



EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 30.9.2015
COM(2015) 468 final

**KOMISSION TIEDONANTO EUROOPAN PARLAMENTILLE, NEUVOSTOLLE,
EUROOPAN TALOUS- JA SOSIAALIKOMITEALLE JA ALUEIDEN
KOMITEALLE**

Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

Contents

JOHDANTO.....	3
1. RAHOITETAAN INNOVAATIOTOIMINTAA, UUSIA YRITYKSIÄ JA LISTAAMATTOMIA YRITYKSIÄ KASVUN VAUHDITTAMISEKSI.....	7
1.1. Käynnistysvaiheen rahoitus.....	8
1.2. Varhainen kasvuvaihe	9
1.3. Tuetaan pk-yrityksiä rahoituksen hankinnassa	10
1.4. Lainoja myöntävät rahastot	11
1.5. Suunnatut osakeannit.....	12
2. TOIMET, JOILLA HELPOTETAAN YRITYSTEN PÄÄSYÄ JULKISILLE MARKKINOILLE JA YRITYSTEN PÄÄOMAN HANKINTAA JULKISILTA MARKKINOILTA.....	12
3. PITKÄN AIKAVÄLIN INVESTOINNIT, KESTÄVÄT INVESTOINNIT JA INFRASTRUKTUURI-INVESTOINNIT	15
3.1. Investointiympäristön parantaminen sääntelykehysten avulla	15
3.2. Pitkän aikavälin rahoituksen ja infrastruktuurirahoituksen tukeminen.....	16
3.3. Rahoituksen hyödyntäminen ympäristön kestävyuden hyväksi.....	17
3.4. Nykyistä sääntelykehystä koskeva kannanotto.....	18
4. YKSITYIS- JA YHTEISÖSIJOITUSTEN EDISTÄMINEN.....	18
4.1. Yksityissijoittajat.....	18
4.2. Yhteisösijoittajat.....	20
5. PANKKIKAPASITEETIN VALJASTAMINEN TALOUSELÄMÄN TUEKSI....	21
6. RAJAT YLITTÄVIEN INVESTOINTIEN HELPOTTAMINEN	23
6.1. Rajat ylittävän investoimisen oikeusvarmuus ja markkinainfrastruktuuri	23
6.2. Rajat ylittäviä investointeja koskevien kansallisten esteiden poistaminen	24
6.3. Rahoitusvakauden ja valvonnan lähentämisen edistäminen	26
6.4. Kansainvälisten investointien helpottaminen.....	28
7. JATKOTOIMET JA SEURANTA	29

JOHDANTO

Komission päätavoitteena on vahvistaa Euroopan taloutta ja kannustaa investointeja uusien työpaikkojen luomiseksi. Tämän tavoitteen saavuttamista vauhditetaan alle vuosi sitten alkaneen komission toimikauden myötä käyttöön otetulla 315 miljardin euron investointisuunnitelmalla. Pitkäaikaisten investointien lisääminen edellyttää vahvempia pääomamarkkinoita. Nämä markkinat tarjoaisivat uusia rahoituslähteitä yrityksille, parantaisivat tallettajien valinnanvaraa ja lujittaisivat talouden häiriönsietokykyä. Tämän vuoksi komission puheenjohtaja Jean-Claude Juncker vahvisti yhdeksi ensisijaisista tavoitteistaan todellisten yhteisten pääomamarkkinoiden – kaikkien 28 jäsenvaltion pääomamarkkinaunionin – luomisen.

Pääoman vapaa liikkuvuus on yksi peruseriaatteista, joiden varaan Euroopan unioni on rakennettu. Huolimatta 50 viime vuoden aikana saavutetusta edistymisestä Euroopan pääomamarkkinat ovat vielä melko kehittymättömät ja hajanaiset. Euroopan ja Yhdysvaltojen taloudet ovat kooltaan yhtä suuret, mutta Euroopan osakemarkkinat ovat alle puolet ja velkamarkkinat alle kolmanneksen Yhdysvaltojen vastaavista markkinoista. Jäsenvaltioiden välinen ero on jopa suurempi kuin Euroopan ja Yhdysvaltojen välinen ero. Yhdentyneemmät pääomamarkkinat tehostavat toimintaa ja tukevat Euroopan kykyä rahoittaa kasvua.

Pääomamarkkinaunioni vahvistaa Euroopan investointiohjelman kolmatta pilaria. Se hyödyttää kaikkia 28 jäsenvaltiota sekä talous- ja rahaliittoa tukemalla talouksien lähentymistä ja vaimentamalla omalta osaltaan talouden toimintahäiriöitä euroalueella, kuten Eurooppa-neuvoston puheenjohtajan, komission puheenjohtajan, euroryhmän puheenjohtajan, EKP:n pääjohtajan ja Euroopan parlamentin puhemiehen laatimassa selvityksessä ”Euroopan talous- ja rahaliiton viimeistely” todettiin.

Vahvemmat pääomamarkkinat täydentävät Euroopan vahvaa pankkirahoitusperinnettä, ja lisäksi niistä saadaan seuraavat hyödyt:

- **Lisäinvestointien houkuttelevuus EU:sta ja muualta maailmasta:** Pääomamarkkinaunioni helpottaa pääoman hankintaa Euroopassa ja sen kanavoimaa kaikille yrityksille, myös pk-yrityksille, infrastruktuurihankkeisiin ja pitkän aikavälin kestäviin hankkeisiin, joihin tarvitaan pääomaa hankkeiden laajentamiseksi ja uusien työpaikkojen luomiseksi. Pääomamarkkinaunioni tarjoaa kotitalouksille parempia vaihtoehtoja saavuttaa eläkkeelle siirtymistä koskevat tavoitteensa.
- **Tiiviimpien kytkösten luominen eri puolilla EU:ta rahoitettavien investointihankkeiden välille:** Jäsenvaltiot, joiden markkinat ovat suppeat ja kasvupotentiaali suuri, hyötyvät huomattavasti pääoman ja investointien paremmasta kohdentamisesta hankkeisiinsa. Jäsenvaltiot, joiden pääomamarkkinat ovat kehittyneemmät, saavat etua entistä paremmista valtioiden rajat ylittävistä investointi- ja talletusmahdollisuuksista.
- **Rahoitusjärjestelmän vakauttaminen:** Yhdentyneet finanssi- ja pääomamarkkinat voivat auttaa erityisesti euroalueen jäsenvaltioita jakamaan häiriöiden vaikutukset. Yhdentyneet markkinat laajentavat saatavilla olevien rahoituslähteiden valikoimaa, mikä helpottaa rahoitusriskien jakamista ja mahdollistaa sen, että EU:n kansalaiset ja yritykset ovat jatkossa vähemmän alttiita pankkialan taantumille. Lisäksi osakemarkkinoiden kehittäminen on velkaantumisen kasvattamista parempi tapa houkuttaa pitkäaikaisia investointeja.

- **Yhdentyneemmät finanssimarkkinat ja tiiviimpi kilpailu:** Valtioiden rajat ylittävän riskinjaon lisääminen, syvemmät ja likvidimmät markkinat ja monipuoliset rahoituslähteet edistävät finanssimarkkinoiden yhdentymistä, alentavat kustannuksia ja parantavat Euroopan kilpailukykyä.

Pääomamarkkinaunioni lujittaa yhteyttä säästämisen ja kasvun välillä. Se laajentaa tallettajien ja sijoittajien valinnanvaraa sekä kasvattaa tuottoja. Lisäksi se tarjoaa yrityksille lisää rahoitusvaihtoehtoja eri kasvuvaiheissa.

Miksi tämä on vaivan arvoista?

Seuraavat esimerkit havainnollistavat mahdollisia hyötyjä: Eurooppalaiset pk-yritykset saavat pääomamarkkinoilta viisi kertaa vähemmän rahoitusta kuin yhdysvaltalaiset pk-yritykset. Jos eurooppalaiset riskipääomamarkkinat olisivat yhtä vahvat, yritysten rahoittamiseen olisi ollut käytettävissä yli 90 miljardia euroa varoja vuosien 2009 ja 2014 välisenä aikana. Jos EU:n arvopaperistamiset voitaisiin palauttaa – turvallisesti – kriisiä edeltäneille keskimääräisille liikkeeseenlaskutasoille, pankit voisivat lisätä luotonantoa yksityiselle sektorille yli 100 miljardilla eurolla. Jo pk-yrityslainojen arvopaperistamisen palauttaminen edes puoleen kriisin aikana saavutetusta huipputasosta tuottaisi myös 20 miljardin euron lisärahoituksen. Myös investointitarpeet ovat suuret – on esimerkiksi arvioitu, että EU:n siirtyminen vähähiiliseen talouteen edellyttää vuosittain 200 miljardin euron investointeja.¹

Pääomamarkkinaunionin olisi autettava EU:ta pääsemään tilanteeseen, jossa esimerkiksi pk-yritykset voivat hankkia rahoitusta yhtä helposti kuin suuret yritykset, investointikustannukset ja sijoitustuotteiden saatavuus lähenevät toisiaan kaikkialla Euroopan unionissa, rahoituksen saaminen pääomamarkkinoilta on entistä yksinkertaisempaa ja rahoituksen hankintaa toisesta jäsenvaltiosta ei hankaloiteta tarpeettomilla oikeudellisilla tai valvontaan liittyvillä esteillä.

Pääomamarkkinaunionia koskeva toimintasuunnitelma

Komissio sai yli 700 vastausta helmikuussa 2015 alkaneisiin kuulemisiin. Saadussa palautteessa kannatettiin yleisesti tarvetta luoda pääomamarkkinaunioni. Sekä Euroopan parlamentti² että neuvosto³ vahvistivat voimakkaan tukensa asteittaiselle lähestymistavalle todeten, että komission kuulemisessa yksilöidyt kysymykset ovat juuri ne, joihin kannattaa keskittyä.

Pääomamarkkinaunionia ei luoda millään yksittäisellä toimenpiteellä. Sen sijaan se tehdään joukolla toimenpiteitä, joiden vaikutukset ovat kumulatiivisesti merkittäviä. Komissio aikoo jatkaa toimenpiteitä poistaakseen esteet, jotka erottavat sijoittajien varat sijoittamismahdollisuuksista, ja esteet, joiden vuoksi yritykset eivät saavuta sijoittajia. Kyseisten varojen kanavointijärjestelmä pyritään tehostamaan mahdollisimman pitkälle sekä kansallisesti että valtioiden rajojen yli.

Pääomamarkkinoiden tiiviimpi yhentyminen ja jäljellä olevien kansallisten esteiden vähittäinen poistaminen voisivat kuitenkin luoda uusia riskejä rahoitusvakaudelle. Sen vuoksi on tarpeen tukea toimia valvonnan lähentämiseksi, jotta pääomamarkkinoiden sääntelyviranomaiset toimivat yhtenäisesti ja järjestelmäriskien vakaata hallintaa varten käytettävissä olevia välineitä lujitetaan.

¹ PRIMES, 2030 Impact Assessment.

² Euroopan parlamentin päätöslauselma pääomamarkkinaunionin muodostamisesta (2015/2634(RSP)).

³ [EU:n neuvoston päätelmät](#) pääomamarkkinaunionista, 19. kesäkuuta 2015.

Saamansa palautteen ja oman analyysinsä perusteella komissio aikoo jatkaa toimia seuraavilla ensisijaisilla aloilla:

Lisätään Euroopan yritysten ja pk-yritysten saatavilla olevia rahoitusvaihtoehtoja

Euroopan yritykset kohtaavat esteitä rahoituksen hankkimisessa pääomamarkkinoilta rahoitusportaiden kaikilla tasoilla ja myös julkisilla markkinoilla. Nämä esteet rajoittavat pienempien yritysten mahdollisuuksia hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta ja velkarahoitusta. Komissio aikoo:

- nykyaikaistaa esitedirektiivin, jotta voidaan alentaa yrityksille julkisesta varainhankinnasta aiheutuvia kustannuksia, tarkastella uudelleen muita sääntelyesteitä, joita oman pääoman ehtoisen rahoituksen markkinoille ja velkamarkkinoille listautuneet pienet yritykset kohtaavat, ja tukea pienten yritysten listautumista eurooppalaisilla neuvontajärjestelmillä;
- toteuttaa toimenpidepaketin, jolla tuetaan riskipääomarahoitusta ja oman pääoman ehtoista rahoitusta EU:ssa, myös lisäämällä yksityisiä investointeja EU:n laajuisten rahasto-osuusrahastojen, sääntelyuudistuksen ja verokannustimia koskevien parhaiden käytäntöjen avulla;
- edistää innovatiivisia yritysrahoitusmuotoja, kuten joukkorahoitusta, suunnattuja osakeanteja ja lainoja myöntäviä rahastoja, turvaten samalla sijoittajansuojan ja rahoitusjärjestelmän vakauden; sekä
- tutkia tapoja kehittää yleiseurooppalainen lähestymistapa parempien yhteyksien luomiseksi pk-yritysten ja erilaisten rahoituslähteiden välille.

Varmistetaan asianmukainen sääntely-ympäristö Euroopan infrastruktuuriin tehtäville pitkäaikaisille ja kestäville investoinneille ja siihen suunnatulle rahoitukselle

Eurooppa tarvitsee huomattavia määriä uusia pitkäaikaisia ja kestäviä investointeja voidakseen säilyttää kilpailukykynsä ja parantaa sitä. Yhteensä 315 miljardia euroa sisältävän Euroopan investointiohjelman kaltaisten toimenpiteiden kautta annettava julkinen tuki voi edistää tämän tavoitteen saavuttamista, mutta lisäksi tarvitaan toimenpiteitä yksityisten investointien houkuttelemiseksi pitemmällä aikavälillä. Komissio aikoo:

- tarkistaa pikaisesti Solvenssi II -direktiivin mukaisia kalibrointeja vastaamaan paremmin infrastruktuuri-investointeihin liittyvää tosiasiallista riskiä ja tarkastella sen jälkeen uudelleen vakavaraisuusasetuksen mukaista pankkien infrastruktuuririskien kohtelua; sekä
- arvioida aiempien sääntelyuudistusten kumulatiivisia vaikutuksia yhtenäisyyden ja johdonmukaisuuden varmistamiseksi osana sääntelyn parantamista koskevaa komission aloitetta ja Euroopan parlamentin vuonna 2013 aloittamaa työtä EU:n finanssipalvelulainsäädännön muuttamiseksi johdonmukaisemmaksi.

Lisätään yksityis- ja yhteisösijoittajien investointeja sekä kyseisten sijoittajien saatavilla olevia vaihtoehtoja

Omaisuuksienhoitajien, henkivakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen välityksellä suoraan tai välillisesti tehdyt vähittäistalletukset ovat avainasemassa pääomamarkkinoiden avaamisen kannalta. Kuulemisessa kävi ilmi, että sijoittajien luottamuksen, avoimuuden, varmuuden ja valinnanvaran lisääminen voi auttaa tulevaisuutta varten säästäviä yksityissijoittajia tekemään oikeat investointipäätökset. Euroopan omaisuudenhoitoala toimii yleisesti ottaen hyvin, mutta

vielä tarvitaan lisätoimia sijoittautumisoikeuden käyttöön liittyvien menettelyiden (passporting) ja valtioiden rajat ylittävän kilpailun vahvistamiseksi. Komissio aikoo:

- kartoittaa tapoja lisätä valinnanvaraa ja kilpailua valtioiden rajojen yli tarjottavien vähittäisrahoituspalveluiden ja vakuutusten alalla myöhemmin julkaistavan vihreän kirjan avulla. Se aikoo myös arvioida yksityisiä sijoituksia koskevaa sääntelykehystä erityisesti avoimuuden lisäämiseksi sekä sijoitusneuvojen laadun ja saatavuuden parantamiseksi, kun sijoitusneuvontaa tarjotaan yhä yleisemmin verkossa;
- tutkia keinoja, joilla voitaisiin lisätä eläkesäästäjien valinnanvaraa ja luoda henkilökohtaisille yksityisille eläkesäästöille EU:n laajuiset markkinat, joita eläketurvan tarjoajat voisivat käyttää tarjotessaan yksityisiä eläkesäästöpalveluita eri puolilla EU:ta; sekä
- tarjota eurooppalaisille rahastoille mahdollisuus käyttää tehokasta rahastopassia, jolla poistetaan rajat ylittävät maksut ja esteet kilpailun ja kuluttajien valinnanvaran lisäämiseksi.

