



EUROPOS
KOMISIJA

Briuselis, 2015 02 18
COM(2015) 63 final

ŽALIOJI KNYGA

Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas

{SWD(2015) 13 final}

Ižanga

Komisijos prioritetas, kuris yra ir Europos prioritetas – darbo vietų kūrimas ir ekonomikos augimas. Kad Europos ekonomika vėl augtų, mūsų uždavinys – išnaudoti investavimo į Europos įmones ir infrastruktūrą galimybes. 315 mlrd. EUR investicinis paketas padės paskatinti šį procesą. Tačiau, kad suintensyvintume ilgalaikes investicijas, turime sukurti tikrą bendrąją kapitalo rinką – kapitalo rinkų sąjungą visoms 28 valstybėms narėms.

Palyginti su kitomis pasaulio šalimis, Europos įmonės tebėra labai priklausomos nuo bankų finansavimo ir santykinai mažiau nuo kapitalo rinkų. Stipresnės kapitalo rinkos papildytų bankus, kaip finansavimo šaltinį, ir padėtų:

- pritraukti daugiau investicijų visoms įmonėms, ypač MVI, ir infrastruktūros projektams;
- pritraukti daugiau investicijų į ES iš kitų pasaulio šalių; ir
- padidinti finansų sistemos stabilumą, užtikrindamos įvairesnių finansavimo šaltinių.

Iš esmės mūsų uždutis – rasti būdų, kaip susieti investuotojus ir taupančiuosius su ekonomikos augimu. Kapitalo rinkų sąjungai sukurti nepakaks vienintelės priemonės. Vietoj to bus imamasi įvairių veiksnių, kai kurių iš jų poveikis vertinant atskirai bus nedidelis, tačiau bendras rezultatas bus reikšmingas. Reikia nustatyti ir panaikinti kliūtis, kurios trukdo investuoti pinigus, ir įveikti sunkumus, kurie trukdo įmonėms rasti investuotojų. Taip pat turime užtikrinti, kad mūsų sistema – investavimo grandine – tos lėšos būtų kuo veiksmingiau paskirstytos tiek nacionaliniu, tiek tarpvalstybiniu mastu.

Kodėl tai reikėtų daryti? Keletas pavyzdžių įrodo galimą naudą. Vidutinio dydžio įmonės – ekonomikos augimo varikliai daugelyje šalių – JAV gauna penkis kartus daugiau lėšų iš kapitalo rinkų negu Europos Sąjungoje. Jeigu mūsų rizikos kapitalo rinkos būtų tokios pat stiprios, 2008–2013 m. įmonėms finansuoti būtų buvę galima skirti 90 mlrd. EUR lėšų. Jeigu MVI pakeitimo vertybiniais popieriais lygį būtų galima saugiai grąžinti net į dvigubai žemesnį lygį, nei jis buvo 2007 m. (palyginti su dabartine padėtimi), tai galėtų sudaryti maždaug 20 mlrd. EUR papildomo finansavimo lėšų.

Tiesa, daugelis aktualių klausimų – nemokumo ir vertybinių popierių teisės aktai, apmokestinimo tvarka – svarstomi daug metų. Tačiau poreikis daryti pažangą yra kaip niekada aktualus. Nors tai bus ilgalaikis projektas, kurį reikės vykdyti daugelį metų, tai neturėtų trukdyti padaryti greitą pažangą. Todėl per ateinančius mėnesius bus:

- parengti pasiūlymai, siekiant remti aukštos kokybės pakeitimą vertybiniais popieriais ir atlaisvinti bankų balansus, kad būtų galima skolinti lėšas;
- persvarstyta Prospekto direktyva, kad įmonėms, ypač mažesnėms, būtų lengviau pritraukti lėšų ir rasti investuotojų kitose valstybėse;
- pradėtos kurti geresnės sąlygos MVI kredito informacijai gauti, kad investuotojams būtų lengviau į jas investuoti;

- bendradarbiaujama su pramonės sektoriaus atstovais, kad būtų sukurta bendra Europos neviešo platinimo tvarka, siekiant skatinti tiesiogines investicijas į mažesnes įmones;
- remiamas naujų Europos ilgalaikių investicijų fondų formavimas, siekiant skirti investicijas infrastruktūrai ir kitiems ilgalaikiams projektams.

Šia žaliaja knyga pradedamos trijų mėnesių konsultacijos. Norime sužinoti nuomones parlamentų narių, valstybių narių, kapitalo rinkų darbuotojų ir visų grupių, kurios suinteresuotos darbo vietų kūrimu, ekonomikos augimu ir Europos piliečių interesais. Gauta informacija padės parengti veiksmų planą, kaip iki 2019 m. įgyvendinti sklandžiai veikiančios kapitalo rinkų sąjungos pagrindinius elementus.

Mūsų kryptis aiški: kurti bendrąją kapitalo rinką pagal principą „iš apačios į viršų“, nustatyti kliūtis ir jas vieną po kitos šalinti, suteikti naują impulsą ir padėti stiprinti pasitikėjimą investicijomis į Europos ateitį. Laisvas kapitalo judėjimas yra vienas iš pagrindinių principų, kuriais remiantis sukurta ES. Praėjus daugiau kaip penkiasdešimt metų nuo Romos sutarties sudarymo norėtume pasinaudoti galimybe paversti šią viziją tikrove.

1 skirsnis. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas

Laisvo kapitalo judėjimo principas įtvirtintas Romos sutartyje seniau nei prieš penkiasdešimt metų. Tai – viena iš pagrindinių Europos Sąjungos laisvių ir ji turėtų būti svarbiausia bendrojoje rinkoje. Tačiau, nepaisant padarytos pažangos, šiandien kapitalo rinkos išlieka susiskaidžiusios ir dažniausiai yra organizuotos nacionaliniu lygmeniu. Iš finansų rinkų integracija stiprėjo, tačiau nuo tada, kai prasidėjo krizė, ji visoje ES sumažėjo, o bankai ir investuotojai grįžta į šalies rinkas.

Palyginti su kitomis jurisdikcijomis, kapitalo rinka grindžiamas finansavimas Europoje yra santykinai nepakankamai išvystytas. Mūsų nuosavo kapitalo, skolos ir kitos rinkos atlieka ne tokį svarbų vaidmenį finansuojant augimą, o Europos įmonės vis dar labai priklausomos nuo bankų, todėl ekonomika jautriai reaguoja į bankų skolinimo sąlygų griežtinimą. Taip pat trūksta investuotojų pasitikėjimo ir Europos lėšos ne visada gali būti panaudojamos produktyviausiai. Investicijų lygis Europoje dabar gerokai mažesnis už istorinį vidurkį, o Europos kapitalo rinkos yra mažiau konkurencingos pasauliniu mastu.

Skirdamos finansavimą ekonomikai, kapitalo rinkos turi imtis svarbesnio vaidmens, kad paremtų tvarų grįžimą prie ekonomikos augimo ir darbo vietų kūrimo bei kitas verslo aplinkos reformas. Praktiškai tai reiškia, kad reikia nustatyti kapitalo judėjimo kliūtis tarp investuotojų ir tų, kuriems reikia finansavimo, ir jas pašalinti nacionaliniu ar tarpvalstybiniu mastu.

Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas yra viena pagrindinių Komisijos darbo programos iniciatyvų. Ji užtikrintų didesnę ekonomikos finansavimo įvairinimą ir sumažintų kapitalo pritraukimo išlaidas, ypač MVĮ. Užtikrinus didesnę kapitalo rinkų, ypač nuosavo kapitalo, integravimą Europos ekonomika taptų atsparesnė sukrėtimams ir būtų sudarytos sąlygos didesnėms investicijoms, nedidinant įsiskolinimo lygio. Kapitalo rinkų sąjunga turėtų užtikrinti geresnę investuotojų kapitalo judėjimą (pasinaudojant veiksminga rinkos infrastruktūra ir tarpininkais) į Europos investicinius projektus ir taip pagerinti rizikos ir kapitalo paskirstymą visoje ES ir galiausiai užtikrinti, kad Europa taptų atsparesnė būsiamiems sukrėtimams.

Todėl Komisija įsipareigojo iki 2019 m. įgyvendinti gerai reguliuojamos ir integruotos kapitalo rinkų sąjungos, apimančios visas valstybes nares, pagrindinius elementus, siekdama užtikrinti, kad kapitalo rinkų ir nebankinių finansų įstaigų teikiama nauda platesnio masto ekonomikai būtų kuo didesnė.

Kapitalo rinkų sąjunga turėtų priartinti ES prie padėties, kai, pavyzdžiui, MVĮ galėtų gauti finansavimą taip pat lengvai, kaip ir didelės įmonės; investavimo išlaidos ir galimybė naudotis investiciniais produktais taptų vienodos visoje ES; gauti finansavimą kapitalo rinkose taptų vis paprasčiau, o siekiant gauti lėšų kitoje valstybėje narėje, nekiltų nereikalingų teisinių ar priežiūros kliūčių. Nors šie pokyčiai padės sumažinti priklausomybę nuo bankų finansavimo, bankai, kaip didelės ūkio dalies kreditoriai ir kapitalo rinkų tarpininkai, vis tiek atliks pagrindinį vaidmenį kapitalo rinkų sąjungoje ir toliau bus labai svarbūs Europos ekonomikos dalyviai.

