



Bruxelles, 30.9.2015.
COM(2015) 468 final

**KOMUNIKACIJA KOMISIJE EUROPSKOM PARLAMENTU, VIJEĆU,
EUROPSKOM GOSPODARSKOM I SOCIJALNOM ODBORU I ODBORU REGIJA**

Aksijski plan o izgradnji unije tržišta kapitala

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

Sadržaj

UVOD	3
1. POTICANJE RASTA – FINANCIJSKA SREDSTVA ZA INOVACIJE, NOVOOSNOVANA PODUZEĆA I NEUVRŠTENA PODUZEĆA	8
1.1. Financiranje početne faze	8
1.2. Rana faza rasta	9
1.3. Potpora MSP-ovima koji traže financiranje	10
1.4. Kreditni fondovi	12
1.5. Privatni plasmani	12
2. OMOGUĆITI DRUŠTVIMA JEDNOSTAVNIJI ULAZAK I PRIKUPLJANJE KAPITALA NA JAVNIM TRŽIŠTIMA.....	14
3. DUGOROČNA ULAGANJA: INFRASTRUKTURNA I ODRŽIVA ULAGANJA.....	17
3.1. Poboljšanje ulagačkog okruženja s pomoću regulatornog okvira	17
3.2. Podrška dugoročnom i infrastrukturnom financiranju	18
3.3. Iskorištavanje financiranja za postizanje ekološke održivosti	19
3.4. Poziv na dostavu očitovanja o postojećem regulatornom okviru.....	19
4. POTICANJE ULAGANJA MALIH I INSTITUCIONALNIH ULAGAČA	20
4.1. Mali ulagači.....	20
4.2. Institucionalni ulagači	22
5. ISKORIŠTAVANJE KAPACITETA BANAKA RADI POTPORE ŠIREM GOSPODARSTVU.....	24
6. OLAKŠAVANJE PREKOGRANIČNOG ULAGANJA	26
6.1. Pravna sigurnost i tržišna infrastruktura za prekogranična ulaganja.....	26
6.2. Uklanjanje nacionalnih prepreka prekograničnom ulaganju.....	27
6.3. Promicanje financijske stabilnosti i konvergencije nadzora	29
6.4. Olakšavanje međunarodnih ulaganja	30
7. SLJEDEĆI KORACI I PRAĆENJE	31

UVOD

Glavni je prioritet Komisije jačanje gospodarstva Europe i poticanje ulaganja u cilju otvaranja radnih mjesta. Plan ulaganja od 315 milijardi EUR, koji je nova Komisija uspostavila i počela provoditi nakon manje od godinu dana od početka svojeg mandata, pomoći će u pokretanju tog procesa. Kako bi dugoročno ojačali ulaganja, potrebna su nam jača tržišta kapitala. Njima bi se osigurali novi izvori financiranja za poduzeća, proširile mogućnosti štednje i povećala otpornost gospodarstva. Upravo je zato uspostava istinskog jedinstvenog tržišta kapitala – unije tržišta kapitala svih 28 država članica – jedan od ključnih prioriteta predsjednika Junckera.

Slobodan protok kapitala jedno je od temeljnih načela na kojima je osnovan EU. Usprkos napretku ostvarenom tijekom proteklih 50 godina, europska tržišta kapitala i dalje su relativno nerazvijena i fragmentirana. Europsko gospodarstvo po veličini je jednako gospodarstvu SAD-a, no njegova su tržišta vlasničkih instrumenata više nego upola manja od američkih, dok su njegova tržišta dužničkih instrumenata manja od trećine američkih. Jaz između država članica veći je od onoga između Europe i SAD-a. Integriranim tržištima kapitala povećat će se učinkovitost te će se poduprijeti sposobnost Europe da financira rast.

Unijom tržišta kapitala ojačat će se treći stup Plana ulaganja za Europu, a korist od nje imat će svih 28 država članica. Istovremeno će se poduprijeti ekonomska i monetarna unija jer će se podržati gospodarska konvergencija i pomoći u ublažavanju gospodarskih šokova u europodručju, kako je navedeno u izvješću petorice predsjednika o dovršenju ekonomske i monetarne unije.

Snažnijim tržištima kapitala upotpunit će se snažna europska tradicija bankovnog financiranja i:

- **potaknuti veća ulaganja iz EU-a i ostatka svijeta:** unijom tržišta kapitala pomoći će se u mobilizaciji kapitala u Europi i njegovu usmjeravanju prema svim poduzećima, uključujući MSP-ove, te prema infrastrukturnim i dugoročnim održivim projektima kojima je on potreban za širenje i otvaranje radnih mjesta. Kućanstvima će omogućiti veći izbor rješenja za ostvarenje svojih ciljeva u pogledu mirovine.
- **bolje povezati financiranje s projektima ulaganja diljem EU-a:** države članice s malim tržištima i visokim potencijalom rasta mogu ostvariti znatnu korist od boljeg usmjeravanja kapitala i ulaganja u njihove projekte. Države članice s razvijenijim tržištima kapitala imat će korist od većih mogućnosti prekograničnih ulaganja i štednje.
- **financijski sustav učiniti stabilnijim:** integrirana financijska tržišta i tržišta kapitala mogu pomoći državama članicama, posebice onima u europodručju, da podijele učinak šokova. Širim rasponom izvora financiranja pomoći će se u podjeli financijskih rizika i smanjenju osjetljivosti građana i poduzeća EU-a na manju dostupnost kredita. Nadalje, razvijenijim tržištima vlasničkih instrumenata, za razliku od povećane zaduženosti, dugoročno se omogućuje više ulaganja.
- **povećati financijska integracija i tržišno natjecanje:** većom prekograničnom podjelom rizika, dubljim i likvidnijim tržištima te diversificiranim izvorima financiranja povećat će se financijska integracija, smanjiti troškovi i osnažiti europska konkurentnosti.

Jednostavno rečeno, unijom tržišta kapitala ojačat će se povezanost štednje i rasta. Štedišama i ulagačima omogućit će se veći izbor i bolji povrat, a poduzećima više mogućnosti financiranja u različitim fazama njihova razvoja.

Zašto je vrijedno truda?

Moguće koristi vidljive su iz nekoliko primjera. U usporedbi s američkim, europski MSP-ovi povlače pet puta manje sredstava s tržišta kapitala. Da su naša tržišta poduzetničkoga kapitala bila jednako toliko snažna, za financiranje poduzeća između 2009. i 2014. bilo bi na raspolaganju preko 90 milijardi EUR sredstava. Kada bi se sekuritizacije EU-a mogle na siguran način vratiti na prosječne razine izdavanja iz razdoblja koje je prethodilo krizi, banke bi privatnom sektoru mogle odobriti dodatne kredite u iznosu većem od 100 milijardi EUR, a kada bi sekuritizacija MSP-ova dosegla polovinu najvećeg iznosa tijekom krize, njome bi se omogućilo 20 milijardi EUR dodatnih sredstava. Velike su i potrebe za ulaganjima, primjerice, procjenjuje se da će za prijelaz EU-a na gospodarstvo s niskim razinama emisija ugljika godišnje biti potrebna ulaganja od 200 milijardi EUR¹.

Zahvaljujući uniji tržišta kapitala EU bi se trebao približiti situaciji u kojoj, primjerice, MSP-ovi mogu prikupiti sredstva jednako lako kao i velika poduzeća, u kojoj su troškovi ulaganja i pristup ulagačkim proizvodima usklađeni diljem EU-a, u kojoj je dobivanje sredstava na tržištu kapitala sve jednostavnije i u kojoj traženje financiranja u drugoj državi članici nije otežano bespotrebnim pravnim ili nadzornim preprekama.

Akcijski plan za uniju tržišta kapitala

Komisija je nakon savjetovanja koja su započela u veljači primila preko 700 odgovora. U svim je odgovorima istaknuta važnost izgradnje unije tržišta kapitala, a i Europski parlament² i Vijeće³ potvrdili su da snažno podupiru postupan pristup te da su pitanja utvrđena tijekom zajedničkih savjetovanja upravo ona kojima se potrebno posvetiti.

Za uspostavu unije tržišta kapitala nije dovoljna samo jedna mjera, već cijeli niz mjera čiji će učinak kumulativno biti značajan. Komisija će nastaviti rad na mjerama za uklanjanje prepreka koje postoje između novca ulagača i mogućnosti ulaganja te prepreka koje poduzećima otežavaju pronalazak ulagača. Osigurat će se što veća učinkovitost sustava za usmjeravanje tih sredstava, na nacionalnoj razini i prekogranično.

Budući da bi veća integracija tržišta kapitala i postupno uklanjanje preostalih nacionalnih prepreka mogli dovesti do novih rizika u pogledu financijske stabilnosti, poduprijet ćemo mjere kojima se povećava nadzorna konvergencija kako bi regulatorna tijela tržišta kapitala djelovala na jedinstven način i ojačala postojeće instrumente za razborito upravljanje sistemskim rizicima. Na temelju povratnih informacija i vlastite analize Komisija će nastaviti djelovati u sljedećim prioritetnim područjima:

Povećanje raznolikosti izvora financiranja za europska poduzeća i MSP-ove

Pri prikupljanju sredstava na tržištima kapitala europska poduzeća nailaze na prepreke u svakoj fazi financiranja svojeg razvoja te na javnim tržištima. Zbog tih prepreka manja poduzeća imaju ograničene mogućnosti prikupljanja sredstava vlasničkog i dužničkog financiranja. Komisija namjerava poduzeti sljedeće:

- modernizirati Direktivu o prospektu kako bi javno prikupljanje sredstava za poduzeća učinila jeftinijim, revidirati regulatorne prepreke za mala poduzeća uvrštena na tržištima

¹ PRIMES, Procjena utjecaja za 2030.

² Rezolucija Europskog parlamenta o izgradnji unije tržišta kapitala (2015/2634(RSP)).

³ [Zaključci Vijeća EU-a](#) o uniji tržišta kapitala od 19. lipnja.

vlasničkih i dužničkih instrumenata te poduprijeti aktivnosti uvrštavanja malih poduzeća s pomoću europskih savjetodavnih struktura,

- pokrenuti paket mjera za potporu financiranja poduzetničkim i vlasničkim kapitalom u EU-u, što obuhvaća pokretanje privatnih ulaganja upotrebom sredstava EU-a s pomoću paneuropskih krovnih fondova, regulatornu reformu i promicanje najbolje prakse u pogledu poreznih poticaja,
- promicati inovativne oblike financiranja poduzeća, primjerice skupno financiranje, privatni plasman i kreditne fondove, istovremeno osiguravajući zaštitu ulagača i financijsku stabilnost te
- proučiti načine uspostave paneuropskog pristupa kako bi se MSP-ovi bolje povezali s izvorima financiranja.

Osiguranje odgovarajućeg regulatornog okruženja za dugoročna i održiva ulaganja i financiranje europske infrastrukture

Da bi zadržala i povećala konkurentnost Europi je potrebna znatna količina novih dugoročnih održivih ulaganja. Javna potpora koja se ostvaruje mjerama kao što je Plan ulaganja za Europu od 315 milijardi EUR može pomoći, no za dugoročno oslobađanje privatnog ulaganja potrebne su dodatne mjere. Komisija namjerava poduzeti sljedeće:

- brzo revidirati kalibracije u okviru Solventnosti II. kako bi se bolje odrazio stvarni rizik infrastrukturnih ulaganja i nakon toga revidirati tretman izloženosti banaka infrastrukturi u okviru Uredbe o kapitalnim zahtjevima te
- u okviru Komisijine inicijative za bolju regulativu i na temelju rada koji je 2013. Europski parlament započeo u području usklađenosti zakonodavstva EU-a o financijskim uslugama, ocijeniti kumulativni utjecaj prethodnih regulatornih reformi kako bi se osigurala usklađenost i dosljednost.

Povećanje ulaganja i mogućnosti za male i institucionalne ulagače

Štednja građana kojom izravno ili neizravno upravljaju upravitelji imovinom, društva za životno osiguranje i mirovinski fondovi ključni su za oslobađanje tržišta kapitala. Savjetovanjem je utvrđeno da veće povjerenje, transparentnost, sigurnost i mogućnosti mogu malim ulagačima koji štede za budućnost pomoći u donošenju kvalitetnih odluka o ulaganju. Europski sektor upravljanja imovinom općenito dobro funkcionira, no potrebno je uložiti dodatne napore kako bi se ojačao sustav „putovnice” i prekogranično tržišno natjecanje. Komisija namjerava poduzeti sljedeće:

- u zelenoj knjizi koja će se objaviti krajem ove godine analizirati načine povećanja mogućnosti i tržišnog natjecanja u prekograničnim maloprodajnim financijskim uslugama i osiguranju. Procijenit će i regulatorni okvir za ulaganja malih ulagača, pri čemu će posebnu pozornost posvetiti poboljšanju transparentnosti te kvalitete i dostupnosti investicijskog savjetovanja u kontekstu povećanog pružanja usluga na internetu,
- proučiti načine povećanja izbora u području mirovinske štednje i izgraditi europsko tržište osobnih privatnih mirovina koje bi pružatelji mirovinskog osiguranja mogli ponuditi kao jednu od mogućnosti za privatne mirovine diljem EU-a te

- uspostaviti učinkovitu europsku putovnicu za fondove kojom se uklanjaju prekogranične naknade i prepreke u cilju povećanja tržišnog natjecanja i mogućnosti koje su na raspolaganju potrošačima.

