιαγορών αναμένεται να βελτιώσει τη ροή κεφαλαίων – μέσω αποτελεσματικών υποδομών της αγοράς και διαμεσολαβητών – από τους επενδυτές προς ευρωπαϊκά επενδυτικά έργα, βελτιώνοντας την κατανομή των κινδύνων και των κεφαλαίων σε ολόκληρη την ΕΕ και, τελικά, καθιστώντας την Ευρώπη περισσότερο ανθεκτική σε μελλοντικές κρίσεις.

Για τους λόγους αυτούς, η Επιτροπή δεσμεύτηκε να θέσει τις βάσεις για μια ορθά ρυθμισμένη και ολοκληρωμένη Ένωση Κεφαλαιαγορών, η οποία έως το 2019 θα περιλάβει όλα τα κράτη μέλη, με στόχο τη μεγιστοποίηση των οφελών των κεφαλαιαγορών και των μη τραπεζικών χρηματοδοτικών ιδρυμάτων για την ευρύτερη οικονομία.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών αναμένεται να ωθήσει την ΕΕ προς μια κατάσταση όπου, 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. Παρόλο που οι αλλαγές αυτές θα

βοηθήσουν να μειωθεί η εξάρτηση από την τραπεζική χρηματοδότηση, οι τράπεζες, ως δανειστές σε σημαντικό τμήμα της οικονομίας και διαμεσολαβητές στις αγορές κεφαλαίων, θα εξακολουθήσουν να διαδραματίζουν κεντρικό ρόλο στην Ένωση Κεφαλαιαγορών και να αποτελούν παράγοντες ζωτικής σημασίας στην ευρωπαϊκή οικονομία.

Δεν εμφανίζονται όλες αυτές οι προκλήσεις για πρώτη φορά, αλλά η ανάγκη της ΕΕ για ανάπτυξη καθιστά επιτακτική την αντιμετώπισή τους. Παρέχει επίσης την ώθηση που χρειάζεται για την επίτευξη προόδου. Σκοπός της παρούσας Πράσινης Βίβλου είναι να ξεκινήσει τη συζήτηση σε επίπεδο ΕΕ και κρατών μελών, με τη συμμετοχή των συννομοθετών, των άλλων θεσμικών οργάνων της ΕΕ, των εθνικών κοινοβουλίων και όλων των ενδιαφερομένων, σχετικά με τα πιθανά βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα μέτρα για την επίτευξη των στόχων αυτών.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα διαφέρει από την Τραπεζική Ένωση: η εμβάθυνση των κεφαλαιαγορών απαιτεί βήματα που θα πρέπει να είναι διακριτά από τα κύρια στοιχεία της Τραπεζικής Ένωσης. Ωστόσο, η εστίαση της Τραπεζικής Ένωσης στη διάρρηξη του δεσμού μεταξύ χρεοκοπιών τραπεζών και κρατικού χρέους στη ζώνη του ευρώ θα αποτελέσει πλατφόρμα σταθερότητας που θα στηρίξει την ανάπτυξη της Ένωσης Κεφαλαιαγορών σε όλα τα κράτη μέλη της ΕΕ. Ομοίως, οι καλά ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές θα συμβάλουν στην ανθεκτικότητα της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα πρέπει να εδράζεται στις ακόλουθες βασικές αρχές:

- Θα πρέπει να μεγιστοποιεί τα οφέλη των κεφαλαιαγορών για την οικονομία, την απασχόληση και την ανάπτυξη·
- Θα πρέπει να δημιουργεί μια ενιαία κεφαλαιαγορά για το σύνολο των 28 κρατών μελών, αίροντας τους φραγμούς για τις διασυνοριακές επενδύσεις στο εσωτερικό της ΕΕ και αναπτύσσοντας στενότερους δεσμούς με τις παγκόσμιες κεφαλαιαγορές·
- Θα πρέπει να οικοδομηθεί σε στέρεες βάσεις χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, με ένα ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, το οποίο θα εφαρμόζεται αποτελεσματικά και με συνέπεια·
- Θα πρέπει να εξασφαλίζει αποτελεσματικό επίπεδο προστασίας των καταναλωτών και των επενδυτών· και
- Θα πρέπει επίσης να συμβάλει στην προσέλκυση επενδύσεων από όλον τον κόσμο και στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας της ΕΕ.

1.1 Υλοποίηση μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Η οικοδόμηση μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών αποτελεί μακρόπνοο εγχείρημα. Έχουν ήδη αρχίσει οι εργασίες για την κατάρτιση ενός ενιαίου εγχειριδίου κανόνων, με πολυάριθμες βασικές μεταρρυθμίσεις¹ στο στάδιο της εφαρμογής. Η προσέγγιση της Επιτροπής θα βασίζεται σε αξιολόγηση των εκκρεμών προτεραιοτήτων, τόσο από την άποψη των δυνητικών επιπτώσεων και της σκοπιμότητας, που θα στηρίζεται σε εμπεριστατωμένη οικονομική ανάλυση, εκτίμηση επιπτώσεων και διαβούλευση.

¹ Όπως η νομοθεσία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (οδηγία MIFID II), την κατάχρηση αγοράς (MAD/MAR), τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (οδηγία ΔΟΕΕ), τις υποδομές των ευρωπαϊκών αγορών (κανονισμός EMIR) και τα κεντρικά αποθετήρια τίτλων (KAT).

Με βάση τα αποτελέσματα της εν λόγω διαβούλευσης, η Επιτροπή θα επιδιώξει να προσδιορίσει τις δράσεις που είναι αναγκαίες για την επίτευξη των ακόλουθων στόχων:

- βελτίωση της **πρόσβασης σε χρηματοδότηση** για όλες τις επιχειρήσεις στην Ευρώπη (ιδίως τις ΜΜΕ) και για επενδυτικά έργα όπως οι υποδομές·
- **αύξηση και διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης** από επενδυτές στην ΕΕ και σε ολόκληρο τον κόσμο· και
- **αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη λειτουργία των αγορών**, συνδέοντας τους επενδυτές με όσους χρειάζονται χρηματοδότηση με χαμηλότερο κόστος, τόσο εντός των κρατών μελών όσο και σε διασυνοριακό επίπεδο.

Η Επιτροπή προβαίνει σε εκτεταμένες διαβουλεύσεις σχετικά με τον χαρακτήρα των προβλημάτων, ενδεχόμενα μέτρα και την ιεράρχησή τους. Η νομοθεσία ενδέχεται να μην είναι πάντοτε η κατάλληλη πολιτική ανταπόκριση στις προκλήσεις αυτές και, σε πολλές περιπτώσεις, το βάρος της εξεύρεσης λύσεων θα εναπόκειται στην αγορά. Μη νομοθετικές ενέργειες και η αποτελεσματική επιβολή της νομοθεσίας για τον ανταγωνισμό και την ενιαία αγορά ενδέχεται να αποτελέσουν την καλύτερη άγουσα σε άλλους τομείς. Η Επιτροπή θα υποστηρίξει λύσεις προερχόμενες από την αγορά, όταν είναι πιθανό να αποδειχτούν αποτελεσματικές, και κανονιστικές αλλαγές μόνον όπου κρίνονται αναγκαίες.

Το παρόν έγγραφο είναι διαρθρωμένο ως εξής: Στο **τμήμα 2** περιγράφεται πώς είναι διαρθρωμένες σήμερα οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές και παρέχεται προκαταρκτική ανάλυση ορισμένων από τους φραγμούς για μια βαθύτερη και πιο ολοκληρωμένη κεφαλαιαγορά. Περαιτέρω ανάλυση παρέχεται στο συνοδευτικό υπηρεσιακό έγγραφο εργασίας. Στο **τμήμα 3** επιδιώκεται να συγκεντρωθούν απόψεις σχετικά με τις πρώτες προτεραιότητες πολιτικής που σκοπεύουμε να προωθήσουμε, με βάση την ανακοίνωση της Επιτροπής με τίτλο «*Ένα επενδυτικό σχέδιο για την Ευρώπη²*», συμπεριλαμβανομένων θεμάτων όπως η εφαρμογή του κανονισμού σχετικά με τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια (ΕΜΕΚ), η τιτλοποίηση υψηλής ποιότητας, οι πιστωτικές πληροφορίες για τις ΜΜΕ, οι ιδιωτικές τοποθετήσεις και η αναθεώρηση της οδηγίας περί ενημερωτικών δελτίων. Στο **τμήμα 4** επιδιώκεται να συγκεντρωθούν απόψεις σχετικά με τους φραγμούς στην πρόσβαση σε χρηματοδότηση, τη διεύρυνση των πηγών χρηματοδότησης, τους τρόπους για να καταστεί αποτελεσματικότερη η λειτουργία των αγορών και τους τομείς στους οποίους μπορούν να προχωρήσουν οι εργασίες με βάση την ανατροφοδότηση που δόθηκε. Στα εμπόδια στις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων περιλαμβάνονται ζητήματα όπως η νομοθεσία περί αφερεγγυότητας, το εταιρικό δίκαιο, η φορολογική νομοθεσία και οι νόμοι για τις κινητές αξίες, ζητήματα στα οποία απαιτείται περαιτέρω ανάλυση και ανατροφοδότηση, ώστε να προσδιοριστεί η κλίμακα της πρόκλησης σε κάθε τομέα, καθώς και οι κατάλληλες λύσεις και ο βαθμός ιεράρχησης προτεραιοτήτων.

Καθώς η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα συμβάλει στο περαιτέρω άνοιγμα των εθνικών αγορών για τους επενδυτές, τους εκδότες και τους διαμεσολαβητές, στην προώθηση της ελεύθερης ροής κεφαλαίων και στην ανταλλαγή βέλτιστων πρακτικών, θα πρέπει επίσης να θεωρηθεί ως τρόπος για να βοηθηθούν οι αγορές να αναπτυχθούν σε εθνικό επίπεδο. Δεδομένων των διαφορετικών επιπέδων ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών ανά την ΕΕ και της ύπαρξης συγκεκριμένων προκλήσεων στα διάφορα κράτη μέλη, η πολιτική ανταπόκριση ενδέχεται να απαιτεί ειδικά προσαρμοσμένα μέτρα σε εθνικό επίπεδο με βάση, μεταξύ άλλων, τις ειδικές

² COM (2014) 903 final της 26.11.2014.

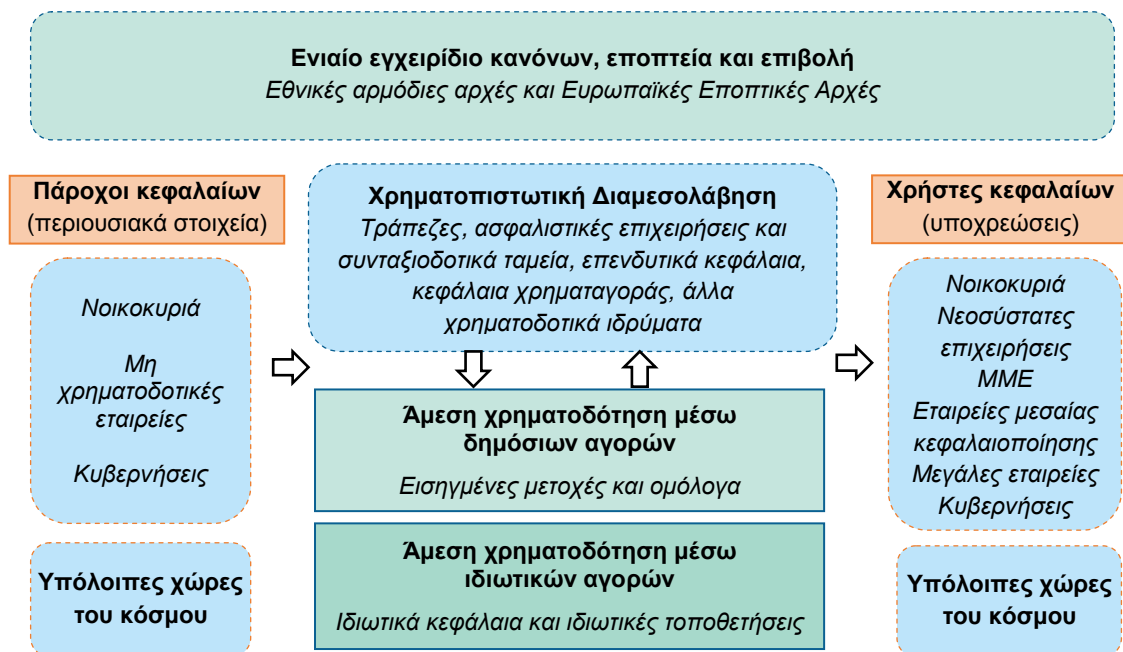
ανά χώρα συστάσεις που διατύπωσε η Επιτροπή στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου. Η Επιτροπή καλεί τα κράτη μέλη να προβούν σε διαβουλεύσεις σχετικά με τις συγκεκριμένες προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών τους και να μεταφέρουν τα συμπεράσματά τους στη συζήτηση.

Τμήμα 2: Προκλήσεις στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές σήμερα

2.1 Η τρέχουσα κατάσταση των κεφαλαιαγορών στην Ευρώπη

Εκτός από την άμεση δανειοδότηση από τράπεζες, οι κεφαλαιαγορές είναι ο κύριος μηχανισμός μέσω του οποίου οι δυνητικοί επενδυτές μπορούν να συναντήσουν όσους αναζητούν χρηματοδότηση και να παράσχουν μια σειρά διαφοροποιημένων πηγών χρηματοδότησης για την οικονομία. Το διάγραμμα 1 δίνει μια απλή εικόνα της ροής των κεφαλαίων σε μια οικονομία. Μολονότι οι κεφαλαιαγορές ενδιαφέρονται, κατά κύριο λόγο, για άμεση χρηματοδότηση, συνδέονται επίσης στενά με χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές, οι οποίοι συχνά διοχετεύουν κεφάλαια από τους αποταμιευτές στους επενδυτές.

Διάγραμμα 1. Σχηματοποιημένη εικόνα των κεφαλαιαγορών στο ευρύτερο χρηματοπιστωτικό σύστημα



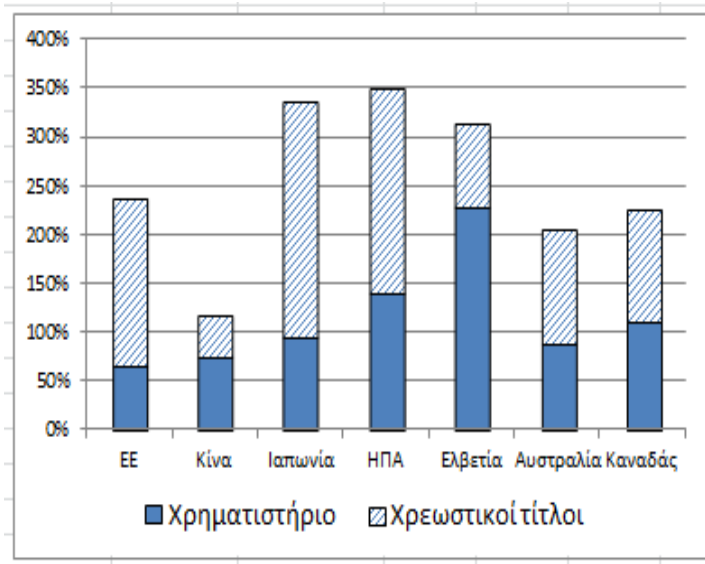
Οι κεφαλαιαγορές έχουν επεκταθεί στην ΕΕ κατά τις τελευταίες δεκαετίες. Η συνολική χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση στην ΕΕ, για παράδειγμα, ανήλθε σε 8,4 τρισ. ευρώ (περίπου 65% του ΑΕΠ) στο τέλος του 2013, έναντι 1,3 τρισ. ευρώ το 1992 (22% του ΑΕΠ). Η συνολική αξία των κυκλοφορούντων χρεωστικών τίτλων υπερέβη τα 22,3 τρισ. ευρώ (171% του ΑΕΠ) το 2013, έναντι 4,7 τρισ. ευρώ (74% του ΑΕΠ) το 1992³.