Ne visi šie uždaviniai yra nauji, tačiau juos reikia skubiai spręsti, atsižvelgiant į ES augimo poreikį, kuris suteikia reikiamą impulsą daryti pažangą. Šios žaliosios knygos tikslas – pradėti diskusijas ES ir nacionaliniu lygmenimis, įtraukiant abi ES teisės aktus priimančias institucijas, kitas ES institucijas, nacionalinius parlamentus ir visas suinteresuotąsias šalis dėl galimų trumpalaikių ir ilgesnio laikotarpio priemonių šiems tikslams pasiekti.

Kapitalo rinkų sąjunga skirsis nuo bankų sąjungos: stiprėjant kapitalo rinkoms, reikia imtis veiksmų, kurie skirsis nuo pagrindinių bankų sąjungos elementų. Vis dėlto tai, kad bankų sąjunga daugiausia dėmesio skiria tam, kad panaikintų ryšį tarp bankų žlugimo ir valstybių euro zonoje, užtikrins stabilumą, kuris padės kurti kapitalo rinkų sąjungą visose ES valstybėse narėse. Gerai integruotos kapitalo rinkos taip pat prisidės prie ekonominės ir pinigų sąjungos atsparumo.

Kapitalo rinkų sąjunga turėtų būti grindžiama šiais pagrindiniais principais:

- ji turėtų užtikrinti kuo didesnę kapitalo rinkų teikiamą naudą ekonomikai, augimui ir darbo vietų kūrimui;
- ji turėtų sukurti kapitalo rinką, kuri būtų bendra visoms 28 valstybėms narėms: šalinti kliūtis tarpvalstybinėms investicijoms ES ir skatinti tvirtesnius ryšius su pasaulio kapitalo rinkomis;
- ji turėtų būti grindžiama tvirtais finansinio stabilumo pagrindais, veiksmingai ir nuosekliai taikomu bendru finansinių paslaugų taisyklių sąvadu;
- ji turėtų užtikrinti veiksmingą vartotojų ir investuotojų apsaugos lygį;
- ji turėtų padėti pritraukti investicijų iš viso pasaulio ir padidinti ES konkurencingumą.

1.1. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas

Kapitalo rinkų sąjungos kūrimas yra ilgalaikis projektas. Jau pradėtas darbas, siekiant parengti bendrą taisyklių sąvadą, ir daug pagrindinių reformų¹ jau įgyvendinama. Komisijos požiūris bus grindžiamas likusių prioritetų įvertinimu, atsižvelgiant į galimą poveikį ir įgyvendinamumą, paremtas išsamia ekonomine analize, poveikio vertinimu ir konsultacijomis.

Remdamasi šių konsultacijų rezultatais, Komisija stengsis nustatyti veiksmus, būtinus siekiant įgyvendinti šiuos tikslus:

- sudaryti geresnes galimybes **gauti finansavimą** visoms įmonėms (ypač MVI) visoje Europoje ir investiciniams projektams (pvz., infrastruktūros srities);
- užtikrinti **daugiau ir įvairesnių** ES ir viso pasaulio investuotojų teikiamų **finansavimo šaltinių** ir
- užtikrinti, kad **rinkos veiktų efektyviau ir veiksmingiau**, suvesti investuotojus ir tuos, kuriems reikia finansavimo mažesnėmis išlaidomis, tiek valstybėse narėse, tiek tarpvalstybiniu mastu.

Komisija išsamiai konsultuojasi dėl problemų pobūdžio, galimų priemonių ir jų pirmenybės nustatymo. Teisės aktai ne visada gali būti tinkamas politinis šių uždavinių sprendimas, ir daugeliu atvejų pateikti sprendimus teks rinkai. Su teisėkūra nesusiję veiksmai ir veiksmingas konkurencijos ir bendrosios rinkos teisės aktų įgyvendinimas gali būti geriausias būdas siekti

¹ Pavyzdžiui, finansinių priemonių rinkų (FPRD II), piktnaudžiavimo rinka (PRR / PRD), alternatyvaus investavimo fondų valdytojų (AIFVD), Europos rinkos infrastruktūros (ERIR) ir centrinių vertybinių popierių depozitoriumų (CVPDR) teisės aktai.

pažangos kitose srityse. Komisija remia rinką pagrįstus sprendimus tuomet, kai jie gali būti veiksmingi, o reguliavimo pakeitimus – tik tada, kai jie būtini.

Ši dokumentą sudaro toliau nurodyti skirsniai. **2 skirsnyje** aprašyta dabartinė Europos kapitalo rinkų struktūra ir pateikiama preliminari kai kurių kliūčių, kurios išskyla siekiant sukurti stipresnes ir integruotesnes kapitalo rinkas, analizė. Išsamesnė analizė pateikiama lydimajame Tarnybų darbiniam dokumente. **3 skirsnyje** prašoma pateikti nuomonių dėl pirminių politikos prioritetų, kuriuos ketinama įgyvendinti, remiantis Komisijos komunikatu „*Investicijų planas Europai*“², įskaitant tokius klausimus, kaip Europos ilgalaikių investicijų fondų (EIIIF) reglamento įgyvendinimas, aukštos kokybės pakeitimas vertybiniais popieriais, MVĮ kredito informacija, neviešas platinimas ir Prospekto direktyvos persvarstymas. **4 skirsnyje** prašoma pateikti nuomonių dėl prieigos prie finansavimo kliūčių, finansavimo šaltinių įvairinimo, būdų užtikrinti veiksmingesnę rinkų veikimą ir sričių, kuriose galima imtis veiksmų, remiantis gauta informacija. Kliūtys tarpvalstybiniam kapitalo judėjimui yra susijusios su tokiais klausimais, kaip nemokumo, įmonių, mokesčių ir vertybinių popierių teisės aktai; siekiant nustatyti kiekvienos srities problemos mastą ir rasti tinkamus sprendimus bei nustatyti jų pirmenybę, dar reikia papildomos analizės ir informacijos.

Kapitalo rinkų sąjungą, labiau atveriančią nacionalines rinkas investuotojams, emitentams ir tarpininkams, skatinančią laisvą kapitalo judėjimą ir keitimąsi geriausios praktikos pavyzdžiais, taip pat reikėtų vertinti kaip priemonę, padedančią plėtoti rinkas nacionaliniu mastu. Atsižvelgiant į skirtingą kapitalo rinkų plėtros lygį visoje ES ir į specifines problemas įvairiose valstybėse narėse, siekiant įgyvendinti politinius sprendimus, gali tekti imtis nacionaliniu mastu tinkamai pritaikytų veiksmų, remiantis, *inter alia*, Komisijos konkrečiai šaliai skirtomis rekomendacijomis, priimtomis įgyvendinant Europos semestrą. Komisija kviečia valstybes nares konsultuotis dėl specifinių jų kapitalo rinkų plėtros problemų ir pateikti savo išvadas diskusijose.

² COM(2014) 903 *final*, 2014 11 26.

2 skirsnis. Dabartinės Europos kapitalo rinkų problemos

2.1. Dabartinė kapitalo rinkų padėtis Europoje

Be tiesioginio bankų skolinimo, kapitalo rinkos yra pagrindinė priemonė, kuri padeda potencialiems investuotojams rasti tuos, kam reikia finansavimo, ir užtikrina ekonomikos finansavimo šaltinių įvairovę. 1 diagramoje supaprastintai pavaizduotas lėšų judėjimas ekonomikoje. Nors kapitalo rinkos daugiausia kuria tiesioginio finansavimo sąlygas, jos taip pat glaudžiai susijusios su finansų tarpininkais, kurie dažnai nukreipia taupančiųjų lėšas investuotojams.

1 diagrama. Supaprastintas kapitalo rinkų vaizdas platesnio masto finansų sistemoje

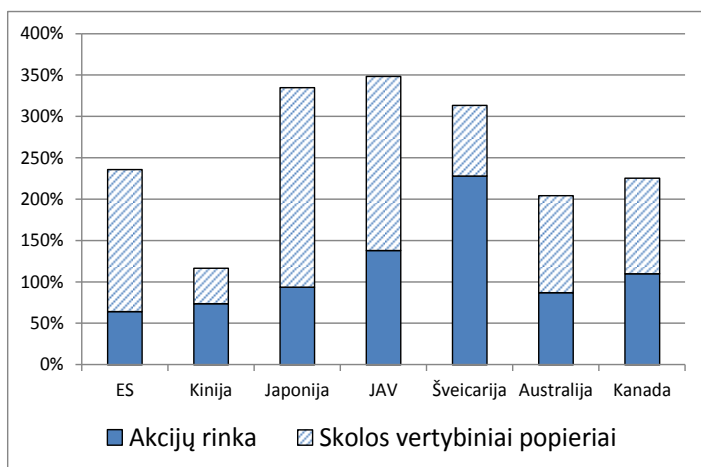


Per pastaruosius dešimtmečius kapitalo rinkos ES išsiplėtė. Pavyzdžiui, bendra ES akcijų rinkos kapitalizacija 2013 m. pabaigoje siekė 8,4 trln. EUR (maždaug 65 % BVP), palyginti su 1,3 trln. EUR 1992 m. (22 % BVP). Visa neapmokėtų skolos vertybinių popierių vertė 2013 m. viršijo 22,3 trln. EUR (171 % BVP), palyginti su 4,7 trln. EUR (74 % BVP) 1992 m.³

Vis dėlto, palyginti su kitomis jurisdikcijomis, rinkos lieka nepakankamai išvystytos. JAV viešojo akcinio kapitalo rinkos yra beveik dukart didesnės nei ES (skaičiuojant procentine BVP dalimi), o Šveicarijos – tris su puse karto didesnės (2 diagrama).