Parannetaan pankkien lainanantokapasiteettia

Pankit ovat keskeisessä asemassa pääomamarkkinaunionissa, sillä ne lainoittavat huomattavaa osaa taloudesta ja toimivat välittäjinä pääomamarkkinoilla. Pankeilla on vahvat paikalliset suhteet ja vankkaa paikallistietämystä. Tämän vuoksi pankkilainat tulevat olemaan myös jatkossa monien yritysten pääasiallinen rahoituslähde pääomamarkkinoiden ohella. Komissio aikoo:

- elvyttää yksinkertaiset, läpinäkyvät ja standardoidut eurooppalaiset arvopaperistamiset kapasiteetin vapauttamiseksi pankkien taseissa ja sijoitusmahdollisuuksien tarjoamiseksi pitkäaikaisille sijoittajille;
- tutkia mahdollisuutta paikallisten luotto-osuuskuntien hyödyntämiseen kaikissa jäsenvaltioissa arvioimalla, voidaanko kyseisten luotto-osuuskuntien toiminta jättää pankkeihin sovellettavien EU:n vakavaraisuussäntöjen soveltamisalan ulkopuolelle;
- arvioida tarvetta ja keinoja yleiseurooppalaisen kehyksen luomiseen katetuille joukkolainoille hyvin toimien kansallisten järjestelmien pohjalta ja selvittää, voitaisiinko vastaavia rahoitusvälineitä käyttää myös pk-yrityslainojen tapauksessa.

Madalletaan valtioiden rajat ylittäviä esteitä ja kehitetään kaikkien 28 jäsenvaltion pääomamarkkinoita

Vaikka viime vuosikymmeninä on tapahtunut edistymistä pääoman sisämarkkinoiden luomisessa, valtioiden rajojen yli tehtävien sijoitusten tiellä on edelleen monia esteitä. Osa näistä esteistä on lähtöisin kansallisesta lainsäädännöstä, kuten maksukyvyttömyys-, verotus- ja arvopaperilainsäädännöstä, ja osa johtuu pirstaloituneesta markkinainfrastruktuurista. Toimenpiteet:

- järjestetään maksukyvyttömyyslainsäädännöstä johtuvia pääasiallisia esteitä koskeva kuuleminen ja laaditaan yritysten maksukyvyttömyyttä koskeva lainsäädäntöaloite, jolla puututaan pääoman vapaan liikkuvuuden tärkeimpiin esteisiin hyvin toimivien kansallisten järjestelmien pohjalta;

- hälvennetään epävarmuutta arvopaperien omistuksessa ja jatketaan parannusten tekemistä valtioiden rajojen yli toteutettavien arvopaperikauppojen selvitys- ja toimitusjärjestelyihin;
- edistetään pääomamarkkinoiden kehittämistä kaikissa 28 jäsenvaltiossa osana talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa tarjoamalla jäsenvaltioille räätälöityjä ratkaisuja niiden hallinnollisten valmiuksien lujittamiseksi komission tarjoaman rakenneuudistusten tukipalvelun kautta;
- tehdään yhteistyötä Euroopan valvontaviranomaisten kanssa valvonnan lähentämistä edistävän strategian laatimiseksi ja panemiseksi täytäntöön sekä yksilöidään aloja, joilla pääoman sisämarkkinoiden toimintaa voidaan parantaa ottamalla käyttöön kollektiivisempi lähestymistapa;
- hyödynnetään Euroopan järjestelmäriskikomitean (EJRK) tulevaa selvitystä ja kansainvälisellä tasolla tehtyä työtä sen varmistamiseksi, että kansallisilla ja EU:n makrotason vakauden valvontaviranomaisilla on valmiudet reagoida asianmukaisesti pääomamarkkinoiden kehitykseen.

Tässä toimintasuunnitelmassa esitellään keinoja kaikki jäsenvaltiot kattavan, toimivan ja yhdentyneen pääomamarkkinaunionin luomiseksi vuoteen 2019 mennessä. Kyse on pitkän aikavälin hankkeesta, joka edellyttää kuitenkin nopeaa toimintaa. Komissio arvioi hankkeen saavutuksia ja laatii uudelleenarvioinnin sen painopistealoista vuonna 2017.

Suunta on selvä: on rakennettava yhteiset pääomamarkkinat alhaalta ylöspäin, tunnistettava esteet ja voitettava ne yksi kerrallaan. On luotava tunne siitä, että asia etenee, ja lisättävä luottamusta siihen, että Euroopan tulevaisuuteen kannattaa sijoittaa. Pääoman vapaa liikkuvuus oli yksi perusperiaatteista, joiden varaan Euroopan unioni rakennettiin. Nyt kun Rooman sopimuksesta on kulunut yli 50 vuotta, on tartuttava mahdollisuuteen tehdä tästä visiosta todellisuutta.

1. RAHOITETAAN INNOVAATIOTOIMINTAA, UUSIA YRITYKSIÄ JA LISTAAMATTOMIA YRITYKSIÄ KASVUN VAUHDITTAMISEKSI

Uudet yritykset ovat ratkaisevan tärkeitä talouskasvun vauhdittamiseksi. EU:ssa pienet ja keskisuuret yritykset (pk-yritykset) työllistävät kaksi työntekijää kolmesta ja tuottavat 58 senttiä jokaisesta yhden euron arvonlisäyksestä.⁴ Yrittäjien, joilla on lupaava liiketoimintasuunnitelma, on kyettävä turvaamaan rahoituksen saanti toteuttaakseen ideansa. Menestyvillä yrityksillä on oltava mahdollisuus rahoituksen saantiin edullisin ehdoin rahoittaakseen toimintansa laajentamista. Kasvuyritysten, jotka pyrkivät hankkimaan oman pääoman ehtoista pääomaa tai etsimään muita luotonannon muotoja pankkijärjestelmän ulkopuolella, käytettävissä olevat rahoituskanavat ovat kuitenkin alikehittyneitä Euroopassa. Tämä koskee erityisesti eurooppalaisia pk-yrityksiä, jotka saavat yli 75 prosenttia ulkoisesta rahoituksestaan pankkilainoina. Menestyksekkään pääomamarkkinaunionin olisi lisättävä kasvuyritysten käytettävissä olevia rahoitusvaihtoehtoja. Kaikilla EU:n 28 jäsenvaltion yrittäjillä olisi oltava mahdollisuus näiden vaihtoehtojen hyödyntämiseen rahoitusportaiden kaikilla tasoilla.

⁴ Euroopan komissio (2014), *Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery*, s. 24.

1.1. Käynnistysvaiheen rahoitus

Pankkien vahvat paikalliset verkostot ja suhteet antavat niille valmiudet tarjota valtaosan eurooppalaisten pk-yritysten ulkoisesta rahoituksesta. Viime vuosina yritysten avuksi on ilmaantunut yhä useampia pankkirahoitusta täydentäviä rahoitusvaihtoehtoja. Näitä ovat muun muassa rahanlainaus- ja avunantajajärjestelmät, yritykset, jotka käyvät kauppaa laskuillaan, vertaislainat, sijoituspohjainen joukkorahoitus ja bisnesenkeleiden tarjoama tuki.

Esimerkiksi joukkorahoitus on kehittynyt nopeasti joissakin jäsenvaltioissa. EU:ssa on nyt yli 500 järjestelmää, jotka tarjoavat erilaisia joukkorahoituspalveluita.⁵ Koska tämä toiminta on pääasiassa paikallista, jäsenvaltiot, joissa joukkorahoitustoiminta on yleisintä, pyrkivät selkeyttämään tämän uuden liiketoimintamallin edellytyksiä. Arvopaperipohjaiset joukkorahoitusjärjestelmät voivat saada toimiluvan rahoitusmarkkinadirektiivin nojalla. Ne voivat saada passin säänneltyjen palveluiden tarjoamiseen ja säännellyn toiminnan harjoittamiseen koko EU:ssa.⁶ EU:ssa ei ole tällä hetkellä voimassa kehystä, jota sovellettaisiin nimenomaan lainanantopohjaiseen joukkorahoitukseen. EU:n olisi pyrittävä löytämään oikea tasapaino sijoittajansuojaa ja joukkorahoituksen jatkuvaa laajentamista koskevien tavoitteiden välillä. Ennenaikainen sääntely voisi ennemminkin haitata kuin edistää tämän nopeasti kasvavan ja innovatiivisen rahoituskanavan kehitystä. Komissio on perustanut joukkorahoitusta käsittelevän sidosryhmäfoorumin tukeakseen toimintalinjojen kehittämistä tällä alalla ja käynnistänyt hiljattain tutkimuksen, jonka tarkoituksena on kerätä ja analysoida tietoa EU:n joukkorahoitusmarkkinoista sekä arvioida kansallisen lainsäädännön vaikutuksia. Komissio aikoo julkaista aiemmin tehtyyn työhön⁷ perustuvan kertomuksen Euroopan joukkorahoituksen kehityksestä.

Komissio arvioi kansallisia järjestelmiä ja parhaita käytäntöjä sekä seuraa joukkorahoitusalan kehittymistä. Tämän arvioinnin jälkeen komissio päättää, mitkä ovat parhaat keinot vauhdittaa tämän uuden rahoituskanavan kehitystä koko unionissa.

Bisnesenkelit ovat usein kokeneita liikealan toimijoita, jotka ovat halukkaita tarjoamaan taloudellista ja muuta tukea uusille yrityksille. Niistä on tullut yhä tärkeämpi oman pääoman lähde yritysten perustamisten käynnistys- ja alkuvaiheessa. Eurooppalaisten bisnesenkeleiden sijoittamat määrät ovat edelleen pieniä⁸: 357 miljoonaa euroa vuonna 2013, josta yli puolet oli keskittynyt vain kolmeen EU:n jäsenvaltioon (Yhdistynyt kuningaskunta, Espanja ja Ranska).⁹ Eurooppa tarvitsee vahvempaa bisnesenkeleiden verkostoa, joka kykenee toimimaan myös EU:n rajojen ulkopuolella. Komissio tukee edelleen bisnesenkeleiden verkottumista valtioiden rajojen yli ja niiden valmiuksien kehittämistä keskittyen erityisesti Keski- ja Itä-Euroopan maihin. Tavoitteena on kehittää rajat ylittäviä järjestelmiä, jotka

⁵ Arvio, joka perustuu 22:sta EU:n jäsenvaltiosta vuonna 2014 kerättyihin tietoihin. Lähde: Crowdsurfer Ltd ja Ernst & Young LLP, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, 2015.

⁶ Jos joukkorahoitusjärjestelmälle myönnetään sijoituspalveluyrityksen toimilupa ja jos se noudattaa asianomaisia rahoitusmarkkinadirektiivin vaatimuksia.

⁷ Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen lausunto ja neuvot sijoituspohjaisesta joukkorahoituksesta, ESMA/2014/1378 ja ESMA/1560, 18.12.2014; Euroopan pankkiviranomaisen lausunto lainanantopohjaisesta joukkorahoituksesta, EBA/Op/2015/03, 26.3.2015.

⁸ Bisnesenkeleiden tekemät sijoituksen eivät ole aina suoraan mitattavissa. Joidenkin arvioiden mukaan bisnesenkeleiden sijoitusten kokonaismäärä voi ylittää riskipääomasijoitusten määrän joissakin Euroopan maissa, joiden bisnesenkelimarkkinat ovat kehittyneemmät (ks. OECD (2011), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*).

⁹ Lähde: EBAN Statistics Compendium 2014. Tietoja on saatavilla 21 jäsenvaltiosta.

toimivat yhdyslinkkinä bisnesenkeleiden ja innovatiivisten pk-yritysten välillä ja helpottavat täsmärahoituksen hankintaa.

1.2. Varhainen kasvuvaihe

Nopeasti kasvavat yritykset, joiden kasvupotentiaali on hyvä mutta joilla on rajallisesti käyttöpääomaa, voivat kohdata rahoitusongelmia kasvuvaiheensa kriittisillä hetkillä. Näitä tarpeita ei usein voida täyttää pelkästään pankkitilien ylityksillä tai lyhytaikaisilla lainajärjestelyillä. Kuulemiseen saatujen vastausten mukaan kasvuvaiheen rahoitus on vaihe, jossa EU:n rahoitusjärjestelmä toimii heikoiten. Koska nämä yritykset voisivat mahdollisesti kehittyä tuleviksi suuriksi työnantajiksi, EU:n menettämät mahdollisuudet voivat olla mittavia.¹⁰

Riskipääoma on tärkeässä asemassa kasvun tukemisessa ja sen mahdollistamisessa, että yrittäjät voivat hankkia rahoitusta Euroopasta ja myös sen ulkopuolelta. Riskipääoma on tyypillisesti pitkän aikavälin (oman pääoman ehtoista) pääomaa, joka kanavoidaan sellaisten rahastojen kautta, jotka yhdistävät sijoittajien edut toisiinsa ja hajauttavat riskit. EU:n riskipääomarahastot ovat kuitenkin edelleen suhteellisen pieniä. Eurooppalaisten riskipääomarahastojen arvo on keskimäärin noin 60 miljoonaa euroa, mikä on vain puolet yhdysvaltalaisten riskipääomarahastojen arvosta. Lisäksi noin 90 prosenttia EU:n riskipääomasijoituksista keskittyy vain kahdeksan jäsenvaltioon.¹¹ Julkisen sektorin riskien jakaminen voi auttaa kasvattamaan riskipääomarahastojen kokoa Euroopassa ja alan painoarvoa kaikissa 28 jäsenvaltiossa. Lisäksi se voi toimia katalysaattorina yksityisen sektorin investoinneille ja auttaa kasvattamaan rahastojen laajuutta, hajauttamista ja maantieteellistä kattavuutta. Varsinkin rahasto-osuusrahastojen tukeminen voisi edistää yksityisiä riskipääomasijoituksia houkuttelemalla yhteisösijoittajia.

EU:n lainsäädännöllä on pyritty luomaan sääntelyedellytykset menestyksekkään riskipääomatoiminnan harjoittamiselle EU:ssa. Erityisesti eurooppalaisista riskipääomarahastoista (EuVECA) annetussa asetuksessa¹² ja eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista (EuSEF) annetussa asetuksessa¹³ määritellään edellytykset, joiden täyttyessä näitä rahastoja voidaan markkinoida yhteisösijoittajille ja varakkaille yksityishenkilöille eri puolilla EU:ta. EuVECA- ja EuSEF-passit ovat kuitenkin tällä hetkellä vain alle 500 miljoonan euron sijoitussalkkuja hoitavien pienehköjen rahastotoimijoiden saatavilla. Passeja voitaisiin ehkä tehostaa näihin asetuksiin tehtävillä muutoksilla, joilla annettaisiin esimerkiksi suurempien rahastojen hoitajille lupa perustaa ja markkinoida EuVECA- ja EuSEF-rahastoja. Näin voitaisiin alentaa vähimmäissijoitusrajaa, jolloin voidaan houkutella enemmän sijoittajia, ja nopeuttaa valtioiden rajat ylittävää markkinointia ja sijoittamista.