Povećanje kreditnog kapaciteta banaka

Kao što su zajmodavci ključni za znatan dio gospodarstva, a posrednici za tržišta kapitala,

tako će banke imati ključnu ulogu u uniji tržišta kapitala. Banke imaju snažne lokalne spona i znanje: bankovno kreditiranje i dalje će, uz tržišta kapitala, za brojna poduzeća biti glavni izvor financiranja. Komisija namjerava poduzeti sljedeće:

- oživiti jednostavne, transparentne i standardizirane europske sekuritizacije kako bi se rasteretile bilance banaka i dugoročnim ulagačima osigurao pristup mogućnostima ulaganja,
- istražiti mogućnost da sve države članice imaju korist od djelovanja lokalnih kreditnih unija izvan okvira pravila EU-a o kapitalnim zahtjevima za banke,
- procijeniti mogućnost i način uspostave paneuropskog okvira za pokrivene obveznice na temelju uspješnih nacionalnih sustava te ispitati izvedivost sličnih instrumenata financiranja zajmova MSP-ovima.

Uklanjanje prekograničnih prepreka ulaganju i razvoj tržišta kapitala svih 28 država članica

Usprkos napretku ostvarenom posljednjih desetljeća u razvoju jedinstvenog tržišta kapitala, za prekogranična ulaganja i dalje postoje brojne prepreke. Neke od njih proizlaze iz nacionalnog zakonodavstva, primjerice zakonodavstva o insolventnosti, poreznog zakonodavstva i zakonodavstva o vrijednosnim papirima. Stoga namjeravamo poduzeti sljedeće:

- provesti savjetovanje o ključnim preprekama povezanim s insolventnosti i nastaviti rad na zakonodavnoj inicijativi o insolventnosti poduzeća, uklanjajući najvažnije prepreke slobodnom protoku kapitala i oslanjajući se na uspješne nacionalne sustave,
- riješiti pitanje nesigurnosti u pogledu vlasništva nad vrijednosnim papirima i nastaviti poboljšavati aranžmane poravnanja i namire prekograničnih transakcija vrijednosnih papira,
- promicati razvoj tržišta kapitala u svih 28 država članica u okviru europskog semestra i pružanjem prilagođene potpore državama članicama radi jačanja administrativnih kapaciteta s pomoću Komisijine Službe za potporu strukturnim reformama,
- surađivati s europskim nadzornim tijelima (ESA-e) u cilju razvoja i provedbe strategije potrebne za jačanje konvergencije nadzora i utvrđivanje područja u kojima se kolektivnijim pristupom može poboljšati funkcioniranje jedinstvenog tržišta kapitala,
- iskoristiti nadolazeću reviziju Europskog odbora za sistemske rizike (ESRB) i međunarodne napore kako bi se osiguralo da nacionalna i europska makrobonitetna tijela raspoložu instrumentima kojima mogu na odgovarajući način reagirati na razvoj događaja na tržištima kapitala.

Ovim se akcijskim planom utvrđuju temelji za uspostavu do 2019. integrirane unije tržišta kapitala koja dobro funkcionira i obuhvaća sve države članice. Iako je riječ je o dugoročnom projektu, brzo ćemo djelovati. U 2017. Komisija će ocijeniti postignuća i preispitati prioritete.

Smjer kojim je potrebno ići je jasan: potrebno je iz temelja izgraditi jedinstveno tržište kapitala, utvrditi prepreke i te ih ukloniti jednu po jednu, uspostaviti osjećaj poleta i poticati sve veće povjerenje u pogledu ulaganja u budućnost Europe. Slobodan protok kapitala jedno je od temeljnih načela na kojima je osnovan EU. Dopustite nam da nakon više od 50 godina od Ugovora iz Rima iskoristimo priliku i tu viziju pretvorimo u stvarnost.

1. POTICANJE RASTA – FINANCIJSKA SREDSTVA ZA INOVACIJE, NOVOOSNOVANA PODUZEĆA I NEUVRŠTENA PODUZEĆA

Novoosnovana poduzeća ključni su pokretač rasta u gospodarstvu. Diljem EU-a mala i srednja poduzeća (MSP-ovi) zapošljavaju dvije od svake tri osobe i proizvode 58 centa svakog eura dodane vrijednosti⁴. Poduzetnici s obećavajućim poslovnim planovima moraju biti u mogućnosti osigurati financiranje kako bi ostvarili svoje ideje. Uspješnim poduzećima trebat će pristup financiranju pod povoljnim uvjetima kako bi financirali svoj rast. Međutim, kanali financiranja za rastuća poduzeća koja žele prikupiti vlasnički kapital ili koja traže druge oblike kreditiranja izvan bankarskog sustava u Europi nisu razvijena. Upravo je to slučaj europskih MSP-ova, koji više od 75 % vanjskih sredstava primaju od banaka. Uspješna unija tržišta kapitala trebala bi proširiti raspon mogućnosti financiranja za rastuća poduzeća. Te bi mogućnosti trebale postojati i biti dostupne poduzetnicima u svih 28 država članica EU-a i u svakoj fazi financiranja vlastitog razvoja.

1.1. Financiranje početne faze

Zbog svojih snažnih lokalnih mreža i spona banke su u mogućnosti europskim MSP-ovima osigurati većinu vanjskog financiranja. K tome, posljednjih godina poduzećima je na raspolaganju sve više nebankovnih mogućnosti financiranja, od platformi za posuđivanje novca i donatorskih platformi, faktoringa, pozajmljivanja u ravnopravnim partnerstvima („peer-to-peer”), do skupnog financiranja koje se temelji na ulaganjima ili potpore od poslovnih anđela.

Primjerice, skupno se financiranje brzo razvijalo u nekim državama članicama. Trenutačno postoji više od 500 platformi koje pružaju niz usluga u EU-u⁵. Zbog pretežno lokalne dimenzije tih aktivnosti, države članice u kojima je najviše primjera skupnog financiranja poduzimaju korake kako bi razjasnile uvjete tog novog poslovnog modela. Platforme skupnog financiranja koje se temelji na vrijednosnim papirima mogu biti odobrene u skladu s Direktivom o tržištima financijskih instrumenata (MiFID) i raspolagati putovnicom za obavljanje reguliranih usluga i djelatnosti diljem EU-a⁶. Trenutačno ne postoji okvir EU-a kojim se uređuje skupno financiranje koje se temelji na pozajmljivanju. EU bi trebao pažljivo uspostaviti ravnotežu između ciljeva zaštite ulagača i stalnog povećanja skupnog financiranja.

⁴ Europska komisija (2014.), Godišnje izvješće o europskim MSP-ovima: djelomičan i nestabilan oporavak, str. 24.

⁵ Procjena utemeljena na podacima 22 država članica EU-a iz 2014. Izvor: Crowdsurfer Ltd i Ernst & Young LLP, *Crowdfunding: Mapping EU markets and events study* (Skupno financiranje: studija o prikazu tržišta i događanja EU-a), 2015.

⁶ Ako je platforma skupnog financiranja odobrena kao investicijsko društvo i ako je u skladu s odgovarajućim zahtjevima MiFID-a.

Umjesto da ga se potakne, preranim reguliranjem mogao bi se omesti rast tog brzorastućeg i inovativnog kanala financiranja. Komisija je uspostavila Forum dionika u području skupnog financiranja kako bi potaknula razvoj politike u tom području i pokrenula studiju radi prikupljanja i analize podataka o tržištima skupnog financiranja diljem EU-a i procjene utjecaja nacionalnog zakonodavstva. Komisija će na temelju postojećih rezultata rada⁷ objaviti izvješće o razvoju europskog skupnog financiranja.

Komisija će procijeniti nacionalne sustave i najbolju praksu te pratiti razvoj sektora skupnog financiranja te će nakon te procjene odlučiti o najboljem načinu razvoja tog novog kanala financiranja diljem Unije.

Poslovni anđeli često su iskusni poslovni ljudi koji žele pružiti financijsku i drugu potporu novoosnovanim poduzećima. Oni postaju sve važniji izvor vlasničkog kapitala u početnoj i ranoj razvojnoj fazi poduzeća. Iznos od 357 milijuna EUR koji su u 2013. uložili europski poslovni anđeli i dalje je neznatan⁸ te je više od pola tog iznosa bilo usmjereno na samo tri države članice EU-a (Ujedinjena Kraljevina, Španjolska i Francuska)⁹. Europi je potrebna jača mreža poslovnih anđela, koja bi mogla djelovati diljem EU-a. Komisija će nastaviti podupirati prekogranično umrežavanje i izgradnju kapaciteta u pogledu poslovnih anđela, s posebnim naglaskom na srednju i istočnu Europu, u cilju razvoja prekograničnih platformi kojima se poslovni anđeli povezuju s inovativnim MSP-ovima i olakšava sufinanciranje.

1.2. Rana faza rasta

Brzorastućim poduzećima s velikim potencijalom rasta, ali ograničenim obrtnim kapitalom, može se dogoditi da se u ključnom trenutku svojeg razvoja suoče s manjkom financijskih sredstava. Te potrebe često nije moguće riješiti samo prekoračenjima po bankovnom računu ili kratkoročnim pozajmljivanjem. U odgovorima prikupljenima tijekom savjetovanja utvrđeno je da je financiranje rasta faza u kojoj financijski sustav EU-a ima najlošije rezultate. Budući da ta poduzeća imaju potencijal da se u budućnosti razvijaju u velike poslodavce, društvo EU-a možda propušta izrazito velike prilike¹⁰.

Poduzetnički kapital ključan je kako bi se podupro rast i poduzetnicima ponudila mogućnost prikupljanja sredstava u Europi i iz inozemstva. Poduzetnički kapital obično je dugoročni (vlasnički) kapital usmjeravan s pomoću fondova kojima se privlači interes ulagača i diversificira rizik. Međutim, europski fondovi poduzetničkoga kapitala i dalje su relativno mali. Prosječni europski fond poduzetničkoga kapitala, koji iznosi približno 60 milijuna EUR, upola je manji od takvog fonda u SAD-u te je približno 90 % europskog ulaganja

⁷ Europsko nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, Mišljenje o skupnom financiranju koje se temelji na ulaganjima, ESMA/2014/1378 i ESMA/1560, 18. prosinca 2014.; Mišljenje Europskog nadzornog tijela za bankarstvo o skupnom financiranju koje se temelji na pozajmljivanju EBA/Op/2015/03 od 26. ožujka 2015.

⁸ Nisu sva ulaganja poslovnih anđela izravno mjeriva. Iz određenih procjena proizlazi da su u nekim europskim zemljama s dobro razvijenim tržištem poslovnih anđela ukupna ulaganja poslovnih anđela veća od ulaganja poduzetničkoga kapitala – vidi OECD (2011.), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors* (Financiranje brzorastućih poduzeća: uloga poslovnih anđela).

⁹ Izvor: zbirka statističkih podataka EBAN 2014. Dostupni su podaci za 21 državu članicu.

¹⁰ Podaci 15 zemalja OECD-a u razdoblju 2001. – 2011. upućuju na to da mlada poduzeća imaju ključnu ulogu u otvaranju novih radnih mjesta. Mlada poduzeća sustavno otvaraju više radnih mjesta od onih koja zatvaraju. Konkretno, mlada poduzeća s manje od 50 zaposlenika odgovorna su za približno 11 % zaposlenih, a općenito čine više od 33 % ukupno otvorenih novih radnih mjesta u poslovnom sektoru, dok je njihov udio u gubitku radnih mjesta približno 17 %. (Izvor: OECD (2013.), ljestvica rezultata u području znanosti, tehnologije i industrije).

poduzetničkoga kapitala usmjereno na samo 8 država članica¹¹. Podjela rizika javnog sektora može pridonijeti povećanju fondova poduzetničkoga kapitala u Europi i značaju tog sektora u svih 28 država članica te poslužiti kao katalizator ulaganja privatnog sektora i pridonijeti povećanju njegova omjera, diversifikacije i zemljopisnog dosega. Promicanje krovnih fondova posebno bi moglo privlačenjem institucionalnih ulagača povećati privatna ulaganja u poduzetnički kapital.

Zakonodavstvom EU-a pokušali su se uspostaviti regulatorni uvjeti za uspješan sektor poduzetničkoga kapitala EU-a. Konkretno, u Uredbi o europskim fondovima poduzetničkoga kapitala (EuVECA)¹² i Uredbi o europskim fondovima za socijalno poduzetništvo (EuSEF)¹³ utvrđeni su uvjeti pod kojima se ti fondovi mogu prodavati institucionalnim ulagačima i pojedincima s visokom neto vrijednošću diljem EU-a. Međutim, putovnice fondova EuVECA i EuSEF trenutno su raspoložive samo za manje upravitelje fondova koji upravljaju imovinskim portfeljima vrijednosti manje od 500 milijuna EUR. Izmjenama tih uredbi mogla bi se povećati učinkovitost navedenih putovnica, primjerice tako da se većim upraviteljima fondova dopusti da uspostave i prodaju fondove EuVECA i EuSEF, da se smanji minimalni prag ulaganja kako bi se privuklo više ulagača i ubrzaju prekogranični plasman i ulaganja.