³ 2014 m. ECMI statistinis paketas.

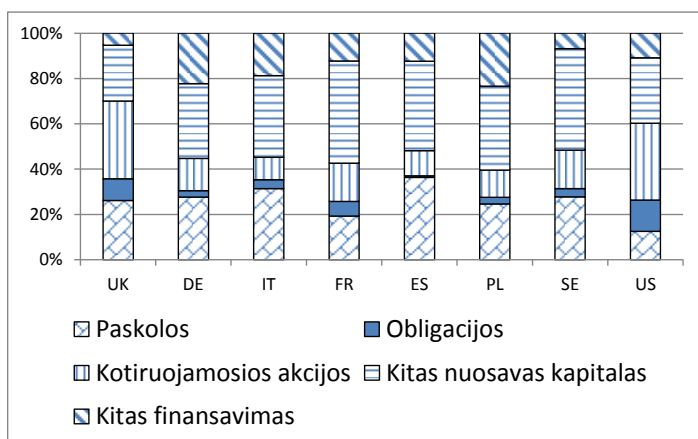
2 diagrama. Akcijų rinkos kapitalizacija ir skolos vertybiniai popieriai (% BVP)



JAV privačiojo akcinio kapitalo rinkos taip pat yra maždaug dvigubai didesnės už tokias pačias ES rinkas, o JAV neviešo obligacijų platinimo rinkos yra iki trijų kartų didesnės. Be to, visose ES valstybėse narėse labai skiriasi kapitalo rinkos plėtros lygis. Pavyzdžiui, JK šalies akcijų rinkos kapitalizacija viršijo 121 % BVP, palyginti su mažiau nei 10 % Latvijoje, Kipre ir Lietuvoje.

Šaltinis: 2014 m. ECMI statistinis paketas.

3 diagrama. Įmonių finansavimo modeliai (% visų įsipareigojimų)



Tradiciškai Europa yra labiau priklausoma nuo bankų finansavimo: finansuojant įmonių sektorių, bankų skolinimas atlieka daug svarbesnį vaidmenį negu skolos vertybinių popierių emisija rinkoje (3 diagrama). Apskritai dėl šios didesnės priklausomybės nuo bankų skolinimo Europos ekonomika, ypač MVI, jautriau reaguoja, kai sugriežtinamos bankų skolinimo sąlygos, kaip atsitiko per finansų krizę.

Šaltinis: Eurostatas, EBPO. Pastaba: paskolas sudaro banko paskolos ir įmonių tarpusavio paskolos.

Galimybės gauti finansavimą kapitalo rinkose labai skiriasi priklausomai nuo įmonės ir nuo to, kurioje ES valstybėse jos suteikiamos. ES labai išaugo ne finansų įmonių išleidžiama įmonių obligacijų emisija – iš dalies šis reiškinys atspindėjo palankias rinkos sąlygas, kurios emitentams susidarė dėl mažų palūkanų normų obligacijų. Tačiau obligacijas daugiausia leido didelės įmonės, o ne mažosios ir vidutinio dydžio įmonės (MVI). Obligacijų emisija taip pat buvo sutelkta didesnėse rinkose, o ne tose rinkose, kuriose buvo didžiausios įmonių finansavimo problemos.

Nors iki krizės ES kapitalo rinkos tapo integruotesnės tuo aspektu, kad daug finansinių priemonių įsigijo pirkėjai iš kitų valstybių narių, krizė parodė, kad tam tikrą dalį šios

integracijos lėmė skola grindžiami didmeniniai bankų tarpusavio finansavimo srautai, kurie, įvykus staigiems sukrėtimams, galėjo greitai pasikeisti. Nuosavo kapitalo rinkoms ES tebėra būdingas tendencingumas savo šalies atžvilgiu, tai reiškia, kad nei galima rizika, nei atlygis nėra dalijami kelioms valstybėms narėms. Tarpvalstybinė skolos vertybinių popierių dalis taip pat lieka mažesnė, nei būtų galima tikėtis visiškai integruotoje rinkoje. Net geriausiai ES veikiančios nacionalinės rinkos nėra pakankamai didelės, kad susidarytų kritinė masė, todėl investuotojų bazė yra mažesnė ir siūloma mažiau finansinių priemonių.

2.2. Kapitalo rinkų sąjungos kūrimo problemos ir galimybės

Yra daug įvairių ES kapitalo rinkų integracijos ir plėtros kliūčių, kurias lėmė istoriniai, kultūriniai, ekonominiai ir teisiniai veiksniai; kai kurios iš jų yra įsisenėjusios ir jas sunku pašalinti. Tokios kliūtys apima, pavyzdžiui, nuo seno įmonių teikiamą pirmenybę tam tikroms finansavimo priemonėms, pensijos skyrimo ypatybes, pradžinųjų taisyklių taikymą ir administracines kliūtis, įmonių valdymo ir bendrovių teisės aspektus, duomenų trūkumą ir daugelio mokesčių sistemų ypatybes, taip pat neveiksmingas rinkos struktūras. Netgi gerai integruotose kapitalo rinkose kai kurie iš šių skirtumų išliks. Siekiant užtikrinti visapusiškai integruotos bendrosios kapitalo rinkos naudą, būtina įveikti problemas, visų pirma toliau nurodytose trijose pagrindinėse srityse.

Pirma, kiek tai susiję su paklausa, svarbus prioritetas yra **gerinti galimybes gauti finansavimą, įskaitant rizikos kapitalo finansavimą, ypač MVĮ (pavyzdžiui, novatoriškoms ir sparčiai augančioms naujai įsteigtoms įmonėms)**. Laikui bėgant sėkmė priklausys nuo to, ar bus išspręstos su informacija susijusios problemos, nuo pagrindinių rinkos segmentų suskaidymo ir patekimo į kapitalo rinkas išlaidų mažėjimo. Be to, specifinės kliūtys kyla finansuojant ilgalaikius projektus, įskaitant investicijas į infrastruktūrą.

Antra, kiek tai susiję su pasiūla, ES kapitalo rinkų plėtra priklausys nuo kapitalo rinkos priemonėms skirto lėšų srauto. **Didinant institucinių ir mažmeninių investicijų** į kapitalo rinkas **srautą**, būtų skatinami įvairesni finansavimo šaltiniai. Europoje skiriant vis daugiau profesinių ir privačių pensijų, galėtų padidėti lėšų srautai, tenkinantys įvairesnius investavimo poreikius naudojant kapitalo rinkos priemones, ir sklandžiau vyktų perėjimas prie rinkos principais grindžiamo finansavimo. Stiprinant mažmeninių investuotojų pasitikėjimą kapitalo rinkomis ir finansų tarpininkais, būtų galima padidinti namų ūkių santaupų, kurios dabar daugiausia skiriamos nuosavo būsto įkeitimo paskoloms ir banko indėliams, srautus į kapitalo rinkos priemones. Tokiu būdu didinant Europos kapitalo rinkų pasaulinį konkurencingumą ir patrauklumą, taip pat būtų galima padidinti investicijų srautus.

Trečia, ar pavyks sukurti didesnes, integruotesnes ir stipresnes kapitalo rinkas, priklausys nuo to, ar bus įveiktos kliūtys, dėl kurių suskaidomos rinkos ir trukdoma plėtoti konkrečius rinkos segmentus. **Gerindama rinkų veiksmingumą**, ES galėtų gauti naudos, kurią teikia didesnė ir stipresnė rinka. Tai ir didesnė konkurencija, didesnis pasirinkimas ir mažesnės išlaidos investuotojams, taip pat veiksmingesnis rizikos paskirstymas ir geresnis rizikos pasidalijimas. Labiau integravus kapitalo rinkas, ypač nuosavo kapitalo, Europos ekonomika taptų atsparesnė sukrėtimams ir būtų sudarytos sąlygos didesnėms investicijoms, nedidinant įsiskolinimo lygio. Gerai veikiant kapitalo rinkoms, ekonomikoje bus geriau paskirstomas kapitalas, bus lengviau vykdyti verslą ir prisiimti riziką, taip pat investuoti į infrastruktūrą ir naujas technologijas.

3 skirsnis. Skubių veiksmų prioritetai

Komisija nurodė keletą sričių, kuriose, kaip pripažįstama, būtina pažanga ir galima pasiekti greitų rezultatų. Šiame skirsnyje išdėstomos galimybės ir siekiama sužinoti suinteresuotųjų šalių nuomonę dėl konkrečių kiekvienos srities elementų.

3.1. Kliūčių patekti į kapitalo rinkas mažinimas

Prospektas – išsamus dokumentas, kuriame išdėstyta informacija apie įmonę ir investicijų sąlygos bei rizika. Finansavimo ieškančioms įmonėms šis dokumentas yra vartai į kapitalo rinkas, ir dauguma įmonių, siekiančių išleisti skolos arba nuosavybės vertybinius popierius, turi jį parengti. Labai svarbu, kad kapitalo rinkoms jis netaptų nereikalinga kliūtimi. Komisija **peržiūrės dabartinę prospekto tvarką, pradėdama atskiras viešas konsultacijas**, kurios skelbiamos kartu su šia žaliaja knyga, siekdama sudaryti įmonėms (įskaitant MVĮ) palankesnes sąlygas pritraukti kapitalo visoje ES⁴ ir skatindama „MVĮ augimo rinkų“ platformų formavimą. Atliekant peržiūrą bus nagrinėjama, kada reikalingas prospektas, racionalizuojamas patvirtinimo procesas ir paprastinama prospektuose pateikiama informacija.