¹⁰ Vuodet 2001–2011 kattavat todisteet 15 OECD-maasta osoittavat, että vasta perustetuilla yrityksillä on keskeinen asema työpaikkojen luomisessa. Nuoret yritykset luovat jatkuvasti enemmän työpaikkoja kuin lopettavat. Erityisesti alle 50 työntekijän nuorten yritysten osuus työllisyydestä on noin 11 prosenttia ja yrityssektorilla luotujen työpaikkojen kokonaismäärästä yleensä yli 33 prosenttia, kun taas niiden osuus työpaikkojen menetyksistä on noin 17 prosenttia. (Lähde: OECD (2013), *Science, Technology and Industry Scoreboard*).

¹¹ Lähde: Euroopan pääomasijoitusyhdistys.

¹² Asetus (EU) N:o 345/2013.

¹³ Asetus (EU) N:o 346/2013.

Myös verokannustimia voidaan käyttää erityisesti innovatiivisten ja uusien yritysten oman pääoman ehtoisen rahoituksen tukemiseen.¹⁴ Komissio aikoo selvittää, kuinka riskipääomaa ja bisnesenkeleitä koskevilla kansallisilla verokannustimilla voidaan edistää investointeja pk-yrityksiin ja uusiin yrityksiin sekä parhaiden käytäntöjen levittämistä jäsenvaltioihin.

Komissio täydentää Euroopan investointiohjelman mukaista riskipääomarahoitusta ja pk-yrityksille suunnattua rahoitusta jatkamalla EU:n riskipääomarahoitusta tukevan kattavan toimenpidepaketin työstämistä. Näitä toimenpiteitä ovat muun muassa EuVECA- ja EuSEF-lainsäädännön muuttaminen sekä yleiseurooppalaisten riskipääomarahasto-osuusrahastojen ja useammassa maassa toimivien rahastojen perustamista koskevat ehdotukset. Näitä yksityistä pääomaa mobilisoivia toimenpiteitä tuetaan EU:n talousarviosta. Tähän kattavaan toimenpidepakettiin sisältyy myös verokannustimia koskevia parhaita käytäntöjä edistäviä toimenpiteitä.

Myös viranomaiset voivat tukea rahoituslaitoksia yritystoiminnan kasvua tukevien rahastojen perustamisessa avustaakseen pk-yrityksiä oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankinnassa. Jäsenvaltioiden olisi vaihdettava parhaita käytäntöjä siitä, kuinka yritystoiminnan kasvua tukevien rahastojen perustaminen voisi tarjota nykyistä useammalle pk-yrityksille tilaisuuden hyötyä tällaisten järjestelmien eduista. Komissio tekee yhteistyötä jäsenvaltioiden ja toiminnan vakauden valvojien kanssa vauhdittaakseen toimialavetoisten yritystoiminnan kasvua tukevien rahastojen kehittämistä avustamaan pk-yrityksiä oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankinnassa.

1.3. Tuetaan pk-yrityksiä rahoituksen hankinnassa

Pk-yritysten ja sijoittajien väliset tiedonsaantiongelmat voivat olla esteenä pankkien ulkopuolisen rahoituksen hankkimiselle. Erityisesti tiedonhakukustannukset estävät mahdollisia sijoittajia yksilöimästä ja arvioimasta houkuttelevia yrityksiä, joihin ne voisivat sijoittaa. Rahoitusta tarvitsevien pienten yritysten tietoisuutta niiden saatavilla olevista markkinalähtöisistä rahoitusvaihtoehdoista on parannettava ja yritysten näkyvyyttä mahdollisten paikallisten ja yleiseurooppalaisten sijoittajien keskuudessa lisättävä.

Ensimmäisessä vaiheessa pk-yrityksille on annettava ohjeistusta markkinalähtöisten rahoitusvaihtoehtojen saatavuudesta hallitusvetoisten ja markkinalähtöisten keinojen turvin. Tiedotus voitaisiin käynnistää siten, että pankit antavat pk-yrityksille palautetta niiden luottohakemusten epäämiseen johtaneista syistä.¹⁵ Syynä voi joissakin tapauksessa olla muun muassa se, että tarjolla on sopivampia rahoitusvaihtoehtoja.

Joissakin jäsenvaltioissa on saatavilla yhä enemmän neuvontaa yksityisten ja julkisten järjestelmien¹⁶ kautta. Komissio helpottaa parhaiden käytäntöjen vaihtoa varmistakseen, että markkinalähtöistä rahoitusta etsivien pk-yritysten käytettävissä on kaikissa jäsenvaltioissa tehokkaita tietolähteitä ja tukipalveluita.

¹⁴ Komission laatimissa riskirahoitusta koskevissa valtiontuen suuntaviivoissa (2014/C 19/04) täsmennetään edellytykset, joiden täytyessä jäsenvaltiot voivat perustaa riskipääoman saatavuutta parantavia järjestelmiä.

¹⁵ Kuten vakavaraisuusasetuksen viimeisimmän toisinnon 431 artiklan 4 kohdassa säädetään.

¹⁶ Esimerkkejä tällaisista järjestelmistä ovat muun muassa Aktiespararna (Ruotsi), Médiateur du Credit (Ranska), Better Business Finance (Yhdistynyt kuningaskunta), Investomierz (Puola) ja Industrie- und Handelskammern (Saksa).

Paikallinen tai kansallinen infrastruktuuri uusia rahoitusmahdollisuuksia koskevaa tiedonvälitystä varten voisi toimia perustana tiedotusjärjestelmälle, joka toimii yhteyslinkkinä mahdollisten ulkoisten rahoittajien ja eri puolilla Eurooppaa rahoitusta hakevien pk-yritysten välillä. Jo toiminnassa olevat kansalliset järjestelmät voitaisiin yhdistää toisiinsa valtioiden rajat ylittävillä linkityksillä, joilla saatetaan yhteen eurooppalaiset sijoittajat ja pk-yritykset. Kansalliset rakenteet toisiinsa yhdistävä järjestelmä turvaisi pk-yritysten kannalta tärkeän paikallisen tietämyksen säilymisen ja mahdollistaisi sen, että pk-yritykset voivat asettaa eri puolilla Eurooppaa sijoittajien saataville keskeisiä rahoitus- ja luottotietoja. Keskeisten tietojen riittävä vertailukelpoisuus olisi edellytyksenä sille, että tällaisesta järjestelmästä saadaan arvonalisää ja mahdollisille sijoittajille annetaan tarkka ja luotettava käsitys pk-yritysten taloudellisesta tilanteesta EU:ssa. Pk-yritysten osallistuminen tähän järjestelmään ja tietojen antamiseen olisi vapaaehtoista. Komission hiljattain teettämä kartoitus¹⁷ pk-yritysten luottotiedoista osoitti, että EU:ssa on suurta vaihtelua siinä, mitä tietoja jaetaan, ketkä tietoja jakavat, kuinka tietoja jaetaan ja kenellä tietoja on mahdollisuus saada. Vuonna 2018 käyttöön otettava EKP:n uusi yritysluottoja käsittelevä AnaCredit-tietokanta helpottaa luottotietojen standardointia.

Komissio kehittää kattavan strategian, jolla pyritään raivaamaan esteet, jotka jarruttavat pk-yrityksille ja mahdollisille sijoittajille suunnattua tiedotusta rahoitus- tai sijoitusmahdollisuuksista. Tätä varten komissio aikoo:

- **tehdä yhteistyötä Euroopan pankkiyhdistysten ja elinkeinoelämän järjestöjen kanssa jäsenellääkseen palautteen, jota pankit ovat antaneet pk-yrityksille niiden luottohakemusten hylkäämisestä;**
- **kartoittaa yhdessä Yritys-Eurooppa-verkoston kanssa nykyisiä paikallisia tai kansallisia tuki- ja neuvontavalmiuksia EU:ssa edistääkseen parhaita käytäntöjä sellaisten pk-yritysten avustamisessa, jotka voisivat hyötyä vaihtoehtoisista rahoituslähteistä;**
- **tutkia EKP:n ja jäsenvaltioiden tekemän työn pohjalta tapoja kehittää kansalliset järjestelmät toisiinsa yhdistäviä Euroopan laajuisia tiedotusjärjestelmiä, joilla saatetaan yhteen rahoitusta etsivät pk-yritykset ja rahoittajat, ja toteuttaa tarvittaessa jatkotoimia.**

1.4. Lainoja myöntävät rahastot

Suuret yhteisösijoittajat tai sijoitusrahastot voivat sijoittaa lainoihin tai myöntää niitä suoraan (toisinaan yhdessä pankkien kanssa) keskisuurille yrityksille. Tämä monipuolistaa luotonvälitystä ja tuo uusia rahoitusmahdollisuuksia. On arvioitu, että 36 vaihtoehtoisten lainojen myöntäjää saattoi vuoden 2014 loppuun mennessä päätökseen yli 350 liiketointa hieman yli kahden vuoden pituisen jakson aikana. Suoraa lainanantoa harjoittavien rahastojen tekemien kauppojen lukumäärä kasvoi 43 prosenttia vuosien 2013 ja 2014 välisenä aikana. Markkinoilla toimii nykyisin 40 rahastoa, jotka harjoittavat suoraa lainanantoa (18 vuonna 2012), ja lisäksi 81 uutta rahastoa. Nämä pyrkivät hankkimaan rahoitusta noin 70 miljardin euron arvosta.¹⁸ Tästä voisi syntyä tulevaisuudessa tärkeä pankkien ulkopuolisen luotonannon lähde.

¹⁷ Ks. *European Financial Stability and Integration Report*, huhtikuu 2015, 7. luku.

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

EuVECA-rahastot ja eurooppalaiset pitkäaikaissijoitusrahastot (ELTIF-rahastot)¹⁹ voivat myöntää lainoja tietyin rajoituksin. Jotkin jäsenvaltiot ovat myös sisällyttäneet kansalliseen lainsäädäntökehykseensä räätälöityjä järjestelmiä, joilla ohjailtaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen lainanannon edellytyksiä. Tämä tilanne on johtanut siihen, että valtioiden rajojen yli toimivat rahastot joutuvat noudattamaan erilaisia vaatimuksia myöntäessään lainoja. Lainoja myöntävien rahastojen kohtelun selkiyttäminen sääntelykehyksessä voisi helpottaa valtioiden rajat ylittävän lainanannon kehittämistä samalla kun varmistetaan, että lainoja myöntäviä rahastoja säännellään asianmukaisesti sijoittajansuojan ja rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta.

Komissio arvioi yhteistyössä jäsenvaltioiden ja Euroopan valvontaviranomaisten kanssa, edellyttääkö rahastojen harjoittama lainananto koordinoitua lähestymistapaa ja olisiko tulevaisuudessa otettava käyttöön EU:n laajuinen sääntelykehys.

1.5. Suunnatut osakeannit

Eurooppalaiset yritykset haluavat käyttää yhä enemmän nk. suunnattuja osakeanteja hankkiakseen pääomaa (yleensä yli 20 miljoonaa euroa) laskemalla liikkeeseen velkainstrumentteja yhteisösijoittajille tai muille kokeneille sijoittajille. Sijoittajien rajallisen lukumäärän ja samankaltaisuuden vuoksi tämä rahoituskanava ei edellytä yhtä pakottavia sääntelyvaatimuksia²⁰. Suunnattujen osakeantien arvo kasvoi Euroopassa vuosien 2013 ja 2014 välisenä aikana noin 30 prosenttia 13 miljardista eurosta 17 miljardiin euroon.²¹ Eurooppalaiset yritykset hankkivat kuitenkin vielä enemmän varoja Yhdysvaltain markkinoilla toteutetuista suunnatuista osakeanneista. Eurooppalaisten yritysten suunnatut osakeannit rajoittuvat myös vain muutamiin maihin. Nämä seikat viittaavat kaiken kaikkiaan siihen, että tätä rahoituskanavaa on mahdollista kehittää edelleen Euroopassa. Komissio on todennut aiemmin standardoitujen menettelyjen ja asiakirjojen vähäisen määrän yhdeksi kehitystyön jatkamista jarruttavista esteistä. Komissio antaa tämän vuoksi täyden tukensa International Capital Market Associationin (ICMA)²² ja Saksan Schuldscheine-järjestelmän²³ toiminnalle näiden kysymysten parissa ja pyrkii hyödyntämään parhaita käytäntöjä ja levittämään niitä eri puolille EU:ta asianmukaisten aloitteiden avulla.

2. TOIMET, JOILLA HELPOTETAAN YRITYSTEN PÄÄSYÄ JULKISILLE MARKKINOILLE JA YRITYSTEN PÄÄOMAN HANKINTAA JULKISILTA MARKKINOILTA

Velkarahoitusinstrumenttien tai oman pääoman ehtoisten instrumenttien julkiset tarjoukset ovat sellaisten keskisuurten ja suurten yritysten pääasiallisia rahoituslähteitä, joiden tavoitteena on hankkia rahoitusta yli 50 miljoonan euron arvosta. Tällaiset julkiset tarjoukset takaavat mahdollisimman monien rahoittajien saavuttamisen ja tarjoavat

¹⁹ Asetus eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista, PE-CONS 97/14, 20.3.2015.

²⁰ Listattujen antien osuus yksityisistä suunnatuista osakeanneista on 52 prosenttia, lukuun ottamatta Saksan Schuldscheine-markkinoita. Lähde: *S&P First European Private Placement League Table*, 2015.

²¹ Lähde: S&P.

²² ICMA julkaisi helmikuussa 2015 *Pan-European Corporate Private Placement Guide* -oppaan. Oppaassa kannustetaan Loan Market Association -yhdistyksen (jota säännellään Yhdistyneen kuningaskunnan lainsäädännöllä) ja Euro-PP-työryhmän (jota säännellään Ranskan lainsäädännöllä) laatimien standardoitujen asiakirjojen käyttöön. Kyseisessä aloitteessa keskitytään yksinomaan yritysten velkaan.

²³ Esimerkiksi Saksan vakuutusala on kehittänyt yksinkertaisen järjestelmän, jonka Saksan finanssivalvontaviranomainen (BaFin) on hyväksynyt ja jonka avulla vakuutuksenantajat voivat helposti laskea ennalta määrätyt taloudelliset indikaattorit, joilla arvioidaan luottokelpoisuutta, sekä arvioida, kuinka hyvin suunnattuihin osakeanteihin tehtävät sijoitukset noudattavat pääomavaatimuksia.

pääomasijoitusrahastoille ja bisnesenkeleille mahdollisuuden irtautua sijoituksesta. Julkiset markkinat ovat keskeisessä asemassa, jotta nopeasti kasvavat keskisuuret yritykset onnistuvat muuntautumaan vakiintuneiksi globaaleiksi toimijoiksi. Esimerkiksi AIM-listalla²⁴ olevien yritysten liikevaihto on kasvanut keskimäärin 37 prosenttia ja työllisyys 20 prosenttia listautumisannin jälkeisenä vuonna.²⁵ Tehokkaat julkiset markkinat muodostavat tämän vuoksi rahoitusketjun ratkaisevan tärkeän osan.