Ωστόσο, οι αγορές εξακολουθούν να μην είναι επαρκώς ανεπτυγμένες σε σύγκριση με άλλες περιοχές. Οι δημόσιες αγορές κεφαλαίων στις ΗΠΑ έχουν σχεδόν διπλάσιο μέγεθος από

³ ECMI Statistical package 2014.

εκείνες της ΕΕ (ως ποσοστό του ΑΕΠ), ενώ στην Ελβετία είναι τρεισήμισι φορές μεγαλύτερες (διάγραμμα 2).

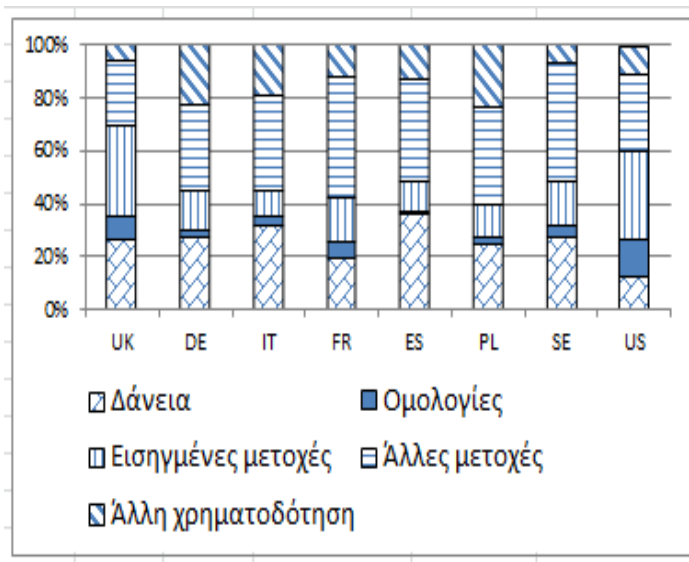
Διάγραμμα 2: Χρηματοστηριακή κεφαλαιοποίηση και χρεωστικοί τίτλοι (% του ΑΕΠ)



Οι αγορές ιδιωτικών κεφαλαίων στις ΗΠΑ είναι επίσης περίπου διπλάσιες από εκείνες στην ΕΕ, ενώ οι αγορές ιδιωτικών τοποθετήσεων σε ομόλογα είναι τρεις φορές μεγαλύτερες στις ΗΠΑ. Επικρατεί, συγχρόνως, μεγάλη ποικιλομορφία στον βαθμό ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών στα κράτη μέλη της ΕΕ. Για παράδειγμα, η εγχώρια χρηματοστηριακή κεφαλαιοποίηση ήταν άνω του 121% του ΑΕΠ στο Ηνωμένο Βασίλειο, σε σύγκριση με λιγότερο από 10% στη Λετονία, την Κύπρο και τη Λιθουανία.

Πηγή: ECMI statistical package

Διάγραμμα 3: Τρόποι χρηματοδότησης επιχειρήσεων (% των συνολικών υποχρεώσεων)



Η Ευρώπη υπήρξε κατά παράδοση περισσότερο εξαρτημένη από την τραπεζική χρηματοδότηση, δεδομένου ότι ο τραπεζικός δανεισμός διαδραματίζει πολύ σημαντικότερο ρόλο στη χρηματοδότηση του τομέα των επιχειρήσεων από ό,τι η έκδοση χρεωστικών τίτλων στην αγορά (διάγραμμα 3). Συνολικά, αυτή η μεγαλύτερη εξάρτηση από τον τραπεζικό δανεισμό καθιστά την ευρωπαϊκή οικονομία, ιδίως τις ΜΜΕ, περισσότερο ευάλωτη σε περιόδους αusterοποίησης του τραπεζικού δανεισμού, όπως συνέβη κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση.

Πηγή: Eurostat, ΟΟΣΑ Σημείωση: Στα δάνεια περιλαμβάνονται τα τραπεζικά δάνεια και τα διεταιρικά δάνεια.

Η πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές διαφέρει σε μεγάλο βαθμό μεταξύ επιχειρήσεων και μεταξύ κρατών μελών της ΕΕ. Σημειώθηκε σημαντική αύξηση της έκδοσης εταιρικών ομολόγων από μη χρηματοδοτικές εταιρείες στην ΕΕ, πράγμα που αντανάκλυνε εν μέρει το ευνοϊκό περιβάλλον της αγοράς για τους εκδότες ομολόγων, λόγω των χαμηλών επιτοκίων. Ομόλογα εκδόθηκαν, ωστόσο, κυρίως από μεγάλες επιχειρήσεις σε αντίθεση με τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ). Η έκδοση ομολόγων επικεντρώνεται επίσης σε μεγαλύτερες αγορές, και όχι σε αγορές που αντιμετώπισαν τα πιο σοβαρά προβλήματα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

Μολονότι οι κεφαλαιαγορές στην ΕΕ κατέστησαν πιο ολοκληρωμένες πριν από την κρίση όσον αφορά τη διασυνοριακή κατοχή χρηματοπιστωτικών μέσων, η κρίση αποκάλυψε ότι μέρος της ολοκλήρωσης αυτής ήταν απόρροια χρεοπαγών ροών χονδρικής τραπεζικής που ενείχαν τον κίνδυνο αιφνίδιων αντιστροφών απέναντι στις κρίσεις. Οι αγορές μετοχικών κεφαλαίων στην ΕΕ εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από προτίμηση για τις εγχώριες αγορές, με αποτέλεσμα οι πιθανοί κίνδυνοι και τα οφέλη να μην κατανέμονται διασυνοριακά. Η διασυνοριακή κατοχή χρεωστικών τίτλων παραμένει επίσης χαμηλότερη από ό,τι θα μπορούσε να αναμένεται σε μια πλήρως ολοκληρωμένη αγορά. Ακόμη και οι εθνικές αγορές με τις καλύτερες επιδόσεις στην ΕΕ δεν διαθέτουν κρίσιμο μέγεθος, γεγονός που οδηγεί σε μικρότερη βάση επενδυτών και σε λιγότερες δυνατότητες επιλογής χρηματοπιστωτικών μέσων.

2.2 Προκλήσεις και ευκαιρίες για την οικοδόμηση μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Υπάρχουν διάφορα εμπόδια για την ολοκλήρωση και την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών της ΕΕ, τα οποία οφείλονται σε ιστορικούς, πολιτιστικούς, οικονομικούς και νομικούς παράγοντες, από τους οποίους μερικοί έχουν συχνά βαθιές ρίζες και είναι δύσκολο να ξεπεραστούν. Μεταξύ αυτών μπορούν να αναφερθούν, για παράδειγμα, η ιστορική προτίμηση των επιχειρήσεων για ορισμένα μέσα χρηματοδότησης, τα χαρακτηριστικά των συνταξιοδοτικών παροχών, η εφαρμογή ρυθμίσεων προληπτικής εποπτείας και διοικητικών εμποδίων, πτυχές της εταιρικής διακυβέρνησης και του εταιρικού δικαίου, κενά δεδομένων και χαρακτηριστικά πολλών φορολογικών συστημάτων, καθώς και αναποτελεσματικές δομές της αγοράς. Ακόμη και σε καλά ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές, ορισμένες από αυτές τις διαφορές θα παραμείνουν. Προκειμένου να επιτευχθούν τα οφέλη μιας πλήρως ολοκληρωμένης ενιαίας κεφαλαιαγοράς, είναι αναγκαίο να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις ιδίως στους ακόλουθους τρεις βασικούς τομείς:

Πρώτον, στην πλευρά της ζήτησης, **η βελτίωση της πρόσβασης στη χρηματοδότηση, καθώς και σε κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου, ιδίως για τις ΜΜΕ (για παράδειγμα για καινοτόμες και υψηλής ανάπτυξης νεοσύστατες επιχειρήσεις)**, αποτελεί σημαντική προτεραιότητα. Μακροπρόθεσμα, η επιτυχία θα εξαρτηθεί από την υπέρβαση των προβλημάτων πληροφόρησης, τον κατακερματισμό βασικών τμημάτων της αγοράς και τη μείωση του κόστους πρόσβασης στις αγορές κεφαλαίων. Επιπλέον, υπάρχουν συγκεκριμένα εμπόδια για τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων έργων, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων σε έργα υποδομής.

Δεύτερον, στην πλευρά της προσφοράς, η ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών στην ΕΕ θα εξαρτηθεί από τη ροή κεφαλαίων προς μέσα της κεφαλαιαγοράς. **Η ενίσχυση της ροής θεσμικών και ιδιωτικών επενδύσεων** προς τις κεφαλαιαγορές θα προωθήσει τη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης. Η αυξανόμενη επαγγελματική και ιδιωτική συνταξιοδότηση στην Ευρώπη θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση της ροής κονδυλίων

προς ένα πιο διαφοροποιημένο φάσμα επενδυτικών αναγκών μέσω τίτλων της κεφαλαιαγοράς και να διευκολύνει τη μετάβαση προς χρηματοδότηση από την αγορά. Η ενίσχυση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στις κεφαλαιαγορές και τους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές θα μπορούσε να αυξήσει τη ροή των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών προς τίτλους της κεφαλαιαγοράς, που σήμερα διακρατούνται σε μεγάλο βαθμό σε στεγαστικά κεφάλαια και τραπεζικές καταθέσεις. Η αύξηση της ανταγωνιστικότητας και της ελκυστικότητας των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών παγκοσμίως με τον τρόπο αυτό θα μπορούσε επίσης να τονώσει τη ροή επενδύσεων.

Τρίτον, η επίτευξη μεγαλύτερων, πιο ολοκληρωμένων και βαθύτερων κεφαλαιαγορών θα εξαρτηθεί από την υπέρβαση των φραγμών που κατακερματίζουν τις αγορές και αποτελούν τροχοπέδη για την ανάπτυξη συγκεκριμένων τμημάτων της αγοράς. **Η βελτίωση της αποτελεσματικότητας των αγορών** θα επιτρέψει στην ΕΕ να δρέψει τα οφέλη από την αύξηση του μεγέθους και του βάθους της αγοράς. Αυτά περιλαμβάνουν περισσότερο ανταγωνισμό, περισσότερες επιλογές και χαμηλότερες δαπάνες για τους επενδυτές, καθώς και πιο αποτελεσματική κατανομή των κινδύνων και βελτίωση του επιμερισμού των κινδύνων. Οι περισσότερο ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές, κυρίως για ίδια κεφάλαια, θα ενισχύσουν την ικανότητα απορρόφησης κλυδωνισμών της ευρωπαϊκής οικονομίας και θα καταστήσουν δυνατή την αύξηση των επενδύσεων, χωρίς να αυξηθούν τα επίπεδα χρέους. Η εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών θα βελτιώσει την κατανομή των κεφαλαίων στην οικονομία, διευκολύνοντας δραστηριότητες που χαρακτηρίζονται από επιχειρηματικότητα και ανάληψη κινδύνων, καθώς και τις επενδύσεις σε υποδομές και νέες τεχνολογίες.

Τμήμα 3: Προτεραιότητες για ταχεία ανάληψη δράσης

Η Επιτροπή έχει προσδιορίσει ορισμένους τομείς στους οποίους η ανάγκη προόδου είναι ευρέως αναγνωρισμένη και οι οποίοι μπορούν να αποφέρουν άμεσα οφέλη. Το τμήμα αυτό περιγράφει τις δυνατότητες αυτές και ζητεί τις απόψεις των ενδιαφερόμενων μερών σχετικά με συγκεκριμένα στοιχεία του κάθε τομέα.

3.1 Περιορισμός των φραγμών πρόσβασης στις κεφαλαιαγορές

Το ενημερωτικό δελτίο είναι λεπτομερές έγγραφο που παρουσιάζει πληροφορίες για την εταιρεία, καθώς και τους όρους και τους κινδύνους μιας επένδυσης. Αποτελεί πύλη πρόσβασης σε αγορές κεφαλαίων για επιχειρήσεις που αναζητούν χρηματοδότηση, και οι περισσότερες επιχειρήσεις που επιθυμούν να εκδώσουν χρεωστικούς ή συμμετοχικούς τίτλους πρέπει να καταρτίσουν ένα τέτοιο δελτίο. Είναι σημαντικό να μην λειτουργεί ως περιττός φραγμός στις κεφαλαιαγορές. Η Επιτροπή θα **επανεξετάσει το ισχύον καθεστώς ενημερωτικών δελτίων με ειδική δημόσια διαβούλευση**, που δρομολογήθηκε παράλληλα με την παρούσα Πράσινη Βίβλο, με σκοπό, αφενός, να διευκολυνθούν οι επιχειρήσεις (συμπεριλαμβανομένων των ΜΜΕ) να αντλούν κεφάλαια σε όλη την ΕΕ⁴ και, αφετέρου, να προωθηθεί η δημιουργία αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ. Κατά την επανεξέταση, θα αναλυθούν ζητήματα όπως πότε απαιτείται η κατάρτιση ενημερωτικού δελτίου, η απλοστεύση της διαδικασίας έγκρισης και η απλοποίηση των πληροφοριών που περιλαμβάνονται στα ενημερωτικά δελτία.

3.2 Διεύρυνση της βάσης επενδυτών για τις ΜΜΕ

Κατά τη διάρκεια της κρίσης, η πρόσβαση των ΜΜΕ σε χρηματοδότηση έχει περιοριστεί περισσότερο σε σχέση με τις μεγαλύτερες εταιρείες. Κατά κανόνα, οι πληροφορίες σχετικά με τις ΜΜΕ είναι περιορισμένες και συνήθως βρίσκονται στην κατοχή τραπεζών, και ορισμένες ΜΜΕ αντιμετωπίζουν μεγάλες δυσκολίες προκειμένου να έλθουν σε επαφή με την ευρύτερη βάση επενδυτών, εκτός των τραπεζών, οι οποίοι ενδέχεται να ανταποκρίνονται στις χρηματοδοτικές τους ανάγκες. Η βελτίωση των πιστωτικών πληροφοριών θα βοηθήσει στην οικοδόμηση μιας **αποτελεσματικής και βιώσιμης αγοράς κεφαλαίων για τις ΜΜΕ**. Η διαμόρφωση ενός κοινού ελάχιστου συνόλου συγκρίσιμων πληροφοριών για την πιστωτική αναφορά και αξιολόγηση θα μπορούσε να συμβάλει στην προσέλκυση χρηματοδότησης για τις ΜΜΕ. Επιπλέον, η ύπαρξη τυποποιημένων πληροφοριών σχετικά με την πιστωτική ποιότητα θα μπορούσε να συμβάλει στην ανάπτυξη χρηματοπιστωτικών μέσων για την αναχρηματοδότηση δανείων για τις ΜΜΕ, όπως η τιτλοποίηση δανείων προς ΜΜΕ.

Οι εργασίες για τη βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας έχουν αρχίσει και έχουν τύχει ευρείας στήριξης από τα κράτη μέλη. Η βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας παρέχει στους επενδυτές και τους δανειστές πληροφορίες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των ΜΜΕ. Ωστόσο, περίπου το 25% όλων των επιχειρήσεων και το 75% περίπου των διαχειριζόμενων από τους ιδιοκτήτες τους εταιρειών στην Ευρώπη δεν διαθέτει βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας. Θα μπορούσε να αναληφθεί δράση σε αυτόν τον τομέα ως συμβολή στη διαφοροποίηση της χρηματοδότησης καινοτόμων και υψηλής ανάπτυξης νεοσύστατων επιχειρήσεων. Ως πρώτο βήμα, η Επιτροπή προτίθεται να διοργανώσει το 2015

⁴ Αποτελεί τμήμα του Προγράμματος βελτίωσης της καταλληλότητας και της αποδοτικότητας του κανονιστικού πλαισίου (REFIT).