3.2. Į MVĮ orientuotų investuotojų bazės išplėtimas

Per krizę MVĮ buvo sunkiau gauti finansavimą negu didesnėms įmonėms. Paprastai informacija apie MVĮ yra ribota ir dažniausiai ją turi bankai, ir kai kurios MVĮ sunkiai randa daugiau nebankinių investuotojų, kurie galėtų patenkinti jų finansavimo poreikius. Gerinant kredito informaciją, būtų galima sukurti **veiksmingą ir tvarią MVĮ skirtą kapitalo rinką**. Parengus bendrą minimalų palyginamos informacijos šabloną, skirtą kredito ataskaitoms teikti ir kreditui vertinti, būtų galima lengviau pritraukti MVĮ finansavimą. Be to, turint standartizuotą kredito kokybės informaciją, būtų galima lengviau plėtoti MVĮ paskolų refinansavimo finansines priemones, kaip antai pakeitimo vertybiniais popieriais priemonę.

Pradėtas su kreditų vertinimu balais susijęs darbas, kuriam labai pritarė valstybės narės. Kreditų vertinimo balais sistema suteikia investuotojams ir kreditoriams informacijos apie MVĮ kreditingumą. Tačiau Europoje maždaug 25 % visų įmonių ir maždaug 75 % įmonių savininkų valdomų įmonių neturi nustatyto kredito balo. Jeigu šioje srityje būtų imtasi veiksmų, būtų galima įvairinti novatoriškų ir sparčiai augančių naujai įsteigtų įmonių finansavimą. Siekdama tęsti šį darbą, pirmiausia Komisija planuoja 2015 m. surengti praktinius seminarus MVĮ kredito informacijos tema.

3.3. Pakeitimo vertybiniais popieriais tvarumo didinimas

Pakeitimas vertybiniais popieriais, procesas, kai toks turtas, kaip hipoteka, tarpusavyje susiejamas tam, kad investuotojai galėtų į jį investuoti, gali būti veiksminga rizikos perkėlimo priemonė ir padidinti bankų skolinimo pajėgumą. Tačiau nuo krizės pradžios ši veikla ir toliau silpnėjo, nepaisant žemo Europos pakeitimo vertybiniais popieriais nuostolių lygio. 2014 m. Europoje pakeitimo vertybiniais popieriais priemonių emisija siekė maždaug 216 mlrd. EUR, palyginti su 594 mlrd. EUR 2007 m.⁵ Paprastomis, skaidriomis ir standartizuotomis pakeitimo vertybiniais popieriais priemonėmis pagrįsta tvari ES **aukštos**

⁴ Programos REFIT (Reglamentavimo kokybės ir rezultatų programa) dalis.

⁵ SIFMA / AFME Europos struktūrizuotų finansinių duomenų lentelės (2014 m. 4-asis ketvirtis).

kokybės pakeitimo vertybiniais popieriais rinka galėtų tapti grandimi tarp bankų ir kapitalo rinkų.

Neseniai paskelbtais Mokumo II direktyva ir padengimo likvidžiuoju turtu rodiklio deleguotaisiais aktais jau pradėtas darbas, siekiant užtikrinti visapusišką ir nuoseklų prudencinį požiūrį į paprastą, skaidrą ir standartizuotą pakeitimą vertybiniais popieriais. Be šių iniciatyvų, centriniai bankai, priežiūros institucijos, nacionalinės valdžios institucijos ir privačiojo sektoriaus atstovai pasisakė už visapusiškesnį požiūrį į pakeitimo vertybiniais popieriais priemonių atkūrimą ES.

Investuotojams ES masto iniciatyva turėtų užtikrinti aukštus pakeitimo vertybiniais popieriais priemonių standartus, teisinį tikrumą ir šių priemonių palyginamumą. Ši sistema turėtų padidinti pagrindinės informacijos, ypač susijusios su MVĮ paskolomis, skaidrumą, nuoseklumą ir prieinamumą, taip pat skatinti augimą antrinėse rinkose, kad pagerėtų sąlygos ir emisijai, ir investicijoms. **Be šios žaliosios knygos konsultacijų, Komisija konsultuosis, kokiomis konkrečiomis priemonėmis galima pasiekti šių tikslų.**

3.4. Ilgalaikių investicijų skatinimas

Investicijų lygis ES labai sumažėjo, palyginti su jų didžiausiu lygiu 2007 m., ir toliau lieka gerokai mažesnis už istorinį. Europos Komisija jau paskelbė investicijų planą, pagal kurį per ateinančius trejus metus į ekonomiką bus pritraukta bent 315 mlrd. EUR viešųjų ir privačiųjų investicijų, įsteigus naują Europos strateginių investicijų fondą (ESIF)⁶, ir paskelbė Komunikatą dėl ilgalaikio Europos ekonomikos finansavimo, kuriame apibrėžtos įvairios investicijų skatinimo priemonės. Neseniai užbaigta kurti Europos ilgalaikių investicijų fondų (EIIF) reglamentavimo sistema investuotojams sudarys galimybių ilgam laikui investuoti į įmones ir infrastruktūros projektus. EIIF turėtų būti patrauklūs investuotojams, ypač, pvz., draudimo įmonėms ar pensijų fondams, kuriems reikalingi pastovių pajamų srautai arba ilgalaikis kapitalo augimas.

Prašome pareikšti nuomonę dėl galimo tolesnio Komisijos ir valstybių narių vaidmens, remiant EIIF diegimą, taip pat dėl galimo šiuo metu nacionalinėms sistemoms taikomų lengvatų taikymo EIIF.

3.5. Europos neviešo platinimo rinkų kūrimas

Vienas iš būdų įmonėms pritraukti lėšų yra pasinaudoti neviešu platinimu, kai bendrovė pateikia vertybinių popierių pasiūlymą individualiam investuotojui arba nedidelei investuotojų grupei ne viešosiose rinkose. Tai gali būti ekonomiškai efektyvesnis būdas įmonėms pritraukti lėšų ir **išplėsti galimybes gauti lėšų** vidutinio dydžio ir didelėms bendrovėms ir galimiems infrastruktūros projektams.

Vidutinio dydžio Europos įmonės JAV neviešo platinimo rinkoje veikia daugelį metų; 2013 m. jos pritraukė 15,3 mlrd. JAV dolerių⁷. Nuo finansų krizės pradžios neviešo platinimo populiarumas Europoje paspartėjo ir kai kurios valstybės narės sukūrė neviešo platinimo rinkas. Vokietijos ir Prancūzijos nacionalinėse neviešo platinimo rinkose 2013 m. išleista 15 mlrd. EUR vertės skolos vertybinių popierių. Kliūtys, trukdančios vystyti visos Europos

⁶ Europos Parlamento ir Tarybos reglamento dėl Europos strateginių investicijų fondo, kuriuo iš dalies keičiami reglamentai (ES) Nr. 1291/2013 ir (ES) Nr. 1316/2013, pasiūlymas, COM(2015) 10.

⁷ Žr. ICMA 2014 m. 3-jojo ketvirčio ataskaitą.

rinkas, apima nacionalinių nemokumo teisės aktų skirtumus, standartizuotų procesų, dokumentų ir informacijos apie emitentų kreditingumą trūkumą.

Siekdamas plėtoti Europos neviešo platinimo rinkas, sektoriaus įstaigų konsorciumas pirmiausia parengė neviešo platinimo bendros rinkos praktikos, principų ir standartizuotų dokumentų rinkos vadovą, suderinamą su įvairiomis teisinėmis sistemomis. Vadovas buvo neseniai paskelbtas ir greitai turėtų pasirodyti pirmosios emisijos. Komisija palankiai vertina šį rinkos principais grindžiamą metodą, kuris galėtų padėti greitai sukurti Europos neviešo platinimo rinką.

Klausimai

- 1) Be penkių prioritetinių sričių, kuriose, kaip nustatyta, reikia imtis veiksmų artimiausiu metu, kokioms kitoms sritims turėtų būti teikiama pirmenybė?*
- 2) Kokių papildomų veiksmų, susijusių su **MVĮ kredito informacijos** prieinamumu ir standartizavimu, būtų galima imtis, siekiant stiprinti MVĮ ir naujai įsteigtų įmonių finansavimo rinką ir užtikrinti didesnę investuotojų bazę?*
- 3) Kokią paramą galima teikti **EIIF**, siekiant remti jų kūrimą?*
- 4) Ar ES reikia imtis kokių nors veiksmų, siekiant remti **neviešo platinimo** rinkų vystymą, išskyrus paramą rinkos principais grindžiamoms pastangoms, kuriomis siekiama susitarti dėl bendrų standartų?*

4 skirsnis. Kapitalo rinkų vystymo ir integravimo priemonės

Siekiant užtikrinti visapusiškai integruotos bendrosios kapitalo rinkos naudą, būtina įveikti problemas, visų pirma trijose pagrindinėse srityse:

- sudarant geresnes galimybes **gauti finansavimą** visoms Europos įmonėms (ypač MVI) ir investiciniams projektams, pvz., infrastruktūros;
- **pagausinant ir įvairinant finansavimo šaltinius**, kuriuos teikia investuotojai ES ir viso pasaulyje; ir
- užtikrinant, kad **rinkos veiktų efektyviau** ir veiksmingiau ir mažesnėmis sąnaudomis suvestų investuotojus su tais, kam reikia finansavimo, tiek valstybėse narėse, tiek tarpvalstybiniu mastu.