Porezni poticaji mogu se iskoristiti i za poticanje financiranja vlasničkim kapitalom, posebno za inovativna i novoosnovana poduzeća¹⁴. Komisija će proučiti kako se nacionalnim poreznim poticajima u području poduzetničkoga kapitala i poslovnih anđela mogu potaknuti ulaganja u MSP-ove i novoosnovana poduzeća te promicati najbolja praksa u državama članicama.

Komisija će financiranje osigurano poduzetničkom kapitalu i MSP-ovima u okviru Plana ulaganja dopuniti sveobuhvatnim paketom mjera za potporu financiranju poduzetničkim i rizičnim kapitalom u EU-u. Mjere će obuhvaćati izmjene zakonodavstva o fondovima EuVECA i EuSEF te prijedloge za niz paneuropskih krovnih i višedržavnih fondova poduzetničkoga kapitala, koji iz proračuna EU-a primaju potporu radi mobilizacije privatnog kapitala. Taj sveobuhvatni paket obuhvaćat će i promicanje najbolje prakse u pogledu poreznih poticaja.

I nadležna tijela javne uprave mogu podupirati financijske institucije u uspostavi fondova za rast poduzeća u cilju promicanja vlasničkog kapitala MSP-ova. Razmjenom najbolje prakse među državama članicama o načinu uspostave fondova za rast poduzeća koristi tih mehanizama prenijele bi se na širi raspon MSP-ova. Komisija će surađivati s državama članicama i bonitetnim nadzornim tijelima u cilju podupiranja razvoja sektorom vođenih fondova za poslovni rast namijenjenih potpori vlasničkog kapitala u MSP-ovima.

1.3. Potpora MSP-ovima koji traže financiranje

Informacijski jaz između MSP-ova i ulagača može biti prepreka za nebankovno financiranje. Posebice troškovi traženja onemogućuju potencijalnim ulagačima pronalazak i procjenu poduzeća privlačnih za ulaganja. S jedne strane potrebno je osvijestiti mala poduzeća u potrazi za financiranjem o mogućnostima tržišnog financiranja koje su im na raspolaganju, a s druge strane potrebno je poduzeća učiniti vidljivijima potencijalnim lokalnim i paneuropskim ulagačima.

¹¹ Izvor: Europska udruga za privatni vlasnički i poduzetnički kapital.

¹² Uredba (EU) br. 345/2013.

¹³ Uredba (EU) br. 346/2013.

¹⁴ Komisijinim smjernicama o državnim potporama za rizično financiranje objašnjavaju se uvjeti pod kojima države članice mogu uspostaviti mehanizme promicanja poduzetničkoga kapitala.

Prvi je korak uputiti MSP-ove na mogućnosti tržišnog financiranja koje su im na raspolaganju s pomoću niza vladinih i tržišnih instrumenta. Ta bi komunikacija mogla započeti tako da banke obavijeste MSP-ove o razlozima odbijanja traženog kredita¹⁵, koji u nekim slučajevima mogu biti povezani s činjenicom da postoje druge prikladnije mogućnosti financiranja.

Savjetodavna potpora sve je dostupnija zahvaljujući nizu privatnih i javnih programa u nekim državama članicama¹⁶. Komisija će omogućiti razmjenu najbolje prakse u svrhu promicanja dostupnosti učinkovitih izvora informacija i potpore za MSP-ove koji traže tržišno financiranje u svim državama članicama.

Ta lokalna ili nacionalna infrastruktura za komunikaciju o novim mogućnostima financiranja mogla bi poslužiti kao element izgradnje informacijskog sustava koji povezuje potencijalne pružatelje vanjskog financiranja s MSP-ovima koji traže financiranje diljem Europe. Prekograničnim vezama mogli bi se povezati postojeći nacionalni sustavi u cilju povezivanja ulagača i MSP-ova diljem Europe. Sustavom koji povezuje nacionalne strukture zadržalo bi se lokalno znanje, koje je važno za sektor MSP-ova, i MSP-ovima omogućilo da niz ključnih financijskih i kreditnih podataka učine dostupnima ulagačima na europskoj razini. Kako bi taj sustav imao dodanu vrijednost, ključni podaci moraju biti dostatno usporedivi, tako da potencijalni ulagači diljem EU-a imaju precizan i pouzdan uvid u financijsko stanje MSP-ova. Sudjelovanje MSP-ova u tom sustavu i pružanje svih informacija bili bi na dobrovoljnoj osnovi. Nedavnom analizom¹⁷ kreditnih informacija MSP-ova koje je provela Komisija utvrđeno je da u EU-u postoji velika raznolikost informacija koje se razmjenjuju, načina razmjene i osoba koje im imaju pristup. Standardizacija kreditnih podataka omogućit će se novom ESB-ovom bazom podataka o kreditima poduzećima AnaCredit koja će 2018. postati dostupna na internetu.

Komisija će nastaviti rad na sveobuhvatnoj strategiji kako bi se prevladale informacijske prepreke koje MSP-ove i potencijalne ulagače sprečavaju u pronalaženju financiranja ili mogućnosti ulaganja, tako što će poduzeti sljedeće:

- **suradivati s europskim bankarskim federacijama i poslovnim organizacijama u cilju strukturiranja povratnih informacija dobivenih od banaka koje odbijaju zahtjeve MSP-ova za kreditiranje,**
- **suradivati s Europskom poduzetničkom mrežom u cilju utvrđivanja postojećih mogućnosti lokalne ili nacionalne potpore i savjetovanja u cijelom EU-u kako bi se promicala najbolja praksa u pogledu pomoći MSP-ovima koji bi mogli imati koristi od alternativnih izvora financiranja,**
- **na temelju rada ESB-a i država članica, istražiti kako razviti ili poduprijeti paneuropske informacijske sustave za povezivanje nacionalnih sustava kako bi se MSP-ovi koji traže financiranje povezali s pružateljima financiranja i, prema potrebi, poduzeti daljnje mjere.**

¹⁵ Kako je propisano najnovijom Uredbom o kapitalnim zahtjevima, članak 431. stavak 4.

¹⁶ Primjerice, Aktiespararna (Švedska), Médiateur du Credit (Francuska), Better Business Finance (Ujedinjena Kraljevina), Investomierz (Poljska), Industrie- und Handelskammern (Njemačka) itd.

¹⁷ Vidi Izvješće o europskoj financijskoj stabilnosti i integraciji, travanj 2015., poglavlje 7.

1.4. Kreditni fondovi

Veliki institucionalni ulagači ili investicijski fondovi mogu ulagati u srednja poduzeća ili im izravno dati zajmove (ponekad u partnerstvu s bankama), čime se dodatno diversificira kreditno posredovanje i povećavaju mogućnosti financiranja. Prema nekim procjenama, krajem 2014., 36 alternativnih zajmodavaca provelo je preko 350 transakcija u nešto više od dvije godine. Obujam poslova ostvarenih s pomoću fondova za izravne zajmove u Europi se između 2013. i 2014. povećao za 43 %. Trenutačno je aktivno 40 fondova za izravne zajmove (u usporedbi s 18 u 2012.), a u okviru novih fondova, njih 81, pokušava se prikupiti približno 70 milijardi EUR¹⁸, što bi u budućnosti moglo dovesti do uspostave potencijalno važnog izvora nebankovnog kredita.

EuVECA i europski fondovi za dugoročna ulaganja (ELTIF-ovi)¹⁹ mogu izdavati ograničenu količinu zajmova. Neke su države članice u svojem nacionalnom pravnom okviru uvele i posebne sustave kako bi utvrdile uvjete pod kojima se alternativnim investicijskim fondovima mogu izdati zajmovi. Zbog toga fondovi koji posluju prekogranično moraju ispunjavati različite zahtjeve u pogledu svoje djelatnosti izdavanja zajmova. Pojašnjenjem postupanja s kreditnim fondovima u regulatornom okviru mogao bi se pospješiti prekogranični razvoj te istovremeno osigurati da budu primjereno uređeni u pogledu zaštite ulagača i financijske stabilnosti.

Komisija će surađivati s državama članicama i ESA-ama u cilju procjene potrebe za usklađenim pristupom u pogledu davanja zajmova s pomoću fondova i potrebe za budućim okvirom EU-a.

1.5. Privatni plasmani

Europska poduzeća pokazuju sve veći interes za uporabu tržišta „privatnih plasmana” za prikupljanje kapitala (obično za iznose veće od 20 milijuna EUR) s pomoću izdavanja dužničkih instrumenata institucionalnim ili drugim iskusnim ulagačima. Taj kanal financiranja zbog ograničenog broja i vrste ulagača podrazumijeva blaže regulatorne zahtjeve²⁰. Privatni plasmani u Europi povećali su se 2014. za 30 %, s 13 milijardi EUR u 2013. na 17 milijardi EUR u 2014²¹. Međutim, europska poduzeća prikupila su još veću količinu sredstava zahvaljujući privatnim plasmanima na tržištima SAD-a. K tome, europski privatni plasmani ograničeni su na mali broj zemalja. Prethodno navedeno općenito je znak da postoji potencijal dodatnog razvoja tog kanala u Europi. Komisija je već utvrdila da su ograničeni standardizirani postupci i dokumentacija prepreke daljnjem razvoju. Stoga u potpunosti podupire rad ICMA-e²² i njemačkog sustava *Schuldscheine*²³ u pogledu navedenih

¹⁸ Izvor: AIMA, *Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment* (Financiranje gospodarstva: uloga upravitelja alternativnom imovinom u okruženju nebankovnog pozajmljivanja), svibanj 2015.

¹⁹ Uredba o europskim fondovima za dugoročna ulaganja, PE-CONS 97/14, 20. ožujka 2015.

²⁰ Uvršteno je 52 % operacija u području privatnog plasmana, osim onih na njemačkom tržištu *Schuldscheine*. Izvor: S&P, Prva rang lista europskih privatnih plasmana, 2015.

²¹ Izvor: S&P.

²² ICMA je u veljači 2015. objavila Vodič privatnih plasmana za poduzeća na paneuropskoj razini. U njemu se potiče upotreba standardizirane dokumentacije koju je pripremila udruženje *Loan Market Association* (uređeno engleskim pravom) i radna skupina *Euro-PP Working Group* (uređena francuskim pravom). Ta je inicijativa usmjerena isključivo na dug poduzeća.

pitanja te će s pomoću odgovarajućih inicijativa pokušati primijeniti i promicati najbolju praksu diljem EU-a.

²³ Primjerice, njemački sektor osiguranja razvio je jednostavan sustav, poznat pod nazivom BaFin, kojim se osiguravateljima omogućuje jednostavan izračun unaprijed određenog niza financijskih pokazatelja za procjenu kreditne sposobnosti te poštovanja kapitalnih zahtjeva u pogledu ulaganja u okviru privatnih plasmana.

2. OMOGUĆITI DRUŠTVIMA JEDNOSTAVNIJI ULAZAK I PRIKUPLJANJE KAPITALA NA JAVNIM TRŽIŠTIMA

Javne ponude dužničkih ili vlasničkih instrumenata glavni su izvor financiranja za srednja i velika poduzeća koja žele prikupiti više od 50 milijuna EUR. Njima se omogućuje pristup najširem spektru pružatelja financiranja, a privatnom vlasničkom kapitalu i poslovnim anđelima mogućnost izlaska. Javna tržišta ključna su za brzorastuća srednja poduzeća koja se žele afirmirati na svjetskoj sceni. Primjerice, poduzeća uvrštena na tržište AIM²⁴ u prosjeku su zabilježila rast prometa od 37 % i zaposlenosti od 20 % u roku od godine dana nakon inicijalne javne ponude (IPO)²⁵. Učinkovita javna tržišta stoga su ključna karika u lancu financiranja.

Iako su se posljednjih desetljeća europska javna tržišta vlasničkih i dužničkih instrumenata znatno razvila, ona i dalje zaostaju za drugim razvijenim gospodarstvima. K tome, među državama članicama EU-a postoje velike razlike, što je djelomično odraz razlike u veličini poduzeća i njihovim potrebama za sredstvima, a i sklonosti prema trajnom obiteljskom vlasništvu i kontroli nad društvima²⁶. Međutim, u okviru savjetovanja o uniji tržišta kapitala istaknuta je i proširena bojazan da regulatorno okruženje EU-a možda ne pogoduje daljnjem razvoju tih kanala financiranja. Primjerice, u nedavnom izvješću radne skupine EU-a za IPO procjenjuje se da za inicijalne javne ponude vrijednosti manje od 6 milijuna EUR sam trošak naknada za uvrštavanje iznosi 10 – 15 % vrijednosti operacije. Za usporedbu, za veće operacije (50 – 100 milijuna EUR) te naknade iznose približno 5 – 8 %²⁷. Trenutačno mnogi MSP-ovi smatraju da su ti početni (i tekući) troškovi uvrštavanja veći od koristi uvrštavanja na burzu²⁸. Smanjenjem troškova uvrštavanja moglo bi se većem broju poduzeća omogućiti prikupljanje kapitala na javnim tržištima²⁹.