Vaikka Euroopan julkiset oman pääoman ehtoisen rahoituksen markkinat ja velkamarkkinat ovat kehittyneet merkittävästi viime vuosikymmenten aikana, ne ovat edelleen jäljessä muista kehittyneistä talouksista. Lisäksi tilanne on hyvin vaihteleva EU:n eri jäsenvaltioissa. Tämä johtuu osittain yritysten kokoeroista ja erilaisista rahoitustarpeista sekä perheomistuksen ja yrityksissä käytettävän määräysvallan jatkumisen suosimisesta.²⁶ Pääomamarkkinaunionia koskevassa kuulemisessa ilmeni kuitenkin myös laajaa huolta siitä, ettei EU:n sääntely-ympäristö välttämättä edistä näiden rahoituskanavien tulevaa kehitystä. Esimerkiksi EU:n listautumisantia käsittelevän työryhmän äskettäin antamassa raportissa arvioidaan, että listautumisantien yhteydessä jo pelkästään listautumismaksujen osuus alle 6 miljoonan euron kauppojen arvosta on 10–15 prosenttia. Suurempien kauppojen (50–100 miljoonaa euroa) tapauksessa näiden maksujen osuus on noin 5–8 prosenttia.²⁷ Tällä hetkellä monet pk-yritykset katsovat näiden alkuvaiheen (ja jatkuvien) listautumiskustannusten vähentävän liikaa pörssiin listautumisesta saatavia hyötyjä.²⁸ Markkinoillepääsystä aiheutuvien kustannusten alentaminen voisi avata useammille yrityksille pääsyn julkisille pääomamarkkinoille.²⁹

Tarjousesitteet tarjoavat rahoitusta hakeville yrityksille keinon päästä julkisille markkinoille. Tarjousesitteet ovat lakisäätteisiä asiakirjoja, jotka sisältävät kaikki tiedot, jotka sijoittajat tarvitsevat tehdäkseen tietoon perustuvia sijoituspäätöksiä. Esitteitä koskevat vaatimukset on yhdenmukaistettu, jotta sijoitusmahdollisuuksia eri puolilla EU:ta olisi mahdollista vertailla. Esitteiden laatiminen on kuitenkin kallista ja hankalaa, erityisesti pk-yritysten tapauksessa, sillä esitteiden pituus on yleensä satoja sivuja. Sijoittajien kannalta ne voivat olla monimutkaisia ja liian yksityiskohtaisia, ja ratkaisevan tärkeitä tietoja sijoituksesta on vaikea hahmottaa.

Komissio aikoo nykyaikaistaa esitedirektiivin.³⁰ Tässä yhteydessä päivitetään tieto siitä, milloin tarjousesite tarvitaan, yksinkertaistetaan tietovaatimuksia ja hyväksymismenettelyä sekä luodaan aidosti suhteutettu järjestelmä, jonka mukaan pk-yritykset voivat laatia tarjousesitteensä ja hankkia rahoitusta pääomamarkkinoilta. Komissio aikoo myös selvittää, kuinka Euroopan neuvontajärjestelmät, kuten Euroopan investointineuvontakeskus, voivat auttaa pk-yrityksiä listautumisessa.

²⁴ Pk-yrityksille varattu monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä Lontoon pörssissä.

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

²⁶ Vuonna 2009 perheyriyten osuus Euroopan kaikista yrityksistä oli 60 prosenttia. Lähde: Euroopan komissio, asiantuntijaryhmän loppuraportti – Overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies.

²⁷ Listautumisanteja käsittelevän työryhmän raportti, EU IPO (eurooppalaiset liikkeeseenlaskijat, EVCA ja FESE), 23. maaliskuuta 2015.

²⁸ F. Demarignyn raportti, *An EU-Listing Small Business Act*, maaliskuu 2010.

²⁹ Ozeran hiljattain toteuttama tutkimus osoittaa, että sijoittajille sijoituksista aiheutuvat keskimääräiset tiedonhakupalkat ovat Yhdysvalloissa 58 Yhdysvaltain dollaria ja EU:ssa 430 euroa.

³⁰ Osana sääntelytaakan yksinkertaistamista ja keventämistä koskevaa komission REFIT-ohjelmaa.

Tarjousesitteen lisäksi pääoman hankkimiseen julkisilta markkinoilta liittyy myös monia muita haasteita. Toisella rahoitusmarkkinadirektiivillä perustettiin pk-yritysten kasvumarkkinat, joiden myötä uudet yritykset voivat valmistautua vuodesta 2017 listautumaan suurempiin pörssiin. Näiden pk-yrityksiin keskittyvien markkinoiden luomisella voi olla erityisen suuri merkitys paikallisten markkinoiden tai nuorten liikkeeseenlaskijoiden kehittymiselle. Jotta nämä pääomamarkkinaunionin erityisjärjestelmät voidaan hyödyntää täysimääräisesti, komissio varmistaa toisen rahoitusmarkkinadirektiivin täytäntöönpanolla, että kyseisiin järjestelmiin sovellettavilla vaatimuksilla luodaan oikea tasapaino riittävän sijoittajansuojan tarjoamisen ja tarpeettomien hallinnollisten rasitteiden välttämisen välille.

Mahdollisuus sijoittaa julkisiin pörssiin listautuneisiin nopeasti kasvaviin pk-yrityksiin voi olla sijoittajille houkutteleva vaihtoehto mahdollisten tuottojen ja hajauttamisetujen vuoksi. Vähäisemmät tietolähteet ja heikompi likviditeetti voivat kuitenkin saada sijoittajat luopumaan näistä sijoituskohteista.³¹ Kuulemisen yhteydessä tuotiin esiin kaksi suurinta haastetta, joita julkisiin pörssiin listautuvat yritykset kohtaavat: näistä ensimmäinen on se, etteivät sijoitusanalyttikot ole toteuttaneet pk-yrityksiä käsitteleviä tutkimuksia³², ja toisena ovat ylimääräiset raportointivaatimukset. Monet pk-yritykset, jotka ovat kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, raportoivat rahoitustietoja vain kansallisten tilinpäätösstandardien perusteella, mikä ei välttämättä riitä täyttämään kansainvälisten sijoittajien tarpeita vertailukelpoisten tietojen puuttumisen vuoksi. Komissio tutkii siksi kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja antavan elimen (IASB) kanssa mahdollisuutta kehittää vapaaehtoinen räätälöity tilinpäätössovellus sellaisten yritysten käyttöön, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla.

Komissio aikoo tarkastella uudelleen sääntelyesteitä, joita pienet yritykset kohtaavat pääsyssä kaupankäynnin kohteeksi julkisilla markkinoilla, ja tekee toisen rahoitusmarkkinadirektiivin mukaisesti tiivistä yhteistyötä pk-yritysten uusien kasvumarkkinoiden kanssa varmistaakseen, että näillä yrityshautomomarkkinoilla on tarkoituksenmukainen sääntely-ympäristö.

Yrityslainat ovat keskeinen väline, jolla suuremmat yritykset voivat hankkia velkarahoitusta laajemmassa mittakaavassa. Historiallisen alhaisten korkojen tuella rahoitusalan ulkopuolisten yritysten liikkeeseen laskemien euromääräisten yrityslainojen kokonaisuus lähes kaksinkertaistui vuosien 2008 ja 2014 välisenä aikana 340 miljardiin euroon.³³

Ennätyksellisestä ensimmäisestä liikkeeseenlaskusta huolimatta eräät markkinatoimijat ovat ilmaisseet huolensa jälkimarkkinoiden vähäisestä likviditeetistä, joka vaikeuttaa kaupankäyntiä näillä instrumenteilla. Vähäinen likviditeetti voi kasvattaa epälikvidisyyspremioita ja lainakustannuksia. Jos luottoehdot heikkenevät, jotkin yritykset voivat kohdata nopeasti ongelmia pääsyssä velkamarkkinoille.

³¹ Ks. komission tutkimus: 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 Esimerkiksi APG ilmoitti kuulemiseen antamassaan vastauksessa, että Amsterdamin, Brysselin, Pariisin ja Lissabonin Euronext-pörssiin listautuneista pk-yrityksistä 50 prosenttia ei kuulu minkään rahoitustietoja koskevan tutkimuksen piiriin ja 16 prosenttia kuuluu vain yhden analyttikon kohderyhmään.

³³ Lähde: Bloomberg.

Komissio aikoo tarkastella uudelleen EU:n yrityslainamarkkinoiden toimivuutta ja erityisesti keinoja parantaa markkinoiden likviditeettiä sekä vaikutuksia, joita sääntelyuudistuksilla, markkinakehityksellä ja tarjousasiakirjojen vapaaehtoisella standardoinnilla mahdollisesti on näihin markkinoihin.

Konsolidoitujen kauppätietojen luominen vuodesta 2017 osakkeille ja vuodesta 2018 oman pääoman ehtoisiin rahoitusinstrumenteille toisen rahoitusmarkkinadirektiivin vaatimusten mukaisesti auttaa osaltaan sääntelyviranomaisia ja markkinatoimijoita saamaan paremman käsityksen markkinoista. Tämän odotetaan lisäävän EU:n pääomamarkkinoiden houkuttelevuutta sijoituskohteena. Komissio seuraa myös jatkossa tilanteen kehittymistä tällä alalla.

Erot erilaisten rahoitusinstrumenttien verokohtelussa saattavat olla tehokkaan pääomamarkkinarahoituksen esteenä. Velan edullinen verokohtelu, joka perustuu korkomaksujen vähennyskelpoisuuteen, on toteutettu muiden rahoitusinstrumenttien ja erityisesti oman pääoman ehtoisen rahoituksen kustannuksella. Velkarahoituksen edullisen verokohtelun lopettaminen lisääisi pääomasijoituksia ja vahvistaisi yritysten pääomapohjaa. Tämä hyödyttäisi mitä ilmeisimmin myös rahoitusjärjestelmän vakautta, kun yritykset, joilla on vahvempi pääomapohja, olisivat vähemmän alttiita markkinahäiriöille. Tämä koskee erityisesti pankkeja.

Osana yhteistä yhdistettyä yhtiöveropohjaa (CCCTB) koskevaa laajempaa hanketta, jonka on tarkoitus huipentua vuonna 2016 uuteen lainsäädäntöehdotukseen, komissio aikoo tutkia keinoja puuttua velkarahoituksen edulliseen verokohteluun.

3. PITKÄN AIKAVÄLIN INVESTOINNIT, KESTÄVÄT INVESTOINNIT JA INFRASTRUKTUURI-INVESTOINNIT

Jotta Eurooppa voi ylläpitää ja laajentaa kilpailukykyä ja siirtyä vähähiiliseen ja resurssitehokkaaseen talouteen, sen on tehtävä merkittäviä uusia pitkän aikavälin investointeja ja kestäviä investointeja. Pääomamarkkinaunioni auttaa sijoittajia tekemään perusteltuja sijoituspäätöksiä ja seuraamaan niihin liittyviä riskejä.

3.1. Investointiympäristön parantaminen sääntelykehityksen avulla

Sääntelykehityksellä on huomattava vaikutus sijoittajien päätöksentekoon erityisesti pitkän aikavälin investoinneissa. Tällaista rahoitusta tarjoavat erityisesti suuret yhteisösijoittajat. Vakuutusyhtiöt, eläkerahastot ja uudet velkarahastot voivat hyötyä pitkäaikaisia velkoja vastaavien infrastruktuurilainojen vakaista tulovirroista. Myös jotkin pankit toimivat aktiivisesti infrastruktuurin rahoituksessa kansallisten kehityspankkien rinnalla.

Viime aikoihin asti rajat ylittäviä infrastruktuuri-investointeja on haitannut yhteisesti hyväksytyjen pääomanhankinta- ja investointivälineiden puuttuminen. Äskettäin hyväksytyssä eurooppalaista pitkäaikaissijoitusrahastoa (ELTIF) koskevassa asetuksessa, jota aletaan soveltaa joulukuusta 2015, luodaan uusi rajat ylittävä rahoitusväline tällaisia pitkäkestoisia hankkeita varten (kuten energia-, liikenne- ja viestintäinfrastruktuurit, teollisuuslaitokset ja palvelualan laitokset sekä asuminen). Eurooppalaista pitkäaikaissijoitusrahastoa koskevassa asetuksessa yhdistyvät rajat ylittävän passin hyödyt ja mahdollisuus hankkia pitkäaikaista pääomaa pienemmiltä sijoittajilta (paikalliset eläkejärjestelmät, kunnat, yritysten eläkejärjestelmät jne.), yksityissijoittajat mukaan

luettuina.³⁴ Asetus avaa omaisuudenhoitajille uusia mahdollisuuksia tarjota sijoittajille pääsyn paljon suurempaan sijoituskohteiden valikoimaan, mukaan lukien infrastruktuuri, kuin oli mahdollista aiemmin voimassa olleen sääntelykehysten nojalla. Kansallisella verokohtelulla on merkittävä vaikutus pitkäaikaissijoitusrahastojen käynnistymiseen. Komissio kehottaa jäsenvaltioita myöntämään niille saman verokohtelun kuin vastaaville kansallisille järjestelmille.

Yksi merkittävä sääntelyongelma on se, että ei ole olemassa selkeää ja sopivasti kalibroituja menetelmiä sen lakisääteisen pääoman laskemiseksi, joka yhteisösijoittajilla olisi oltava infrastruktuuri-investointeja varten. Komissio aikoo ehdottaa sellaisten infrastruktuuri-investointien määrittelyä, joiden pitkän aikavälin rahavirrat voidaan ennustaa ja joiden riskejä vakuutusenantajat voivat asianmukaisesti tunnistaa sekä hallinnoida ja seurata niitä. Yhteisen määrittelyn avulla infrastruktuuria voidaan käsitellä omana omaisuusluokkana ja sääntelykehystä voidaan tarvittaessa mukauttaa.

Myös pankkien asema merkittävänä infrastruktuurihankkeisiin suunnattujen lainojen antajana tai järjestäjänä säilyy. Heinäkuussa 2015 komissio julkaisi kuulemisasiakirjan vakavaraisuusasetuksen (CRR)³⁵ ja vakavaraisuusdirektiivin (CRD IV)³⁶ mahdollisesta vaikutuksesta pankkien luotonantoon talouselämälle. Siinä tarkastellaan myös pankkien pääomavaatimuksia pitkän aikavälin rahoituksessa ja infrastruktuurin rahoituksessa. Tavoitteena on saada parempi käsitys siitä, miten uudet pääomavaatimuksia koskevat säännöt vaikuttavat infrastruktuuri-investointien ja muiden sellaisten investointien rahoituksen saatavuuteen, jotka tukevat pitkän aikavälin kasvua.

Helpottaakseen infrastruktuuri-investointien ja pitkän aikavälin investointien rahoitusta Euroopassa komissio esittää Solvenssi II -direktiivin mukaiset tarkistetut kalibroinnit, jotta voidaan varmistaa, että vakuutusyhtiöihin sovelletaan sääntelyä, joka vastaa paremmin infrastruktuuri-investointien ja eurooppalaisten pitkäaikaissijoitusrahastojen tekemien investointien riskiä. Komissio saattaa päätökseen vakavaraisuusasetuksen uudelleentarkastelun ja tekee tarvittaessa muutoksia infrastruktuurikalibrointeihin.

3.2. Pitkän aikavälin rahoituksen ja infrastruktuurirahoituksen tukeminen

Kriisin laajuus ja elpymisen luonne ovat aiheuttaneet EU:n talouteen valtavan infrastruktuuri-investointivajeen. Euroopan investointipankki (EIP)³⁷ arvioi, että infrastruktuuri-investointitarpeet voivat nousta EU:ssa kumulatiivisesti jopa 2 biljoonaan euroon vuoteen 2020 ulottuvalla kaudella.