4.1. Galimybių gauti finansavimą didinimas

Atsižvelgiant į nuosavo kapitalo ir obligacijų rinkų dydį ir reikšmę ir siekiant užtikrinti veiksmingą kapitalo rinkų sąjungą ir kuo daugiau galimybių gauti finansavimą, bus labai svarbu, kad jos veiktų sklandžiai. Tačiau finansavimo srautui kyla daug kliūčių, ypač kai jo reikia mažesnėmis ar vidutinio dydžio įmonėms, taip pat ilgesnės trukmės projektais (pavyzdžiui, infrastruktūros), nors šios įmonės ir tokie projektai yra labai svarbūs, siekiant didinti gamybos pajėgumus ir ekonomikos augimą. Šios finansavimo problemos yra ypač ryškios tose valstybėse narėse, kurios labiausiai nukentėjo nuo krizės.

MVI nuo seno buvo pirmiausia priklausomos nuo bankų finansavimo. Per krizę bankai, priimdami sprendimus dėl skolinimo, neišvengiamai tapo išrankesni tiek dėl savo pačių balanso suvaržymų, tiek dėl didesnės tikimybės, kad skolininkai neįvykdys įsipareigojimų. Nors kapitalo rinkos gali padėti bankams atlikti skolinimo MVI vaidmenį, dėl pastarųjų įvairovės ir nepakankamos kredito informacijos joms dažnai geriau tinka santykiškai grindžiamas skolinimas.

Tačiau alternatyviems finansavimo šaltiniams gali tekti svarbus vaidmuo, ypač **novatoriškų sektoriuose naujai įsteigtų įmonių ir mažų, bet sparčiai augančių įmonių atžvilgiu**. Šių įmonių pinigų srautai paprastai iš pradžių būna maži ir, norėdamos galėtų plėsti savo verslą, jos priklauso nuo išorės finansavimo. Įmonėms, turinčioms daug nematerialiojo turto, kurio negalima lengvai panaudoti kaip užstato banko paskoloms gauti, dažnai yra sunku gauti banko lėšų ir kitų finansavimo priemonių (pvz., lizingo ir faktoringo) arba jų nepakanka.

Galimybė gauti finansavimą viešojo kapitalo rinkose daug kainuoja ne tik MVI, bet ir **vidutinio dydžio įmonėms**, kurios dažniau nei MVI gali pasinaudoti viešosiomis rinkomis, kad pritrauktų lėšų. Nuosavybės vertybinių popierių emisijoms ir skolos priemonių platinimui būdingos didelės fiksuotos išsamaus patikrinimo išlaidos ir reglamentavimo reikalavimai. Šios išlaidos ir reikalavimai apima investuotojams arba priežiūros institucijoms reikalingos informacijos atskleidimo, kitų įmonių valdymo reikalavimų laikymosi ir išorės reitingų užsakymo išlaidas. Be to, ankstyvajame veiklos vystymo etape įmonės gali būti komerciniu požiūriu suinteresuotos neatskleisti išsamios informacijos apie savo verslo planą. Jos gali nenorėti atsisakyti kontrolės arba vengti didesnio išorės tikrinimo. Dėl šių ypatybių mažosioms ir vidutinio dydžio įmonėms dažnai sunku patekti į viešojo akcinio kapitalo ir

skolos rinkas, todėl jos daugiausia naudojasi privačiojo sektoriaus skolos ir nuosavo kapitalo rinkomis, kurios paprastai yra mažiau standartizuotos, sudėtingesnės ir dažnai brangesnės.

Didelės įmonės paprastai yra pakankamo dydžio, kad galėtų užsitikrinti fiksuotas naudojimosi kapitalo rinkomis išlaidas, ir yra pakankamai didelės, kad kiekviena atskira emisija būtų pakankamai didelė, kad pritrauktų platintojų, investuotojų ir analitikų dėmesį. Tačiau nors įmonių obligacijų emisija per pastaruosius metus gerokai padidėjo ir iš dalies kompensavo bankų skolinimo sumažėjimą, kotiruojamųjų akcijų emisija Europoje ir toliau lieka silpna. Padidinus rinkų veiksmingumą ir efektyvumą, būtų galima sumažinti patekimo į tas rinkas išlaidas, ir tai būtų naudinga visoms įmonėms.

Galiausiai ES reikia daug **naujų investicijų į infrastruktūrą**, kad išlaikytų jos konkurencingumą. Tačiau skirti lėšas tokiems projektams trukdo trumparegiškumas, reglamentavimo kliūtys ir kiti veiksniai. Be to, daugeliui infrastruktūros projektų būdingos viešųjų gėrybių savybės, o tai reiškia, kad vien privačiojo finansavimo negali pakakti optimaliam investicijų lygiui pasiekti. Nors ESIF labai padės skatinti investicijas į infrastruktūros projektus⁸, Komisija skatina pareikšti nuomonę dėl kitų priemonių, kuriomis galima siekti šio tikslo.

Informacijos problemų sprendimas

Europoje dauguma MVĮ kreipiasi į bankus tik tuomet, kai nori gauti finansavimą. Nors beveik 13 % šių prašymų yra atmetami, dažnai taip yra dėl to, kad jie neatitinka bankų pageidaujamo rizikos pobūdžio, net jei yra gyvybingi. Kartais bankai nukreipia MVĮ pas alternatyvius finansuotojus, tačiau taip būna ne visada: kartais nei bankai, nei MVĮ neturi pakankamai žinių apie alternatyvas. Bankai galėtų būti raginami geriau informuoti MVĮ, kurių kredito paraiškos atmetamos, ir didinti informuotumą apie alternatyvias finansavimo galimybes MVĮ, kurių kredito paraiškos atmetamos.

Tarptautiniai finansinės atskaitomybės standartai (TFAS) atliko svarbų vaidmenį, skatinant bendrą ES apskaitos kalbą, ir sudarė palankesnes sąlygas didelėms biržinėms ES įmonėms patekti į pasaulines kapitalo rinkas. Tačiau, jeigu mažesnėms įmonėms, visų pirma toms, kurios nori patekti į specialias prekybos vietas, būtų taikomi visi TFAS, atsirastų papildomų išlaidų. Supaprastinto, bendro ir aukštos kokybės apskaitos standarto, pritaikyto į tam tikrų prekybos vietų⁹ sąrašus įtrauktoms įmonėms, kūrimas galėtų būti žingsnis į priekį skaidrumo ir palyginamumo prasme; proporcingai taikant tą standartą, būtų galima padėti toms įmonėms, ieškančioms tarpvalstybinio finansavimo, tapti patrauklesnėmis investuotojams iš kitų valstybių narių. Šis standartas galėtų tapti „MVĮ augimo rinkų“ platformų ypatumu ir jį būtų galima naudoti platesniu mastu.

Infrastruktūros projektų arba projektų bazės skaidrumas galėtų padidinti jų patrauklumą privatesiems investuotojams ir padėti reguliavimo institucijoms patvirtinti investicijoms į infrastruktūrą labiau pritaikytą prudenčinę tvarką. 2014 m. gruodžio mėn. Investicijų darbo grupės ataskaitoje pasiūlyta sukurti centrinę ES lygmens interneto svetainę, kurioje būtų pateikiamos nuorodos į valstybių narių projektus ir (arba) projektų bazes, ir įtraukti į ją informaciją apie ES projektus (pvz., finansuojamus iš Europos infrastruktūros tinklų

⁸ Vykdamas investicijas į infrastruktūrą, Europos struktūriniai ir investicijų fondai (ESI fondai) taip pat gali atlikti svarbų vaidmenį, jei yra įvykdyti atitinkami tinkamumo kriterijai.

⁹ Pavyzdžiui, daugiašalės prekybos sistemos (DPS).

priemonės ir Europos struktūrinius ir investicijų fondų). Remdamasi Investicijų darbo grupės ataskaita, Komisija pasiūlė sukurti Europos investicinių projektų bazę, kad investuotojams būtų lengviau gauti informacijos apie investavimo galimybes visoje ES ir kad kuo daugiau investuotojų dalyvautų finansavimo veikloje¹⁰. Šiuo tikslu reikės sukurti specialią interneto svetainę ir bendrus informacijos pateikimo standartus. Tokia projektų bazė bus kuriama remiantis darbu, kuris jau pradėtas kai kuriose valstybėse narėse.

Standartizavimas kaip postūmio rinkoms priemonė

Nors standartizavimas ir turi trūkumų, kai kurioms rinkoms galima suteikti postūmį bendromis rinkos taisyklėmis, skaidria informacija apie produktų savybes ir nuoseklia priežiūra bei vykdymo užtikrinimu. Atlikus tam tikro lygio standartizavimą, galima pritraukti daugiau investuotojų, sustiprinti rinkas ir padidinti jų likvidumą. Tai ypač pasakytina apie mažesnes valstybes nares, kurių rinka negali pasiekti mažiausio veiksmingo dydžio, jeigu joje įmanoma sutelkti tik tos šalies kapitalą. Kai bendri standartai nereikalingi arba juos sunku pasiekti, politikos pastangas būtų skirti tam, kad iš visos būtų atrinkta geriausia praktika, kaip skatinti tam tikrų finansinių priemonių kūrimą.