Za poduzeća koja traže financiranje prospekt je rješenje za ulazak na javna tržišta. Prospekti su zakonom propisani dokumenti u kojima se navode sve informacije o poduzeću koje su ulagačima potrebne kako bi donijeli informiranu odluku u pogledu ulaganja. Zahtjevi koji se odnose na prospekt usklađeni su kako bi se omogućila usporedba mogućnosti ulaganja diljem EU-a. Međutim, izrada je prospekata skupa i zahtjevna, posebice za MSP-ove, i ti su prospekti obično dugi stotine stranica. Oni se mogu pokazati složenima i predetaljnima za ulagače, koji mogu imati poteškoća u pronalaženju informacija ključnih za ulaganje.

Komisija će modernizirati Direktivu o prospektu³⁰. Cilj je ažurirati odredbe kojima se utvrđuje kada je prospekt potreban, racionalizirati tražene informacije i postupak odobrenja te za MSP-ove uspostaviti uistinu proporcionalan sustav za izradu prospekata i pristup tržištima kapitala. Komisija će proučiti i kako podržati MSP-ove u postupku uvrštavanja s pomoću europskih savjetodavnih struktura, primjerice Europskog savjetodavnog centra za ulaganja.

²⁴ Multilateralna trgovinska platforma (MTF) londonske burze namijenjena MSP-ovima.

²⁵ Poboľšanje tržišnog učinka poslovnih informacija u pogledu MSP-ova, Konzorcij ECSIP 2013.

²⁶ U 2009. obiteljska poduzeća činila su više od 60 % svih europskih poduzeća. Izvor: Europska komisija, završno izvješće stručne skupine: Pregled pitanja povezanih s obiteljskim poduzećima: istraživanje, mreže, mjere politike i postojeće studije.

²⁷ Izvješće EU-a o inicijalnim javnim ponudama koje je objavila radna skupina za inicijalne javne ponude u Europi (European Issuers, EVCA i FESE), 23. ožujka 2015.

²⁸ Izvješće Demarigny, Zakon o malom poduzetništvu u pogledu europskog burzovnog prava, ožujak 2010.

²⁹ Nedavnom studijom Oxera pokazalo se da prosječni trošak za ulagače koji traže informacije u pogledu ulaganja iznosi 58 USD u SAD-u u odnosu na 430 EUR u EU-u.

³⁰ U okviru Komisijina programa REFIT za pojednostavnjenje i smanjenje regulatornog opterećenja.

Osim prospekta, postoji i niz drugih izazova za javno prikupljanje kapitala. Rastućim tržištima MSP-ova uvedenima MiFID-om II novim će se poduzećima od 2017. osigurati odskočna daska kako bi se pripremila za moguće uvrštavanje na veću burzu. Uspostava tog posebnog tržišta može biti od velikog značaja za poticanje lokalnih tržišta i mladih izdavatelja. Kako bi se najbolje iskoristile koristi tih posebnih platformi za uniju tržišta kapitala, Komisija će provedbom MiFID-a II osigurati da se zahtjevima koji se na njih odnose uspostavi odgovarajuća ravnoteža između postizanja dostatne zaštite ulagača i izbjegavanja nepotrebnog administrativnog opterećenja.

Ulagачe mogu privući potencijalni povrati i koristi diversifikacije koji se ostvaruju pristupom brzorastućim MSP-ovima na javnim burzama. Međutim, mogu ih odvratiti oskudni izvori informacija i niža razina likvidnosti³¹. Na temelju odgovora u okviru savjetovanja utvrđena su dva glavna izazova za MSP-ove koji se žele uvrstiti na burzu nedostatna pozornost koju financijski analitičari³² posvećuju MSP-ovima i dodatni zahtjevi u pogledu izvješćivanja. Mnogi MSP-ovi uvršteni za trgovanje na multilateralnim trgovinskim platformama (MTF-ovi) objavljuju financijske informacije samo na temelju nacionalnih računovodstvenih standarda, koje zbog nedostatka usporedivosti mogu biti nedostatne kako bi se zadovoljile potrebe međunarodnih ulagača. U suradnji s Odborom za međunarodne računovodstvene standarde (IASB) Komisija će istražiti i mogućnost razvoja dobrovoljnih prilagođenih računovodstvenih rješenja koja bi se mogla primjenjivati za poduzeća uvrštena za trgovanje na rastućim tržištima MSP-ova.

Komisija će revidirati regulatorne prepreke u pogledu uvrštavanja malih poduzeća za trgovanje na javnim tržištima i blisko surađivati s novim rastućim tržištima MSP-ova u okviru MiFID-a II kako bi se osiguralo da je regulatorno okruženje za ta tržišta inkubatore svrsishodno.

Za veća poduzeća korporativne obveznice ključni su mehanizam prikupljanja veće količine sredstava dužničkog financiranja. Zahvaljujući dosad najnižim kamatnim stopama, ukupna vrijednost korporativnih obveznica iskazanih u eurima koje su izdala nefinancijska društva gotovo se udvostručila između 2008. i 2014. dostigavši 340 milijardi EUR³³.

Unatoč rekordnom novom izdavanju neki su sudionici na tržištu izrazili bojazni u pogledu ograničene likvidnosti na sekundarnim tržištima, što otežava trgovinu tim instrumentima. Ograničena likvidnost može dovesti do viših premija nelikvidnosti i viših troškova pozajmljivanja. Kada bi se uvjeti kreditiranja pogoršali, pristup tržištima dužničkih instrumenata brzo bi se otežao za određena poduzeća.

Komisija će revidirati funkcioniranje EU-ovih tržišta korporativnih obveznica te pritom posebnu pozornost posvetiti poboljšanju likvidnosti tržišta, mogućem utjecaju regulatornih reformi, tržišnim kretanjima i dobrovoljnoj standardizaciji dokumentacije o ponudi.

³¹ Vidi studiju Komisije: 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 Primjerice, AGP je u odgovoru na savjetovanje naveo da 50 % MSP-ova uvrštenih na Euronext Amsterdama, Bruxellesa, Pariza i Lisabona nisu predmet financijske analize, a njih 16 % prati samo jedan analitičar.

³³ Izvor: Bloomberg.

Uspostavom konsolidiranog sustava objave vlasničkih instrumenata od 2017. i instrumenata koji su slični vlasničkim od 2018., kako je utvrđeno MiFID-om II, poboljšat će se za regulatorna tijela i sudionike na tržištu uvid u tržište, što bi trebalo povećati privlačnost europskih tržišta kapitala kao ulagačkog odredišta. Komisija će nastaviti pratiti razvoj u tom području.

Razlike u poreznom tretmanu različitih financijskih instrumenata mogle bi onemogućiti učinkovito financiranje tržišta kapitala. Povlašteni porezni tretman dužničkih instrumenata, koji proizlazi iz mogućnosti odbitka isplata kamata, na štetu je drugih financijskih instrumenata, posebno vlasničkih instrumenata. Rješavanjem te naklonjenosti sustava oporezivanja potaknulo bi se više vlasničkih ulaganja i ojačala kapitalna osnovica poduzeća. K tome, postoje očite koristi u pogledu financijske stabilnosti budući da bi poduzeća s jačom kapitalnom osnovicom bila manje osjetljiva na šokove, što posebno vrijedi za banke.

U okviru šire inicijative o zajedničkoj konsolidiranoj osnovici poreza na dobit (CCCTB) na kojoj se radi i za koju će novi prijedlog biti spreman 2016., Komisija će proučiti kako riješiti tu naklonjenosti dužničkim instrumentima u odnosu na vlasničke.

3. DUGOROČNA ULAGANJA: INFRASTRUKTURNA I ODRŽIVA ULAGANJA

Europi su potrebna znatna nova dugoročna i održiva ulaganja kako bi zadržala i povećala svoju konkurentnost i prešla na resursno učinkovito gospodarstvo s niskim udjelom ugljika. Unija tržišta kapitala pomoći će ulagačima u donošenju informiranih odluka o ulaganju i praćenju relevantnih rizika.

3.1. Poboljšanje ulagačkog okruženja s pomoću regulatornog okvira

Regulatorni okvir važan je čimbenik za ulagače pri donošenju odluka, posebice u pogledu dugoročnih ulaganja. Veliki institucionalni ulagači tradicionalni su pružatelji financiranja takvih sredstava. Osiguravajuća društva, mirovinski fondovi i tek uspostavljeni dužnički fondovi mogu imati koristi od stalnih tokova prihoda iz infrastrukturnog duga koji odgovara obvezama dužeg roka. Neke banke zajedno s nacionalnim razvojnim bankama aktivno sudjeluju u financiranju infrastrukture.

Donedavno su prekogranična ulaganja u infrastrukturu bila otežana zbog nepostojanja općepriznatih subjekata za prikupljanje sredstava i ulaganje. Nedavno donesenom Uredbom o Europskom fondu za dugoročno ulaganje (ELTIF), koja će se početi primjenjivati od prosinca 2015., uspostavlja se novi subjekt prekograničnog financiranja za takve dugoročne projekte (npr. infrastruktura za opskrbu energijom, prijevoz i komunikacije; industrijski i uslužni pogoni; stambeni prostor). U toj se Uredbi kombiniraju prednosti prekogranične putovnice s mogućnošću prikupljanja dugoročnog kapitala od manjih ulagača (lokalni mirovinski planovi, općine, korporativni mirovinski planovi itd.), uključujući male ulagače³⁴. Njome će se upraviteljima imovinom dati nova mogućnost da ulagačima osiguraju pristup mnogo širem rasponu imovine, uključujući infrastrukturnu imovinu, od onoga što je bilo moguće u okviru prethodnog regulatornog okvira. Nacionalni porezni tretmani bit će važni za primjenu ELTIF-ova te Komisija potiče države članice da na njih primijene isti porezni tretman kao i za slične nacionalne mehanizme.

Ključni regulatorni problem odnosi se na nepostojanje jasnog i odgovarajući kalibriranog izračuna regulatornog kapitala koji bi institucijski ulagači trebali imati za infrastrukturna ulaganja. Komisija će predložiti definiciju infrastrukturnih ulaganja kojima se omogućuje predvidljiva dugoročna likvidnost i čije rizike osiguravatelji mogu točno utvrditi i pratiti te njima upravljati. Zajedničkom definicijom omogućit će se postupanje s infrastrukturom kao s posebnom kategorijom imovine i uvođenje prilagodbi regulatornog okvira kada je to opravdano.

Banke nastavljaju imati važnu ulogu u davanju i ugovaranju zajmova za infrastrukturne projekte. Komisija je u srpnju 2015. objavila savjetodavni dokument o mogućem učinku Uredbe o kapitalnim zahtjevima (CRR)³⁵ i Direktive o kapitalnim zahtjevima (CRD IV)³⁶ na bankovno kreditiranje gospodarstva, u kojem se isto tako preispituju kapitalni zahtjevi za banke u pogledu dugoročnog financiranja i financiranja infrastrukture. Cilj je bolje razumjeti

³⁴ Upravitelji ovlašteni u skladu s AIFMD-om i s domicilom u EU-u mogu voditi te fondove kako bi ulagali u dugoročnu ili nelikvidnu imovinu ili imovinu koju je teško prodati, poput infrastrukturnih projekata i MSP-ova kojima treba stabilno višegodišnje financiranje. Zauzvrat, tom će se imovinom vjerojatno omogućiti viša premija nelikvidnosti ili stabilniji povrati, što ulagače kompenzira za neraspoloživost uložених sredstava prije određenog datuma.

³⁵ Uredba (EU) br. 575/2013.

³⁶ Direktiva 2013/36/EU.

učinak novih pravila o kapitalnim zahtjevima na raspoloživost sredstava za infrastrukturna ulaganja i druga ulaganja kojima se podupire održivi dugoročni rast.

U cilju olakšavanja financiranja infrastrukturnih ulaganja i održivih dugoročnih ulaganja u Europi Komisija predlaže reviziju kalibracija u okviru Solventnosti II kako bi se osiguralo da osiguravajuća društva podliježu regulatornom tretmanu koji bolje odražava rizik infrastrukturnih ulaganja i ulaganja u ELTIF-ove. Komisija će dovršiti reviziju CRR-a i unijeti eventualne izmjene kalibracija povezanih s infrastrukturom.

3.2. Podrška dugoročnom i infrastrukturnom financiranju

Zbog razmjera krize i prirode oporavka u gospodarstvu EU-a postoji veliki nedostatak infrastrukturnih ulaganja. Prema procjenama Europske investicijske banke (EIB) ukupne kumulativne potrebe za infrastrukturnim ulaganjima u EU-u mogle bi za razdoblje do 2020. doseći i 2 bilijuna EUR³⁷.

Institucijski i drugi privatni ulagači mogu biti važan izvor sredstava za infrastrukturna ulaganja jer se tim ulaganjima mogu osigurati stabilni povrati i relativno dobra kreditna povijest³⁸. Postoje naznake da ti ulagači žele sve više ulagati u infrastrukturne projekte. Za pokretanje najambicioznijih dugoročnih projekata i onih kojima se uvode najveće promjene često je potrebna javna intervencija³⁹.