Yhteisösijoittajat ja muut yksityiset sijoittajat voivat olla merkittävä infrastruktuuri-investointien rahoituslähde, sillä tällaiset investoinnit voivat tarjota vakaan tuoton ja niiden

³⁴ Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin mukaisesti toimiluvan saaneet hoitajat, joilla on kotipaikka EU:ssa, voivat hallinnoida näitä rahastoja, joiden kautta voidaan investoida pitkäaikaisiin, epälikvideihin ja vaikeasti markkinoitaviin kohteisiin, kuten infrastruktuurihankkeisiin ja pk-yrityksiin, joissa edellytetään pitempiä aikoja vakaata rahoitusta. Vastineeksi näistä kohteista saadaan todennäköisesti ”epälikvidisyyspremio”, joka on suurempi tai jonka tuotto on vakaampi, mikä korvaa sen, että sijoittajat eivät voi saada rahojansa takaisin ennen ennalta määrättyä päivämäärää.

³⁵ Asetus (EU) N:o 575/2013.

³⁶ Direktiivi 2013/36/EU.

³⁷ Ks. EIP:n valmisteluasiakirja 2013/02 *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, s. 11.

luottokelpoisuustulokset ovat suhteellisen hyvät³⁸. On nähtävissä merkkejä siitä, että nämä sijoittajat haluavat yhä useammin sijoittaa infrastruktuurihankkeisiin. Kunnianhimoisimpien ja muutosvoimaisimpien pidemmän aikavälin hankkeiden käynnistämiseen tarvitaan kuitenkin usein julkisia toimia³⁹.

Euroopan investointiohjelman mukaisesti Euroopan strategisten investointien rahasto (ESIR) käynnistää EU:ssa uusia investointeja 315 miljardilla eurolla vuosina 2015–2017. Tästä vähintään 240 miljardia euroa suunnataan infrastruktuuri- ja innovaatiohankkeisiin. Euroopan investointihankeportaalisissa EU:ssa toimivat hankkeiden toteuttajat voivat luoda suhteita ja jakaa investointihankkeitaan ja -ideoitaan mahdollisten sijoittajien kanssa. Euroopan investointineuvontakeskus puolestaan tarjoaa keskitetyn neuvontapisteen infrastruktuuri-investointien tukemiseksi EU:ssa.

ESIR-rahasto tarjoaa – mahdollisuuksien mukaan yhteistyössä Euroopan rakenne- ja investointirahastojen (ERI-rahastot) kanssa – erilaisia rahoitus- ja riskinjakovaihtoehtoja innovatiivisten rahoitusinstrumenttien, kuten investointijärjestelmien tai -rahastojen, kautta. Sijoitusrahastorakenteiden, kuten eurooppalaisten pitkäaikaissijoitusrahastojen, joilla voidaan hankkia pääomaa yksityissijoittajilta, tai ESIR-rahaston puitteissa toimivien investointijärjestelmien avulla voidaan yhdistää yksityisiä ja julkisia resursseja ja päästä siten parempaan riski-tuotto-suhteeseen.

Komissio ja Euroopan investointipankki (EIP) aikovat laatia ohjeet vaatimuksista, jotka yhteisrahoitusrakenteiden on täytettävä saadakseen tukea ESIR-rahastosta. Lisäksi Euroopan investointineuvontakeskus tarjoaa teknistä apua niille sijoittajille, jotka haluavat osallistua tällaisiin rakenteisiin. Komissio on myös valmis tekemään yhteistyötä yksityissijoittajien kanssa ja tukemaan yksityisten ja EU:n resurssien yhdistämistä infrastruktuuri-investointien ja kestävä kasvun rahoituksen lisäämiseksi.

3.3. Rahoituksen hyödyntäminen ympäristön kestävyiden hyväksi

Tehokkaat rahoitusmarkkinat voivat auttaa sijoittajia tekemään perusteltuja sijoituspäätöksiä ja analysoimaan ja hinnoittelemaan pitkän aikavälin riskejä ja mahdollisuuksia, joita syntyy siirtymisestä kohti kestävä ja ilmastoystävällistä taloutta. Investointikohteiden muutos voi myötävaikuttaa vuoden 2030 ilmasto- ja energiapolitiikan tavoitteiden ja EU:n kestävä kehityksen tavoitteiden saavuttamiseen. Pääomaa voidaan ohjata kestäviin investointeihin muun muassa vastikään käyttöön otetuilla ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintotapaan liittyvillä joukkovelkakirjoilla. Liikkeeseen laskettujen vihreiden joukkovelkakirjojen arvo kasvoi vuonna 2014 eksponentiaalisesti 35 miljardiin euroon, kun se oli 8 miljardia euroa vuonna 2013 ja alle 1 miljardia euroa vuonna 2012. Näiden markkinoiden nopeaa kasvua tukee markkinavetoinen standardointiprosessi, jossa otetaan huomioon kansainvälisten organisaatioiden, kuten Maailmanpankin, EIP:n ja Euroopan jälleenrakennus- ja kehityspankin (EBRD), laatimat hankkeiden valintaperusteet. Lisäksi markkinatoimijat kehittävät parhaillaan vapaaehtoisia suuntaviivoja, joita kutsutaan ”vihreitä

³⁸ Moody'sin toteuttama maailmanlaajuinen tutkimus, jossa tarkastellaan maksukyvyttömyys- ja takaisinperintäastetta vuosien 1983 ja 2012 välillä, osoittaa, että kymmenen vuoden kumulatiivinen maksukyvyttömyysaste oli infrastruktuurin alalla 6,6 prosenttia. Osuus on alhaisempi kuin hankerahoitukseen myönnettyissä pankkilainoissa. Lisäksi infrastruktuurilainoihin liittyvien maksulainlyöntien takaisinperintäaste on korkea (jopa 80 prosenttia).

³⁹ Esimerkiksi vuonna 2013 EU:n 28 jäsenvaltiossa julkiseen infrastruktuuriin investoitiin 450 miljardia euroa. Tästä määrästä julkisten investointien osuus oli 90 prosenttia ja yksityisten investointien (julkisen ja yksityisen sektorin kumppanuudet mukaan lukien) noin 10 prosenttia, EIP:n valmisteluasiakirja 2013/02, s. 7.

joukkovelkakirjoja koskeviksi periaatteiksi”. Niissä edistetään avoimuutta ja eheyttä vihreiden joukkovelkakirjojen markkinoiden kehittämisessä ja selvennetään vihreiden joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskua. Komissio arvioi ja tukee jatkossakin edellä mainittua kehitystä ja muuta kehitystä ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintotapaan liittyvien investointien alalla sekä seuraa tarvetta laatia vihreitä joukkovelkakirjoja koskevia EU:n standardeja, jotta sijoittajia voidaan auttaa tekemään sijoituspäätöksiä, jotka hyödyntävät niitä pitkällä aikavälillä.

3.4. Nykyistä sääntelykehystä koskeva kannanottoesitys

Kansainvälisen konsensuksen mukaisesti EU on toteuttanut olennaisia toimenpiteitä, joilla pyritään palauttamaan rahoitusvakaus ja yleinen luottamus rahoitusjärjestelmään. On tärkeää, että EU:n lainsäädännössä löydetään oikea tasapaino riskin vähentämisen ja kasvun mahdollistamisen välillä eikä luoda tahattomasti uusia esteitä. Tältä pohjalta komissio tarkastelee tämän toimintasuunnitelman ohessa kattavasti finanssikriisin yhteydessä hyväksytyyn finanssilainsäädännön kumulatiivisia vaikutuksia ja johdonmukaisuutta. Tarkoituksena on arvioida nykyisen kehyksen yleistä johdonmukaisuutta. Koska viime vuosina on hyväksytty useita säädöksiä, joilla on monitahoinen vaikutus toisiinsa, on olemassa riski, että niiden yhteisvaikutuksella on tahattomia seurauksia, jotka eivät tule esiin yksittäisissä alakohtaisissa tarkasteluissa. Sääntelyn yhdenmukaisuudella ja johdonmukaisuudella sekä sääntelyvarmuudella on merkittävä vaikutus sijoittajien päätöksentekoon. Tietty selkeästi perustellut kohdennetut muutokset voivat auttaa parantamaan sijoittajien toimintaympäristöä ja saavuttamaan pääomamarkkinaunionin tavoitteet.

Komissio käynnistää Euroopan parlamentin ja kansainvälisten elinten, kuten finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän ja Baselin pankkivalvontakomitean, työn pohjalta kannanottoesityksen arvioidakseen sääntöjen ja finanssialan uudistuksen kumulatiivista yhteisvaikutuksia investointiympäristöön.

4. YKSITYIS- JA YHTEISÖSIJOITUSTEN EDISTÄMINEN

Pääomamarkkinaunionilla pyritään saamaan eurooppalaiset talletukset parempaan käyttöön, tehostamaan tallettajien ja lainanottajien yhteen saattamista sekä lisäämään EU:n talouden suorituskykyä⁴⁰. Sijoittajien luottamuksen ja varmuuden kohentuminen voi auttaa sijoittajia tekemään oikeita sijoituspäätöksiä. Elinajan odotteen pitenemisen ja väestörakenteen muuttumisen vuoksi yksityissijoittajien on säästettävä enemmän täyttääkseen eläkepäiviensä tarpeet. Toisaalta monet yhteisösijoittajat eivät löydä alhaisen korkotason markkinoilla riittävästi investointikohteita, joista saadaan tarvittava tuotto sitoumusten täyttämiseksi.

4.1. Yksityissijoittajat

Tällä hetkellä yksityissijoittajilla on Euroopassa merkittäviä talletuksia pankkitileillä, mutta he eivät toimi pääomamarkkinoilla yhtä suoraan kuin aiemmin. Eurooppalaisten kotitalouksien suora osakeomistus on laskenut. Vuonna 1975 se oli 28 prosenttia, mutta vuodesta 2007 se on ollut 10–11 prosenttia⁴¹, ja yksityissijoittajien osuus kaikista

⁴⁰ Ks. esimerkiksi Oliver Wymanin raportti (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing*; IPO Task Force report, *Rebuilding IPOs in Europe*, 23. maaliskuuta 2015.

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

osakkeenomistajista on alle puolet 1970-luvun tasosta. Sellaisten esteiden poistaminen, jotka haittaavat yksityissijoittajien säästämistä pääomamarkkinoiden kautta, edellyttää kilpailukykyisiä rahoitusmarkkinoita, jotka voivat tarjota asiakkaalle mahdollisuuden vertailla tuotteita ja löytää sopivimmat säästämisvälineet kilpailukykyiseen hintaan. Edistääkseen entisestään vähittäistuotteiden läpinäkyvyyttä komissio aikoo pyytää Euroopan valvontaviranomaisia tarkastelemaan pitkän aikavälin vähittäis- ja eläketuotteiden läpinäkyvyyttä ja analysoimaan tosiasiallista nettotulosta ja palkkioita Euroopan valvontaviranomaisia koskevien asetusten 9 artiklan mukaisesti.

Vuoden 2015 loppuun mennessä komissio aikoo julkaista vähittäisrahoituspalveluja ja vakuutuksia koskevan vihreän kirjan, jossa kartoitetaan näkemyksiä siitä, miten vähittäisrahoitustuotteiden valikoimaa, kilpailua ja rajat ylittävää tarjontaa ja saatavuutta voidaan lisätä. Lisäksi vihreässä kirjassa tarkastellaan digitalisoinnin vaikutuksia vähittäisrahoituspalveluihin.

Sijoitustuotteiden satunnaisena ostajana yksityissijoittajien on vaikea kartuttaa asianmukaista tietämystä tai kokemusta pääomamarkkinoista⁴². Vaikka yksityissijoittajien luottamuksen palauttaminen pääomamarkkinoihin onkin ensisijaisesti rahoitusalan tehtävä, sääntelyn ja valvonnan avulla voidaan luoda ”pelisäännöt”.

Jos yksityissijoittajia halutaan rohkaista palaamaan markkinarahoituksen pariin, tarvitaan laadukkaampaa tiedottamista ja neuvontaa. Ensimmäinen vaihe on avoimuus. Kaikista sijoitustuotteista olisi tarjottava vertailukelpoisella ja avoimella tavalla tarkoituksenmukaista ja laadukasta tietoa, mukaan lukien tuotteen keskeiset ominaisuudet (kuten kustannukset, mahdolliset tuotot ja riskit). Viime vuosina julkistamisvaatimuksia on parannettu EU:ssa huomattavasti kaikilla aloilla. Uusia julkistamisvaatimuksia on otettu käyttöön eri lainsäädäntötoimenpiteillä⁴³. Jotkin näistä yksityiskohtaisista soveltamisäännöistä ovat vielä valmisteilla, ja ne tulevat voimaan asteittain tulevina vuosina. Sen takaamiseksi, että viimeaikaiset lainsäädäntöuudistukset täyttävät niille asetetut tavoitteet, uusien julkistamisvaatimusten tehokkuuden kattava arvioiminen voisi auttaa varmistamaan johdonmukaisuuden ja tunnistamaan mahdolliset puutteet ja tarpeettomat päällekkäisyydet sekä toimia tarvittaessa perustana vaatimusten tehostamiselle.

Jotta talletukset saataisiin paremmin liikkeeseen pääomamarkkinoiden kautta, yksityissijoittajien saatavilla olisi oltava erilaisia sopivia ja kustannustehokkaita sijoitustuotteita sekä kohtuuhintaista ja riippumatonta neuvontaa. Joissakin kuulemisissa annetuissa vastauksissa korostettiin, että yksityissijoittajat saavat tällä hetkellä vähäisen korvauksen suurempiriskisistä markkinasijoituksista, koska välitys- ja jakelupalkkiot ovat korkeat. Toisen rahoitusmarkkinadirektiivin ja vakuutusedustusdirektiivin (IDD) säännöksissä sekä vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIPS-tuotteita) koskevissa säännöksissä muutetaan merkittävästi sijoitusneuvontaa ja tuotetietojen antamista koskevia sääntöjä. Siirtyminen sijoitustuotteiden verkkojakeluun ja uudet rahoitustekniset ratkaisut antavat mahdollisuuden kehittää lisää neuvontapalveluja ja ”vapaan pääsyn” (open access) -verkkojakelualustoja. On tärkeää varmistaa, että

⁴² Vuonna 2013 vain 35 prosenttia yksityissijoittajista luotti siihen, että sijoituspalvelujen tarjoajat noudattavat kuluttajansuojaa koskevia sääntöjä. Euroopan komissio (2013), Markkinaseurantatutkimus, 2010–2013.

⁴³ Direktiivi 2014/91/EU; asetus (EU) N:o 1286/2014; direktiivi 2014/65/EU; vakuutusedustusdirektiivi (IDD), 10747/15; direktiivi 2009/138/EY ja komission ehdotus asetukseksi arvopapereilla toteutettavien rahoitustoimien raportoinnista ja läpinäkyvyydestä, COM/2014/040 final.

yksityissijoittajille tarjottavia sijoitusratkaisuja ja -tuloksia arvioidaan kriittisesti näiden muutosten yhteydessä.

Komissio suorittaa asiantuntijoiden avulla kattavan arvioinnin Euroopan vähittäissijoitustuotteiden markkinoista, mukaan lukien jakelukanavat ja sijoitusneuvonta. Arvioinnissa kartoitetaan keinoja parantaa poliittista kehystä ja välityskanavia siten, että yksityissijoittajien saatavilla on sopivia tuotteita kustannustehokkaasti ja oikeudenmukaisesti. Arvioinnissa selvitetään, miten poliittista kehystä olisi kehitettävä, jotta verkkopalvelujen ja rahoitusteknologian tarjoamia uusia mahdollisuuksia voidaan hyödyntää.