Integruotesnės Europos padengtų obligacijų rinkos sukūrimas sudarytų geresnes sąlygas bankams vykdyti ekonomiškai efektyvų finansavimą ir suteiktų investuotojams įvairesnių investavimo galimybių. Sėkmingas padengtų obligacijų, kaip finansavimo priemonės, taikymas yra glaudžiai susijęs su specialių nacionalinių teisinių sistemų plėtojimu. 2015 m. Komisija konsultuosis dėl ES padengtų obligacijų sistemos privalumų ir galimos struktūros ir, remdamasi gerai veikiančių nacionalinių sistemų patirtimi, nurodys politikos galimybes, kaip galima siekti didesnės integracijos padengtų obligacijų rinkose. Komisija taip pat apsvarstys, ar investuotojams reikėtų suteikti daugiau informacijos apie užstatu užtikrintas padengtas obligacijas ir kitas struktūrizuotas skolos priemones, panašiai kaip struktūrizuotų finansinių priemonių atveju, kai taikomi reikalavimai dėl paskolos duomenų atskleidimo.

Nepaisant pastaruoju metu išaugusios **įmonių obligacijų** emisijos, šioms priemonėms būdingas žemas standartizavimo ir kainų skaidrumo lygis. Nors pastaraisiais metais kai kuriose valstybėse narėse atsirado mažmeniniams investuotojams skirtų naujų elektroninių prekybos obligacijomis platformų, dėl standartizavimo stokos gali kilti kliūčių kuriant prekybos obligacijomis vietas ir likvidžią antrinę rinką. Labiau standartizuotos įmonių skolos vertybinių popierių emisijos galėtų užtikrinti likvidesnę antrinę įmonių obligacijų vystymo rinką. Komisija norėtų sužinoti nuomonę dėl to, ar reikėtų toliau nagrinėti labiau standartizuotos įmonių obligacijų rinkos kūrimo galimybę ir ar tai galima geriausiai pasiekti rinkos iniciatyva ar reguliavimo priemonėmis.

Dar viena nauja investicijų kategorija, galinti užtikrinti papildomų finansavimo galimybių, yra **aplinkosaugos, socialinės ir įmonių valdymo investicijos**, pavyzdžiui, ekologinės obligacijos. Ekologinių obligacijų pajamos skiriamos projektams ir veiklai, kuriais remiami su klimatu ar kiti su aplinkos tvarumu susiję tikslai. Sparčiai augti šiai rinkai padeda rinkos principais grindžiamas standartizavimo procesas, kuriame atsižvelgiama į ekologinių obligacijų atrankos kriterijus, kuriuos, be kitų subjektų, parengė Pasaulio bankas, Europos investicijų bankas ir Europos rekonstrukcijos ir plėtros bankas. Rinkos dalyviai šiuo metu rengia neprivalomas gaires – „Ekologinių obligacijų principus“, kuriuose rekomenduojama

¹⁰ Žr. COM(2015) 10 *final* 9 straipsnį.

laikytis skaidrumo ir paaškinant ekologinių obligacijų emisijos metodą skatinamas ekologinių obligacijų rinkos plėtojimo nuoseklumas.

Alternatyvių finansavimo būdų kūrimas

Nors atrodytų, kad dėl elektroninio tokių priemonių, kaip tarpusavio skolinimas ir visuomenės finansavimas, pobūdžio šiomis priemonėmis būtų galima labai prisidėti prie ekonomikos finansavimo tarpvalstybiniu mastu, mažai kas rodo, kad tokia veikla vykdoma tarpvalstybiniu ar Europos mastu. Remdamasi Komunikatu dėl visuomenės finansavimo¹¹, Komisija renka informaciją apie sektoriaus įmonių požiūrį į informacijos atskleidimą ir valstybių narių požiūrį į reglamentavimą. Pagal pirminius rezultatus galima spręsti, kad šiose srityse taikomos įvairios nacionalinės priemonės gali skatinti visuomenės finansavimo veiklą šalyje, tačiau jos nebūtinai gali derėti tarpusavyje tarpvalstybiniu mastu.

Klausimai

5) Kokios papildomos priemonės galėtų padėti išplėsti galimybes gauti finansavimą ir skirti lėšas tiems, kam jų reikia?

6) Ar reikėtų imtis tokių priemonių, kaip standartizavimas, siekiant skatinti didesnę įmonių obligacijų rinkų likvidumą? Jeigu taip, kokių priemonių reikia ir ar galima jas įgyvendinti rinkos priemonėmis, ar reikia imtis reguliavimo veiksmų?

7) Ar, be rinkos dalyvių rengiamų gairių rėmimo, reikia imtis kitų ES masto veiksmų, siekiant padėti plėtoti standartizuotas, skaidrias ir patikrinti įmanomas aplinkosaugos, socialines ir įmonių valdymo investicijas, įskaitant ekologines obligacijas?

8) Ar tikslinga kurti bendrą ES lygmens apskaitos standartą mažosioms ir vidutinio dydžio įmonėms, įtrauktoms į DPS sąrašus? Ar toks standartas turėtų tapti „MVĮ augimo rinkų“ platformų ypatybe? Jeigu taip, kokiomis sąlygomis?

9) Ar yra kliūčių, trukdančių plėtoti tinkamai reguliuojamas visuomenės finansavimo arba tarpusavio skolinimo priemones, taip pat ir tarpvalstybiniu mastu? Jeigu taip, kaip reikėtų jas šalinti?

4.2. Finansavimo šaltinių plėtojimas ir įvairinimas

Kapitalo rinkų dydis galiausiai priklausys nuo kapitalo rinkos priemonėms skirtų santaupų. Taigi, kad kapitalo rinkos sėkmingai veiktų, į jas reikia **pritraukti institucinių, mažmeninių ir tarptautinių investuotojų**.

Institucinių investicijų skatinimas

Ilgalaikių institucinių investuotojų vaidmuo kapitalo rinkose darosi vis svarbesnis. Tačiau reglamentavimo kliūtys ir kiti veiksniai gali trukdyti investuoti ilgalaikes institucines lėšas į ilgalaikius projektus, taip pat į infrastruktūros projektus.

¹¹ COM(2014) 172.

Europos turto valdymo įmonės valdo daugiau kaip 17 trln. EUR turto ir, nukreipdamos investuotojų pinigus į ekonomiką, jos atlieka nepaprastai svarbų vaidmenį. Sėkminga jų veikla didele dalimi tiesiogiai priklauso nuo Europos investicinių fondų sistemų. KIPVPS (kolektyvinio investavimo į perleidžiamus vertybinius popierius subjektų)¹² sistema, skirta savitarpio fondams, yra pripažintas tarptautinis standartas, o Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų direktyva (AIFVD)¹³ buvo sukurta sistema, pagal kurią gali veikti Europos alternatyvių investicijų valdytojai.

Fondų steigimas, tapimas jų įgaliotais valdytojais ir jų pardavimas tarpvalstybiniu mastu yra susiję su reglamentavimo išlaidomis, kurios šiuo metu yra skirtingos įvairiose valstybėse narėse. Sumažinus fondų steigimo ir apskritai prekybos tarpvalstybiniu mastu išlaidas, sumažėtų kliūtys patekti į rinką ir padidėtų konkurencija. Be naujų rinkos dalyvių, taip pat svarbu, kad fondai galėtų augti ir pasinaudoti masto ekonomija. Komisija norėtų sužinoti nuomonę dėl to, kokiomis papildomomis priemonėmis būtų galima paskatinti institucinius investuotojus pritraukti ir investuoti daugiau lėšų ir į įvairesnį turtą, pvz., į ilgalaikius projektus, naujai įsteigtas įmones ir MVI.

Pensijų ir draudimo sektoriuje taip pat sutelkta daug – maždaug 12 trln. EUR – turto, kuris gali būti panaudotas investicijoms finansuoti. Pagal naują pradžinę tvarką („Mokumas II“¹⁴), kuri bus taikoma **draudikams** nuo 2016 m. sausio 1 d., pašalinus nacionalinius apribojimus įmonių turto portfelio sudėčiai, jos galės daugiau investuoti į ilgalaikį turtą¹⁵. Be to, Komisija užtikrino, kad, taikant standartinę draudikų kapitalo reikalavimų apskaičiavimo formulę, nekiltų kliūčių ilgalaikėms investicijoms bei ilgalaikių įsipareigojimų ir ilgalaikio turto derinimui¹⁶. Nors šios pastangos buvo palankiai įvertintos, kai kurie subjektai investicijoms į infrastruktūrą ragino taikyti specialią tvarką, susijusią su draudikų ir bankų kapitalo reikalavimų kalibravimu. Reikia toliau dėti pastangas, siekiant nustatyti mažesnės rizikos investicijas į infrastruktūros skolos ir (arba) nuosavybės vertybinius popierius ir po to galbūt peržiūrėti pradžines taisykles ir sukurti infrastruktūros poklasius.

Kapitalu grindžiamos **pensijos skyrimo** sistemos kai kuriose valstybėse narėse atlieka vis svarbesnį vaidmenį. Tokios sistemos, valdomos apdairiai ir atsižvelgiant į jų socialinę funkciją, gali padėti užtikrinti pensijų sistemų tvarumą ir adekvatumą; jos taip pat tampa vis svarbesniais investavimo į Europos ekonomiką šaltiniais. Šiuo metu svarstomos naujos profesinių pensijų taisyklės galėtų pašalinti kliūtis pensijų fondų valdytojams daugiau investuoti į ilgalaikį turtą. Be to, keičiantis geriausios praktikos pavyzdžiais, taip pat būtų galima pagerinti nacionalinių sistemų suderinamumą.