U okviru Plana ulaganja s pomoću Europskog fonda za strateška ulaganja (EFSU) između 2015. i 2017. mobilizirat će se 315 milijardi EUR novih dodatnih ulaganja u EU-u, od čega će 240 milijardi EUR biti namijenjeno infrastrukturnim i inovativnim projektima. Europski portal projekata ulaganja predlagateljima projekata iz EU-a omogućit će da se povežu s potencijalnim ulagačima i da s njima razmijene svoje ideje i projekte ulaganja, a Europski savjetodavni centar za ulaganja (EIAH) nudit će jedinstvenu kontaktnu točku za smjernice i savjete u pogledu infrastrukturnih ulaganja u EU-u.

Novim Europskim fondom za strateška ulaganja (EFSU), kada je moguće u kombinaciji s europskim strukturnim i investicijskim fondovima (fondovi ESI), osigurava se cijeli niz mogućnosti financiranja i podjele rizika zahvaljujući upotrebi inovativnih financijskih instrumenata, poput platformi i fondova za ulaganja. Upotrebom struktura investicijskih fondova, po mogućnosti i u obliku ELTIF-ova kojima se može prikupiti kapital od malih ulagača, ili investicijskih platformi u okviru EFSU-a mogu se kombinirati javna i privatna sredstva te ostvariti bolji izgledi u pogledu rizika i povrata.

Kada je riječ o EFSU-u, Komisija i Europska investicijska banka (EIB) davat će smjernice u pogledu zahtjeva koje strukture sufinanciranja moraju poštovati kako bi mogle primati potporu iz navedenog fonda. Nadalje, u okviru EIAH-a ulagačima koji žele razmotriti upotrebu takvih struktura bit će raspoloživa tehnička pomoć. Osim toga, Komisija je

³⁷ Vidi radni dokument EIB-a br. 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe* (Privatno financiranje infrastrukture i ulaganje u Europi), str. 11.

³⁸ Iz globalne studije koju je provela agencija Moody's o stopama neispunjavanja obveza i naplate između 1983. i 2012. proizlazi da je za infrastrukturni sektor kumulativna stopa neispunjavanja obveza 6,6 %. Ta je stopa manja nego pri financiranju projekata bankovnim kreditima, a visoka je i stopa naplate za nepodmirene infrastrukturne kredite (do 80 %).

³⁹ Na primjer, 2013. ukupna ulaganja u javnu infrastrukturu u 28 država članica EU-a iznosila su 450 milijardi EUR, od čega su javna ulaganja činila 90 %, a privatna ulaganja (uključujući privatno-javna partnerstva) približno 10 %, radni dokument EIB-a br. 2013/02, str. 7.

spremana surađivati s privatnim ulagačima kako bi podržala udruživanje privatnih sredstava i sredstava EU-a u cilju povećanja financiranja infrastrukturnih ulaganja i održivog rasta.

3.3. Iskorištavanje financiranja za postizanje ekološke održivosti

Učinkovita financijska tržišta mogu pomoći ulagačima da donesu informirane odluke o ulaganju te analiziraju i vrednuju dugoročne rizike i mogućnosti koji proizlaze iz napretka k održivom i klimatski prihvatljivom gospodarstvu. Ta promjena u ulaganjima može pridonijeti postizanju ciljeva politike u području klime i energetike do 2030. i izvršavanju obveza EU-a u pogledu ciljeva održivog razvoja. Konkretno, okolišnim i socijalnim obveznicama i obveznicama za upravljanje, koje su se nedavno pojavile, može se pridonijeti usmjeravanju kapitala prema održivim ulaganjima. U 2014. eksponencijalno se povećalo izdavanje zelenih obveznica dostigavši 35 milijardi EUR u usporedbi s 8 milijardi EUR 2013. i manje od 1 milijarde EUR u 2012. Brzo povećanje na tom tržištu podupire tržištem potaknuta standardizacija, kojom se u obzir uzimaju kriteriji odabira projekata koje su razvile međunarodne financijske institucije, primjerice Svjetska banka, EIB i Europska banka za obnovu i razvoj (EBRD). Sudionici na tržištu isto tako razvijaju dobrovoljne smjernice, poznate pod nazivom „načela zelenih obveznica”, kako bi promicali transparentnost i integritet u razvoju tržišta zelenih obveznica te pojasnili što se priznaje kao „zelena obveznica”. Komisija će nastaviti ocjenjivati i podupirati taj i drugi razvoj ulaganja u zaštitu okoliša, socijalnih ulaganja i ulaganja u upravljanje te pratiti potrebu za standardima EU-a u pogledu zelenih obveznica kako bi ulagači imali koristi od dugoročnije održivog pristupa donošenju odluka.

3.4. Poziv na dostavu očitovanja o postojećem regulatornom okviru

Na temelju međunarodnog konsenzusa EU je poduzeo bitne korake za ponovnu uspostavu financijske stabilnosti i povjerenja javnosti u financijski sustav. Važno je da se zakonodavstvom EU-a postigne prava ravnoteža između smanjenja rizika i poticanja rasta te da se nehotično ne stvore nove prepreke. Imajući to na umu, Komisija istovremeno s ovim akcijskim planom pokreće i sveobuhvatnu reviziju kumulativnog učinka i usklađenosti financijskog zakonodavstva donesenog kao odgovor na financijsku krizu. Tom se revizijom želi ocijeniti opća usklađenost postojećeg okvira. Zbog različitih zakonodavnih akata donesenih tijekom proteklih godina i njihovog čestog međudjelovanja postoji rizik da njihov zajednički učinak dovede do određenih neželjenih posljedica, koje nije moguće primijetiti revizijama pojedinačnih sektora. Regulatorna dosljednost, usklađenost i sigurnost ključni su čimbenici u donošenju odluka ulagača. Jasnim očitovanjima kojima se potkrepljuju određene i ciljane izmjene moglo bi se dodatno pridonijeti poboljšanju okoline za ulagače i postizanju ciljeva unije tržišta kapitala.

Na temelju rada Europskog parlamenta i međunarodnih tijela, kao što su Odbor za financijsku stabilnost i Bazelski odbor za nadzor banaka, Komisija danas pokreće poziv na dostavu očitovanja kako bi ocijenila međudjelovanje pravila i kumulativni učinak financijske reforme na ulagačko okruženje.

4. POTICANJE ULAGANJA MALIH I INSTITUCIONALNIH ULAGAČA

Svrha unije tržišta kapitala jest na bolji način iskoristiti europsku štednju tako da se učinkovitije povežu štediše i zajmoprimci te poveća gospodarska uspješnost gospodarstva EU-a⁴⁰. Veće povjerenje i sigurnost ulagača može im pomoći pri donošenju kvalitetnih odluka o ulaganju. Općenito se smatra da zbog sve dužeg životnog vijeka i demografskih promjena mali ulagači moraju štedjeti više kako bi mogli zadovoljiti svoje mirovinske potrebe. Istovremeno, mnogi institucionalni ulagači posluju u okruženju s niskim kamatnim stopama i ne mogu pronaći dovoljno ulaganja koja bi im donijela povrate dostatne za ispunjivanje vlastitih obveza.

4.1. Mali ulagači

Mali ulagači u Europi danas imaju znatne razine uštede na svojim bankovnim računima, ali za razliku od prošlosti u manjoj mjeri izravno sudjeluju u tržištima kapitala. Udio dionica u izravnom vlasništvu europskih kućanstava pao je s 28 % u 1975. te od 2007. iznosi 10 – 11 %⁴¹, dok udio malih ulagača u cjelokupnom broju dioničara iznosi manje od polovine njihova udjela iz 70-ih godina prošlog stoljeća. Za uklanjanje prepreka zbog koji mali ulagači ne štede posredstvom tržišta kapitala potrebna su konkurentna financijska tržišta na kojima potrošači imaju izbor, a time i mogućnost da usporede proizvode i pronađu najprimjerenije instrumente štednje po konkurentnim cijenama. Radi daljnjeg promicanja transparentnosti u području maloprodajnih proizvoda Komisija će od europskih nadzornih tijela (ESA-e) zatražiti da ulože napore u transparentnost dugoročnih maloprodajnih i mirovinskih proizvoda te analizu stvarnih neto rezultata i naknada, kako je utvrđeno člankom 9. uredba o europskim nadzornim tijelima.

Komisija će do kraja 2015. objaviti zelenu knjigu o maloprodajnim financijskim uslugama i osiguranju, u okviru koje će nastojati prikupiti gledišta o tome kako povećati izbor, tržišno natjecanje i prekograničnu opskrbu maloprodajnih financijskih proizvoda te o učinku digitalizacije na maloprodajne financijske usluge.

Budući da su samo povremeni kupci investicijskih proizvoda, malim je ulagačima teško steći relevantno znanje ili iskustvo u području tržišta kapitala⁴². Vraćanje povjerenja malih ulagača u tržišta kapitala prvenstveno je odgovornost financijskog sektora, no reguliranje i nadzor mogu pridonijeti utvrđivanju „pravila igre”.

Da bi se potaknulo ponovno sudjelovanje malih ulagača u tržišnom financiranju, nužno im je osigurati bolje informacije i savjetovanje. Prvi je korak povećanje transparentnosti. Potrebno je na usporediv i transparentan način omogućiti pristup smislenim i kvalitetnim informacijama, među ostalim i o ključnim značajkama proizvoda (npr. troškovi, mogući povrati i rizici), neovisno o vrsti investicijskog proizvoda. EU je posljednjih godina ostvario znatan napredak u poboljšanju zahtjeva koji se odnose na objavu u svim sektorima. Novi

⁴⁰ Na primjer: vidi izvješće Olivera Wymana (2012.), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing* (Stvarna financijska kriza: razlozi neuspjeha financijskog posredovanja); izvješće radne skupine za IPO, *Rebuilding IPOs in Europe* (Ponovna uspostava inicijalnih javnih ponuda u Europi), 23. ožujka 2015.

⁴¹ OEE, IODS (2012.): *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012* (U čijem je vlasništvu europsko gospodarstvo? Razvoj vlasništva nad trgovačkim društvima EU-a uvrštenima na burzu između 1970. i 2012.).

⁴² U 2013. samo je 35% malih ulagača izrazilo povjerenje u pogledu usklađenosti pružatelja investicijskih usluga s pravilima o zaštiti potrošača. Europska komisija (2013.), *Istraživanje nadzora tržišta, 2010. – 2013.*

zahtjevi u pogledu objave uvedeni su različitim zakonodavnim mjerama⁴³. Neka su detaljna provedbena pravila još u fazi pripreme, a na snagu će stupati postupno u nadolazećim godinama. Kako bi se osiguralo ostvarenje ciljeva nedavnih zakonodavnih reformi, sveobuhvatnom procjenom učinkovitosti tih novih pravila o objavi moglo bi se pridonijeti osiguranju dosljednosti i utvrđivanju mogućih nedostataka ili nepotrebnog dupliciranja te bi ona mogla poslužiti kao temelj, gdje je to potrebno, za racionalizaciju zahtjeva.

Za bolju mobilizaciju štednje koja se usmjerava preko tržišta kapitala malim bi ulagačima trebalo osigurati i jednostavan pristup nizu odgovarajućih i isplativih investicijskih proizvoda te cjenovno pristupačnom i neovisnom savjetovanju. U pojedinim odgovorima dostavljenima u okviru savjetovanja istaknuto je da zbog visokih naknada za posredovanje i distribuciju mali ulagači trenutačno primaju samo ograničene nagrade za preuzimanje većih rizika povezanih s tržišnim ulaganjima. Odredbama MiFID-a II, uredbe o upakiranim investicijskim proizvodima za male ulagatelje i investicijske osigurateljne proizvode (PRIIP-ovi) i direktive IDD uvode se važne promjene u području investicijskog savjetovanja i objava informacija o proizvodu. Prijelaz na elektroničku distribuciju investicijskih proizvoda i pojava novih financijsko-tehnoloških rješenja prilika su za daljnji razvoj savjetodavnih usluga i elektroničkih distribucijskih platformi „otvorenog pristupa”. Bit će važno osigurati da te promjene budu popraćene kritičkom procjenom investicijskih rješenja i ishoda koji se predlažu malim ulagačima.

Komisija će provesti sveobuhvatnu procjenu europskih tržišta maloprodajnih investicijskih proizvoda, uključujući distribucijske kanale i investicijsko savjetovanje, pri čemu će se oslanjati na doprinos stručnjaka. Na temelju procjene utvrdit će se načini za poboljšanje okvira politike i kanalâ za posredovanje kako bi mali ulagači mogli ostvariti pristup odgovarajućim proizvodima po isplativim i pravednim uvjetima. Njome će se preispitati način na koji bi se okvir politike trebao razvijati tako da se iskoriste nove mogućnosti koje proizlaze iz elektroničkih usluga i financijsko-tehnoloških rješenja.

U kontekstu duljeg životnog vijeka, fiskalnih pritisaka na razini pojedinačnih država i dugotrajno niskih kamatnih stopa, europska kućanstva suočavaju se s brojnim izazovima u pogledu učinkovite štednje za potrebe primjerenih mirovina⁴⁴. Stoga Komisija podupire razvoj kolektivnih i osobnih mirovinskih planova kao dopunu javnim mirovinskim sustavima.