Eliniän noustessa, yksittäisten maiden julkiseen talouteen kohdistuvien paineiden kasvaessa ja korkojen pysyttyä pitkään alhaisina Euroopan kotitalouksilla on tarve säästää tehokkaasti riittävän eläkkeen varmistamiseksi⁴⁴. Tältä osin komissio tukee kollektiivisten ja yksilöllisten eläkejärjestelyjen kehittämistä julkisten eläkejärjestelmien täydentämiseksi.

EU:n rahoitusjärjestelmän on autettava kansalaisia huolehtimaan omista eläkesäästöistään. Tämä voidaan saavuttaa toteuttamalla kannustavia toimenpiteitä ja poistamalla yksilöllisten (kolmannen pilarin) eläkejärjestelyjen kehityksen esteet Euroopassa.

Tällä hetkellä ei ole olemassa tehokkaita sisämarkkinoita ”kolmannen pilarin” henkilökohtaisille eläkkeille. Sääntöjen kirjavuus EU:ssa ja kansallisella tasolla estää laajojen ja kilpailukykyisten markkinoiden luomisen yksilöllisille eläkkeille⁴⁵. Markkinoiden hajanaisuus estää henkilökohtaisten eläkkeiden tarjoajia hyödyntämästä täysimittaisesti mittakaavaetuja, hajauttamasta riskejä ja innovoimasta, mikä taas vähentää vaihtoehtoja ja nostaa eläkesäästäjien kustannuksia. Vapaaehtoinen (”opt in”) eurooppalainen henkilökohtainen eläke, joka perustuu asianmukaiseen kuluttajansuojaan, voisi toimia sääntelymallina, jonka eläkkeiden tarjoajat voisivat valita tarjotessaan tuotteita eri puolilla EU:ta. Suuremmat ”kolmannen pilarin” eurooppalaiset eläkemarkkinat voisivat myös lisätä tarjolla olevaa yhteisösijoittajien rahoitusta ja investointeja reaaliin talouteen.

Komissio arvioi tarvetta luoda toimintapuitteet, joiden avulla Eurooppaan luodaan menestyksekkäät markkinat yksinkertaisille, tehokkaille ja kilpailukykyisille henkilökohtaisille eläkkeille, ja määrittää, edellyttävätkö tällaiset markkinat EU:n lainsäädäntöä.

4.2. Yhteisösijoittajat

Yhteisösijoittajat, erityisesti henkivakuutusyhtiöt ja eläkerahastot, ovat luonnollisia pitkän aikavälin sijoittajia. Viime vuosina ne ovat kuitenkin vähentäneet sijoittamista pitkän aikavälin hankkeisiin ja yrityksiin. Vakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen osakkuudet vähenivät yli 25 prosentista EU:n osakemarkkinoiden markkina-arvosta vuonna 1992 vain 8 prosenttiin vuoden 2012⁴⁶ lopussa. Tyypillisesti suuri osa niiden salkkujen omaisuseristä on

⁴⁴ The 2015 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU, julkaistaan myöhemmin.

⁴⁵ Standardoitua yleiseurooppalaista henkilökohtaista eläketuotetta koskevassa EIOPAn kuulemisasiakirjassa (consultation paper on the creation of a standardised pan-European personal pension product, 3.7.2015) esitetään yleiskatsaus nykyiseen markkina- ja sääntelykehykseen.

⁴⁶ Lähde: Final Report: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012, by Observatoire de l'Épargne Européenne and Insead OEE Data Services, elokuu 2013.

jakautunut tällä hetkellä varsin kapea-alaisesti. EU:n olisi tuettava yhteisösijoittajia niin, että ne voisivat sijoittaa pitkäaikaisiin omaisuuseriin ja pk-yrityksiin mutta pitää samalla varojen ja vastuuden hallinnan järkevänä ja vakaana.

Vakavaraisuuden sääntely vaikuttaa pääomavaatimusten kalibroinnin kautta yhteisösijoittajien halukkuuteen sijoittaa tiettyihin omaisuuseriin. Komissio aikoo ottaa käyttöön riskiherkemmät kalibroinnit infrastruktuurin ja ELTIF-rahastojen (ks. kohta 3) sekä yksinkertaisten ja läpinäkyvien arvopaperistettujen tuotteiden (ks. luku 5) osalta. Kuulemispalautteessa korostettiin lisäksi sitä, että yksityisen pääomasijoittamisen ja suljetulle sijoittajajoukolla suunnattujen velkainstrumenttien Solvenssi II:n mukainen vakavaraisuuskohtelu on esteenä sijoitusten tekemiselle näihin omaisuuserien luokkiin.

Komissio aikoo arvioida, onko syytä tehdä muutoksia, ja jos on, valmistelee muutokset, jotka voitaisiin esittää vuonna 2017 tehtävässä Solvenssi II -direktiivin uudelleentarkastelun yhteydessä.

Sijoitusrahastojen omistusosuus EU:n osakemarkkinoilla kasvoi 1990-luvun alle 10 prosentista 21 prosenttiin vuonna 2012. Viime vuosina niistä on tullut myös yhä tärkeämpiä yrityslainojen haltijoita. Sijoitusrahastot kuuluvat sijoittajiin, jotka tekevät aktiivisimmin sijoituksia valtioiden rajojen yli, mutta markkinoiden hajanaisuus on edelleen ongelma Euroopan varainhoitoalalla. Monet kuulemiseen vastanneet väittivät, että sijoitusrahastojen rajat ylittävää toimintaa rajoittavat useat tekijät, mukaan lukien syrjivä verokohtelu, erilaiset kansalliset rahastojen markkinointia koskevat vaatimukset ja rajat ylittävien ilmoitusten kustannukset. Perusteettomien esteiden poistaminen kannustaisi rahastonhoitajia markkinoimaan rahastojaan rajojen yli ja alentamaan sijoittajien kustannuksia.

Komissio aikoo kerätä näyttöä sijoitusrahastojen rajat ylittävän markkinoinnin suurimmista esteistä. Tähän sisältyvät erityisesti vastaanottavien maiden soveltamat suhteettomat markkinointivaatimukset, palkkiot ja muut hallinnolliset järjestelyt sekä verotusympäristö. Saadun näytön perusteella komissio pyrkii poistamaan pahimmat esteet tarvittaessa lainsäädännön avulla.

5. PANKKIKAPASITEETIN VALJASTAMINEN TALOUSELÄMÄN TUEKSI

Pankit ovat keskeisessä asemassa pääomamarkkinaunionissa ja Euroopan koko taloudessa, sillä ne lainoittavat huomattavaa osaa taloudesta ja toimivat välittäjinä pääomamarkkinoilla. Pankeilla on vahvat paikalliset suhteet ja paikallistietämystä, minkä vuoksi pankkilainat tulevat olemaan myös jatkossa yksi monien pienten yritysten pääasiallisista rahoituslähteistä. Myös muille yrityksille pankkirahoituksen saatavuudella tulee olemaan tärkeä merkitys yhtenä rahoitusvaihtoehtona muiden joukossa. Tämän vuoksi komissio tarkastelee pääomamarkkinaunionia koskevien toimien ohella pankkien sääntelyä, jotta löydetään optimaalinen tasapaino riskinhallinnan ja kasvun mahdollistamisen välille⁴⁷.

Pienemmille yrityksille vahvat paikalliset verkostot ovat tärkeitä kasvun tukemisessa. Joissakin jäsenvaltioissa toimii luotto-osuuskuntia, joiden puitteissa esimerkiksi pk-yritykset voivat rahoittaa toisiaan voittoa tavoittelematta. Luotto-osuuskunnat voivat myös helpottaa jäsenten välistä taitotiedon vaihtoa. Eriytyneen ja monimutkaisen pankkisääntelyn soveltaminen voi joskus muodostaa suhteettoman esteen luotto-osuuskunnille ja muille pk-yrityksiä palveleville voittoa tavoittelemattomille osuuskunnille. Näin voi olla erityisesti

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

silloin, kun osuuskunnat ovat pieniä ja toimivat lähinnä keräämällä rahoitusta jäseniltään ja jakamalla sitä eteen päin muille jäsenilleen, jolloin laajempaan rahoitusjärjestelmään kohdistuvat riskit pysyvät vähäisinä.

Tietyissä jäsenvaltioissa luotto-osuuskunnat on jo vapautettu vakavaraisuusdirektiivin sääntelykehyksen noudattamisesta. Tasapuolisten toimintaedellytysten varmistamiseksi kaikissa jäsenvaltioissa olisi voitava perustaa luotto-osuuskuntia, joihin sovelletaan kansallisia sääntelysuojatoimia, jotka ovat suhteessa luotto-osuuskuntien aiheuttamiin riskeihin. Tältä osin komissio aikoo tutkia mahdollisuutta, että kaikki jäsenvaltiot antaisivat toimiluvan luotto-osuuskunnille, joihin ei sovelleta pankkeja koskevia EU:n pääomavaatimuksia.

Arvopaperistaminen voi lisätä luottojen saatavuutta ja vähentää rahoituskustannuksia. Rahoitusvälineenä arvopaperistaminen voi myötävaikuttaa monipuolisen rahoituspohjan muodostamiseen. Se voi olla myös tärkeä riskinsiirtoväline, jolla parannetaan pääomatehokkuutta ja saadaan riskit vastaamaan kysyntää.

Kriisin seurauksena EU:n arvopaperistamismarkkinoiden toimintakyky on edelleen puutteellinen. Toimintakykyyn vaikuttavat arvopaperistamisprosessia ja siihen liittyviä riskejä ympäröivät ongelmat. Vaikka nämä heikkoudet tulivat esiin pääasiassa Yhdysvaltojen subprime-lainoihin perustuvan arvopaperistamisen⁴⁸ kautta, tämän seurauksena toteutettua sääntelyuudistusta sovellettiin kaikkiin arvopaperistamisiin. Tarkoituksena ei ole kumota EU:n uudistuksia, joissa puututaan erittäin monimutkaisten ja läpinäkymättömien arvopaperistamisten toimintariskien. On kuitenkin tärkeää, että arvopaperistaminen saadaan taas käyntiin, jotta voidaan varmistaa, että se voi toimia koko talouden tehokkaana rahoituskanavana ja riskienhajautusmekanismina. Investointisuunnitelman puitteissa komissio myöntää jo rahoitustukea arvopaperistamistoimille. Nyt hyväksytyissä uusissa lainsäädäntöehdotuksissa mennään pidemmälle. Sijoittajien luottamuksen lisäämiseksi ja due diligence -rasitteiden vähentämiseksi ehdotuksissa eritellään selkeämmin yksinkertaiset, läpinäkyvät ja standardoidut tuotteet (YLS-tuotteet). EPV:n lausunnon pohjalta komissio aikoo ehdottaa myös tarkoituksenmukaisempia vakavaraisuusvaatimuksia pankkien ja vakuutusyhtiöiden YLS-tuotteisiin tekemille sijoituksille. Tällä toimenpidepaketilla olisi pystyttävä vapauttamaan kapasiteettia pankkien taseissa ja lisäämään niiden valmiuksia lainoittaa talouselämää sekä myötävaikuttaa pidemmän aikavälin sijoittajapohjan syntymiseen.

Komissio on julkaissut ehdotuksen yksinkertaista, läpinäkyvää ja standardoitua (YLS-)arvopaperistamista koskevasta EU:n kehyksestä sekä vakavaraisuusasetuksen uusista pankkeja koskevista vakavaraisuuskalibroinneista. Vastaavat vakuutusyhtiöitä koskevat kalibroinnit, jotka toteutetaan muuttamalla Solvenssi II -direktiivin mukaista delegoitua säädöstä YLS-kriteerien sisällyttämiseksi siihen, esitetään mahdollisimman pian YLS-kehyksen hyväksymisen jälkeen.

Myös katetut joukkolainat ovat rahoitusvälineitä, joilla on huomattava merkitys joissakin jäsenvaltioissa. Niiden markkinat ovat tällä hetkellä kuitenkin pirstoutuneet kansallisten rajojen

⁴⁸ Kriisin ollessa pahimmillaan EU:n heikoimmin tuottaneista arvopaperistetuista tuotteista, joiden luottoluokitus oli AAA, 0,1 prosenttia tuotti tappiota. Yhdysvalloissa vastaava osuus oli 16 prosenttia. Myös riskialttiimmat (luottoluokitus BBB) arvopaperistamiset tuottivat erittäin hyvin; kriisin ollessa pahimmillaan heikoimmin menestyneissä luokissa tappiota syntyi 0,2 prosentissa tapauksista. Sen sijaan Yhdysvalloissa peräti 62 prosenttia arvopaperistamisista, joiden luottoluokitus oli BBB, tuotti tappiota. Lähde: EPV.

mukaan. Joillakin jäsenvaltioilla on omaa katettuja joukkolainoja koskevaa lainsäädäntöä, ja niiden erilaiset oikeudelliset kehykset ja valvontakäytännöt rajoittavat markkinoiden standardointia merkintä- ja ilmoituskäytäntöjen osalta. Tästä voi muodostua markkinoiden syvyyteen, likviditeettiin ja sijoittajien markkinoillepääsyyn liittyviä esteitä erityisesti valtioiden rajat ylittävissä tilanteissa. Yhdentyneempiä katettujen joukkolainojen markkinoita koskeva EU:n kehys voisi tietyissä jäsenvaltioissa auttaa vähentämään niiden pankkien rahoituskustannuksia, jotka laskevat liikkeeseen katettuja joukkovelkakirjoja.

Komissio on käynnistänyt kuulemisen katettuja joukkolainoja koskevan yleiseurooppalaisen kehyksen kehittämiseksi. Tarkoituksena on ottaa lähtökohdaksi hyvin toimivat kansalliset järjestelmät häiritsemättä niiden toimintaa ja hyödyntää korkealaatuisia standardeja ja parhaita markkinakäytäntöjä. Kuulemisessa halutaan myös näkemyksiä samanlaisten rakenteiden käytöstä pk-yritysten lainoituksen tukemisessa.

6. RAJAT YLITTÄVIEN INVESTOINTIEN HELPOTTAMINEN

Vaikka viime vuosikymmeninä on edistytty merkittävästi pääoman sisämarkkinoiden luomisessa, valtioiden rajojen yli tehtävien investointien tiellä on edelleen monia pitkäaikaisia ja syvään juurtuneita esteitä. Esteistä osa on lähtöisin kansallisesta lainsäädännöstä – maksukyvyttömyyttä, vakuuksia ja arvopapereita koskevasta lainsäädännöstä – ja osa liittyy markkinoiden infrastruktuuriin, verotukseen ja sääntely-ympäristön muutoksiin, jotka heikentävät suoria sijoituksia koskevien sääntöjen ennustettavuutta. Rajat ylittävä riskien jakaminen on vähentynyt EU:n sisällä kriisin alkamisen jälkeen, ja EU:n ulkopuolelta tulevien investointien määrä on laskenut saman ajanjakson aikana.

Sellaisten pitkäaikaisten esteiden poistaminen, jotka estävät sijoittajia monipuolistamasta salkkujaan maantieteellisesti, hyödyttäisi merkittävästi pääoman hankkijoita, sijoittajia ja koko EU:n taloutta. Yhdentyneemmät EU:n pääomamarkkinat lisäisivät myös kolmansien maiden sijoittajien halukkuutta investoida EU:n jäsenvaltioihin.