ημερίδες εργασίας σχετικά με τις πιστωτικές πληροφορίες για τις ΜΜΕ, ώστε να δώσει ώθηση στις σχετικές εργασίες.

3.3 Δημιουργία βιώσιμης τιτλοποίησης

Η τιτλοποίηση, δηλαδή η διαδικασία με την οποία ομαδοποιούνται στοιχεία ενεργητικού, όπως ενυπόθηκα δάνεια, προκειμένου να επενδύσουν σε αυτά οι επενδυτές, μπορεί να αποτελέσει έναν ισχυρό μηχανισμό για τη μεταφορά του κινδύνου και για την αύξηση της δανειοδοτικής ικανότητας των τραπεζών. Ωστόσο, αφότου ξέσπασε η κρίση, οι δραστηριότητες τιτλοποίησης παρέμειναν περιορισμένες, παρά τα χαμηλά ποσοστά ζημιών στις ευρωπαϊκές τιτλοποιήσεις. Οι εκδόσεις τιτλοποιήσεων στην Ευρώπη ανήλθαν το 2014 σε περίπου 216 δισ. ευρώ, έναντι 594 δισ. ευρώ το 2007⁵. Μια βιώσιμη **αγορά τιτλοποίησης υψηλής ποιότητας** της ΕΕ, που θα βασίζεται σε απλά, διαφανή και τυποποιημένα μέσα τιτλοποίησης θα μπορούσε να αποτελέσει τη γέφυρα μεταξύ τραπεζών και κεφαλαιαγορών.

Με τις κατ' εξουσιοδότηση πράξεις «Φερεγγυότητα II» και «δείκτης κάλυψης ρευστότητας», που δημοσιεύτηκαν πρόσφατα, έχουν ήδη αρχίσει οι εργασίες για να διασφαλιστεί μια συνολική και συνεκτική προληπτική προσέγγιση για απλή, διαφανή και τυποποιημένη τιτλοποίηση. Εκτός από τις πρωτοβουλίες αυτές, οι κεντρικές τράπεζες, οι ρυθμιστικές αρχές, οι εθνικές αρχές και εκπρόσωποι του ιδιωτικού τομέα τάχθηκαν υπέρ μιας πιο ολοκληρωμένης προσέγγισης για την αποκατάσταση της τιτλοποίησης στην ΕΕ.

Για τους επενδυτές, μια πρωτοβουλία ενωσιακής εμβέλειας θα πρέπει να διασφαλίζει υψηλά πρότυπα, ασφάλεια δικαίου και συγκρισιμότητα των μέσων τιτλοποίησης. Το πλαίσιο αυτό αναμένεται να αυξήσει τη διαφάνεια, τη συνοχή και τη διαθεσιμότητα βασικών πληροφοριών, ιδίως στον τομέα των δανείων προς τις ΜΜΕ, και να προωθήσει την ανάπτυξη δευτερογενών αγορών για τη διευκόλυνση τόσο των εκδόσεων όσο και των επενδύσεων. **Η Επιτροπή θα διαβουλευθεί σχετικά με συγκεκριμένα μέτρα για την επίτευξη των εν λόγω στόχων, παράλληλα με την παρούσα Πράσινη Βίβλο.**

3.4 Τόνωση των μακροπρόθεσμων επενδύσεων

Τα επίπεδα επενδύσεων στην ΕΕ έχουν μειωθεί σημαντικά από το 2007 και παραμένουν κάτω από τα ιστορικά τους επίπεδα. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη εξαγγείλει ένα επενδυτικό σχέδιο που θα αποδεσμεύσει δημόσιες και ιδιωτικές επενδύσεις στην οικονομία, ύψους τουλάχιστον 315 δισ. ευρώ, κατά τα επόμενα τρία έτη, με τη σύσταση του νέου Ευρωπαϊκού Ταμείου Στρατηγικών Επενδύσεων (ΕΤΣΕ)⁶. Επίσης, εξέδωσε ανακοίνωση σχετικά με τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της ευρωπαϊκής οικονομίας, στην οποία προσδιορίζει μια σειρά μέτρων για την τόνωση των επενδύσεων. Το κανονιστικό πλαίσιο για τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια (ΕΜΕΚ), που ολοκληρώθηκε πρόσφατα, θα επιτρέψει στους επενδυτές να τοποθετούν μακροπρόθεσμα κεφάλαια σε εταιρείες και έργα υποδομής. Τα ΕΜΕΚ αναμένεται να είναι ιδιαίτερα ελκυστικά για επενδυτές, όπως ασφαλιστικές εταιρείες ή συνταξιοδοτικά ταμεία, οι οποίοι χρειάζονται σταθερές ροές εσόδων ή μακροπρόθεσμη αύξηση κεφαλαίου.

⁵ SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (4ο τρίμηνο 2014).

⁶ Πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για το Ευρωπαϊκό Ταμείο Στρατηγικών Επενδύσεων και την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΕ) αριθ. 1291/2013 και (ΕΕ) αριθ. 1316/2013, COM(2015)10.

Οι απόψεις των ενδιαφερομένων είναι ευπρόσδεκτες σχετικά με τον περαιτέρω ρόλο που η Επιτροπή και τα κράτη μέλη θα μπορούσαν να διαδραματίσουν υπέρ της προώθησης των ΕΜΕΚ, περιλαμβανομένης της πιθανής επέκτασης στα ΕΜΕΚ πλεονεκτημάτων που παρέχονται επί του παρόντος για τα εθνικά καθεστώτα.

3.5 Ανάπτυξη ευρωπαϊκών αγορών ιδιωτικών τοποθετήσεων

Ένας τρόπος με τον οποίο μπορούν να αντλούν κεφάλαια οι επιχειρήσεις είναι μέσω ιδιωτικών τοποθετήσεων, όπου μια εταιρεία κάνει προσφορά τίτλων σε ένα άτομο ή σε μια μικρή ομάδα επενδυτών εκτός δημόσιων αγορών. Ο τρόπος αυτός μπορεί, αφενός, να είναι πιο συμφέρων για την άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις και, αφετέρου, να **διευρύνει τη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης** για τις μεσαίες έως μεγάλες επιχειρήσεις και, δυνητικά, για έργα υποδομής.

Οι μεσαίου μεγέθους ευρωπαϊκές εταιρείες διαθέτουν εδώ και πολλά χρόνια πρόσβαση στην αγορά ιδιωτικών τοποθετήσεων των ΗΠΑ, από όπου άντλησαν κεφάλαια ύψους 15,3 δισ. δολαρίων το 2013⁷. Από την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι ιδιωτικές τοποθετήσεις στην Ευρώπη αποκτούν όλο και μεγαλύτερη απήχηση και ορισμένα κράτη μέλη έχουν αναπτύξει αγορές ιδιωτικών τοποθετήσεων. Ειδικότερα, το 2013 οι εγχώριες αγορές ιδιωτικών τοποθετήσεων της Γερμανίας και της Γαλλίας χορηγήσαν κεφάλαια ύψους περίπου 15 δισ. ευρώ σε χρεωστικούς τίτλους. Μεταξύ των φραγμών για την ανάπτυξη πανευρωπαϊκών αγορών συγκαταλέγονται οι διαφορές στις εθνικές νομοθεσίες περί αφερεγγυότητας, η έλλειψη τυποποιημένων διαδικασιών, τεκμηρίωσης και πληροφοριών σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών.

Ως ένα πρώτο βήμα προς την ανάπτυξη ευρωπαϊκών αγορών ιδιωτικών τοποθετήσεων, μια κοινοπραξία φορέων του κλάδου συνέταξε οδηγό αγοράς σχετικά με κοινές πρακτικές της αγοράς, αρχές και τυποποιημένα έγγραφα για τις ιδιωτικές τοποθετήσεις. Ο οδηγός αυτός είναι συμβατός με την πολυμορφία των νομικών πλαισίων. Ο οδηγός δημοσιεύθηκε πρόσφατα και οι πρώτες εκδόσεις αναμένεται να ακολουθήσουν σύντομα. Η Επιτροπή χαιρετίζει αυτή την αγοροκεντρική προσέγγιση, η οποία θα μπορούσε να διευκολύνει τη δημιουργία μιας ευρωπαϊκής αγοράς ιδιωτικών τοποθετήσεων βραχυπρόθεσμα.

Ερωτήσεις

- 1) Εκτός των πέντε τομέων προτεραιότητας που επισημαίνονται για βραχυπρόθεσμη δράση, σε ποιους άλλους τομείς θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα;
- 2) Ποια περαιτέρω μέτρα όσον αφορά τη διαθεσιμότητα και την τυποποίηση των **πιστωτικών πληροφοριών για τις ΜΜΕ** θα μπορούσαν να στηρίζουν, αφενός, την εμβάθυνση της αγοράς για τη χρηματοδότηση ΜΜΕ και νεοσύστατων επιχειρήσεων και, αφετέρου, τη διεύρυνση της βάσης επενδυτών;
- 3) Τι είδους στήριξη μπορεί να δοθεί **στα ΕΜΕΚ** προκειμένου να διαδοθεί η χρήση τους;
- 4) Χρειάζεται να αναλάβει δράση η ΕΕ για τη στήριξη της ανάπτυξης των αγορών **ιδιωτικών τοποθετήσεων**, εκτός από τη στήριξη αγοροκεντρικών προσπαθειών για την καθιέρωση συμπεφωνημένων κοινών προτύπων;

⁷ Βλ. έκθεση 3ου τριμήνου 2014 της ICMA.

Τμήμα 4: Μέτρα για την ανάπτυξη και την ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών

Προκειμένου να επιτευχθούν τα οφέλη μιας πλήρως ολοκληρωμένης ενιαίας κεφαλαιαγοράς, είναι αναγκαίο να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις, ιδίως στους ακόλουθους τρεις βασικούς τομείς:

- βελτίωση της **πρόσβασης σε χρηματοδότηση** για όλες τις επιχειρήσεις στην Ευρώπη (ιδίως τις ΜΜΕ) και για επενδυτικά έργα, όπως οι υποδομές·
- **αύξηση και διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης** από επενδυτές στην ΕΕ και σε ολόκληρο τον κόσμο· και
- **αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη λειτουργία των αγορών**, με τη σύνδεση των επενδυτών με όσους χρειάζονται χρηματοδότηση με χαμηλότερο κόστος, τόσο εντός των κρατών μελών όσο και σε διασυνοριακό επίπεδο.

4.1 Βελτίωση της πρόσβασης σε χρηματοδότηση

Σε τελική ανάλυση, δεδομένου του μεγέθους και της σημασίας τους, οι εύρυθμα λειτουργούσες αγορές μετοχών και ομολόγων θα είναι ζωτικής σημασίας για την εξασφάλιση μιας αποτελεσματικής Ένωσης Κεφαλαιαγορών και της ευρύτερης δυνατής πρόσβασης σε χρηματοδότηση. Ωστόσο, παρατηρούνται σημαντικά προσκόμματα στη ροή της χρηματοδότησης, ιδιαίτερα για τις μικρότερες ή περισσότερο μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, και για πιο μακροπρόθεσμα έργα όπως οι υποδομές, δύο τομείς καθοριστικής σημασίας για την αύξηση της παραγωγικής ικανότητας και για την οικονομική ανάπτυξη. Τα εν λόγω προβλήματα χρηματοδότησης είναι ιδιαίτερα σοβαρά στα κράτη μέλη που έχουν πληγεί περισσότερο από την κρίση.

Οι ΜΜΕ υπήρξαν παραδοσιακά εξαρτημένες κατά κύριο λόγο από την τραπεζική χρηματοδότηση. Κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι αποφάσεις για την τραπεζική δανειοδότηση κατέστησαν αναπόφευκτα πιο επιλεκτικές, λόγω τόσο των περιορισμών στους ίδιους τους ισολογισμούς των τραπεζών όσο και της αύξησης των πιθανοτήτων αθέτησης από πλευράς των δανειοληπτών. Μολονότι οι κεφαλαιαγορές μπορούν να λειτουργήσουν συμπληρωματικά προς τον τραπεζικό δανεισμό για τις ΜΜΕ, η πολυμορφία τους και η ανεπάρκεια πιστωτικών πληροφοριών προσφέρονται συχνά περισσότερο για δανεισμό με βάση υφιστάμενες σχέσεις.

Εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, ωστόσο, μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο, ιδίως για **νεοσύστατες επιχειρήσεις και μικρές αλλά ταχέως αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις σε καινοτόμους τομείς**. Οι εν λόγω επιχειρήσεις παρουσιάζουν κατά κανόνα αρχικά χαμηλά επίπεδα ταμειακών ροών και εξαρτώνται από εξωτερική χρηματοδότηση προκειμένου να αναπτύξουν την επιχειρηματική τους δραστηριότητα. Η τραπεζική χρηματοδότηση, καθώς και άλλα χρηματοδοτικά μέσα, όπως η χρηματοδοτική μίσθωση («leasing») και η πρακτόρευση («factoring»), είναι συχνά δύσκολα προσβάσιμα ή ανεπαρκή για εταιρείες με σημαντικά άυλα περιουσιακά στοιχεία, τα οποία δεν μπορούν να χρησιμοποιήσουν εύκολα ως εξασφαλίσεις για να λάβουν δάνεια από τις τράπεζες.

Η πρόσβαση στις δημόσιες κεφαλαιαγορές είναι δαπανηρή, όχι μόνο για τις ΜΜΕ, αλλά και για τις **επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους**, οι οποίες είναι πολύ πιο πιθανό από τις ΜΜΕ να αξιοποιήσουν τις δημόσιες αγορές για να αντλήσουν κεφάλαια. Η έκδοση μετοχών και η αναδοχή εκδόσεων χρεωστικών τίτλων χαρακτηρίζονται από το σημαντικό πάγιο κόστος

δέουσας επιμέλειας και των κανονιστικών απαιτήσεων. Αυτό περιλαμβάνει το κόστος της γνωστοποίησης πληροφοριών που απαιτούνται από τους επενδυτές ή τις ρυθμιστικές αρχές, το κόστος της συμμόρφωσης προς άλλες απαιτήσεις εταιρικής διακυβέρνησης και το κόστος της ανάθεσης εξωτερικών αξιολογήσεων. Επιπλέον, οι εταιρείες που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο ανάπτυξης μπορεί να έχουν εμπορικό συμφέρον να μην αποκαλύψουν λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με το επιχειρηματικό τους σχέδιο. Μπορεί να μην είναι πρόθυμες να παύσουν να ασκούν έλεγχο ή να υποβληθούν σε περισσότερο εξωτερικό έλεγχο. Τα χαρακτηριστικά αυτά συχνά εμποδίζουν τις μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις να αποκτήσουν πρόσβαση στις δημόσιες αγορές μετοχών και χρεωστικών τίτλων, ωθώντας τις, κυρίως, προς ιδιωτικές αγορές μετοχών και χρεωστικών τίτλων, οι οποίες είναι εν γένει λιγότερο τυποποιημένες, πιο σύνθετες, και συχνά πιο δαπανηρές.

Οι μεγάλες επιχειρήσεις έχουν γενικά επαρκές μέγεθος ώστε να δικαιολογούν το πάγιο κόστος της άντλησης κεφαλαίων από τις αγορές και είναι αρκετά μεγάλες ώστε κάθε επιμέρους έκδοση να είναι αρκετά υψηλή για να προσελκύσει την προσοχή των ασφαλιστών, των επενδυτών και των αναλυτών. Ωστόσο, ενώ η έκδοση εταιρικών ομολόγων έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία έτη, αντισταθμίζοντας εν μέρει τη μείωση του τραπεζικού δανεισμού, η έκδοση εισηγμένων μετοχών παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα στην Ευρώπη. Πιο αποτελεσματικές και αποδοτικές αγορές μπορούν να βοηθήσουν ώστε να μειωθεί το κόστος πρόσβασης σε αυτές τις αγορές και θα είναι προς όφελος όλων των επιχειρήσεων.