Financijskim se sustavom EU-a građane treba podržati da se pobrinu za vlastitu mirovinsku štednju. To se može učiniti mjerama politike kojima se daju poticaji i uklanjaju prepreke razvoju osobnih mirovinskih planova („treći stup”) u Europi.

Trenutačno ne postoji učinkovito jedinstveno tržište za osobne mirovine, tj. mirovine „trećeg stupa”. Neujednačena pravila na nacionalnoj razini i razini EU-a prepreka su punom razvoju velikog i konkurentnog tržišta osobnih mirovina⁴⁵. Zbog rascjepkanosti tržišta pružatelji usluga u području osobnih mirovina ne mogu u potpunosti iskoristiti ekonomiju razmjera,

⁴³ Direktiva 2014/91/EU; Uredba (EU) br. 1286/2014; Direktiva 2014/65/EU; Direktiva o raspodjeli osiguranja (IDD), 10747/15; Direktiva 2009/138/EZ i Komisijin Prijedlog uredbe o izvješćivanju i transparentnosti transakcija financiranja vrijednosnih papira (SFTR), COM/2014/040 završna verzija.

⁴⁴ Izvješće o primjerenosti mirovina za 2015.: trenutačna i buduća primjerenost primanja u starijoj dobi u EU-u, u pripremi.

⁴⁵ Pregled trenutačnog stanja na tržištu i regulatornog okvira dostupan je u savjetodavnom dokumentu EIOPA-e o stvaranju standardiziranog paneuropskog osobnog mirovinskog proizvoda od 3. srpnja 2015.

diversifikaciju rizika i inovacije, čime se sužava izbor, a povećavaju troškovi mirovinskih štediša. Za europsku osobnu mirovinu s mogućnošću dobrovoljnog sudjelovanja mogao bi se utvrditi propisani predložak, utemeljen na odgovarajućoj razini zaštite potrošača, koji bi pružatelji mirovinskog osiguranja mogli upotrebljavati pri ponudi proizvoda u cijelom EU-u. Veće europsko tržište mirovinskog osiguranja „trećeg stupa” poduprlo bi i opskrbu institucionalnih ulagača financijskim sredstvima te ulaganja u realno gospodarstvo.

Komisija će procijeniti je li potreban okvir politike za uspostavu uspješnog europskog tržišta jednostavnih, učinkovitih i konkurentnih osobnih mirovina te će utvrditi jesu li za to potrebni propisi na razini EU-a.

4.2. Institucionalni ulagači

Institucionalni ulagači, osobito društva za životno osiguranje i mirovinski fondovi, po svojoj su prirodi dugoročni ulagači. No posljednjih godina oni sve manje ulažu u dugoročne projekte i poduzeća. Udio dionica u vlasništvu osiguratelja i mirovinskih fondova smanjio se s više od 25 % kapitalizacije burzovnog tržišta EU-a u 1992. na 8 % krajem 2012.⁴⁶ Velik dio njihova portfelja trenutačno čini uglavnom relativno ograničen skup imovine. EU bi trebao podržati institucionalne ulagače kako bi se oni mogli izložiti dugoročnoj imovini i MSP-ovima te istovremeno zadržati dobro i razborito upravljanje imovinom i obvezama.

Bonitetni propisi kalibracijom kapitalnih zahtjeva utječu na interes institucionalnih ulagača za ulaganje u određenu imovinu. Komisija će za infrastrukturu i ELTIF-ove (vidi poglavlje 3.) te za jednostavne i transparentne sekuritizacijske proizvode (vidi poglavlje 5.) uvesti kalibracije koje se u većoj mjeri temelje na procjeni rizika. Osim navedenih mjera, u povratnim informacijama u okviru savjetovanja navedeno je i da je bonitetni tretman privatnog vlasničkog kapitala i privatno plasiranih dužničkih instrumenata u okviru Solventnosti II jedna od prepreka ulaganjima u te kategorije imovine.

Komisija će procijeniti jesu li potrebne promjene te će u tom slučaju pripremiti izmjene koje bi se mogle uvesti u kontekstu revizije Solventnosti II.

Investicijski fondovi povećali su svoj udio vlasništva na burzama EU-a s manje od 10 % u 90-im godinama prošlog stoljeća na 21 % u 2012. Posljednjih godina postaju i sve važniji imatelji korporativnih obveznica. Ti su fondovi neki od najaktivnijih prekograničnih ulagača, no rascjepkanost tržišta i dalje je glavni problem europskog sektora upravljanja imovinom. Mnogi sudionici u savjetovanju podsjetili su na to da veći broj čimbenika ograničava prekogranično poslovanje tih fondova, uključujući diskriminirajući porezni tretman, neusklađene nacionalne zahtjeve u pogledu njihova plasmana na tržište te naknade za prekogranične obavijesti. Uklanjanjem neopravdanih prepreka upravitelje fondova potaknulo bi se na veći prekogranični plasman svojih fondova i smanjenje troškova za ulagače.

Komisija će prikupiti dokaze o glavnim preprekama prekograničnoj distribuciji investicijskih fondova. Time bi prije svega bili obuhvaćeni nerazmjerni zahtjevi koji se odnose na plasman na tržište, naknade i drugi administrativni zahtjevi država domaćina te njihovo porezno okruženje. Komisija će na temelju prikupljenih dokaza nastojati ukloniti ključne prepreke, po potrebi zakonodavnim mjerama.

⁴⁶ Izvor: završno izvješće: *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012* (U čijem je vlasništvu europsko gospodarstvo? Razvoj vlasništva nad trgovačkim društvima EU-a uvrštenima na burzu između 1970. i 2012.), Observatoire de l'Épargne Européenne i Insead OEE Data Services, kolovoz 2013.

5. ISKORIŠTAVANJE KAPACITETA BANAKA RADI POTPORE ŠIREM GOSPODARSTVU

Kao što su zajmodavci važni za znatan dio gospodarstva, a posrednici za tržišta kapitala, tako će banke imati važnu ulogu u uniji tržišta kapitala i širem europskom gospodarstvu. Banke imaju snažne lokalne spone i znanje, što za mnoga mala poduzeća znači da će bankovno kreditiranje i dalje biti važan izvor financiranja. Za druga će poduzeća bankovno financiranje i dalje biti važno kao dio njihove diversifikacije mogućnosti financiranja. Stoga, istovremeno s radom na uniji tržišta kapitala, Komisija radi i na reviziji zakonodavnog uređenja banaka kako bi osigurala optimalnu ravnotežu između upravljanja rizikom i stvaranja uvjeta za rast⁴⁷.

Kada je riječ o malim poduzećima, važnu ulogu u poticanju rasta imaju snažne lokalne mreže. U pojedinim državama članicama aktivne su kreditne unije, u okviru kojih se, primjerice, MSP-ovi mogu međusobno financirati na neprofitnoj osnovi, a mogu i pridonijeti jednostavnijoj razmjeni znanja i iskustva među članovima. Primjena sofisticiranih i složnih bankovnih propisa ponekad može biti neproporcionalna prepreka za kreditne unije i druge neprofitne zadruge koje opslužuju MSP-ove. To posebno može biti slučaj kada su male po veličini i prvenstveno usmjerene na prikupljanje sredstava i njihovu preraspodjelu među članovima, tako da su rizici za širi financijski sustav ograničeni.

U pojedinim su državama članicama kreditne unije već izuzete iz regulatornog okvira CRD-a. Kako bi se osigurali jednaki uvjeti, sve bi države članice trebale imati mogućnost ostvarivanja koristi iz kreditnih unija, na koje se primjenjuju nacionalne regulatorne mjere zaštite koje su primjerene rizicima koje one podrazumijevaju. Komisija će u tu svrhu istražiti mogućnost da sve države članice odobre kreditne unije koje djeluju izvan EU-ova okvira kapitalnih zahtjeva za banke.

Sekuritizacijom se može povećati dostupnost kredita te se mogu smanjiti troškovi financiranja. Kao alat financiranja, sekuritizacija može pridonijeti boljoj diversifikaciji osnovnih financijskih sredstava. Može služiti i kao važno sredstvo za prijenos rizika u cilju poboljšanja učinkovitosti kapitala i raspodjele rizika u skladu s potražnjom.

Europska su sekuritizacijska tržišta zbog krize i dalje znatno oslabljena, pri čemu im štetu nanose nedoumice u pogledu sekuritizacijskog postupka i povezanih rizika. Iako su se te slabosti pojavile prvenstveno slijedom sekuritizacija koje su se temeljile na američkim drugorazrednim kreditima⁴⁸, regulatornom reformom koja je uslijedila bile su obuhvaćene sve sekuritizacije. Namjera nije poništiti reforme EU-a u pogledu rizika koji su svojstveni iznimno složenim i netransparentnim sekuritizacijama. No sekuritizaciju je važno ponovno oživjeti kako bi se osiguralo da može služiti kao učinkovit kanal za financiranje širega gospodarstva i kao mehanizam za diversifikaciju rizika. U okviru Plana ulaganja Komisija već pruža financijsku potporu za poslove sekuritizacije. Novim, danas donesenim zakonodavnim prijedlozima ide se korak dalje. Njima će se pridonijeti boljoj diversifikaciji jednostavnih, transparentnih i standardiziranih (STS) proizvoda kako bi se povećalo povjerenje ulagača i smanjilo opterećenje povezano s dubinskom analizom. Komisija će na temelju savjeta EBA-e predložiti i primjerenije bonitetne zahtjeve za ulaganja banaka i

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

⁴⁸ Na samom vrhuncu krize stopa neispunjenja obveza EU-ovih najlošijih sekuritizacijskih proizvoda s rejtingom AAA iznosila je 0,1 %. Za usporedbu, stopa neispunjenja obveza njihovih američkih ekvivalenata iznosila je 16 %. Rizičnije EU-ove sekuritizacije (s rejtingom BBB) također su bile vrlo uspješne, pri čemu je u slučaju najlošijih sekuritizacija do neispunjenja obveza došlo u 0,2 % slučajeva na samom vrhuncu krize, dok je stopa neispunjenja obveza vrijednosnih papira SAD-a s rejtingom BBB iznosila 62 %. Izvor: EBA.

osiguratelja u STS proizvode. Tim bi se paketom mjera trebalo pridonijeti oslobađanju kapaciteta na bankovnim bilancama, povećanju njihove sposobnosti kreditiranja širega gospodarstva te uspostavi dugoročnije baze ulagača.

Komisija danas objavljuje prijedlog okvira EU-a za jednostavnu, transparentnu i standardiziranu (STS) sekuritizaciju i nove bonitetne kalibracije za banke u okviru CRR-a. Ekvivalentne kalibracije za osiguratelje utvrdit će se izmjenom delegiranog akta za Solventnost II radi uključivanja STS kriterija odmah nakon donošenja STS okvira.

Pokrivene obveznice još su jedan posebno važan alat financiranja u pojedinim državama članicama. No tržište pokrivenim obveznicama trenutačno je fragmentirano zbog različitih nacionalnih propisa. Neujednačenost pravnih okvira i nadzorne prakse u državama članicama koje su donijele posebne propise u području pokrivenih obveznica ograničava mogućnosti standardizacije tržišta u pogledu prakse preuzimanja rizika i objavljivanja. To može dovesti do poteškoća u smislu produbljivanja tržišta, njegove likvidnosti i pristupa ulagača, osobito na prekograničnoj osnovi. Uspostavom okvira EU-a za integriranije tržište pokrivenih obveznica moglo bi se pridonijeti smanjenju troškova financiranja za banke koje izdaju pokrivene obveznice, osobito u određenim državama članicama.

Komisija danas objavljuje savjetovanje o razvoju paneuropskog okvira za pokrivene obveznice, koji se temelji na visokokvalitetnim standardima i najboljoj tržišnoj praksi i oslanja se, a da ih pritom ne narušava, na nacionalne režime koji dobro funkcioniraju. Svrha će savjetovanja biti i prikupljanje mišljenja o uporabi sličnih struktura za potporu kreditiranju MSP-ova.

6. OLAKŠAVANJE PREKOGRANIČNOG ULAGANJA

Usprkos znatnom napretku ostvarenom posljednjih desetljeća u razvoju jedinstvenog tržišta kapitala, za prekogranična ulaganja i dalje postoje brojne dugotrajne i duboko ukorijenjene prepreke. Neke od njih proizlaze iz nacionalnog prava – stečajnog prava i prava u području kolaterala i vrijednosnih papira, dok se druge odnose na tržišnu infrastrukturu, porezne prepreke i promjene regulatornog okruženja kojima se umanjuje predvidljivost pravila o izravnim ulaganjima. Prekogranična podjela rizika unutar EU-a oslabila je od početka krize, baš kao i ulaganja koja dolaze izvan EU-a.

Uklanjanjem nekih od dugotrajnih prepreka koje ulagače odvraćaju od zemljopisne diversifikacije svojih portfelja osigurale bi se znatne koristi za subjekte koji prikupljaju kapital, ulagače i cjelokupno gospodarstvo EU-a. Integriranija tržišta kapitala EU-a povećala bi i privlačnost država članica EU-a kao ulagačkog odredišta za ulagače iz trećih zemalja.