6.1. Rajat ylittävän investoimisen oikeusvarmuus ja markkinainfrastruktuuri

Tehokkaat ja turvalliset kaupan jälkeiset infrastruktuurit ovat keskeinen osa hyvin toimivia pääomamarkkinoita. Yksi kuulemisessa selvästi esiin noussut ongelma oli se, että arvopapereiden omistuksen määrittelyssä ei voida tällä hetkellä taata oikeusvarmuutta, jos arvopaperin liikkeeseenlaskija ja sijoittaja sijaitsevat eri jäsenvaltioissa ja/tai arvopapereiden haltijat ovat eri jäsenvaltioissa toimivia rahoituslaitoksia. Tällaiset tilanteet ovat yhä yleisempiä. Monet vihreää kirjaa kommentoineet toivoivat säännöksiä sen selventämiseksi, mitä kansallisen lainsäädännön säännöksiä rajat ylittävään arvopaperikauppaan sovelletaan. Tältä osin komissio aikoo tehostaa ja laajentaa alalla nyt voimassa olevia sääntöjä. Lainsäädännön uudistaminen on sitäkin tärkeämpää, kun otetaan huomioon rajat ylittävän arvopaperikaupan odotettavissa oleva kasvu TARGET2-Securities (T2S) -järjestelmän käyttöönoton jälkeen.

Lisäksi kansalliset erot siinä, miten velkasaamisten siirtojen vaikutuksia kolmansiin osapuoliin⁴⁹ käsitellään, vaikeuttavat niiden käyttöä rajat ylittävänä vakuuksina. Tästä syystä sijoittajien on myös vaikea hinnoitella vieraan pääoman ehtoisia sijoituksia. Tällainen

⁴⁹ Tapaukset, joissa alkuperäinen velkoja siirtää velkasaamisen jollekulle muulle.

oikeudellinen epävarmuus hankaloittaa taloudellisesti merkittäviä rahoitustoimia, kuten arvopaperistamisia, jotka edellyttävät kestävästä vakuuksien hallintaa.

Komissio jatkaa jo käynnistettyjä kohdennettuja toimia, joilla puututaan arvopapereiden omistusoikeuteen liittyvään epävarmuuteen. Lisäkuulemisten ja vaikutusten arvioinnin perusteella komissio aikoo ehdottaa myös yhdenmukaisia sääntöjä, joilla voidaan määrittää oikeusvarmuus säilyttäen, mitä kansallista lainsäädäntöä sovelletaan kolmansiin osapuoliin kohdistuviin velkasaamisten siirtojen vaikutuksiin.

Viime vuosina EU:n lainsäädännöllä, kuten Euroopan markkinarakenneasetuksella (EMIR)⁵⁰, arvopaperikeskuksista annetulla asetuksella⁵¹ ja toisella rahoitusmarkkinadirektiivillä, on poistettu monia arvopapereiden rajat ylittävän selvityksen ja toimituksen esteitä. Koska monet säännökset eivät ole vielä tulleet voimaan ja yhteinen TARGET2-Securities (T2S) -järjestelmäalusta on juuri otettu käyttöön, kaupan jälkeisessä ympäristössä on meneillään suuria muutoksia. Nämä muutokset lisäävät kaupan jälkeisen infrastruktuurin rakenteiden uudistamisen tarvetta ja edistävät samalla innovatiivisia markkinakäytäntöjä, erityisesti vakuuksien hallinnassa. Markkinoita on seurattava, jotta voidaan varmistaa, että lainsäädäntö pysyy muuttuvien käytäntöjen tasalla ilman että kaupan jälkeisen järjestelmän turvallisuus ja tehokkuus heikkenevät.

Edistymisestä huolimatta tehokkaan rajat ylittävän selvityksen ja toimituksen tiellä on vielä esteitä – joista osa mainittiin jo yli kymmenen vuotta sitten Giovanninin raportissa⁵². Monet näistä esteistä johtuvat kansallisten omaisuus- ja maksukyvyttömyyslakien eroista ja arvopapereiden hallussapitoa koskevista kansallisista laeista, joissa on suuria eroja omaisuuserien oikeudellisen luonteen osalta. Nämä erot voivat aiheuttaa maksukyvyttömyystilanteessa epävarmuutta siitä, kuka arvopaperin omistaa ja kenen oikeudet ovat etusijalla. Tällaisiin peruskysymyksiin liittyvä epävarmuus aiheuttaa merkittäviä oikeudellisia riskejä, esimerkiksi vakuuksien täytäntöönpanokelpoisuuden osalta, ja voi uhata rajat ylittävän selvityksen ja vakuuksien virtojen häiriönsietokykyä.

Tehokkaampien ja kestävämpien kaupan jälkeisten järjestelmien ja vakuuksia koskevien markkinoiden tukemiseksi komissio toteuttaa laajemman selvityksen siitä, miten Giovanninin raportissa mainittujen rajat ylittävää selvitystä ja toimitusta haittaavien esteiden poistamisessa on edistytty viimeaikaisen lainsäädännön täytäntöönpanon ja markkinainfrastruktuurin kehittymisen jälkeen.

6.2. Rajat ylittäviä investointeja koskevien kansallisten esteiden poistaminen

Oikeudellisen ja valvontakehyksen johdonmukainen soveltaminen, täytäntöönpano ja noudattaminen on oleellista pääoman vapaan liikkuvuuden ja tasapuolisten toimintaedellytysten luomisen kannalta. Nyt, kun merkittävä määrä rahoitusta koskevia EU:n säännöksiä on tullut voimaan rajat ylittävien investointien helpottamiseksi, on keskityttävä panemaan ne tehokkaasti täytäntöön ja valvomaan niiden noudattamista. Esteet ovat voineet saada alkunsa kansallisesta lainsäädännöstä tai hallinnollisista käytännöistä. Joidenkin osalta kyseessä voi olla EU:n vähimmäissäännösten ylisääntely, kun taas osa voi johtua EU:n sääntöjen erilaisesta soveltamisesta. Jotkin esteet johtuvat kansallisista toimenpiteistä, joita on

⁵⁰ Asetus (EU) N:o 648/2012.

⁵¹ Asetus (EU) N:o 909/2014.

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

toteutettu sellaisilla aloilla, joilla ei ole annettu EU:n lainsäädäntöä tai jotka ovat jäsenvaltioiden vastuualueita.

Komissio pyrkii yhdessä jäsenvaltioiden kanssa tunnistamaan ja poistamaan esteet, joihin ei ole puututtu muilla toimilla, valvonnan lähentäminen mukaan lukien. Komissio aikoo

- perustaa 28 kansallisen yhteyspisteen verkoston ja käynnistää kahdenväliset keskustelut mahdollisuudesta toteuttaa kansallisia toimia esteiden poistamiseksi;
- kehittää parhaita käytäntöjä ja tulostauluja sekä antaa suosituksia ja ohjeita yhteyspisteverkoston työn pohjalta.

Yhteistyössä jäsenvaltioiden kanssa komissio aikoo kartoittaa perusteettomat pääoman vapaan liikkuvuuden kansalliset esteet ja pyrkii poistamaan ne. Tällaiset hyvin toimivan pääomamarkkinaunionin toteutumista haittaavat esteet voivat johtua muun muassa yhteisen säännösten riittämättömästä täytäntöönpanosta tai eroista sen tulkinnassa sekä kansallisesta lainsäädännöstä. Komissio julkaisee asiaa koskevan kertomuksen vuoden 2016 loppuun mennessä.

Maksukyvyttömyys- ja uudelleenjärjestelymenettelyjen lähentäminen lisää rajat ylittävää toimintaa harjoittavien sijoittajien oikeusvarmuutta ja kannustaisi toteuttamaan vaikeuksissa olevissa mutta elinkelpoisissa yrityksissä uudelleenjärjestelyt riittävän ajoissa. Kuulemiseen vastanneet olivat yleisesti yhtä mieltä siitä, että sijoittajien on vaikea arvioida luottoriskiä erityisesti rajat ylittävissä investoinneissa, koska maksukyvyttömyyslainsäädäntö on tehotonta ja vaihtelee maittain.

Maailmanpankin Doing Business 2015 -raportissa maat luokitellaan niiden maksukyvyttömyysjärjestelyjen perusteella paremmuusjärjestykseen asteikolla 0–16. EU:n yksinkertainen keskiarvo on 11,6 eli se on 5 prosenttia alhaisempi kuin OECD:n korkean tulotason maiden keskiarvo (12,2). Joidenkin jäsenvaltioiden tulos oli alle 8.

Komissio antoi vuonna 2014 uutta lähestymistapaa liiketoiminnan epäonnistumiseen ja yritysten maksukyvyttömyyteen koskevan suosituksen⁵³, jossa jäsenvaltioita kannustetaan toteuttamaan uudelleenjärjestelyjä varhaisessa vaiheessa ja antamaan yrittäjille ”uusi mahdollisuus”. Suosituksessa vahvistetaan yhteiset periaatteet taloudellisissa vaikeuksissa olevia yrityksiä koskeville kansallisille maksukyvyttömyysmenettelyille ja määritetään toimenpiteet, joiden tavoitteena on lyhentää menettelyjen kestoja ja vähentää pk-yritysten kustannuksia (esimerkiksi käyttämällä vakiomuotoisia lomakkeita ja etäviestintävälineitä). Vaikka on selvää, että suositus on hyödyttänyt niitä jäsenvaltioita, joissa maksukyvyttömyyteen liittyviä uudistuksia on toteutettu, komission tekemän arvioinnin⁵⁴ mukaan se on kuitenkin pantu täytäntöön vain osittain myös mainituissa uudistuksissa toteuttaneissa jäsenvaltioissa.

Komissio aikoo ehdottaa, että suosituksesta saadun kokemuksen pohjalta käynnistetään yritysten maksukyvyttömyyttä koskeva lainsäädäntöaloite, joka kattaa myös varhaisen vaiheen uudelleenjärjestelyn ja uuden mahdollisuuden antamisen. Aloitteella pyritään

⁵³ C(2014) 1500 final, 12.3.2014.

⁵⁴ Arviointi uutta lähestymistapaa liiketoiminnan epäonnistumiseen ja yritysten maksukyvyttömyyteen koskevan suosituksen täytäntöönpanosta (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm).

poistamaan merkittävimmät pääoman vapaan liikkuvuuden esteet ja hyödyntämään hyvin toimivia kansallisia järjestelmiä.

Myös verotus on erittäin tärkeä tekijä rajat ylittäviä investointeja koskevassa päätöksenteossa. On tunnustettu kaksi erityisesti verotukseen liittyvää rajat ylittävien investointien estettä, joilla on pääomamarkkinaunionin kannalta olennainen merkitys. Ensinnäkin monet sijoittajat korostivat sitä, että tällä hetkellä niiden asemaa rajat ylittävien investointien tekemisessä heikentää se, että kotimaisen veron lisäksi niiltä kannetaan myös paikallinen lähdevero, jonka takaisin saaminen on lähes mahdotonta. Ongelma johtuu erilaisista kansallisista lähdeveron soveltamistavoista ja monimutkaisista menettelyistä, joilla voi hakea lähdeverojen alentamista. Myös eläkerahastojen ja henkivakuutusyhtiöiden mahdollisesti syrjivä verotus haittaa rajat ylittäviä investointeja.

Kannustaakseen jäsenvaltioita ottamaan käyttöön tulon lähteellä sovellettavia lähdeverojärjestelmiä ja luomaan nopeat ja standardoidut palautusmenettelyt komissio edistää parhaita käytäntöjä ja kehittää jäsenvaltioiden kanssa käytännesäännöt lähdeveron alentamista koskevista periaatteista. Komissio aikoo myös toteuttaa tutkimuksen henkivakuutusyhtiöiden ja eläkerahastojen tekemiä rajat ylittäviä investointeja koskevista syrjivistä veroesteistä ja käynnistää tarvittaessa rikkomismenettelyjä.

Tällä hetkellä jäsenvaltioiden välillä on voimassa noin 200 kahdenvälistä investointisopimusta ("EU:n sisäiset kahdenväliset investointisopimukset"), joissa asetetaan erilaisia rajat ylittävien investointien kohtelua koskevia vaatimuksia sisämarkkinoita varten ja jotka ovat ristiriidassa EU:n lainsäädännön kanssa. Komissio on hiljattain ryhtynyt oikeustoimiin tällaisia EU:n sisäisiä kahdenvälisiä investointisopimuksia vastaan. Komissio pyrkii yhdessä jäsenvaltioiden kanssa selvittämään, tarvitaanko lisätoimia rajat ylittävää toimintaa harjoittavia sijoittajia koskevien suoja-toimien tehostamiseksi ja sisämarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi investointikohteena.

6.3. Rahoitusvakauden ja valvonnan lähentämisen edistäminen

Pääomamarkkinaunionilla pyritään lisäämään EU:n rahoitusjärjestelmän sietokykyä edistämällä rahoituskanavien monipuolistamista⁵⁵. Samalla on seurattava valppaasti pääomamarkkinoilla syntyviä rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä. EU on viime vuosina toteuttanut erilaisia uudistuksia, joilla parannetaan pääomamarkkinoiden avoimuutta, sääntelyä ja vakautta, mukaan lukien johdannaismarkkinoiden riskien pienentäminen Euroopan markkinarakenneasetuksen avulla, turvallisempien ja avoimempien kaupankäyntisääntöjen käyttöön ottaminen rahoitusmarkkinadirektiivillä ja sen varmistaminen, että kaikki EU:ssa toimivat vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat kuuluvat vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin soveltamisalaan. Lisä-uudistuksia on luvassa arvopapereilla toteutettavista rahoitustoimista annetussa asetuksessa⁵⁶, rahamarkkinarahastojen koskevassa ehdotuksessa ja tulevassa

⁵⁵ EKP:n varapuheenjohtaja V. Constâncionin puhe.

⁵⁶ Arvopapereilla toteutettavista rahoitustoimista annetun asetuksen mukaisesti komissio antaa asianmukaisilla kansainvälisillä foorumeilla sekä EAMV:ssä, EPV:ssä ja EJRK:ssä suoritettavan työn tulosten pohjalta Euroopan parlamentille ja neuvostolle vuonna 2017 kertomuksen siitä, miten kansainvälisissä pyrkimyksissä lieventää arvopapereilla toteutettaviin rahoitustoimiin liittyviä riskejä on edistytty, sekä finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän suosituksista muuten kuin keskitetysti selvitettyjen arvopapereilla toteutettavien rahoitustoimien arvon alentamiseksi ja niiden asianmukaisuudesta Euroopan markkinoilla.

lainsäädäntöehdotuksessa, joka koskee keskusvastapuolten elvytystä ja kriisinratkaisua. Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän (FSB) ensisijaisena tavoitteena on kartoittaa sellaisten yhteisöjen ongelmat, jotka toimivat pääomamarkkinoilla pankkien tavoin, ja puuttua kyseisiin ongelmiin. Mahdollisia uusia järjestelmäriskkejä koskevalla globaalilla sääntelytavalla voitaisiin sekä tukea rahoitusvakautta että helpottaa rajat ylittäviä investointeja.

Komissio työskentelee yhdessä finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän ja valvontaviranomaisten sekä Euroopan järjestelmäriskikomitean (EJRK) kanssa arvioidakseen riskejä, joita rahoitusvakautteen mahdollisesti kohdistuu markkinapohjaisen rahoituksen vuoksi. Lisäksi tehdään lisäanalyysyjä, jotta esimerkiksi ymmärrettäisiin paremmin markkinalikviditeettiä ja rahoitusjärjestelmän keskinäisiä kytköksiä ja voitaisiin arvioida, olisiko kehitettävä uusia makrovakauden valvontavälineitä. Komissio tekee makrovakautteen liittyvät mahdolliset muutokset tulevan EJRK:n uudelleentarkastelun yhteydessä.