Τέλος, η ΕΕ χρειάζεται σημαντικά ποσά **νέων επενδύσεων σε υποδομές** προκειμένου να διατηρήσει την ανταγωνιστικότητά της. Η ροή των κονδυλίων σε τέτοια έργα περιορίζεται, ωστόσο, από τη βραχυπρόθεσμη προσέγγιση, τα ρυθμιστικά εμπόδια και άλλους παράγοντες. Επίσης, πολλά έργα υποδομών εμφανίζουν χαρακτηριστικά δημόσιων αγαθών, γεγονός που σημαίνει ότι η ιδιωτική χρηματοδότηση και μόνον ενδέχεται να μην επαρκεί για την επίτευξη του βέλτιστου επίπεδο επενδύσεων. Παρόλο που το ΕΤΣΕ θα συμβάλει σημαντικά στην τόνωση των επενδύσεων σε έργα υποδομής⁸, η Επιτροπή θα ήθελε να λάβει απόψεις σχετικά με άλλα μέσα για την επίτευξη του στόχου αυτού.

Αντιμετώπιση προβλημάτων πληροφόρησης

Στην Ευρώπη, οι περισσότερες ΜΜΕ απευθύνονται στις τράπεζες μόνον όταν αναζητούν χρηματοδότηση. Αν και σχεδόν το 13% των αιτήσεων αυτών απορρίπτεται, αυτό συχνά οφείλεται στο γεγονός ότι δεν ανταποκρίνονται στα επιθυμητά χαρακτηριστικά κινδύνου των τραπεζών, ακόμη και αν είναι βιώσιμες. Μολονότι οι τράπεζες ενίοτε παραπέμπουν τις ΜΜΕ σε εναλλακτικούς παρόχους χρηματοδότησης, αυτό δεν φέρνει πάντα αποτέλεσμα: μερικές φορές, ούτε οι τράπεζες ούτε οι ΜΜΕ είναι επαρκώς ενημερωμένες για την ύπαρξη εναλλακτικών λύσεων. Οι τράπεζες θα μπορούσαν να ενθαρρυνθούν να παρέχουν καλύτερη ενημέρωση στις ΜΜΕ των οποίων απορρίπτουν τις αιτήσεις δανεισμού και να εφιστούν την προσοχή των εν λόγω ΜΜΕ σε εναλλακτικές δυνατότητες χρηματοδότησης.

Τα διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής αναφοράς (ΔΠΧΑ) έχουν διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην προώθηση μιας ενιαίας λογιστικής γλώσσας στην ΕΕ, διευκολύνοντας τις μεγάλες εισηγμένες εταιρείες της ΕΕ να έχουν πρόσβαση σε παγκόσμιες αγορές κεφαλαίου. Η πλήρης επιβολή των ΔΠΧΠ στις μικρότερες επιχειρήσεις, ιδίως σε εκείνες που επιθυμούν να έχουν

⁸ Στο πλαίσιο των επενδύσεων για υποδομές, τα Ευρωπαϊκά Διαρθρωτικά και Επενδυτικά Ταμεία (ΕΔΕΤ) μπορούν επίσης να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο, με την προϋπόθεση ότι πληρούνται τα σχετικά κριτήρια επιλεξιμότητας.

πρόσβαση σε ειδικούς τόπους διαπραγμάτευσης, θα μπορούσε, ωστόσο, να αποτελέσει πηγή συμπληρωματικού κόστους. Η κατάρτιση ενός απλουστευμένου, κοινού και υψηλής ποιότητας λογιστικού προτύπου, προσαρμοσμένου στα μέτρα των εταιρειών που είναι εισηγμένες σε ορισμένους τόπους διαπραγμάτευσης⁹, θα μπορούσε να αποτελέσει βήμα προόδου όσον αφορά τη διαφάνεια και τη συγκρισιμότητα, και, εάν εφαρμοστεί αναλογικά, θα μπορούσε να βοηθήσει τις επιχειρήσεις που αναζητούν διασυννοριακούς επενδυτές να καταστούν πιο ελκυστικές για αυτούς τους επενδυτές. Το πρότυπο θα μπορούσε να καταστεί στοιχείο των αγορών ανάπτυξης MME, και να καταστεί διαθέσιμο για ευρύτερη χρήση.

Η **διαφάνεια στα έργα ή στους διαύλους έργων υποδομής** θα μπορούσε να αυξήσει την ελκυστικότητά τους για ιδιωτικές επενδύσεις και να βοηθήσει συγχρόνως τις ρυθμιστικές αρχές να θεσπίσουν ένα περισσότερο προσαρμοσμένο καθεστώς προληπτικής εποπτείας για επενδύσεις σε υποδομές. Στην έκθεση της ειδικής ομάδας επενδύσεων, του Δεκεμβρίου 2014, προτείνεται η δημιουργία ενός κεντρικού δικτυακού τόπου για ολόκληρη την ΕΕ, ο οποίος θα παρέχει συνδέσμους σε έργα/διαύλους έργων των κρατών μελών και θα περιλαμβάνει πληροφορίες σχετικά με έργα της ΕΕ (π.χ. στο πλαίσιο της διευκόλυνσης «Συνδέοντας την Ευρώπη» και των Ευρωπαϊκών Διαρθρωτικών και Επενδυτικών Ταμείων). Με βάση την έκθεση της ειδικής ομάδας επενδύσεων, η Επιτροπή πρότεινε τη δημιουργία ενός διαύλου ευρωπαϊκών επενδυτικών έργων, προκειμένου να διευκολυνθεί η πρόσβαση των επενδυτών σε πληροφορίες σχετικά με επενδυτικές ευκαιρίες σε ολόκληρη την ΕΕ και να μεγιστοποιηθεί η συμμετοχή των επενδυτών στη χρηματοδότηση¹⁰. Στην πρόταση περιλαμβάνεται η δημιουργία ειδικού δικτυακού τόπου και κοινών προτύπων για την παρουσίαση των πληροφοριών. Η δημιουργία του εν λόγω διαύλου έργων θα βασίζεται στις εργασίες που έχουν ήδη αρχίσει σε ορισμένα κράτη μέλη.

Η τυποποίηση ως μηχανισμός για την εκκίνηση των αγορών

Μολονότι η τυποποίηση δεν στερείται μειονεκτημάτων, ορισμένες αγορές μπορούν να ξεκινήσουν με ένα κοινό σύνολο κανόνων της αγοράς, διαφάνεια σχετικά με τα χαρακτηριστικά των προϊόντων και συνεπή εποπτεία και επιβολή. Ένας ορισμένος βαθμός τυποποίησης μπορεί να προσελκύσει περισσότερους επενδυτές και να αυξήσει το βάθος και τη ρευστότητα της αγοράς. Αυτό ισχύει ιδίως στα μικρότερα κράτη μέλη, όπου οι αγορές δεν μπορούν να επιτύχουν ελάχιστο αποτελεσματικό μέγεθος, εάν περιορίζονται μόνο στις εγχώριες συγκεντρώσεις κεφαλαίων. Όταν τα κοινά πρότυπα δεν είναι αναγκαία ή είναι δύσκολο να επιτευχθούν, οι προσπάθειες πολιτικής μπορούν, αντί για κοινά πρότυπα, να αποσκοπούν στην καθιέρωση βέλτιστων πρακτικών σε όλη την ΕΕ για να δοθεί ώθηση στην ανάπτυξη ορισμένων χρηματοδοτικών μέσων.

Η ανάπτυξη μιας πιο **ολοκληρωμένης ευρωπαϊκής αγοράς καλυμμένων ομολόγων** θα μπορούσε να συμβάλει στην αποτελεσματική ως προς το κόστος χρηματοδότηση των τραπεζών και να παράσχει στους επενδυτές ένα ευρύτερο φάσμα επενδυτικών ευκαιριών. Η επιτυχία των καλυμμένων ομολόγων ως μέσων χρηματοδότησης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ανάπτυξη ειδικών εθνικών νομικών πλαισίων. Η Επιτροπή θα πραγματοποιήσει διαβούλευση το 2015 για τα πλεονεκτήματα και την πιθανή μορφή ενός ενωσιακού πλαισίου καλυμμένων ομολόγων και θα παρουσιάσει επιλογές πολιτικής για την επίτευξη μεγαλύτερης ολοκλήρωσης στις αγορές καλυμμένων ομολόγων, με βάση την πείρα που έχει αποκτηθεί από τα εθνικά πλαίσια που λειτουργούν ικανοποιητικά. Η Επιτροπή θα εξετάσει επίσης κατά

⁹ Όπως πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ).

¹⁰ Βλ. COM(2015) 10 final, άρθρο 9.

πόσον θα ήταν χρήσιμο να παρέχονται στους επενδυτές περισσότερες πληροφορίες για τις υποκείμενες εξασφαλίσεις των καλυμμένων ομολόγων και άλλων δομημένων χρεογράφων, όπως συμβαίνει με τις απαιτήσεις γνωστοποίησης δανειακών δεδομένων για τα δομημένα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Παρά την πρόσφατη αύξηση της έκδοσης **εταιρικών ομολόγων**, αυτή χαρακτηρίζεται από χαμηλά επίπεδα τυποποίησης και διαφάνειας των τιμών. Μολονότι τα τελευταία χρόνια σε ορισμένα κράτη μέλη έχουν εμφανιστεί νέες ηλεκτρονικές πλατφόρμες διαπραγμάτευσης ομολόγων που απευθύνονται σε ιδιώτες επενδυτές, η έλλειψη τυποποίησης μπορεί να εμποδίσει την ανάπτυξη των τόπων διαπραγμάτευσης ομολόγων και μιας δευτερογενούς αγοράς με επαρκή ρευστότητα. Η αύξηση του βαθμού τυποποίησης των εκδόσεων εταιρικών ομολόγων θα μπορούσε να επιτρέψει την ανάπτυξη μιας δευτερογενούς αγοράς εταιρικών ομολόγων με περισσότερη ρευστότητα. Η Επιτροπή επιθυμεί να καταγράψει απόψεις σχετικά με το κατά πόσον θα πρέπει να διερευνηθεί περαιτέρω η δυνατότητα ανάπτυξης μιας περισσότερο τυποποιημένης αγοράς εταιρικών ομολόγων, και αν τούτο μπορεί να επιτευχθεί καλύτερα με μια πρωτοβουλία προερχόμενη από την αγορά ή με ρυθμιστική παρέμβαση.

Μια άλλη αναδυόμενη επενδυτική κατηγορία που έχει τη δυνατότητα να παράσχει περαιτέρω πρόσβαση σε χρηματοδότηση είναι οι **επενδύσεις με κριτήρια περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εταιρικής διακυβέρνησης**, όπως τα πράσινα ομόλογα. Το προϊόν των πράσινων ομολόγων διοχετεύεται σε έργα και δραστηριότητες για την καταπολέμηση της κλιματικής αλλαγής ή για άλλους συναφείς σκοπούς περιβαλλοντικής αειφορίας. Η ταχεία ανάπτυξη της εν λόγω αγοράς επικουρείται από καθοδηγούμενη από την αγορά διαδικασία τυποποίησης που λαμβάνει υπόψη τα κριτήρια επιλογής των πράσινων ομολόγων που έχουν καταρτίσει, μεταξύ άλλων, η Παγκόσμια Τράπεζα, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης. Οι φορείς της αγοράς καταρτίζουν επί του παρόντος προαιρετικές κατευθυντήριες γραμμές, γνωστές ως «αρχές των πράσινων ομολόγων», όπου συνιστάται διαφάνεια και προώθηση της ακεραιότητας στην ανάπτυξη της αγοράς πράσινων ομολόγων, με αποσαφήνιση των κριτηρίων για την έκδοση πράσινων ομολόγων.

Δυνατότητες ανάπτυξης εναλλακτικών μέσων χρηματοδότησης

Ο διαδικτυακός χαρακτήρας μηχανισμών όπως η δανειοδότηση μεταξύ ομοτίμων και η συμμετοχική χρηματοδότηση υποδηλώνει μεν μεγάλες δυνατότητες συμβολής στη χρηματοδότηση της οικονομίας πέραν των εθνικών συνόρων, όμως οι ενδείξεις διασυνοριακής και πανευρωπαϊκής δραστηριότητας είναι περιορισμένες. Ως συνέχεια στην ανακοίνωση σχετικά με τη συμμετοχική χρηματοδότηση¹¹, η Επιτροπή συγκεντρώνει πληροφορίες σχετικά με τις απόψεις των φορέων του κλάδου όσον αφορά τη γνωστοποίηση πληροφοριών και τις ρυθμιστικές προσεγγίσεις των κρατών μελών. Από τα προκαταρκτικά αποτελέσματα προκύπτει ότι οι διάφορες εθνικές προσεγγίσεις σε αυτούς τους τομείς μπορεί να ενθαρρύνουν τη δραστηριότητα συμμετοχικής χρηματοδότησης σε τοπικό επίπεδο, αλλά μπορεί να μην είναι κατ' ανάγκη συμβατές μεταξύ τους σε διασυνοριακό πλαίσιο.

Ερωτήσεις

¹¹ COM(2014) 172.

5) Ποια περαιτέρω μέτρα θα μπορούσαν να συμβάλουν ώστε να αυξηθεί η πρόσβαση στη χρηματοδότηση και η διοχέτευση κονδυλίων σε όσους τα χρειάζονται;

6) Θα πρέπει να ληφθούν μέτρα για την προώθηση μεγαλύτερης ρευστότητας στις αγορές εταιρικών ομολόγων, όπως η τυποποίηση; Αν ναι, ποια μέτρα χρειάζονται, και μπορούν αυτά να επιτευχθούν από την αγορά, ή απαιτείται η ανάληψη κανονιστικής δράσης;

7) Χρειάζεται να αναλάβει δράση η ΕΕ για να διευκολύνει την ανάπτυξη τυποποιημένων, διαφανών και υπεύθυνων επενδύσεων με κριτήρια ΠΚΔ (περιβαλλοντικά, κοινωνικά και εταιρικής διακυβέρνησης), συμπεριλαμβανομένων των πράσινων ομολόγων, εκτός από τη στήριξη της ανάπτυξης κατευθυντήριων γραμμών από την αγορά;

8) Είναι σκόπιμη η κατάρτιση ενός κοινού για την ΕΕ λογιστικού προτύπου για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ); Ένα τέτοιο πρότυπο θα πρέπει να καταστεί χαρακτηριστικό των αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ; Αν ναι, υπό ποιες προϋποθέσεις;

9) Υπάρχουν φραγμοί στην ανάπτυξη κατάλληλα ρυθμιζόμενων πλατφορμών συμμετοχικής χρηματοδότησης ή δανειοδότησης μεταξύ ομοτίμων, μεταξύ άλλων σε διασυνοριακή βάση; Εάν υπάρχουν, πώς θα πρέπει να αντιμετωπιστούν;

4.2 Ανάπτυξη και διαφοροποίηση της προσφοράς χρηματοδότησης

Το μέγεθος των αγορών κεφαλαίων εξαρτάται τελικά από τη ροή των αποταμιεύσεων προς μέσα της κεφαλαιαγοράς. Επομένως, για να ευδοκιμήσουν οι κεφαλαιαγορές, χρειάζεται να **προσελκύσουν θεσμικούς επενδυτές, το επενδυτικό κοινό και διεθνείς επενδυτές.**

Προώθηση των επενδύσεων από θεσμικούς επενδυτές

Ο ρόλος των μακροπρόθεσμων θεσμικών επενδυτών στις κεφαλαιαγορές αυξάνεται σημαντικά. Οι κανονιστικοί φραγμοί και άλλοι παράγοντες μπορούν, ωστόσο, να περιορίσουν τη ροή των μακροπρόθεσμων θεσμικών επενδύσεων προς μακροπρόθεσμα έργα, συμπεριλαμβανομένων των επενδύσεων σε υποδομές.