6.1. Pravna sigurnost i tržišna infrastruktura za prekogranična ulaganja

Učinkovite i sigurne poslijetrgovinske infrastrukture ključne su za dobro funkcioniranje tržišta kapitala. Jedan od problema za koji je u okviru savjetovanja pokazan znatan interes jest činjenica da se vlasništvo nad vrijednosnim papirima trenutačno ne može utvrditi s pravnom sigurnošću ako se izdavatelj vrijednosnog papira i ulagač nalaze u različitim državama članicama i/ili ako su imatelji vrijednosnih papira financijske institucije u različitim državama članicama. Takvih je slučajeva sve više. Mnoge zainteresirane strane u odzivu na Zelenu knjigu zatražile su donošenje odredaba kojima bi se pojasnilo koje se nacionalno pravo primjenjuje na koje prekogranične transakcije vrijednosnih papira. U tu svrhu Komisija planira poboljšati i proširiti postojeća pravila u tom području. Osvremenjivanje propisa još je važnije uzme li se u obzir očekivano povećanje prekograničnih transakcija vrijednosnih papira potaknuto pokretanjem platforme Target2-Securities (T2S).

Nadalje, razlike u nacionalnom tretmanu učinaka ustupanja potraživanja na treće strane⁴⁹ kompliciraju upotrebu tih instrumenata kao prekograničnog kolaterala te ulagačima otežavaju vrednovanje rizika povezanog s ulaganjem u dužničke instrumente. Ta pravna nesigurnost koči ekonomski značajne financijske operacije, primjerice sekuritizacije, za koje je potrebno čvrsto upravljanje kolateralom.

Komisija će poduzeti rane ciljne mjere usmjerene na uklanjanje nesigurnosti u području vlasništva nad vrijednosnim papirima. Na temelju dodatnog savjetovanja i procjene učinka Komisija će predložiti i ujednačena pravila kako bi se s pravnom sigurnošću moglo utvrditi koji se nacionalni propisi primjenjuju na učinke ustupanja potraživanja na treće strane.

Posljednjih su godina zakonodavstvom EU-a, primjerice Uredbom o infrastrukturi europskog tržišta (EMIR)⁵⁰, Uredbom o središnjim depozitorijima vrijednosnih papira (CSDR)⁵¹ i Direktivom o tržištima financijskih instrumenata (MiFID II), uklonjene brojne prepreke prekograničnom poravnanju i namiri vrijednosnih papira. No, s obzirom na to da mnoge odredbe tek trebaju stupiti na snagu te s obzirom na nedavnu uspostavu jedinstvene platforme za namiru T2S, poslijetrgovinsko okruženje u znaku je znatnih promjena. Te su promjene pokretač restrukturiranja poslijetrgovinske infrastrukture, a njima se istovremeno potiče i

⁴⁹ Kada prvobitni vjerovnik prenosi potraživanje na drugu osobu.

⁵⁰ Uredba (EU) br. 648/2012.

⁵¹ Uredba (EU) br. 909/2014.

inovativna tržišna praksa, prije svega u području upravljanja kolateralom. Tržišta je potrebno pratiti kako bi se osiguralo da zakonodavstvo ide ukorak s promjenama u praksi, no istovremeno je potrebno osigurati da ne dođe do smanjenja sigurnosti i učinkovitosti poslijetrgovinskog sustava.

Usprkos tom napretku i dalje su prisutne prepreke učinkovitim prekograničnom poravnanju i namiri, među ostalim i neke koje su utvrđene u Giovanninijevu izvješću⁵² prije više od deset godina. Mnoge od tih prepreka proizlaze iz neusklađenog nacionalnog imovinskog i stečajnog prava te nacionalnih propisa u području držanja vrijednosnih papira, koji se znatno razlikuju u pogledu pravne definicije imovine. Te razlike mogu biti uzrok nesigurnosti u pogledu vlasništva nad vrijednosnim papirima u slučaju neispunjenja obveza te prvenstva prava u slučaju stečaja. Nesigurnost u tim temeljnim pitanjima izvor je važnih pravnih rizika, primjerice u području provedivosti kolaterala, te može ugroziti otpornost prekogranične namire i tokova kolaterala.

U svjetlu provedbe nedavnog zakonodavstva i razvoja događaja u području tržišne infrastrukture te u cilju potpore učinkovitijim i otpornijim poslijetrgovinskim sustavima i tržištima kolaterala Komisija će provesti sveobuhvatnu analizu napretka u uklanjanju prepreka prekograničnom poravnanju i namiri koje su utvrđene u Giovanninijevu izvješću.

6.2. Uklanjanje nacionalnih prepreka prekograničnom ulaganju

Dosljednost u primjeni, provedbi i izvršenju pravnog i nadzornog okvira od temeljne je važnosti za slobodu kretanja kapitala i stvaranje jednakih uvjeta. Budući da je EU donio brojne financijske odredbe za pojednostavljenje prekograničnog ulaganja, pozornost je sada potrebno usmjeriti na učinkovitu provedbu i izvršenje. Prepreke mogu biti posljedica nacionalnog zakonodavstva ili upravne prakse. Neke su povezane s prekomjernim donošenjem nacionalnih propisa u odnosu na minimalne propise EU-a, dok druge mogu proizlaziti iz neujednačene primjene pravila EU-a. Ostale prepreke mogu biti posljedica nacionalnih mjera u područjima u kojima ne postoji zakonodavstvo na razini EU-a ili u područjima koja su u nacionalnoj nadležnosti.

Komisija će u suradnji s državama članicama raditi na utvrđivanju prepreka koje nisu obuhvaćene drugim mjerama, među ostalim ni konvergencijom nadzora, te na njihovu uklanjanju. Komisija će učiniti sljedeće:

- uspostaviti mrežu 28 nacionalnih kontaktnih točaka te će sudjelovati u bilateralnim razgovorima o mogućnosti da se prepreke uklone nacionalnim mjerama,
- razviti najbolju praksu, razraditi sustav bodovanja, preporuke i smjernice na temelju rada unutar mreže.

Komisija će zajedno s državama članicama utvrditi i nastojati ukloniti neopravdane nacionalne prepreke slobodnom kretanju kapitala koje onemogućuju dobro funkcioniranje unije tržišta kapitala, a koje proizlaze, među ostalim, iz nedostatne provedbe ili nedostatka usklađenosti u tumačenju jedinstvenog pravilnika i iz nacionalnog prava, te će objaviti izvješće do kraja 2016.

Konvergencija postupaka u slučaju insolventnosti i restrukturiranja prekograničnim bi ulagačima omogućila veću pravnu sigurnost te bi se tako potaknulo pravovremeno restrukturiranje održivih poduzeća u financijskim poteškoćama. Sudionici u savjetovanju

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

općenito se slažu da neučinkovitost i neujednačenost stečajnog prava ulagačima otežavaju procjenu kreditnog rizika, osobito u slučaju prekograničnih ulaganja.

U izvješću Svjetske banke „Doing Business 2015” države su s obzirom na snagu svojeg stečajnog okvira rangirane na ljestvici od 0 do 16. Jednostavni prosjek EU-a iznosi 11,6, što je 5 % ispod prosjeka OECD-a za zemlje s visokim dohotkom (12,2). Rezultat pojedinih država članica na toj ljestvici manji je od 8.

Komisija je 2014. objavila Preporuku⁵³ o novom pristupu stečaju i insolventnosti, u kojoj potiče države članice da uvedu postupke ranog restrukturiranja i poduzetnicima pruže „drugu priliku”. U preporuci se utvrđuju zajednička načela za nacionalne postupke u slučaju stečaja poduzeća u poteškoćama i mjere za smanjenje trajanja i troškova postupaka za MSP-ove (npr. upotreba standardnih obrazaca i sredstava komunikacije na daljinu). Iako je jasno da služi kao korisno pojašnjenje državama članicama koje provode reforme u području insolventnosti, iz Komisijine je ocjene vidljivo da je preporuka provedena samo djelomično, među ostalim i u državama koje su započele s reformama⁵⁴.

Na temelju iskustva stečenog u okviru Preporuke Komisija će predložiti zakonodavnu inicijativu u području insolventnosti poduzeća, uključujući rano restrukturiranje i drugu priliku. Cilj inicijative bit će ukloniti najvažnije prepreke slobodnom protoku kapitala, oslanjajući se na uspješne nacionalne sustave.

Oporezivanje je još jedno važno pitanje za donošenje odluka u vezi s prekograničnim ulaganjem. Dvije fiskalne prepreke prekograničnom ulaganju osobito su važne u kontekstu unije tržišta kapitala. Mnogi su ulagači prije svega istaknuli da ih se trenutačno sankcionira pri prekograničnom ulaganju jer se uz domaći porez primjenjuju i lokalni porezi po odbitku, za koje je gotovo nemoguće tražiti povrat. Problem proizlazi iz neujednačenih nacionalnih pristupa u području primjene poreza po odbitku i iz složenosti postupaka za oslobođenje od plaćanja tih poreza. Moguće diskriminatorno oporezivanje mirovinskih fondova i društava za životno osiguranje također je jedna od prepreka prekograničnom ulaganju.

Kako bi potaknula države članice da donesu sustave oslobađanja od poreza po odbitku na izvoru i uspostave brze i standardizirane postupke povrata, Komisija će promicati najbolju praksu te će zajedno s državama članicama utvrditi kodeks ponašanja u pogledu načelâ za oslobađanje od poreza po odbitku. Komisija će provesti i studiju o diskriminirajućim poreznim preprekama prekograničnom ulaganju društava za životno osiguranje i mirovinskih fondova te će po potrebi pokrenuti postupke zbog povrede prava.

Trenutačno je među državama članicama na snazi oko 200 bilateralnih ugovora o ulaganju (bilateralni ugovori o ulaganju unutar EU-a – *intra-EU BITs*), kojima su utvrđeni različiti standardi postupanja s prekograničnim ulaganjima unutar jedinstvenog tržišta i koji nisu u skladu s pravom EU-a. Komisija je nedavno poduzela pravne mjere protiv tih bilateralnih ugovora. U suradnji s državama članicama Komisija će istražiti jesu li potrebne daljnje mjere kako bi dodatno ojačala zaštitu prekograničnih ulagača te time povećala privlačnost jedinstvenog tržišta kao ulagačkog odredišta.

⁵³ C(2014) 1500 završna verzija, 12.3.2014.

⁵⁴ Evaluacija provedbe Preporuke o novom pristupu stečaju i insolventnosti (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm).

6.3. Promicanje financijske stabilnosti i konvergencije nadzora

Promicanjem raznovrsnijih kanala financiranja u okviru unije tržišta kapitala pridonijet će se povećanju otpornosti financijskog sustava EU-a⁵⁵. Istovremeno, potrebno je voditi računa o rizicima koji za financijsku stabilnost proizlaze iz tržišta kapitala. Posljednjih godina EU je proveo niz reformi kako bi uspostavio transparentnija, dobro uređena i snažna tržišta kapitala tako što je, među ostalim, smanjio rizike na tržištima izvedenica s pomoću EMIR-a, uveo sigurnija i transparentnija pravila trgovanja u okviru MiFID-a te osigurao da svi upravitelji alternativnih fondova u EU-u podliježu pravilima u okviru AIFMD-a. U pripremi su i dodatne reforme u okviru Uredbe o transakcijama financiranja vrijednosnih papira (SFTR)⁵⁶, prijedloga o novčanim fondovima i nadolazećeg zakonodavnog prijedloga o oporavku i sanaciji središnje druge ugovorne strane. Odbor za financijsku stabilnost određuje prioritete u cilju razumijevanja i rješavanja slabosti povezanih sa subjektima čije su djelatnosti na tržištima kapitala slične djelatnostima banaka. Osiguravanjem globalnog regulatornog pristupa u slučaju mogućih novih sistemskih rizika poduprijet će se financijska stabilnost te će se olakšati prekogranično ulaganje.

Komisija će u suradnji s FSB-om, ESA-om i Europskim odborom za sistemske rizike (ESRB) raditi na procjeni mogućih rizika za financijsku stabilnost koji proizlaze iz tržišnog financiranja. Provest će se dodatne analize kako bi se, primjerice, bolje razumjela pitanja tržišne likvidnosti i međupovezanosti unutar financijskog sustava te kako bi se ocijenila eventualna potreba za dodatnim makrobonitetnim instrumentima. Sve nužne izmjene makrobonitetnog okvira Komisija će izvršiti u kontekstu nadolazeće revizije ESRB-a.

U okviru savjetovanja primljene su pozitivne povratne informacije o strukturi nadzora koju je EU uspostavio nakon financijske krize 2011. Iako je ostvaren napredak u uspostavi europskog sustava financijskog nadzora i jedinstvenog pravilnika, sudionici u savjetovanju naglasili su i važnost osiguravanja konvergencije nadzora te dosljedne provedbe i primjene zakonodavstva EU-a u području financijskih usluga – pitanje koje je istaknuto i u izvješću petorice predsjednika o dovršetku europske ekonomske i monetarne unije.