Asmeninių pensijų paslaugas teikiantiems subjektams taikomi įvairūs ES teisės aktai. Dėl to kyla klausimas, ar, pasiūlius standartizuotą produktą, pavyzdžiui, pasinaudojant Europos masto arba 29-ąja sistema pašalinus kliūtis patekti į tarpvalstybinę rinką, būtų galima sustiprinti bendrąją asmeninės pensijos skyrimo rinką. Atliekant bet kokius pakeitimus,

¹² Direktyva 2014/91/ES.

¹³ Direktyva 2011/61/ES, kuria iš dalies keičiami direktyvos 2003/41/EB ir 2009/65/EB bei reglamentai (EB) Nr. 1060/2009 ir (ES) Nr. 1095/2010.

¹⁴ Direktyva 2009/138/EB.

¹⁵ Bankų pradžinio reguliavimo srityje Komisijos deleguotuoju aktu dėl padengimo likvidžiuoju turtu rodiklio atskirai numatytos didesnės paskatos investicijoms į infrastruktūrą ir MVI, kurios palengvintų investavimą į MVI.

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

reikėtų užtikrinti veiksmingą vartotojų apsaugos lygį, kartu didinti aprėptį, plėsti diegimą ir užtikrinti tinkamą santaupų apsaugą.

Privatusis akcinis ir rizikos kapitalas, kaip tradicinių banko paskolų arba skolos ar nuosavybės vertybinių popierių emisijos alternatyva, atlieka svarbų vaidmenį Europos ekonomikoje. Tačiau rizikos kapitalo rinkos dažnai yra nepakankamo masto; tai būdinga ne tik biržoms, kurių specializacija – sparčiai augančių įmonių finansavimas, bet ir rizikos kapitalo investicijoms į naujas įmones veiklos pradžios ar plėtros etapu arba į aukštųjų technologijų įmones. Be to, valstybėse narėse labai skiriasi rizikos kapitalo rinkų išsivystymas: maždaug 90 % visų rizikos kapitalo fondų valdytojų yra susitelkę aštuoniose valstybėse narėse¹⁷.

Kai kuriose valstybėse narėse rizikos kapitalo fondams sunku pasiekti reikiamą mastą, kad galėtų išskaidyti savo portfelio riziką. Daugiausia taip yra dėl šių pagrindinių priežasčių: investavimo į nuosavybės vertybinius popierius kultūros nebuvimo, informacijos trūkumo, rinkos susiskaidymo ir didelių išlaidų.

Siekdama skatinti rizikos kapitalo lėšų, kaip investicijų į nuosavą kapitalą arba paskolų, skyrimą tam tikromis sąlygomis naujai įsteigtoms įmonėms ir socialinėms įmonėms, 2013 m. ES priėmė Europos rizikos kapitalo fondų (ERKF)¹⁸ ir Europos socialinio verslumo fondų (ESVF)¹⁹ reglamentus. Kol kas šie fondai diegiami gana sėkmingai, tačiau dar yra galimybių daryti tolesnę pažangą. Gali būti, kad iškilis įvairių kliūčių intensyviau kurti fondus. Iškilio konkreti problema: valdytojai, kurių portfelis yra didesnis nei 500 mln. EUR, negali prašyti leisti įsteigti ir naudoti tokį fondą, o, prekiaudami fondais Europos Sąjungoje, negali naudoti šių fondų pavadinimų. Atsirandant vis įvairesnių rinkos dalyvių, galėtų išaugti prieinamų ERKF ir ESVF fondų skaičius.

Viešasis finansavimas taip pat gali atlikti tam tikrą vaidmenį, kadangi keliose valstybėse narėse regioninės valdžios institucijos yra didelės rizikos kapitalo finansuotojos. Tokiomis ES finansinėmis priemonėmis, kaip Konkurencingumo ir inovacijų bendroji programa (KIP), Europos struktūriniai ir investicijų fondai (ESIF)²⁰ ir nuosavu kapitalu grindžiamas finansavimas, remiamas pagal struktūrinių fondų programas, pavyko sėkmingai pritraukti rizikos kapitalą MVĮ. Šiais rezultatais bus remiamasi vykdant ES Įmonių konkurencingumo ir MVĮ programą (COSME)²¹ ir programą „Horizontas 2020“. Be to, 2014 m. liepos mėn. pakeistos valstybės pagalbos taisyklės, kad prireikus būtų galima užtikrinti didesnę valstybės įsikišimą plėtojant rizikos finansų rinką ir sudaryti palankesnes sąlygas MVĮ ir mažoms arba novatoriškoms vidutinės kapitalizacijos įmonėms patekti į tą rinką²². Dabar kyla klausimas, kaip išplėsti rizikos kapitalo fondų mastą ir kaip prie to būtų galima prisidėti bendromis viešojo ir privačiojo sektorių lėšomis.

Jeigu investuotojams trūksta galimybių pasitraukti, tai irgi gali tapti kliūtimi plėtoti rizikos kapitalo finansavimą. Komisijai būtų įdomu sužinoti, ar galima imtis priemonių, siekiant

¹⁷ JK, Vokietijoje, Švedijoje, Danijoje, Suomijoje, Nyderlanduose, Prancūzijoje ir Ispanijoje.

¹⁸ Reglamentas (ES) Nr. 345/2013.

¹⁹ Reglamentas (ES) Nr. 346/2013.

²⁰ Reglamentas (ES) Nr. 1303/2013.

²¹ Reglamentas (ES) Nr. 1287/2013.

²² 2014/C 19/04.

sukurti geresnę aplinką neformaliems investuotojams²³, rizikos kapitalui ir pradiniam viešam akcijų platinimui, kad investuotojams būtų užtikrinta geresnė pasitraukimo strategija ir būtų skatinamas rizikos kapitalo tiekimas naujai įsteigtoms įmonėms.

Bankai, kaip emitentai, investuotojai ir tarpininkai, turbūt ir toliau bus pagrindiniai kapitalo rinkų veikėjai ir dalyviai ir, kaip finansavimo ir informacijos teikėjai, toliau atliks svarbų vaidmenį tarpininkaudami kreditavimo veikloje. Be to, atsiranda naujų technologijų ir verslo modelių, pvz., tarpusavio skolinimas arba kitų rūšių nebankinis tiesioginis skolinimas, kuriais siekiama teikti finansavimą MVĮ ir naujai įsteigtoms įmonėms. Komisija kviečia pateikti nuomonę dėl to, ar yra didelių kliūčių patekti į rinką, siekiant teikti ir plėtoti šias bankų skolinimą papildančias paslaugas.

Klausimai

10) Kokiomis politikos priemonėmis būtų galima paskatinti institucinius investuotojus pritraukti lėšų ir investuoti daugiau ir į įvairesnį turtą, visų pirma į ilgalaikius projektus, MVĮ ir sparčiai augančias naujai įsteigtas įmones?

11) Kokių veiksmų būtų galima imtis, siekiant sumažinti fondų valdytojams tenkančias investicinių fondų steigimo ir prekybos visoje ES išlaidas? Kokios kliūtys trukdo fondams pasinaudoti masto ekonomijos privalumais?

12) Ar rengiant specialią tvarką investicijoms į infrastruktūrą, reikėtų orientuotis į tam tikrus aiškiai nustatomus turto poklasių? Jeigu taip, kuriems iš jų Komisija turėtų teikti pirmenybę, ateiityje peržiūredama tokias prudencines taisykles, kaip IV kapitalo reikalavimo direktyva, Kapitalo reikalavimų reglamentas ir „Mokumas II“?

13) Ar pasiūlius standartizuotą produktą arba pašalinus esamas kliūtis patekti į tarpvalstybinę rinką, būtų sustiprinta bendroji asmeninės pensijos skyrimo rinka?

14) Ar, atlikus EKRF ir ESVF reglamentų pakeitimų, didesnių ES fondų valdytojams būtų lengviau valdyti šių rūšių fondus? Ar reikėtų atlikti kokių nors kitų pakeitimų, kad šių rūšių fondų padaugėtų?

15) Kaip ES reikėtų toliau plėtoti privatųjį acinį ir rizikos kapitalą, kaip alternatyvų ekonomikos finansavimo šaltinį? Visų pirma, kokiomis priemonėmis būtų galima skatinti didinti rizikos kapitalo fondų mastą ir gerinti rizikos kapitalo investuotojų galimybes pasitraukti?

16) Ar yra kliūčių saugiai didinti tiek bankinį, tiek nebankinį tiesioginį skolinimą įmonėms, kurioms reikia finansavimo?

²³ Neformalus investuotojai (verslo angelai) yra individualūs investuotojai, paprastai turintys verslo patirties, kurie suteikia kapitalo naujai įsteigtoms įmonėms.

Mažmeninių investicijų skatinimas

Paprastai mažmeninių investuotojų noras tiesiogiai investuoti į kapitalo rinkas nėra didelis visoje ES, daugiausia jų lėšos investuojamos per kolektyvines institucines investicijas. Tačiau Europos namų ūkiai banko sąskaitose laiko daug santaupų, kurias kai kuriais atvejais būtų galima panaudoti produktyviau. Mažėjančios indėlių palūkanų normos galėtų būti tam tikra paskata namų ūkiams perkelti daugiau savo finansinio turto iš bankų į rinkos vertybinius popierius.

Tokie savitarpio fondų produktai, kaip KIPVPS, yra populiarūs tarp mažmeninių investuotojų kaip priemonės investuoti į kapitalo rinkas. Nepaisant to, tiesioginio mažmeninių investuotojų dalyvavimo KIPVPS santykis išlieka palyginti žemas: 2013 m. privatūs namų ūkiai teko tik 26 % investicinių fondų nuosavybės euro zonoje²⁴. Kad galėtų užtikrinti didesnę investicinių fondų produktų pasirinkimą ir didesnę konkurenciją, Komisijai būtų įdomu sužinoti nuomonę dėl to, kaip būtų galima padidinti tarpvalstybinį mažmeninių dalyvavimą KIPVPS.