Ο **ευρωπαϊκός κλάδος διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων**, ο οποίος διαχειρίζεται περιουσιακά στοιχεία αξίας άνω των 17 τρισ. ευρώ, διαδραματίζει κεντρικό ρόλο στη διοχέτευση επενδυτικών κεφαλαίων στην οικονομία. Σε μεγάλο βαθμό, η επιτυχία αυτή αποτελεί άμεση συνέπεια των ευρωπαϊκών κανονιστικών πλαισίων για τα επενδυτικά ταμεία. Το πλαίσιο των ΟΣΕΚΑ (οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες)¹² για τις εταιρείες αμοιβαίων κεφαλαίων αποτελεί αναγνωρισμένο διεθνές πρότυπο, ενώ η οδηγία για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΔΟΕΕ)¹³ διαμόρφωσε ένα πλαίσιο εντός του οποίου μπορούν να δραστηριοποιούνται ευρωπαίοι διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων.

Το ρυθμιστικό κόστος για τη σύσταση κεφαλαίων, για την απόκτηση της ιδιότητας του εξουσιοδοτημένου διαχειριστή και για την πώλησή τους σε διασυνοριακό επίπεδο, ποικίλλει

¹² Οδηγία 2014/91/ΕΕ.

¹³ Οδηγία 2011/61/ΕΕ και για την τροποποίηση των οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) αριθ. 1095/2010.

σήμερα μεταξύ των κρατών μελών. Η μείωση των δαπανών για τη σύσταση κεφαλαίων, και γενικότερα για τη διασυνοριακή εμπορική προώθηση, θα περιορίσει τους φραγμούς εισόδου στην αγορά και θα δώσει ώθηση στον ανταγωνισμό. Παράλληλα με τους νεοεισερχομένους, είναι επίσης σημαντικό να μπορούν τα κεφάλαια να αναπτύσσονται και να επωφελούνται από οικονομίες κλίμακας. Η Επιτροπή επιθυμεί να καταγράψει απόψεις σχετικά με ποια περαιτέρω μέτρα πολιτικής θα μπορούσαν να παράσχουν κίνητρα στους θεσμικούς επενδυτές ώστε να αντλούν και να επενδύουν μεγαλύτερα ποσά και σε ευρύτερο φάσμα περιουσιακών στοιχείων, όπως μακροπρόθεσμα έργα, νεοσύστατες επιχειρήσεις και ΜΜΕ.

Ο **συνταξιοδοτικός και ο ασφαλιστικός** τομέας διαθέτουν επίσης σημαντικά περιουσιακά στοιχεία αξίας περίπου 12 τρις. ευρώ, τα οποία μπορούν να συμβάλουν στη χρηματοδότηση επενδύσεων. Το νέο καθεστώς προληπτικής εποπτείας που θα εφαρμόζεται στις **ασφαλιστικές επιχειρήσεις** από 1ης Ιανουαρίου 2016 (Φερεγγυότητα II¹⁴) θα επιτρέψει στις εταιρείες να επενδύουν περισσότερο σε μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, καθώς θα άρει τους εθνικούς περιορισμούς όσον αφορά τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους¹⁵. Επιπλέον, η Επιτροπή εξασφάλισε ότι η τυποποιημένη μέθοδος για τον υπολογισμό των κεφαλαιακών απαιτήσεων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων δεν επιβάλλει εμπόδια στις μακροπρόθεσμες επενδύσεις, αντιστοιχίζοντας τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις με τα μακροπρόθεσμα στοιχεία ενεργητικού¹⁶. Μολονότι η προσπάθεια αυτή έτυχε ευνοϊκής υποδοχής, ορισμένοι έχουν ζητήσει εξατομικευμένη μεταχείριση των επενδύσεων σε υποδομές, σε σχέση με τη διαμόρφωση των κεφαλαιακών απαιτήσεων για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τις τράπεζες. Θα πρέπει να καταβληθούν περαιτέρω προσπάθειες για να εντοπιστούν λιγότερο επισφαλείς επενδύσεις σε χρεωστικούς και/ή συμμετοχικούς τίτλους έργων υποδομής, με σκοπό την πιθανή αναθεώρηση των κανόνων προληπτικής εποπτείας και τη δημιουργία υποκατηγοριών υποδομών.

Τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα **συνταξιοδοτικών παροχών** διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο σε ορισμένα κράτη μέλη. Τα συστήματα αυτά, εφόσον η διαχείρισή τους γίνεται κατά τρόπο συνετό που να αντικατοπτρίζει την κοινωνική τους λειτουργία, μπορούν να συμβάλλουν στη βιωσιμότητα και την επάρκεια των συνταξιοδοτικών συστημάτων, και ο ρόλος τους ως επενδυτών καθίσταται ολοένα σημαντικότερος στην ευρωπαϊκή οικονομία. Οι νέοι κανόνες για τις επαγγελματικές συντάξεις, οι οποίοι βρίσκονται επί του παρόντος υπό συζήτηση, θα μπορούσαν να άρουν τους φραγμούς προκειμένου τα συνταξιοδοτικά καθεστάτα να πραγματοποιούν περισσότερες επενδύσεις σε μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία. Επιπλέον, η ανταλλαγή βέλτιστων πρακτικών θα μπορούσε επίσης να αυξήσει τη συμβατότητα των εθνικών συστημάτων.

Στις προσωπικές συντάξεις, οι πάροχοι υπόκεινται σε μια σειρά διαφορετικών νομοθετικών πράξεων της ΕΕ. Τίθεται επομένως το ερώτημα κατά πόσον η εισαγωγή ενός τυποποιημένου προϊόντος, για παράδειγμα μέσω ενός πανευρωπαϊκού ή «29ου» καθεστώτος, με σκοπό την άρση των εμποδίων στη διασυνοριακή πρόσβαση, θα μπορούσε να ενισχύσει την ενιαία αγορά ατομικών συνταξιοδοτικών παροχών. Οιοσδήποτε αλλαγές θα πρέπει να εξασφαλίζουν ένα αποτελεσματικό επίπεδο προστασίας των καταναλωτών και παράλληλα να βελτιώνουν την κάλυψη και την υπαγωγή σε συνταξιοδοτικά ταμεία, καθώς και τη δέουσα ασφάλεια των αποταμιεύσεων.

¹⁴ Οδηγία 2009/138/ΕΚ.

¹⁵ Χωριστά, στον τομέα της προληπτικής εποπτείας των τραπεζών, η κατ' εξουσιοδότηση πράξη της Επιτροπής για τον δείκτη κάλυψης ρευστότητας προβλέπει αυξημένα κίνητρα για επενδύσεις σε υποδομές και ΜΜΕ τα οποία θα διευκολύνουν τις επενδύσεις σε ΜΜΕ.

¹⁶ http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-578_el.htm.

Ως εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης έναντι των παραδοσιακών τραπεζικών δανείων ή της έκδοσης χρεωστικών ή συμμετοχικών τίτλων, **τα κεφάλαια ιδιωτικών συμμετοχών και τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου** διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην ευρωπαϊκή οικονομία. Αλλά οι αγορές επιχειρηματικών κεφαλαίων συχνά δεν διαθέτουν την κατάλληλη κλίμακα. Αυτό ισχύει όχι μόνο για τα χρηματιστήρια που ειδικεύονται στη χρηματοδότηση εταιρειών με μεγάλο αναπτυξιακό δυναμικό, αλλά και για τις επενδύσεις σε κεφάλαια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου στο στάδιο εκκίνησης ή ανάπτυξης νέων επιχειρήσεων ή σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας. Παρατηρούνται επίσης ευρείες αποκλίσεις στην ανάπτυξη των αγορών επιχειρηματικών κεφαλαίων μεταξύ κρατών μελών: το 90% περίπου των διαχειριστών εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου είναι συγκεντρωμένο σε οκτώ κράτη μέλη¹⁷.

Σε ορισμένα κράτη μέλη, τα ταμεία επιχειρηματικών κεφαλαίων αντιμετωπίζουν προβλήματα ως προς την επίτευξη της κλίμακας που απαιτείται για την επέκταση του χαρτοφυλακίου κινδύνων τους. Η απουσία νοοτροπίας επένδυσης μετοχικού κεφαλαίου, η έλλειψη πληροφοριών, η κατακερματισμένη αγορά και το υψηλό κόστος φαίνεται να είναι από τους κύριους λόγους αυτής της κατάστασης.

Στην προσπάθειά της να προωθήσει την παροχή επιχειρηματικών κεφαλαίων με τη μορφή συμμετοχών ή δανείων υπό ορισμένες προϋποθέσεις σε νεοσύστατες και σε κοινωνικές επιχειρήσεις, η ΕΕ θέσπισε το 2013 τους κανονισμούς για τις ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου («ΕΕΕΚ»)¹⁸ και τα ευρωπαϊκά ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας (ΕΤΚΕ)¹⁹. Τα μέχρι στιγμής αποτελέσματα είναι ενθαρρυντικά, αλλά υπάρχει περιθώριο για περαιτέρω ανάπτυξη. Ενδέχεται να υπάρχουν διάφορα εμπόδια για την ευρύτερη χρήση τέτοιων κεφαλαίων. Εκφράστηκε συγκεκριμένη ανησυχία για το γεγονός ότι οι διαχειριστές των οποίων το χαρτοφυλάκιο υπερβαίνει τα 500 εκατ. ευρώ δεν μπορούν να συστήσουν και να διαχειρίζονται ΕΕΕΚ ή ΕΤΚΕ, ούτε μπορούν να χρησιμοποιούν τις ονομασίες αυτές για να διαθέτουν στην αγορά τα κεφάλαια αυτά στην ΕΕ. Η διεύρυνση του φάσματος των συμμετεχόντων στην αγορά θα μπορούσε να οδηγήσει σε αύξηση του αριθμού των διαθέσιμων ΕΕΕΚ και ΕΤΚΕ.

Η δημόσια χρηματοδότηση μπορεί επίσης να διαδραματίσει ρόλο, δεδομένου ότι οι περιφερειακές αρχές είναι ήδη σημαντικοί πάροχοι επιχειρηματικών κεφαλαίων σε διάφορα κράτη μέλη. Χρηματοδοτικά μέσα της ΕΕ, όπως το πρόγραμμα-πλαίσιο για την ανταγωνιστικότητα και την καινοτομία (ΠΑΚ), τα Ευρωπαϊκά Διαρθρωτικά και Επενδυτικά Ταμεία (ΕΔΕΤ)²⁰ και η χρηματοδότηση συμμετοχικών τίτλων, που υποστηρίζονται από τα προγράμματα των διαρθρωτικών ταμείων, υπήρξαν επιτυχή όσον αφορά την κινητοποίηση επιχειρηματικών κεφαλαίων για τις ΜΜΕ. Τα προγράμματα της ΕΕ για την ανταγωνιστικότητα των ΜΜΕ (COSME)²¹ και «Ορίζοντας 2020» θα βασιστούν σε αυτό. Επιπλέον, τον Ιούλιο του 2014, τροποποιήθηκαν οι κανόνες περί κρατικών ενισχύσεων, ώστε να επιτρέπεται περισσότερη κρατική παρέμβαση, εφόσον απαιτείται, στην ανάπτυξη της αγοράς κεφαλαίων κινδύνου και για τη βελτίωση της πρόσβασης των ΜΜΕ και των μικρών ή καινοτόμων επιχειρήσεων μεσαίας κεφαλαιοποίησης²². Το ζητούμενο είναι τώρα να βρεθούν

¹⁷ Ηνωμένο Βασίλειο, Γερμανία, Σουηδία, Δανία, Φινλανδία, Κάτω Χώρες, Γαλλία και Ισπανία.

¹⁸ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 345/2013.

¹⁹ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 346/2013.

²⁰ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1303/2013.

²¹ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1287/2013.

²² 2014/C 19/04.

τρόποι αύξησης της κλίμακας των ταμείων επιχειρηματικών κεφαλαίων, καθώς και τρόποι με τους οποίους η δημόσια και ιδιωτική χρηματοδότηση μπορούν να συμβάλουν από κοινού στην αύξηση αυτή.

Η έλλειψη δυνατοτήτων εξόδου για τους επενδυτές μπορεί επίσης να αποτελεί εμπόδιο για την ανάπτυξη της χρηματοδότησης με επιχειρηματικά κεφάλαια. Η Επιτροπή ενδιαφέρεται να γνωρίζει κατά πόσον μπορούν να ληφθούν μέτρα για τη δημιουργία ενός καλύτερου περιβάλλοντος για τους επιχειρηματικούς αγγέλους²³, τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου και τις αρχικές δημόσιες προσφορές, ώστε να εξασφαλιστούν καλύτερες στρατηγικές εξόδου για τους επενδυτές και να τονωθεί η παροχή κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου σε νεοσύστατες επιχειρήσεις.

Οι τράπεζες είναι πιθανόν να παραμείνουν βασικοί παράγοντες και συμμετέχοντες στις αγορές κεφαλαίων ως εκδότες, επενδυτές και διαμεσολαβητές, και θα εξακολουθήσουν να διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην πιστωτική διαμεσολάβηση, μέσω του ρόλου τους στη χρηματοδότηση και την παροχή πληροφοριών. Ταυτόχρονα, αναδύονται νέες τεχνολογίες και επιχειρηματικά μοντέλα, όπως η δανειοδότηση μεταξύ ομοτίμων ή άλλες μορφές μη τραπεζικού άμεσου δανεισμού, που επιδιώκουν να προσφέρουν χρηματοδότηση στις ΜΜΕ και τις νεοσύστατες επιχειρήσεις. Η Επιτροπή επιθυμεί να καταγράψει απόψεις σχετικά με το κατά πόσον υπάρχουν σημαντικοί φραγμοί εισόδου όσον αφορά την παροχή και την ανάπτυξη τέτοιων υπηρεσιών, παράλληλα με τον τραπεζικό δανεισμό.

Ερωτήσεις

10) Ποια μέτρα πολιτικής μπορούν να λειτουργήσουν ως κίνητρα προκειμένου οι θεσμικοί επενδυτές να αντλούν και να επενδύουν μεγαλύτερα ποσά και σε ευρύτερο φάσμα περιουσιακών στοιχείων, ιδίως σε μακροπρόθεσμα έργα, ΜΜΕ και καινοτόμες και υψηλής ανάπτυξης νεοσύστατες επιχειρήσεις;

11) Ποια μέτρα μπορούν να ληφθούν για να μειωθεί το κόστος που επωμίζονται οι διαχειριστές κεφαλαίων για τη σύσταση και την εμπορική δραστηριότητα κεφαλαίων σε ολόκληρη την ΕΕ; Ποιοι φραγμοί δεν επιτρέπουν στα ταμεία να επωφελούνται από οικονομίες κλίμακας;

12) Πρέπει οι εργασίες σχετικά με την εξατομικευμένη μεταχείριση των επενδύσεων σε υποδομές να στοχεύουν σε ορισμένες σαφώς αναγνωρίσιμες υποκατηγορίες περιουσιακών στοιχείων; Εάν ναι, σε ποιες από αυτές θα πρέπει η Επιτροπή να δώσει προτεραιότητα στις μελλοντικές αναθεωρήσεις των κανόνων προληπτικής εποπτείας, όπως οι ΟΚΑ IV/ΚΚΑ και η Φερεγγυότητα II;

13) Η καθιέρωση ενός τυποποιημένου προϊόντος ή η άρση των υφιστάμενων εμποδίων στη διασυνοριακή πρόσβαση θα ενίσχυαν την ενιαία αγορά συνταξιοδοτικών παροχών;

14) Θα διευκόλυναν τροποποιήσεις των κανονισμών ΕΕΕΚ και ΕΤΚΕ τους μεγαλύτερους διαχειριστές ταμείων στην ΕΕ να διαχειρίζονται αυτούς τους τύπους ταμείων; Ποιες άλλες αλλαγές θα πρέπει ενδεχομένως να πραγματοποιηθούν ώστε να αυξηθεί ο αριθμός αυτών των τύπων ταμείων;

²³ Οι επιχειρηματικοί άγγελοι είναι ιδιώτες επενδυτές, συνήθως με επιχειρηματική πείρα, που παρέχουν κεφάλαια για την ίδρυση νέων επιχειρήσεων.