Zakonodavstvom koje je posljednjih godina doneseno u vezi s tržištima kapitala europskim je nadzornim tijelima u brojnim područjima povjerena važna uloga. U okviru savjetovanja zatraženo je da osobito ESMA preuzme važniju ulogu u poboljšanju konvergencije nadzora u području uređenja tržišta kapitala i tržišnog izvješćivanja te da osigura dosljednu primjenu jedinstvenog pravilnika diljem EU-a. Napori koji su posljednjih godina uloženi u utvrđivanje jedinstvenog pravilnika za tržišta kapitala trebali bi pridonijeti njihovoj integriranosti i učinkovitosti. Paralelno s dubljom financijskom integracijom, ESMA će morati veću pozornost posveti konvergenciji nadzornih ishoda diljem EU-a, među ostalim i u području računovodstva, kako bi se osiguralo dobro funkcioniranje jedinstvenog tržišta. ESMA bi se mogla više usredotočiti na utvrđivanje, podupiranje i promicanje najbolje prakse kako bi se osigurala učinkovitost nadzornih tehnika država članica i usporedivi rezultati diljem EU-a. U tom kontekstu ESMA bi se trebala na sistematičniji i učinkovitiji način koristiti sredstvima

⁵⁵ Govor V. Constâncija, potpredsjednika ESB-a.

⁵⁶ Kao što je utvrđeno SFTR-om, Komisija će u 2017. na temelju ishoda rada relevantnih međunarodnih foruma te uz pomoć ESMA-e, EBA-e i ESRB-a izvijestiti Europski parlament i Vijeće o napretku u međunarodnim naporima za smanjenje rizika povezanih s transakcijama financiranja vrijednosnih papira, među ostalim i o preporukama FSB-a za korektivne faktore za transakcije financiranja vrijednosnih papira čije se poravnanje ne obavlja posredstvom središnje druge ugovorne strane i o njihovoj primjerenosti za europska tržišta.

koja su joj na raspolaganju, prije svega stručnim revizijama po tematskim područjima i po državama.

Komisija će surađivati s ESMA-om u cilju razvoja i provedbe strategije potrebne za jačanje konvergencije nadzora i utvrđivanje područja u kojima se integriranim pristupom može poboljšati funkcioniranje jedinstvenog tržišta kapitala. Komisija će s ESMA-om surađivati i radi povećanja učinkovitosti svojeg postupka donošenja odluka u okviru stručnih revizija po tematskim područjima i po državama. Komisija će u 2016. objaviti bijelu knjigu o upravljanju europskim nadzornim tijelima i njihovu financiranju.

Unija tržišta kapitala klasičan je primjer projekta jedinstvenog tržišta za dobrobit svih 28 država članica. Kako bi se u potpunosti iskoristio potencijal tržišta kapitala, Komisija će u okviru Službe za potporu strukturnim reformama izraditi strategiju za pružanje tehničke pomoći državama članicama kada je to potrebno za jačanje pojedinih sposobnosti nacionalnih tržišta kapitala.

6.4. Olakšavanje međunarodnih ulaganja

Da bi bila uspješna, EU-ova tržišta kapitala moraju biti otvorena i konkurentna na globalnoj razini te u stanju privući dodatna ulaganja međunarodnih ulagača u vlasničke i dužničke instrumente. Uklanjanjem pravnih i administrativnih troškova za prekogranične transakcije te povećanjem konvergencije nadzornih ishoda u cijelom EU-u unija tržišta kapitala pridonijet će povećanju interesa međunarodnih ulagača za EU-ova tržišta kapitala. S obzirom na globalnu dimenziju tržišta kapitala, pri uspostavi unije tržišta kapitala potrebno je uzeti u obzir širi globalni kontekst i osigurati da europska tržišta kapitala ostanu sastavnim dijelom međunarodnog financijskog sustava. Komisija će u okviru međunarodnih foruma kao što su FSB i IOSCO i dalje blisko surađivati s državama članicama EU-a i trećim zemljama kako bi razvila konvergentne mjere politike u cilju potpore razvoju globalnih tržišta kapitala. Nadalje, Komisija će nastojati uspostaviti okvire za regulatornu suradnju u sektoru financijskih usluga s ključnim trećim zemljama kako bi ojačala integraciju tržišta kapitala.

EU-ova politika u području međunarodne trgovine i ulaganja ima važnu ulogu u podupiranju međunarodnih ulaganja. Sporazumima o međunarodnoj trgovini i ulaganjima liberalizira se kretanje kapitala, regulira pristup tržištu i ulaganja, uključujući pružanje financijskih usluga, te se njima može pridonijeti osiguravanju odgovarajuće razine zaštite i ravnopravnih uvjeta za ulagače. Komisija će i dalje pridonositi međunarodnim naporima u području slobodnog kretanja kapitala, među ostalim i u kontekstu OECD-ovih kodeksa za liberalizaciju kretanja kapitala.

7. SLJEDEĆI KORACI I PRAĆENJE

Ovim akcijskim planom utvrđuju se prioritetne mjere potrebne za poticanje ulaganja u svim državama članicama i u cijelom EU-u te za jačanje povezanosti štednje i rasta. Priprema predloženih mjera podlijegat će odgovarajućem savjetovanju i procjeni utjecaja niza mogućnosti za ostvarenje ciljeva.

Za uspješno donošenje i provedbu tih mjera bit će potrebni stalni i usklađeni naponi. Riječ je o projektu za svih 28 država članica te će Komisija blisko surađivati s njima i s Europskim parlamentom na provedbi tih prijedloga.

Radi stvaranja ranog zamaha danas su najavljeni konkretni prijedlozi, a uskoro će uslijediti i drugi. Prve mjere uključuju sveobuhvatan sekuritizacijski paket s ažuriranim kalibracijama za CRR, definiciju infrastrukture i revidirane kalibracije za Solventnost II te prijedlog revizije Direktive o prospektu. U drugim će područjima možda biti potrebno dodatno savjetovanje sa zainteresiranim stranama. Komisija će istovremeno omogućiti rasprave s državama članicama o pitanjima kao što su oporezivanje i insolventnost kako bi se mogao ostvariti srednjoročan do dugoročan napredak.

Uspjeh unije tržišta kapitala ovisit će i o sudionicima na tržištu. Financijski posrednici moraju odigrati svoju ulogu u vraćanju povjerenja svojih klijenata u tržišta kapitala u Europi. Ovim akcijskim planom obuhvaćene su tržišne inicijative te Komisija potiče relevantne strane da odrede prioritete u tim područjima.

Nadalje, Komisija će i dalje nastojati utvrditi ključne neučinkovitosti i prepreke kojima se koči produbljivanje tržišta kapitala u Europi te će nastojati pronaći najbolje načine za njihovo uklanjanje, pri čemu će i dalje posvećivati pozornost zaštiti ulagača i nadzoru tržišta.

Uz godišnja izvješća Komisija će izraditi i sveobuhvatan pregled stanja u 2017. na kojemu bi se temeljile odluke o mogućim dodatnim mjerama.

Komisija će Europski parlament i Vijeće redovito izvješćivati o napretku.

Prilog 1.: Popis mjera i okvirni vremenski raspored

Financiranje inovacija, novoosnovanih poduzeća i neuvrštenih poduzeća		
Potporna financiranju poduzetničkim i vlasničkim kapitalom	Prijedlog paneuropskoga krovnog fonda poduzetničkoga kapitala i višedržavnih fondova poduzetničkoga kapitala	Drugo tromjesečje 2016.
	Revizija zakonodavstva o fondovima EuVECA i EuSEF	Treće tromjesečje
	Studija o poreznim poticajima za poduzetnički kapital i poslovne anđele	2017.
Uklanjanje informacijskih prepreka za ulaganja u MSP-ove	Poboljšati povratno izvješćivanje banaka o razlozima odbijanja zahtjeva za kreditiranje MSP-ova	Drugo tromjesečje
	Utvrđiti postojeće mogućnosti lokalne i nacionalne potpore i savjetovanja u cijelom EU-u radi promicanja najbolje prakse	2017.
	Istražiti kako razviti ili podržati paneuropske informacijske sustave	2017.
Promicanje inovativnih oblika korporativnog financiranja	Izvješće o skupnom financiranju	Prvo tromjesečje 2016.
	Razviti usklađen pristup izdavanju zajmova u okviru fondova i procijeniti potrebe za budućim okvirom na razini EU-a	Četvrto tromjesečje 2016.
Jednostavniji ulazak i prikupljanje kapitala na javnim tržištima za trgovačka društva		
Jačanje pristupa javnim tržištima	Prijedlog osuvremenjivanja Direktive o prospektu	Četvrto
	Revidirati regulatorne prepreke u području uvrštavanja MSP-ova na javna tržišta i rastuća tržišta MSP-ova	2017.
	Revidirati EU-ova tržišta korporativnih obveznica te pritom posebnu pozornost posvetiti poboljšanju likvidnosti tržišta	2017.
Potporna financiranju vlasničkim kapitalom	Riješiti problem povlaštenog poreznog tretmana duga u odnosu na vlasnički kapital u okviru zakonodavnog prijedloga o zajedničkoj konsolidiranoj osnovici poreza na dobit	Četvrto tromjesečje 2016.
Dugoročna, infrastrukturna i održiva ulaganja		
Potporna infrastrukturnim ulaganjima	Prilagoditi kalibracije u okviru Solventnosti II u pogledu ulaganja osiguratelja u infrastrukturu i europske fondove za dugoročna ulaganja	Treće tromjesečje 2015.
	Revidirati CRR za banke i po potrebi izmijeniti kalibracije koje se odnose na infrastrukturu	U tijeku
Osiguranje dosljednosti pravilnika EU-a u području financijskih usluga	Poziv na dostavljanje dokaza o kumulativnom učinku financijske reforme	Treće tromjesečje 2015.
Poticanje ulaganja malih i institucionalnih ulagača		

Povećanje izbora i tržišnog natjecanja u maloprodaji	Zelena knjiga o maloprodajnim financijskim uslugama i osiguranju	Četvrto tromjesečje 2015.
Pomoć malim ulagačima u ostvarivanju boljih uvjeta	Procjena EU-ovih tržišta maloprodajnih investicijskih proizvoda	2018.
Potpore mirovinskoj štednji	Procijeniti potrebe za okvirom politike za uspostavu europskih osobnih mirovina	Četvrto tromjesečje 2016.
Povećanje mogućnosti za institucionalne ulagače i upravitelje fondova	Ocijeniti bonitetni tretman privatnog vlasničkoga kapitala i privatno plasiranog duga u okviru Solventnosti II Provesti savjetovanje o glavnim preprekama prekograničnoj distribuciji investicijskih fondova	2018. Drugo tromjesečje 2016.
Iskorištavanje kapaciteta banaka radi potpore širem gospodarstvu		
Jačanje lokalnih financijskih mreža	Istražiti mogućnost da sve države članice odobre kreditne unije izvan EU-ovih pravila o kapitalnim zahtjevima za banke	U tijeku
Uspostava sekuritizacijskih tržišta EU-a	Prijedlog o jednostavnim, transparentnim i standardiziranim (STS) sekuritizacijama i revizija kapitalnih kalibracija za banke	Treće tromjesečje 2015.
Poticaži bankovnom financiranju širega gospodarstva	Savjetovanje o okviru EU-a za pokriveno obveznice i slične strukture za kreditiranje MSP-ova	Treće tromjesečje 2015.
Olakšavanje prekograničnog ulaganja		
Uklanjanje nacionalnih prepreka prekograničnom ulaganju	Izvešće o nacionalnim preprekama slobodnom kretanju kapitala	Četvrto tromjesečje 2016.
Poboljšanje tržišne infrastrukture za prekogranična ulaganja	Ciljano djelovati u području pravila o vlasništvu nad vrijednosnim papirima i učinaka ustupanja potraživanja na treće strane Revidirati napredak u uklanjanju preostalih prepreka utvrđenih u Giovanninijevu izvješću	2017. 2017.
Poticanje konvergencije postupaka u slučaju insolventnosti	Zakonodavna inicijativa u području insolventnosti poduzeća kojom će biti obuhvaćene najvažnije prepreke slobodnom kretanju kapitala	Četvrto tromjesečje 2016.
Uklanjanje prekograničnih poreznih prepreka	Najbolja praksa i kodeks ponašanja za postupke oslobođanja od poreza po odbitku na izvoru Studija o diskriminirajućim poreznim preprekama prekograničnim ulaganjima mirovinskih fondova i društava za životno osiguranje	2017. 2017.

<p>Jačanje konvergencije nadzora i izgradnja sposobnosti tržišta kapitala</p>	<p>Strategija o konvergenciji nadzora u cilju poboljšanja funkcioniranja jedinstvenog tržišta kapitala</p> <p>Bijela knjiga o financiranju europskih nadzornih tijela i njihovu upravljanju</p> <p>Razviti strategiju za pružanje tehničke pomoći državama članicama radi podupiranja sposobnosti tržišta kapitala</p>	<p>U tijeku</p> <p>Drugo tromjesečje 2016.</p> <p>Treće tromjesečje 2016.</p>
<p>Poboljšanje sposobnosti održavanja financijske stabilnosti</p>	<p>Revizija EU-ova makrobonitetnog okvira</p>	<p>2017.</p>