Kuulemisessa annettiin myönteistä palautetta niistä valvonnan rakenteista, joita EU:ssa on otettu käyttöön finanssikriisin jälkeen vuonna 2011. Vaikka Euroopan finanssivalvojien järjestelmän ja yhteisen säännösten täytäntöönpanossa on edistytty, kuulemiseen vastanneet korostivat myös, että on tärkeää varmistaa valvontakäytäntöjen lähentyminen ja EU:n finanssipalvelulainsäädännön johdonmukainen täytäntöönpano ja soveltaminen – samaa korostettiin myös viiden puheenjohtajan kertomuksessa Euroopan talous- ja rahaliiton viimeistelystä.

Viime vuosina hyväksytyssä pääomamarkkinoita koskevassa lainsäädännössä Euroopan valvontaviranomaisille annetaan tärkeä rooli useilla aloilla. Kuulemispalautteessa erityisesti EAMV:n haluttiin omaksuvan vahvemman roolin pääomamarkkinoiden sääntelyä koskevien valvontakäytäntöjen lähentämisessä ja markkinoihin liittyvässä raportoinnissa sekä sen varmistamisessa, että yhteistä säännöstöä sovelletaan yhdenmukaisesti koko EU:ssa. Viime vuosien pyrkimysten pääomamarkkinoita koskevan yhteisen säännösten luomiseksi olisi tarkoitus muuttaa pääomamarkkinoita yhdentyneemmiksi ja tehokkaammiksi. Tukeakseen syvempää taloudellista yhdentymistä EAMV:n on panostettava valvonnan tulosten lähentämiseen EU:ssa, myös tilinpidossa sen varmistamiseksi, että sisämarkkinat toimivat hyvin. EAMV voisi keskittyä enemmän parhaiden käytäntöjen tunnistamiseen, tukemiseen ja edistämiseen, jotta varmistetaan valvontatekniikoiden tehokkuus eri jäsenvaltioissa ja tulosten vertailukelpoisuus koko EU:ssa. Tätä varten EAMV:n olisi hyödynnettävä käytettävissään olevia välineitä, erityisesti temaattisia ja maakohtaisia vertaisarviointeja, järjestelmällisemmin ja tehokkaammin.

Komissio tekee EAMV:n kanssa yhteistyötä sellaisen strategian laatimiseksi ja toteuttamiseksi, jolla edistetään valvonnan lähentämistä ja tunnistetaan alat, joilla pääoman sisämarkkinoiden toimintaa voidaan parantaa nykyistä yhtenäisemmällä toimintatavalla. Komissio tekee EAMV:n kanssa yhteistyötä myös temaattisiin ja maakohtaisiin vertaisarviointeihin perustuvan päätöksenteon tehostamiseksi. Komissio aikoo julkaista vuonna 2016 valkoisen kirjan Euroopan valvontaviranomaisten hallintotavasta ja rahoituksesta.

Pääomamarkkinaunioni on tyypillinen sisämarkkinahanke, joka hyödyttää kaikkia 28 jäsenvaltiota. Jotta pääomamarkkinoiden koko potentiaali voidaan hyödyntää, komissio aikoo laatia rakenneuudistusten tukipalvelun kautta suunnitelman teknisen tuen tarjoamisesta jäsenvaltioille, jotta nämä voivat tarvittaessa vahvistaa tiettyjä valmiuksia kansallisilla pääomamarkkinoilla.

6.4. Kansainvälisten investointien helpottaminen

Jotta EU:n pääomamarkkinat voivat menestyä, niiden on oltava avoimet ja maailmanlaajuisesti kilpailukykyiset. Niiden on myös pystyttävä houkuttelemaan lisää omaa ja vierasta pääomaa kansainvälisiltä sijoittajilta. Pääomamarkkinaunioni auttaa houkuttelemaan lisää ulkomaisia sijoittajia EU:n pääomamarkkinoille poistamalla rajat ylittäviin toimiin liittyviä oikeudellisia ja hallinnollisia kustannuksia ja lähentämällä valvonnan tuloksia koko Euroopassa. Pääomamarkkinoiden globaalin luonteen vuoksi pääomamarkkinaunionissa on otettava huomioon maailmanlaajuinen toimintaympäristö ja varmistettava, että eurooppalaiset pääomamarkkinat ovat jatkossakin olennainen osa kansainvälistä rahoitusjärjestelmää. Komissio jatkaa tiivistä yhteistyötä EU:n jäsenvaltioiden ja kolmansien maiden kanssa kansainvälisillä foorumeilla, kuten finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmässä ja kansainvälisessä arvopaperimarkkinavalvojen yhteisössä (IOSCO), valvontaan liittyvien poliittisten näkemysten lähentämiseksi siten, että ne tukevat globaalien pääomamarkkinoiden kehitystä. Lisäksi komissio pyrkii luomaan puitteet tärkeimpien kolmansien maiden kanssa tehtävää finanssipalvelualan sääntely-yhteistyötä varten, jotta pääomamarkkinoiden yhdentymistä voidaan tehostaa.

EU:n kansainvälisellä kauppaa- ja investointipolitiikalla on tärkeä rooli tuettaessa kansainvälisiä investointeja. Kansainvälisillä kauppaa- ja investointisopimuksilla vapautetaan pääoman liikkeitä, säännellään markkinoille pääsyä ja investointeja, myös finanssipalvelujen tarjontaa, sekä edistetään riittävän suojan ja tasapuolisten toimintaedellytysten tarjoamista sijoittajille. Komissio aikoo myös edelleen osallistua pääoman vapaata liikkuvuutta koskevaan kansainväliseen työhön, johon kuuluvat myös OECD:n pääomanliikkeiden vapauttamista koskevat käytännesäännöt.

7. JATKOTOIMET JA SEURANTA

Tässä toimintasuunnitelmassa esitetään ensisijaiset toimet, joita tarvitaan investointien edistämiseksi kaikissa jäsenvaltioissa ja koko EU:ssa sekä säästämisen yhdistämiseksi paremmin kasvuun. Valmistelun aikana ehdotetuista toimista järjestetään asianmukaiset kuulemiset. Lisäksi tehdään vaikutusten arviointi vaihtoehtoista, joilla tavoitteet voidaan saavuttaa.

Mainittujen toimien hyväksyminen ja menestyksenkäs täytäntöönpano edellyttävät herkeämätöntä ja vahvaa sitoutumista. Hanke hyödyttää kaikkia 28 jäsenvaltiota, ja komissio tekee jäsenvaltioiden ja Euroopan parlamentin kanssa tiivistä yhteistyötä ehdotusten eteen päin viemiseksi.

Jotta hanke saadaan vauhdilla käyntiin, jo tässä vaiheessa esitetään joitakin konkreettisia ehdotuksia, ja lähitulevaisuudessa aiotaan esittää lisäehdotuksia. Ensimmäisiin toimiin kuuluu kattava arvopaperistamista koskeva paketti, joka sisältää vakavaraisuusasetuksen päivitettyt kalibroinnit, Solvenssi II -direktiiviin tarkistetut kalibroinnit ja infrastruktuurin määritelmän sekä esitedirektiivin tarkistamista koskevan ehdotuksen. Muilla aloilla saattaa olla tarpeen järjestää lisää intressitahojen kuulemisia. Samanaikaisesti komissio aikoo keskustella jäsenvaltioiden kanssa muun muassa vero- ja maksukyvyttömyyskysymyksistä, jotta niissä edistytäisiin keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Pääomamarkkinaunionin onnistuminen riippuu myös markkinatoimijoista. Rahoituksen välittäjien on tehtävä osuutensa asiakkaiden luottamuksen palauttamiseksi ja pääomamarkkinoiden luotettavuuden lisäämiseksi Euroopassa. Tähän toimintasuunnitelmaan kuuluu markkinalähtöisiä aloitteita, ja komissio kehottaa asianomaisia osapuolia nostamaan näiden alojen kehittämisen ensisijaiseksi tavoitteeksi.

Lisäksi komissio pyrkii edelleen kartoittamaan syvempien pääomamarkkinoiden tehottomimmat kohdat ja suurimmat esteet Euroopassa ja selvittämään, miten ne voidaan parhaiten poistaa unohtamatta vahvaa sijoittajansuojaa ja markkinavalvontaa.

Vuosikertomusten lisäksi komissio laatii vuonna 2017 kattavan tilannekatsauksen, jonka perusteella voidaan päättää mahdollisista lisätoimista.

Komissio raportoi edistymisestä säännöllisesti Euroopan parlamentille ja jäsenvaltioille.

Liite 1: Toimien luettelo ja alustava aikataulu

Innovaatiotoiminnan, uusien yritysten ja listaamattomien yritysten rahoittaminen		
Riskipääoman ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen tukeminen	Yleiseurooppalaisia riskipääomarahasto-osuusrahastoja ja useammassa maassa toimivia rahastoja koskevat ehdotukset	Vuoden 2016 toinen neljännes
	EuVECA- ja EuSEF-lainsäädännön uudelleentarkastelu	Vuoden 2016 kolmas
	Tutkimus riskipääomaa ja bisnesenkeleitä koskevista kansallisista verokannustimista	Vuonna 2017
Pk-yritysinvestointeja haittaavien tiedotusesteiden raivaaminen	Palaute, jota pankit antavat pk-yrityksille niiden luottohakemusten hylkäämisen yhteydessä	Vuoden 2016 toinen
	Nykyisten paikallisten tai kansallisten tuki- ja neuvontavalmiuksien kartoittaminen eri puolilla EU:ta	Vuonna 2017
	Yleiseurooppalaisten tiedotusjärjestelmien kehittämistä ja tukemista koskeva selvitys	Vuonna 2017
Innovatiivisen yritysrahoituksen edistäminen	Joukkorahoitusta koskeva kertomus	Vuoden 2016
	Koordinoidun toimintatavan kehittäminen rahastojen lainanantoa varten ja EU:n kehityksen tarpeellisuuden arviointi	Vuoden 2016 viimeinen neljännes
Toimet, joilla helpotetaan yritysten pääsyä julkisille markkinoille ja yritysten pääoman hankintaa julkisilta markkinoilta		
Julkisille markkinoille pääsyn helpottaminen	Ehdotus esitedirektiivin nykyaikaistamisesta	Vuoden 2015
	Niiden sääntelyesteiden uudelleentarkastelu, joita pk-yritykset kohtaavat pääsyssä kaupankäynnin kohteeksi	Vuonna 2017
	EU:n yritysainamarkkinoiden uudelleentarkastelu erityisesti markkinoiden likviditeetin parantamisen kannalta	Vuonna 2017
Oman pääoman ehtoisen rahoituksen tukeminen	Velkarahoituksen edullisen verokohtelun tarkastelu osana yhteistä yhdistettyä yhtiöveropohjaa (CCCTB) koskevaa lainsäädäntöehdotusta	Vuoden 2016 viimeinen neljännes
Pitkän aikavälin investoinnit, kestävät investoinnit ja infrastruktuuri-investoinnit		
Infrastruktuuri-investointien tukeminen	Solvensi II:n kalibrointien mukauttaminen vakuutusyhtiöiden infrastruktuuri-investointien ja niiden eurooppalaisiin pitkäaikaissijoitusrahastoihin tekemien	Vuoden 2015 kolmas neljännes
	Vakavaraisuusasetuksen uudelleentarkastelu pankkien osalta ja tarvittaessa infrastruktuuri-kalibrointien muuttaminen	Meneillään
EU:n finanssipalvelusäännösten johdonmukaisuuden varmistaminen	Kannanottoopyyntö finanssialan uudistuksen kumulatiivisista vaikutuksista	Vuoden 2015 kolmas neljännes
Yksityis- ja yhteisöinvestointien edistäminen		

Yksityissijoittajien valinnanvaran ja kilpailun lisääminen	Vihreä kirja vähittäisrahoituspalveluista ja vakuutuksista	Vuoden 2015 viimeinen neljännes
Yksityissijoittajien auttaminen parempien sijoituspäätösten tekemisessä	EU:n vähittäissijoitustuotteiden markkinoiden arviointi	Vuonna 2018
Eläkesäästämisen tukeminen	Arviointi eurooppalaisia henkilökohtaisia eläkkeitä koskevien toimintapuitteiden tarpeellisuudesta	Vuoden 2016 viimeinen neljännes
Yhteisösijoittajien ja rahastonhoitajien valinnanvaran lisääminen	Arviointi yksityisten pääomasijoitusten ja suljetulle sijoittajajoukolla suunnattujen velkainstrumenttien vakavaraisuuskohtelusta Solvenssi II:ssa Sijoitusrahastojen rajat ylittävän markkinoinnin merkittävimpiä esteitä koskeva kuuleminen	Vuonna 2018 Vuoden 2016 toinen neljännes
Pankkikapasiteetin valjastaminen talouselämän tueksi		
Paikallisten rahoitusverkostojen vahvistaminen	Selvitetään mahdollisuutta, että kaikki jäsenvaltiot antaisivat toimiluvan luotto-osuuskunnille, joihin ei sovelleta pankkeja koskevia EU:n pääomavaatimuksia.	Meneillään
EU:n arvopaperistamismarkkinoiden luominen	Yksinkertaisia, läpinäkyviä ja standardoituja arvopaperistamisia (STS) koskeva ehdotus ja pankkien pääomavaatimusten kalibroinnin tarkistaminen	Vuoden 2015 kolmas neljännes
Pankkien talouselämälle myöntämän rahoituksen tukeminen	Katettujen joukkolainojen EU:n laajuista kehystä ja pk-yritysten lainoitusta koskevia vastaavia rakenteita koskeva kuuleminen	Vuoden 2015 kolmas neljännes
Rajat ylittävien investointien helpottaminen		
Rajat ylittäviä investointeja koskevien kansallisten esteiden poistaminen	Kertomus pääoman vapaata liikkuvuutta koskevista kansallisista esteistä	Vuoden 2016 viimeinen neljännes
Rajat ylittävien investointien markkinainfrastruktuurin parantaminen	Arvopaperien omistusta koskevia sääntöjä ja velkasaamisten siirtämisen vaikutusta kolmansiin osapuoliin koskevat kohdennetut toimet Katsaus edistymiseen Giovanninin raportissa mainittujen jäljellä olevien esteiden poistamisessa	Vuonna 2017 Vuonna 2017
Maksukyvyttömyysmenettelyjen lähentäminen	Yritysten maksukyvyttömyyttä koskeva lainsäädäntöaloite, jossa käsitellään merkittävimpiä pääoman vapaan liikkuvuuden esteitä	Vuoden 2016 viimeinen neljännes
Rajat ylittävien veroesteiden poistaminen	Parhaat käytännöt ja käytännesäännöt tulon lähteellä sovellettavia lähdeverojärjestelmiä koskevia menettelyjä varten	Vuonna 2017
	Tutkimus syrjivistä verotuksellisista esteistä, joita	Vuonna

	eläkerahastoihin ja henkivakuutusyhtiöihin kohdistuu rajat ylittävissä toimissa	2017
Valvonnan lähentäminen ja pääomamarkkinoiden valmiuksien kehittäminen	Valvonnan lähentämistä koskeva strategia, jolla parannetaan pääoman sisämarkkinoiden toimintaa Valkoinen kirja Euroopan valvontaviranomaisten Strategia teknisen avun tarjoamiseksi jäsenvaltioille pääomamarkkinoiden valmiuksien kehittämisessä	Meneillään Vuoden 2016 toinen Vuoden 2016 kolmas neljännes
Rahoitusvakauden ylläpitämistä koskevien valmiuksien parantaminen	EU:n makrovakauden kehyksen uudelleentarkastelu	2017