15) Πώς μπορεί η ΕΕ να αναπτύξει περαιτέρω τα κεφάλαια ιδιωτικών συμμετοχών και τα κεφάλαια επιχειρηματικού κινδύνου ως εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για την οικονομία; Ειδικότερα, με ποια μέτρα θα μπορούσε να αυξηθεί η κλίμακα των ταμείων επιχειρηματικών κεφαλαίων και να ενισχυθούν οι δυνατότητες εξόδου για τους επενδυτές επιχειρηματικών κεφαλαίων;

16) Υπάρχουν προσκόμματα για την αύξηση με ασφαλή τρόπο τόσο της τραπεζικής όσο και της μη τραπεζικής άμεσης δανειοδότησης σε εταιρείες που χρειάζονται χρηματοδότηση;

Πρώθηση των επενδύσεων από το επενδυτικό κοινό

Το ενδιαφέρον του επενδυτικού κοινού για άμεσες επενδύσεις στις κεφαλαιαγορές είναι γενικά μικρή στην ΕΕ, και διοχετεύεται κυρίως μέσω συλλογικών θεσμικών επενδύσεων. Ωστόσο, τα ευρωπαϊκά νοικοκυριά κατέχουν σημαντικές αποταμιεύσεις σε τραπεζικούς λογαριασμούς, οι οποίες, σε ορισμένες περιπτώσεις, θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν πιο παραγωγικά. Η μείωση των επιτοκίων καταθέσεων μπορεί να αποτελέσει κάποιο κίνητρο προκειμένου τα νοικοκυριά να μεταφέρουν μεγαλύτερο μέρος των χρηματοοικονομικών περιουσιακών τους στοιχείων από τις τράπεζες στην αγορά κινητών αξιών.

Αμοιβαία κεφάλαια όπως οι ΟΣΕΚΑ αποτελούν δημοφιλείς φορείς μέσω των οποίων οι ιδιώτες επενδυτές επενδύουν στις κεφαλαιαγορές. Παρά ταύτα, το ποσοστό της άμεσης συμμετοχής του επενδυτικού κοινού στους ΟΣΕΚΑ παραμένει σχετικά χαμηλό: τα ιδιωτικά νοικοκυριά αντιστοιχούσαν σε μόλις 26% της ιδιοκτησίας των επενδυτικών κεφαλαίων στη ζώνη του ευρώ το 2013²⁴. Για να διασφαλιστούν μεγαλύτερες δυνατότητες επιλογής μεταξύ των προϊόντων των κεφαλαίων επενδύσεων και για να ενισχυθεί ο ανταγωνισμός, η Επιτροπή επιθυμεί να καταγράψει απόψεις σχετικά με τρόπους με τους οποίους θα μπορούσε να αυξηθεί η διασυνωριακή συμμετοχή σε ΟΣΕΚΑ.

Το επενδυτικό κοινό θα πειστεί να επενδύσει στις αγορές κεφαλαίων, εάν έχει εμπιστοσύνη σε αυτές, καθώς και στους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές που δραστηριοποιούνται σε αυτές, και εφόσον πιστέψουν ότι μπορούν με ασφάλεια να εξασφαλίζουν καλύτερη απόδοση των αποταμιεύσεών τους. Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης των επενδυτών αποτελεί βασική ευθύνη και πρόκληση για τον χρηματοοικονομικό τομέα. Η ενίσχυση των χρηματοοικονομικών γνώσεων θα επιτρέψει και στους καταναλωτές να επιλέγουν πιο αποτελεσματικά και εύκολα χρηματοοικονομικά προϊόντα, και να συγκρίνουν τα διάφορα προϊόντα. Υπάρχει μια σειρά από εθνικά προγράμματα για την βελτίωση των χρηματοοικονομικών γνώσεων και της εκπαίδευσης, καθώς και το πρόγραμμα της ΕΕ «Αίθουσα διδασκαλίας για τους καταναλωτές (Consumer Classroom)». Σε ορισμένες περιπτώσεις, θα μπορούσαν επίσης να είναι χρήσιμα περισσότερο τυποποιημένα ή απλά χρηματοπιστωτικά προϊόντα, τα οποία είναι διαθέσιμα σε ορισμένα κράτη μέλη.

Η ρύθμιση και η εποπτεία μπορεί να συμβάλουν στην οικοδόμηση εμπιστοσύνης μεταξύ των επενδυτών. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) και η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΑΑΕΣ) έχουν αποκτήσει αυξημένες εξουσίες στον τομέα της προστασίας των επενδυτών, μέσω της οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MIFID II)²⁵ και άλλων κανονισμών. Όπως αναφέρθηκε στο

²⁴ Fact Book 2014, Ευρωπαϊκή Ένωση Διαχείρισης Κεφαλαίων και Περιουσιακών Στοιχείων.

²⁵ Οδηγία 2014/65/ΕΕ και για την τροποποίηση των οδηγιών 2002/92/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ.

πλαίσιο της πρόσφατης αναθεώρησης των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών (ΕΕΑ)²⁶, που διενεργήθηκε από την Επιτροπή, οι εντολές τους στον τομέα της προστασίας των καταναλωτών/επενδυτών θα μπορούσαν να διασαφηνιστούν και, εάν κριθεί αναγκαίο, να ενισχυθούν.

Η ενίσχυση του διασυνοριακού ανταγωνισμού στον τομέα των λιανικών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών θα μπορούσε να προσφέρει περισσότερες δυνατότητες επιλογής, χαμηλότερες τιμές και καλύτερες υπηρεσίες. Οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες που παρέχονται με ηλεκτρονικά και κινητά εργαλεία έχουν δυνατότητες να συμβάλουν στο πλαίσιο αυτό, υπό την προϋπόθεση ότι οι ανησυχίες που έχουν εκφραστεί όσον αφορά την προστασία έναντι της απάτης, της πειρατείας και της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες θα μπορέσουν να αντιμετωπιστούν, με παράλληλη διατήρηση της ευκολίας χρήσης από τους πελάτες. Η Επιτροπή θα αρχίσει τις προπαρασκευαστικές εργασίες σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο η ενιαία αγορά για λιανικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες μπορεί να προσφέρει περισσότερα οφέλη στους καταναλωτές.

Ερωτήσεις

17) Πώς μπορεί να αυξηθεί η διασυνοριακή συμμετοχή του επενδυτικού κοινού στους ΟΣΕΚΑ;

18) Πώς μπορούν οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές να συμβάλλουν περαιτέρω στη διασφάλιση της προστασίας των καταναλωτών και των επενδυτών;

19) Ποια μέτρα πολιτικής θα μπορούσαν να αυξήσουν τις επενδύσεις από το επενδυτικό κοινό; Τι άλλο μπορεί να γίνει για την παροχή δυνατοτήτων και για την προστασία των πολιτών της ΕΕ που δραστηριοποιούνται σε αγορές κεφαλαίων;

20) Μπορούν να αναφερθούν βέλτιστες πρακτικές των κρατών μελών όσον αφορά την ανάπτυξη απλών και διαφανών επενδυτικών προϊόντων για τους καταναλωτές;

Προσέλκυση διεθνών επενδύσεων

Οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές πρέπει να είναι ανοικτές και ανταγωνιστικές παγκοσμίως, καλά οργανωμένες και ολοκληρωμένες ώστε να προσελκύουν ξένες επενδύσεις, πράγμα που προϋποθέτει τη διατήρηση υψηλών ενωσιακών προτύπων που εξασφαλίζουν την ακεραιότητα της αγοράς, τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την προστασία των επενδυτών. Δεδομένου του παγκόσμιου χαρακτήρα των κεφαλαιαγορών, είναι σημαντικό η Ένωση Κεφαλαιαγορών να αναπτυχθεί λαμβάνοντας υπόψη το ευρύτερο παγκόσμιο πλαίσιο.

Η μείωση των ακαθάριστων ροών κεφαλαίων μετά την κρίση επηρέασε όλες τις περιοχές του πλανήτη, όμως η Ευρωπαϊκή Ένωση (και ιδίως η ζώνη του ευρώ) έχει υποστεί την πλέον σημαντική υποχώρηση των ακαθάριστων εισροών και εκροών κεφαλαίων ως ποσοστό του ΑΕΠ. Όλα τα συστατικά μέρη των ακαθάριστων εισροών κεφαλαίων (οι επενδύσεις χαρτοφυλακίου, οι άμεσες ξένες επενδύσεις και οι τραπεζικές δραστηριότητες μεσολαβούμενων απαιτήσεων) ήταν χαμηλότερα το 2013 σε σύγκριση με το 2007.

²⁶ COM(2014) 509.

Σύμφωνα με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (ΔΝΤ), στα τέλη του 2013, το συνολικό ύψος των διασυνοριακών επενδύσεων χαρτοφυλακίου ανερχόταν σε 25 τρισ. ευρώ. Το σύνολο των διασυνοριακών επενδύσεων χαρτοφυλακίου μεταξύ των κρατών μελών της ΕΕ ανήλθε σε 9,6 τρισ. ευρώ, ενώ επενδύσεις χαρτοφυλακίου που προέρχονται από χώρες εκτός της ΕΕ ανήλθαν σε 5 τρισ. ευρώ. Ως εκ τούτου, υπάρχουν ακόμα ευρέα περιθώρια για την προσέλκυση πρόσθετων επενδύσεων σε χρεωστικούς ή συμμετοχικούς τίτλους από τρίτες χώρες.

Η πολιτική της ΕΕ στον τομέα διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων²⁷ έχει να διαδραματίσει σημαντικό ρόλο στην υποστήριξη διεθνών επενδύσεων. Χάρη σε διεθνείς εμπορικές και επενδυτικές συμφωνίες, έχει ελευθερωθεί η κίνηση κεφαλαίων, ρυθμίζονται η πρόσβαση στην αγορά και οι επενδύσεις, μεταξύ άλλων και για την παροχή χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, και οι συμφωνίες αυτές μπορούν να συμβάλουν στην επίτευξη τόσο κατάλληλου επιπέδου προστασίας των επενδυτών στην Ευρώπη όσο και ίσων όρων ανταγωνισμού σε ολόκληρη την ΕΕ²⁸. Επιπλέον, η Επιτροπή συμμετέχει σε διεθνείς εργασίες σχετικά με την ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων, μεταξύ άλλων, για παράδειγμα, σχετικά με τους κώδικες ελευθέρωσης των κινήσεων κεφαλαίων του ΟΟΣΑ.

Θα πρέπει να διευκολυνθεί η άμεση εμπορική προώθηση επενδυτικών κεφαλαίων και άλλων επενδυτικών μέσων της ΕΕ σε τρίτες χώρες. Αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί με τη μείωση των φραγμών που αντιμετωπίζουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι υπηρεσίες της ΕΕ προκειμένου να αποκτήσουν πρόσβαση σε αγορές τρίτων χωρών μεταξύ άλλων, ανάλογα με την περίπτωση, με το άνοιγμα των αγορών για τη διασυνοριακή διαχείριση περιουσιακών στοιχείων σε μελλοντικές εμπορικές συμφωνίες.

Δεδομένων των τάσεων αυτών, η Επιτροπή ενδιαφέρεται να καταγράψει απόψεις σχετικά με τα μέτρα που θα μπορούσαν να ληφθούν για να αυξηθεί η ικανότητα των αγορών της ΕΕ να προσελκύουν διεθνείς επενδυτές.

Ερωτήσεις

21) Θα μπορούσαν να ληφθούν πρόσθετα μέτρα στον τομέα της ρύθμισης των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών για να εξασφαλιστεί ότι η ΕΕ θα είναι διεθνώς ανταγωνιστική και ελκυστικός τόπος για επενδύσεις;

22) Ποια μέτρα μπορούν να ληφθούν για να διευκολυνθεί η πρόσβαση των επιχειρήσεων της ΕΕ σε επενδυτές και κεφαλαιαγορές σε τρίτες χώρες;

4.3 Βελτίωση της αποτελεσματικότητας της αγοράς – διαμεσολαβητές, υποδομές και το ευρύτερο νομικό πλαίσιο

Ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων, εφαρμογή της νομοθεσίας και ανταγωνισμός

²⁷ COM(2010) 343.

²⁸ Στις εμπορικές και επενδυτικές συμφωνίες που συνάπτει η ΕΕ επιδιώκει επίσης να εξασφαλίσει κατάλληλες εγγυήσεις ώστε να διασφαλίζεται κατάλληλη προστασία σε τομείς όπως η ασφάλεια, η υγεία, η προστασία του περιβάλλοντος ή η πολιτιστική πολυμορφία.

Η κατάρτιση ενιαίου εγχειριδίου κανόνων κατά τα τελευταία έτη αποτέλεσε σημαντικό βήμα προς ένα πιο εναρμονισμένο κανονιστικό πλαίσιο για τις αγορές στις οποίες οι εταιρείες θα μπορούν να ανταγωνίζονται διασυνοριακά επί ίσοις όροις. Η επιτυχία του ενιαίου εγχειριδίου κανόνων εξαρτάται επίσης από την αποτελεσματική εφαρμογή και την συνεπή επιβολή των κανόνων. Εξακολουθούν να υπάρχουν ορισμένες βασικές νομοθετικές πράξεις της ΕΕ που επιτρέπουν την προσθήκη απαιτήσεων – ο λεγόμενος «κανονιστικός υπερθεματισμός» (gold-plating) – από τα κράτη μέλη, ενώ έχουν ανακύψει και ζητήματα αποκλίνουσας ερμηνείας των κανόνων. Η Επιτροπή, σε συνεργασία με τα κράτη μέλη και τις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές, καταβάλλει προσπάθειες για να διασφαλίσει την ορθή εφαρμογή της χρηματοπιστωτικής νομοθεσίας της ΕΕ και την επιβολή της στην πράξη.

Ο ανταγωνισμός διαδραματίζει καίριο ρόλο προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι οι καταναλωτές θα έχουν τα καλύτερα προϊόντα και υπηρεσίες σε κατάλληλες τιμές, και ότι οι επενδυτικές ροές θα διοχετεύονται προς τις πλέον παραγωγικές χρήσεις. Χρειάζεται να αρθούν, στο μέτρο του δυνατού, οι φραγμοί εισόδου για τους ανταγωνιστές και να εξασφαλιστεί η πρόσβασή τους στις υποδομές των χρηματοπιστωτικών αγορών. Για να στηρίξει μια πιο αποδοτική και εύρυθμη λειτουργία των κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή έχει κινήσει διαδικασίες σε αρκετές υποθέσεις τα τελευταία έτη, χρησιμοποιώντας τις εξουσίες που διαθέτει στον τομέα του ανταγωνισμού. Η Επιτροπή θα εξακολουθήσει να μεριμνά για την αυστηρή εφαρμογή της νομοθεσίας περί ανταγωνισμού, ώστε να αποφεύγονται περιορισμοί ή στρεβλώσεις του ανταγωνισμού που επηρεάζουν την εμφάνιση ολοκληρωμένων κεφαλαιαγορών που λειτουργούν σωστά.

Η αρχή της ελεύθερης κυκλοφορίας των κεφαλαίων θα πρέπει επίσης να εφαρμόζεται για την αντιμετώπιση αδικαιολόγητων φραγμών στις ροές επενδύσεων εντός της ΕΕ. Για παράδειγμα, οι απαιτήσεις που επιβάλλονται από το κράτος μέλος υποδοχής στους φορείς της αγοράς στους οποίους έχει χορηγηθεί ευρωπαϊκό διαβατήριο εμπορίας από το κράτος μέλος καταγωγής τους ενδέχεται, σε ορισμένες περιπτώσεις, να συνιστούν αδικαιολόγητο φραγμό στην ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων. Ένα πιο σταθερό, διαφανές και προβλέψιμο πλαίσιο για τους επενδυτές θα μπορούσε να συμβάλει στην οικοδόμηση εμπιστοσύνης και στην αύξηση της ελκυστικότητας της ενιαίας αγοράς ως τόπου επενδύσεων μακροπρόθεσμα.

Εποπτική σύγκλιση

Αν και τα ρυθμιστικά πλαίσια για τις αγορές κεφαλαίων έχουν εν πολλοίς εναρμονιστεί, η επιτυχία των μεταρρυθμίσεων εξαρτάται επίσης από την εφαρμογή και τη συνεπή επιβολή των κανόνων. Οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές (ΕΕΑ) διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στην προώθηση της σύγκλισης. Η Επιτροπή δημοσίευσε πρόσφατα έκθεση σχετικά με τη λειτουργία των ΕΕΑ και του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ)²⁹, στην οποία προσδιορίζονται ορισμένοι τομείς στους οποίους θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν πιθανές βελτιώσεις βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα. Η Επιτροπή θα συνεχίσει να επανεξετάζει τη λειτουργία και τη λειτουργία των ΕΕΑ, καθώς και τη διακυβέρνηση και τη χρηματοδότησή τους.

Οι ΕΕΑ πρέπει να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο προκειμένου να ενισχυθεί η εποπτική σύγκλιση και να αυξηθεί η εστίαση στην αξιολόγηση από ομοτίμους και στην κατάλληλη παρακολούθηση. Επιπλέον, η χρήση, αφενός, μηχανισμών επίλυσης διαφορών όταν αυτό

²⁹ COM(2014) 509 τελικό

χρειάζεται και, αφετέρου, εξουσιών έρευνας σε σχέση με εικαζόμενες παραβιάσεις του δικαίου της ΕΕ θα μπορούσε να διευκολύνει τη συνεπή υλοποίηση και εφαρμογή της νομοθεσίας της ΕΕ σε ολόκληρη την ενιαία αγορά.

Πρέπει να εξεταστεί περαιτέρω ο ρόλος που διαδραματίζουν οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές στο πλαίσιο αυτό. Στον βαθμό που τα εθνικά εποπτικά καθεστώτα μπορούν να οδηγήσουν σε διαφορετικά επίπεδα προστασίας των επενδυντών, να ορθώσουν φραγμούς στις διασυνοριακές δραστηριότητες και να αποθαρρύνουν τις επιχειρήσεις από την αναζήτηση χρηματοδότησης σε άλλα κράτη μέλη, οι ΕΕΑ μπορεί να έχουν να διαδραματίσουν σημαντικότερο ρόλο για την προώθηση της σύγκλισης.

Δεδομένα και υποβολή εκθέσεων

Η ανάπτυξη κοινών δεδομένων και πληροφοριών σε όλη την ΕΕ θα μπορούσε να συμβάλει στη στήριξη της στενότερης ολοκλήρωσης των κεφαλαιαγορών. Για παράδειγμα, στις αγορές μετοχών είναι απαραίτητο ένα «ενοποιημένο δελτίο παρακολούθησης», για να εξασφαλίζεται η ποιότητα, η διαθεσιμότητα και η επικαιρότητα των μεταδιαπραγματευτικών πληροφοριών. Σε περίπτωση που οι αγοροκεντρικές προσπάθειες αποδειχθούν ανεπαρκείς για την επίτευξη ενός ενοποιημένου δελτίου, στο οποίο θα έχουν εύκολη πρόσβαση οι συμμετέχοντες στην αγορά και το οποίο θα είναι εύχρηστο γι' αυτούς υπό εύλογους εμπορικούς όρους, θα πρέπει να εξεταστούν άλλες λύσεις, όπως η ανάθεση της διαχείρισης ενός ενοποιημένου δελτίου παρακολούθησης σε εμπορική οντότητα. Η Επιτροπή θα επιδιώξει επίσης να διασφαλίσει ότι η διάδοση των ενοποιημένων πληροφοριών υπό εύλογους εμπορικούς όρους θα πραγματοποιείται χωρίς προσκόμματα.

Θα μπορούσαν επίσης να είναι χρήσιμες για τους συμμετέχοντες στην αγορά αποτελεσματικότερες προσεγγίσεις στην υποβολή εποπτικών αναφορών και πληροφοριών σχετικά με την αγορά με τη συμμετοχή εθνικών αρχών ή της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), για παράδειγμα σε σχέση με κοινές προσεγγίσεις στη χρήση της πληροφορικής όσον αφορά ορισμένες απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων. Οι απόψεις των ενδιαφερομένων είναι ευπρόσδεκτες για κατά πόσον και ποιες περαιτέρω εργασίες θα πρέπει να πραγματοποιηθούν για τη βελτίωση των δεδομένων και της υποβολής εκθέσεων στην ΕΕ.

Υποδομές αγοράς και νομοθεσία για τις κινητές αξίες

Οι υποδομές της αγοράς και η νομοθεσία περί κινητών αξιών – δηλαδή οι «διάυλοι» μέσω των οποίων διοχετεύονται οι επενδύσεις και οι νόμοι που τις διέπουν – αποτελούν καθοριστικούς παράγοντες για την απόδοση των επενδύσεων και την ευκολία με την οποία μπορούν να πραγματοποιηθούν. Επί του παρόντος, αρχίζει η εφαρμογή του κανονιστικού πλαισίου που διέπει τις υποδομές της αγοράς, με νομικές διατάξεις που εγγυώνται την αρτιότητα των κεντρικών αντισυμβαλλομένων (CCP), των κεντρικών αποθετηρίων τίτλων (ΚΑΤ) και του έργου Target2Securities (T2S), που διαχειρίζεται το Ευρωσύστημα. Όπως ανακοινώθηκε στο πρόγραμμα εργασίας της Επιτροπής, η Επιτροπή σκοπεύει να υποβάλει νομοθετική πρόταση για τη δημιουργία ενός ευρωπαϊκού πλαισίου για την ανάκαμψη και την εξυγίανση των συστημικά σημαντικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, όπως π.χ. οι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι. Ωστόσο, σε ορισμένες πτυχές οι οποίες αφορούν τις υποδομές της αγοράς και στηρίζουν τις συναλλαγές, μπορεί να υπάρχουν περιθώρια για περαιτέρω βελτιώσεις.

Οι **εξασφαλίσεις** αποτελούν ζωτικό στοιχείο του χρηματοπιστωτικού συστήματος, δεδομένου ότι εξυπηρετούν μεγάλο αριθμό συναλλαγών στην αγορά και παρέχουν ένα δίκτυο ασφαλείας

σε περίπτωση που ανακύψουν προβλήματα. Η ροή των εξασφαλίσεων στην ΕΕ περιορίζεται επί του παρόντος, πράγμα που δεν επιτρέπει στις αγορές να λειτουργούν αποτελεσματικά. Από την έναρξη της χρηματοπιστωτικής κρίσης, έχει αυξηθεί η ζήτηση εξασφαλίσεων, ωθούμενη από τη ζήτηση της αγοράς για πιο εξασφαλισμένα χρηματοδοτικά μέσα, καθώς και λόγω των νέων κανονιστικών απαιτήσεων, όπως ορίζονται στον κανονισμό για τις υποδομές των ευρωπαϊκών αγορών («EMIR»)³⁰ και στον κανονισμό για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις («ΚΚΑ»)³¹. Καθώς αυξάνεται η ζήτηση εξασφαλίσεων, υπάρχει κίνδυνος να χρησιμοποιούνται εκ νέου οι ίδιες εξασφαλίσεις για την εξυπηρέτηση πολλαπλών συναλλαγών, όπως συνέβαινε πριν από την κρίση, και καταβάλλονται διεθνώς προσπάθειες για την εξέταση αυτών των ζητημάτων. Οι απόψεις των ενδιαφερομένων είναι ευπρόσδεκτες σχετικά με το αν θα πρέπει να καταβληθούν προσπάθειες για να διευκολυνθεί η κατάλληλα ρυθμιζόμενη ροή των εξασφαλίσεων σε όλη την ΕΕ.

Επίσης, αν και έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος όσον αφορά την εναρμόνιση των κανόνων για τη διαφάνεια και την ακεραιότητα των αγορών κινητών αξιών, **η νομοθεσία σχετικά με τα δικαιώματα των επενδυτών σε εξασφαλίσεις διαφέρει μεταξύ των κρατών μελών**. Ως εκ τούτου, οι επενδυτές δυσκολεύονται να εκτιμήσουν τον κίνδυνο που ενέχουν οι επενδύσεις κεφαλαίων σε διάφορα κράτη μέλη. Οι συζητήσεις σχετικά με το ζήτημα αυτό διαρκούν εδώ και περισσότερο από μια δεκαετία, αρχής γενομένης από τη δεύτερη έκθεση Γιονανίνι το 2003. Το ζήτημα αυτό, ωστόσο, είναι πολύπλοκο, διότι αφορά το εμπράγματο, το συμβατικό, το εταιρικό και το πτωχευτικό δίκαιο, καθώς και τη νομοθεσία σχετικά με την κατοχή τίτλων και τη σύγκρουση δικαίων. Σύμφωνα με διστάμενες απόψεις, δεν υπάρχει ανάγκη για εναρμόνιση στην ΕΕ ή για έναν ενιαίο ορισμό των κινητών αξιών στην ΕΕ. Επιπλέον, προβάλλεται το επιχείρημα ότι η έναρξη λειτουργίας του TARGET 2 Securities, στα μέσα του 2015, θα άρει τους νομικούς και λειτουργικούς κινδύνους που συνδέονται με τη μεταφορά και την κατοχή τίτλων σε διαφορετικά κράτη μέλη, θα μειώσει το κόστος και θα μπορούσε να αυξήσει τις διασυνοριακές επενδύσεις. Δεδομένων αυτών των περιορισμών, είναι ευπρόσδεκτες οι απόψεις των ενδιαφερομένων ως προς το κατά πόσον είναι εφικτές και σκόπιμες στοχοθετημένες τροποποιήσεις της νομοθεσίας σχετικά με τους κανόνες περί ιδιοκτησίας τίτλων που θα μπορούσαν να συμβάλουν στην περαιτέρω ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών εντός της ΕΕ.

Μια άλλη σημαντική πτυχή στην ανάπτυξη μιας πανευρωπαϊκής αγοράς τιτλοποίησης και συμφωνιών παροχής χρηματοοικονομικής ασφάλειας, καθώς και άλλων δραστηριοτήτων, όπως η πρακτόρευση («factoring»), είναι η επίτευξη μεγαλύτερης ασφάλειας δικαίου σε περιπτώσεις διασυνοριακής εκχώρησης απαιτήσεων και στη σειρά προτεραιότητας των εκχωρήσεων αυτών, ιδίως σε περιπτώσεις όπως η αφερεγγυότητα. Έκθεση για τον προσδιορισμό των προβλημάτων και πιθανών λύσεων θα δημοσιευθεί από την Επιτροπή το 2015.

Οι τράπεζες διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο όχι μόνο στον δανεισμό, αλλά και στη διαμεσολάβηση στις κεφαλαιαγορές, και συγκεκριμένα με την παροχή ρευστότητας μέσω ειδικής διαπραγμάτευσης. Σύμφωνα με ορισμένες έρευνες, υπάρχουν ενδείξεις ότι μειώνεται η ρευστότητα σε ορισμένα τμήματα της αγοράς, αλλά και ότι η ρευστότητα ενδεχομένως ήταν υποτιμημένη την περίοδο πριν από την κρίση. Η συρρίκνωση της ρευστότητας αποδίδεται από ορισμένους σε αναγκαία διόρθωση της αγοράς, καθώς και σε μείωση της εμπιστοσύνης των αγορών ως συνέπεια της κρίσης, ενώ άλλοι την αποδίδουν στα παγκόσμια

³⁰ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 648/2012.

³¹ Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 575/2013 και για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012.

κανονιστικά μέτρα που λήφθηκαν μετά την κρίση. Η Επιτροπή ενδιαφέρεται να καταγράψει απόψεις σχετικά με τρόπους επίτευξης κατάλληλων συνθηκών ρευστότητας σε καλύτερες τιμές, ιδίως σχετικά με το κατά πόσον θα μπορούσαν να ληφθούν μέτρα για τη στήριξη της ρευστότητας σε ευάλωτα τμήματα της αγοράς και κατά πόσον υπάρχουν φραγμοί στην είσοδο νέων φορέων της αγοράς οι οποίοι μπορούν να συμβάλουν στην αντιστοίχιση των αγοραστών με τους πωλητές.

Εταιρικό δίκαιο, διοίκηση επιχειρήσεων, αφερεγγυότητα και φορολογία

Η ΕΕ έχει μεν θεσπίσει νομοθεσία στον τομέα της **εταιρικής διακυβέρνησης** (π.χ. για τις δηλώσεις εταιρικής διακυβέρνησης³² ή για τη διασυννοριακή άσκηση των δικαιωμάτων των μετόχων³³), αλλά η εταιρική διακυβέρνηση συχνά παραμένει στην αρμοδιότητα του δικαίου και των προτύπων των κρατών μελών. Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, πραγματοποιήθηκε επανεξέταση του πλαισίου εταιρικής διακυβέρνησης της ΕΕ μέσω δύο διαβουλεύσεων³⁴. Η αναθεώρηση της οδηγίας για τα δικαιώματα των μετόχων, που βρίσκεται σε εξέλιξη, έχει ως στόχο να ενθαρρύνει τους θεσμικούς επενδυτές και τους διαχειριστές κεφαλαίων να παρέχουν πιο μακροπρόθεσμα κεφάλαια στις επιχειρήσεις.

Η προστασία των δικαιωμάτων των **μειοψηφικών μετόχων βελτιώνει την εταιρική διακυβέρνηση και την ικανότητα των επιχειρήσεων να προσελκύουν ξένους επενδυτές**, καθώς αυτοί μπορεί συχνά να είναι μειοψηφικοί επενδυτές. Μια άλλη πτυχή της χρηστής εταιρικής διακυβέρνησης είναι η αποτελεσματικότητα των διοικητικών συμβουλίων των εταιρειών όσον αφορά τον έλεγχο των διευθυντικών στελεχών. Καθώς τα διοικητικά συμβούλια προστατεύουν τα συμφέροντα των επενδυτών, η αποτελεσματικότητα και η σωστή λειτουργία των διοικητικών συμβουλίων είναι επίσης καίριας σημασίας για την προσέλκυση επενδύσεων.

Παρά τις διάφορες οδηγίες για το εταιρικό δίκαιο³⁵, οι επιχειρήσεις εξακολουθούν να αντιμετωπίζουν σημαντικά εμπόδια στη **διασυννοριακή κινητικότητα και τις αναδιαρθρώσεις** τους. Περαιτέρω μεταρρυθμίσεις του εταιρικού δικαίου ενδέχεται να είναι χρήσιμες για την υπέρβαση των φραγμών στη διασυννοριακή εγκατάσταση και τη λειτουργία των εταιρειών.

Οι αποκλίνοντες εθνικοί **κανόνες για τη ρύθμιση της σύγκρουσης δικαίων** όσον αφορά την εσωτερική λειτουργία μιας επιχείρησης μπορεί να προκαλέσουν νομική αβεβαιότητα, δεδομένου ότι ενδέχεται να οδηγήσουν σε μια κατάσταση όπου μια εταιρία διέπεται από τη νομοθεσία διαφόρων κρατών μελών ταυτόχρονα, για παράδειγμα, σε περιπτώσεις κατά τις οποίες μια εταιρία έχει συσταθεί σε ένα κράτος μέλος, αλλά λειτουργεί κυρίως από ένα άλλο κράτος μέλος.

Η συζήτηση γύρω από την εναρμόνιση ουσιαστικών διατάξεων του **δικαίου περί αφερεγγυότητας** υπήρξε αργή κατά τα τελευταία 30 περίπου έτη, λόγω της πολυπλοκότητας του θέματος, ωστόσο έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος στον τομέα των κανόνων για τη ρύθμιση της σύγκρουσης δικαίων όσον αφορά τις διασυννοριακές διαδικασίες αφερεγγυότητας³⁶. Εντούτοις, τα υποκείμενα εθνικά καθεστώτα περί αφερεγγυότητας

³² Οδηγία 2006/46/EK.

³³ Οδηγία 2007/36/EK.

³⁴ COM(2010) 284 και COM(2011) 164

³⁵ Για παράδειγμα, ο κανονισμός 2157/2001 του Συμβουλίου και η οδηγία 2005/56/EK.

³⁶ Ο κανονισμός 1346/2000 περί των διαδικασιών αφερεγγυότητας θα αντικατασταθεί από βελτιωμένη νομική πράξη το 2015.

εξακολουθούν να αποκλίνουν ως προς τα βασικά χαρακτηριστικά και την αποτελεσματικότητά τους³⁷. Ο περιορισμός αυτών των αποκλίσεων θα μπορούσε να συμβάλει στην ανάδειξη πανευρωπαϊκών αγορών μετοχών και χρεωστικών τίτλων, μειώνοντας την αβεβαιότητα για τους επενδυτές που χρειάζονται να εκτιμήσουν τους κινδύνους σε αρκετά κράτη μέλη. Επιπλέον, η έλλειψη ή η ανεπάρκεια των κανόνων που επιτρέπουν την έγκαιρη αναδιάρθρωση του χρέους σε πολλά κράτη μέλη, η απουσία διατάξεων «δεύτερης ευκαιρίας» και η υπερβολική διάρκεια και το κόστος των επίσημων διαδικασιών αφερεγγυότητας μπορεί να οδηγήσουν σε χαμηλά ποσοστά ανάκτησης για τους πιστωτές και να αποθαρρύνουν τους επενδυτές. Προκειμένου να επιτευχθεί πρόοδος σχετικά με την αφερεγγυότητα, η Επιτροπή εξέδωσε σύσταση σχετικά με μια νέα προσέγγιση στην επιχειρηματική αποτυχία και την αφερεγγυότητα³⁸, στην οποία καλεί τα κράτη μέλη να θεσπίσουν πρώιμες διαδικασίες αναδιάρθρωσης και διατάξεις «δεύτερης ευκαιρίας». Επιπλέον, η σύσταση καλεί τα κράτη μέλη να εξετάσουν τη δυνατότητα εφαρμογής αυτών των αρχών στην υπερχρέωση και την πτώχευση καταναλωτών. Αξιολόγηση της σύστασης προγραμματίζεται για το 2015.

Διαφορές στα **φορολογικά καθεστώτα** των κρατών μελών μπορούν να παρεμποδίσουν την ανάπτυξη μιας ενιαίας κεφαλαιαγοράς. Για παράδειγμα, μπορεί να δημιουργήσουν εμπόδια στις διασυνοριακές επενδύσεις, όπως συντάξεις και ασφαλίσεις ζωής. Σε συνέχεια της Λευκής Βίβλου για τις συντάξεις³⁹, η Επιτροπή εκπόνησε μελέτη για τους κανόνες που εισάγουν διακρίσεις σχετικά με τα κεφάλαια συντάξεων και ασφαλίσεων ζωής, τις εισφορές και τις πληρωμές. Η Επιτροπή θα προβεί στις απαραίτητες ενέργειες, εάν εντοπιστούν κανόνες που εισάγουν διακρίσεις και, σε μεταγενέστερο στάδιο, εάν εντοπιστούν φορολογικές ρυθμίσεις που εισάγουν διακρίσεις στις διασυνοριακές επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία από εταιρείες ασφάλειας ζωής και συνταξιοδοτικά ταμεία. Συνεχίζονται επίσης οι εργασίες για την **απλούστευση των διαδικασιών ελάφρυνσης της παρακράτησης φόρου στη μετασυναλλακτική αγορά**.

Εκτός από τη φορολογική μεταχείριση των διαφόρων παραγόντων της αγοράς σε όλα τα κράτη μέλη, παρατηρούνται επίσης διαφορές στη φορολογική μεταχείριση των διαφόρων μορφών χρηματοδότησης, οι οποίες ενδέχεται να προκαλέσουν στρεβλώσεις. Για παράδειγμα, οι διαφορές στη φορολογική μεταχείριση της χρηματοδότησης με δανειακά και με ίδια κεφάλαια ενδέχεται να αυξήσουν την εξάρτηση των εταιρειών από τη δανειακή και την τραπεζική χρηματοδότηση. Επιπλέον, οι διαφορές που υπάρχουν μεταξύ των κρατών μελών ως προς τον ορισμό του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου και ως προς την αντίστοιχη φορολογική μεταχείριση που παρέχουν, μεταξύ άλλων και σε σχέση με μέσα υποχρεωτικών κεφαλαίων, ενδέχεται να παρεμποδίζουν τον ανταγωνισμό επί ίσοις όροις, να οδηγούν σε κατακερματισμό των αγορών και να δημιουργούν ευκαιρίες για μετατόπιση των κερδών.

Τέλος, η εξεύρεση χρηματοδότησης είναι ιδιαίτερα δυσχερής για τις νεοσύστατες επιχειρήσεις που δεν διαθέτουν εξασφαλίσεις και αποδεδειγμένο ιστορικό επιδόσεων που να μπορεί να παράσχει ασφάλεια στους παρόχους χρηματοδότησης. Οι νεοσύστατες επιχειρήσεις, ωστόσο, είναι πιθανότερο να εφαρμόζουν καινοτομίες που θέτουν σε κίνδυνο τη

³⁷ Έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής (2014) 61 final.

³⁸ Σύσταση C(2014) 1500 της Επιτροπής

³⁹ Η Λευκή Βίβλος «Ατζέντα για επαρκείς, ασφαλείς και βιώσιμες συντάξεις» εκδόθηκε στις 16 Φεβρουαρίου 2012, με βάση τη διαβούλευση για την Πράσινη Βίβλο του 2010. Στη Λευκή Βίβλο πραγματοποιείται επισκόπηση των προκλήσεων για την επάρκεια και τη βιωσιμότητα των συνταξιοδοτικών συστημάτων και προτείνεται σειρά μέτρων πολιτικής σε επίπεδο ΕΕ.

θέση των μεγάλων κατεστημένων επιχειρήσεων στην αγορά. Μια πρόσφατη μελέτη που εκπονήθηκε για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής⁴⁰ κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η στόχευση των **φορολογικών κινήτρων για τις δαπάνες για E&A** σε νέες καινοτόμες επιχειρήσεις είναι μια αποτελεσματική πρακτική.

Τεχνολογία

Σημαντική κινητήρια δύναμη για την ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών αποτελεί η ταχεία ανάπτυξη νέων τεχνολογιών, οι οποίες έχουν συμβάλει για παράδειγμα στην ανάπτυξη ηλεκτρονικών συστημάτων συναλλαγών, συναλλαγών υψηλής συχνότητας και των λεγόμενων «επιχειρήσεων FinTech» (επιχειρήσεις χρηματοπιστωτικής τεχνολογίας). Ο όρος «FinTech» μπορεί να οριστεί ως ο συνδυασμός καινοτόμων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και της διαθεσιμότητας κεφαλαίων μέσω της χρήσης νέων (ψηφιακών) τεχνολογιών, όπως η συμμετοχική χρηματοδότηση. Σύμφωνα με πρόσφατη έκθεση, από το 2008 οι επενδύσεις σε επιχειρήσεις FinTech παγκοσμίως τριπλασιάστηκαν σε περίπου 3 δισ. δολάρια ΗΠΑ το 2013. Η τάση αυτή αναμένεται να συνεχιστεί, δεδομένου ότι μέχρι το 2018 οι επενδύσεις αυτές αναμένεται να αυξηθούν παγκοσμίως σε έως και 8 δισ. δολάρια⁴¹.

Η ευρωπαϊκή και εθνική νομοθεσία δεν έχει συμβαδίσει με την τεχνολογική ανάπτυξη, για παράδειγμα λόγω της μη ικανοποιητικής **ενσωμάτωσης των πλεονεκτημάτων της ψηφιοποίησης**. Οι ανταλλαγές πληροφοριών μεταξύ των εταιρειών, των μετόχων και των δημόσιων αρχών συχνά εξακολουθούν να γίνονται σε χαρτί. Για παράδειγμα, σε πολλές εταιρείες, οι μέτοχοι δεν μπορούν ακόμη να ψηφίζουν ηλεκτρονικά και δεν γίνεται ηλεκτρονική καταχώριση των εταιρειών πανευρωπαϊκά. Η χρήση των σύγχρονων τεχνολογιών στους τομείς αυτούς θα μπορούσε να συμβάλει στη μείωση των δαπανών και των επιβαρύνσεων, αλλά και σε αποτελεσματικότερες επικοινωνίες, ιδίως σε διασυνοριακό πλαίσιο.

Ερωτήσεις:

23) Υπάρχουν μηχανισμοί για τη βελτίωση της λειτουργίας και της απόδοσης των αγορών οι οποίοι δεν καλύπτονται στο παρόν έγγραφο, ιδίως στους τομείς της λειτουργίας και της ρευστότητας των αγορών μετοχών και ομολόγων;

24) Κατά τη γνώμη σας, υπάρχουν τομείς στους οποίους το ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων δεν είναι επαρκώς ανεπτυγμένο ακόμη;

25) Θεωρείτε επαρκείς τις εξουσίες που διαθέτουν οι ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές προκειμένου να εξασφαλίζεται η συνεπής εποπτεία; Ποια πρόσθετα μέτρα όσον αφορά την εποπτεία σε επίπεδο ΕΕ θα συνέβαλλαν στην ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών της Ένωσης;

26) Λαμβανομένης υπόψη της εμπειρίας του παρελθόντος, θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν στοχευμένες αλλαγές στους κανόνες περί ιδιοκτησίας τίτλων οι οποίες θα συνέβαλλαν στην αύξηση του βαθμού ολοκλήρωσης των κεφαλαιαγορών εντός της ΕΕ;

27) Ποια μέτρα θα μπορούσαν να ληφθούν για να βελτιωθεί η διασυνοριακή ροή των εξασφαλίσεων; Θα πρέπει να πραγματοποιηθεί έργο για τη βελτίωση της νομικής

⁴⁰ CPB (2014), «Study on R&D tax incentives» (Μελέτη σχετικά με τα φορολογικά κίνητρα για E&A), Taxation papers, τεύχος 52.

⁴¹ <http://www.accenture.com/SiteCollectionDocuments/PDF/Accenture-Rise-of-Fintech-New-York.pdf>

εκτελεστότητας των εξασφαλίσεων και των συμφωνιών εκκαθαριστικού συμψηφισμού («close-out netting»);

28) Ποια είναι τα κύρια εμπόδια για τις ολοκληρωμένες κεφαλαιαγορές τα οποία απορρέουν από το εταιρικό δίκαιο, συμπεριλαμβανομένης της εταιρικής διακυβέρνησης; Υπάρχουν στοχευμένα μέτρα που θα μπορούσαν να συμβάλουν στην αντιμετώπισή τους;

29) Ποιες συγκεκριμένες πτυχές των νομοθεσιών περί αφερεγγυότητας θα πρέπει να εναρμονιστούν προκειμένου να στηρίζουν τη δημιουργία μιας πανευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς;

30) Ποια εμπόδια στον τομέα της φορολογίας, και με ποια μέσα, θα πρέπει να εξεταστούν κατά προτεραιότητα, ώστε να διευκολυνθεί η αύξηση του βαθμού ολοκλήρωσης των κεφαλαιακών αγορών εντός της ΕΕ και μια πιο ισχυρή δομή χρηματοδότησης σε επίπεδο εταιρειών;

31) Πώς μπορεί η ΕΕ να στηρίξει την ανάπτυξη νέων τεχνολογιών και επιχειρηματικών μοντέλων από την αγορά προς όφελος των ολοκληρωμένων και αποτελεσματικών κεφαλαιαγορών;

32) Υπάρχουν άλλα ζητήματα, τα οποία δεν προσδιορίζονται στην παρούσα Πράσινη Βίβλο, που κατά την άποψή σας απαιτούν την ανάληψη δράσης για την επίτευξη μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών; Εάν ναι, ποια είναι αυτά και ποια μορφή θα μπορούσε να λάβει μια τέτοια δράση;

ΤΜΗΜΑ 5: ΕΠΟΜΕΝΑ ΒΗΜΑΤΑ

Με βάση τα αποτελέσματα της εν λόγω διαβούλευσης, η Επιτροπή θα εξετάσει τις ενέργειες προτεραιότητας που απαιτούνται, προκειμένου έως το 2019 να τεθούν τα θεμέλια για μια ολοκληρωμένη, σωστά ρυθμιζόμενη, διαφανή και υψηλής ρευστότητας Ένωση Κεφαλαιαγορών για το σύνολο των 28 κρατών μελών της Ένωσης. Εκτός από τη στήριξη πρωτοβουλιών που καθοδηγούνται από την αγορά όπου είναι δυνατόν, η δράση της ΕΕ θα μπορούσε να λάβει τη μορφή μη νομοθετικών μέτρων, νομοθετικών ρυθμίσεων, μέτρων επιβολής της νομοθεσίας περί ανταγωνισμού, κίνησης διαδικασιών παραβάσεων, καθώς και ειδικών ανά χώρα συστάσεων προς τα κράτη μέλη στο πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου. Τα κράτη μέλη ενθαρρύνονται να εξετάσουν κατά πόσον υπάρχουν φραγμοί και εμπόδια που εγείρονται από την εθνική νομοθεσία και τις πρακτικές τους και ποιος είναι ο καλύτερος τρόπος για την αντιμετώπισή τους.

Τα ενδιαφερόμενα μέρη καλούνται να αποστείλουν τις απαντήσεις τους στις ερωτήσεις στην παρούσα Πράσινη Βίβλο, έως τις 13 Μαΐου 2015, μέσω του **ηλεκτρονικού ερωτηματολογίου** στη διεύθυνση:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm Κατά τη διαδικασία των διαβουλεύσεων, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή:

- θα συνεργαστεί με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ώστε να λάβει άμεσα τις απόψεις των μελών του·
- καλεί τα κράτη μέλη να διοργανώσουν διαβουλεύσεις και εκδηλώσεις με το κοινό και τους βουλευτές των εθνικών κοινοβουλίων για την προώθηση της συζήτησης επί της Ένωσης Κεφαλαιαγορών σε εθνικό επίπεδο· και
- θα διοργανώσει με τρόπο διαφανή και ισόρροπο ημερίδες εργασίας, ώστε να διαβουλευθεί με όσους διαθέτουν συγκεκριμένη τεχνική εμπειρογνωμοσύνη (όπως πανεπιστημιακούς, φορείς της αγοράς) για να διαμορφώσει τεκμηριωμένη γνώμη σχετικά με συγκεκριμένα ζητήματα.

Το καλοκαίρι του 2015, η Επιτροπή θα διοργανώσει διάσκεψη για να κηρύξει τη λήξη της διαβούλευσης. Σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών θα δημοσιευθεί αργότερα εντός του 2015.