Mažmeniniai investuotojai norės investuoti į kapitalo rinkas tik tuomet, jeigu pasitikės tomis rinkomis ir jose veikiančiais finansų tarpininkais ir manys, kad gali saugiai užsitikrinti didesnę savo santaupų grąžą. Pagrindinė finansų sektoriaus atsakomybė ir uždavinys – atkurti investuotojų pasitikėjimą. Pagerinus finansinių išprusimą, vartotojai taip pat galėtų veiksmingiau ir lengviau rinktis finansinius produktus ir juos palyginti. Yra vykdoma keletas nacionalinių programų, kurių tikslas – gerinti finansinių išprusimą, taip pat ES projektas „Vartotojų teisių pamokos“. Kai kuriais atvejais taip pat galėtų būti naudingi kai kuriose valstybėse narėse naudojami labiau standartizuoti arba paprastesni finansiniai produktai.

Reguliavimas ir priežiūra gali padėti didinti investuotojų pasitikėjimą. Europos vertybinių popierių ir rinkų institucijai (ESMA) ir Europos draudimo ir profesinių pensijų institucijai (EIOPA) suteikta daugiau galių dėl investuotojų apsaugos FPRD (angl. MIFID) II²⁵ ir kitais reglamentais. Kaip minėta neseniai Komisijos paskelbtoje Europos priežiūros institucijų (EPI) apžvalgoje²⁶, prireikus šių institucijų įgaliojimus, susijusius su vartotojų ir investuotojų apsauga, būtų galima patikslinti ir sustiprinti.

Sustiprinus tarpvalstybinę konkurenciją mažmeninių finansinių paslaugų sektoriuje, galėtų padidėti pasirinkimas, sumažėti kainos ir pagerėti paslaugų kokybė. Šiais aspektais gali būti naudingas finansinių paslaugų teikimas elektroninėmis ir mobiliosiomis priemonėmis su sąlyga, kad būtų galima spręsti apsaugos nuo sukčiavimo, įsilaužimo ir pinigų plovimo problemas kartu užtikrinant, kad vartotojams būtų paprasta naudotis tomis priemonėmis. Komisija pradės parengiamąjį darbą, kad nustatytų, kaip mažmeninių finansinių paslaugų bendroji rinka galėtų atnešti daugiau naudos vartotojams.

²⁴ Europos fondų ir turto valdymo asociacijos 2014 m. „Fact Book“.

²⁵ Direktyva 2014/65/ES, kuria iš dalies keičiamos Direktyva 2002/92/EB ir Direktyva 2011/61/ES.

²⁶ COM(2014) 509.

Klausimai

17) Kaip būtų galima padidinti tarpvalstybinį mažmeninių subjektų dalyvavimą KIPVPS?

18) Kaip EPI dar gali padėti užtikrinti vartotojų ir investuotojų apsaugą?

19) Kokiomis politikos priemonėmis būtų galima padidinti mažmenines investicijas? Ką dar būtų galima padaryti, siekiant suteikti daugiau galimybių ES piliečiams patekti į kapitalo rinkas ir juos apsaugoti?

20) Ar yra geriausios nacionalinės praktikos, kaip kurti paprastus ir skaidrius investicinius produktus vartotojams, pavyzdžiui, kuriais būtų galima pasidalyti?

Tarptautinių investicijų pritraukimas

Europos kapitalo rinkos turi būti atviros ir konkurencingos pasauliniu mastu, gerai reguliuojamos ir integruotos, kad galėtų pritraukti užsienio investicijų, t. y. turi būti išlaikyti aukšti ES standartai, kad būtų užtikrintas rinkos vientisumas, finansinis stabilumas ir investuotojų apsauga. Atsižvelgiant į pasaulinį kapitalo rinkų pobūdį, svarbu, kad kapitalo rinkų sąjunga būtų kuriama, atsižvelgiant į platesnį pasaulinį kontekstą.

Nors po krizės bendrojo kapitalo srautai sumažėjo visuose regionuose, Europos Sąjungoje (ypač euro zonoje) bendrojo kapitalo įplaukų ir netenkamų pinigų srautų masto sumažėjimas, kaip BVP procentinė dalis, buvo didžiausias. 2013 m. visi bendrojo kapitalo įplaukų elementai (portfelio investicijos, tiesioginės užsienio investicijos ir skolos su bankų tarpininkavimu) buvo mažesni nei 2007 m.

Pagal Tarptautinio valiutos fondo (TVF) duomenis 2013 m. pabaigoje viso pasaulio tarpvalstybinio portfelio investicijos sudarė 25 trln. EUR. Bendros ES valstybių narių tarpusavio tarpvalstybinio portfelio investicijos buvo 9,6 trln. EUR, o portfelio investicijos iš ES nepriklausančių šalių sudarė 5 trln. EUR. Todėl dar yra daug galimybių pritraukti iš trečiųjų šalių papildomų investicijų į nuosavą kapitalą ir skolos priemones.

ES tarptautinės prekybos ir investicijų politika²⁷ atlieka svarbų vaidmenį remiant tarptautines investicijas. Tarptautinės prekybos ir investicijų susitarimai liberalizuoja kapitalo judėjimą, reguliuoja patekimą į rinką ir investicijas, be kita ko, finansinėms paslaugoms teikti, ir gali padėti užtikrinti tinkamo lygio investuotojų apsaugą Europoje ir vienodas sąlygas visoje ES²⁸. Be to, Komisija prisideda prie tarptautinio darbo, susijusio su laisvu kapitalo judėjimu, įskaitant, pavyzdžiui, EBPO kapitalo judėjimo liberalizavimo kodeksus.

Reikėtų sudaryti palankesnes sąlygas ES investicinių fondų vienetų ir kitų investicinių priemonių tiesioginei prekybai trečiosiose šalyse. Tai galėtų būti pasiekta mažinant kliūtis ES finansų įstaigoms ir paslaugoms patekti į trečiųjų šalių rinkas, be kita ko, prireikus atveriant rinkas tarpvalstybiniam turto valdymui būsimuose prekybos susitarimuose.

²⁷ COM(2010) 343.

²⁸ Prekybos ir investicijų susitarimuose ES taip pat siekia suteikti tinkamas garantijas, kad užtikrintų tinkamą tokių sričių, kaip sauga, sveikata, aplinkos apsauga ar kultūrų įvairovė, apsaugą.

Atsižvelgiant į šias tendencijas, Komisijai įdomu sužinoti nuomonę dėl priemonių, kurių būtų galima imtis, siekiant padidinti ES rinkų patrauklumą tarptautiniams investuotojams.

Klausimai

21) Kokių papildomų finansinių paslaugų reguliavimo veiksmy būtų galima imtis, siekiant užtikrinti, kad ES būtų konkurencinga tarptautiniu mastu ir taptų patrauklia vieta investuoti?

22) Kokių priemonių galima imtis, siekiant padėti ES įmonėms lengviau rasti investuotojų ir patekti į kapitalo rinkas trečiosiose šalyse?

4.3. Rinkos veiksmingumo didinimas. Tarpininkai, infrastruktūros ir platesnio pobūdžio teisinė sistema

Bendro taisyklių sąvado vykdymo užtikrinimas ir konkurencija

Pastaraisiais metais bendro taisyklių sąvado rengimas buvo svarbus žingsnis kuriant labiau suderintą kapitalo rinkų, kuriose įmonės gali konkuruoti tarpvalstybiniu mastu vienodomis sąlygomis, reglamentavimo sistemą. Sėkmingas bendro taisyklių sąvado taikymas taip pat priklauso nuo to, kaip veiksmingai įgyvendinamos taisyklės ir nuosekliai užtikrinamas jų vykdymas. Vis dar yra keletas svarbių ES teisės aktų, kuriais leidžiama nustatyti papildomų reikalavimų, t. y. leidžiamas vadinamasis valstybių narių „perteklinis reglamentavimas“. Todėl taip pat pasitaikė atvejų, kai taisyklės buvo skirtingai aiškinamos. Komisija, bendradarbiaudama su valstybėmis narėmis ir EPI, siekia užtikrinti, kad ES finansų teisės aktai būtų teisingai įgyvendinami ir vykdomi vietos lygmeniu.

Pagrindinį vaidmenį užtikrinant, kad vartotojai gautų geriausius produktus ir paslaugas tinkamomis kainomis ir kad investicijų srautai būtų nukreipiami ten, kur jie bus panaudojami produktyviausiai, atlieka konkurencija. Jei įmanoma, reikėtų pašalinti konkurentams kliūtis patekti į rinką ir užtikrinti galimybę naudotis finansų rinkos infrastruktūra. Siekdama remti veiksmingesnes ir gerai veikiančias kapitalo rinkas, pastaraisiais metais keletu atvejų Komisija pasinaudojo savo konkurencijos įgaliojimais. Komisija ir toliau sieks užtikrinti, kad būtų griežtai taikomi konkurencijos teisės aktai, siekiant išvengti konkurencijos apribojimų ar iškraipymų, trukdančių sukurti integruotas ir gerai veikiančias kapitalo rinkas.

Taip pat reikėtų užtikrinti laisvo kapitalo judėjimo principo vykdymą, siekiant pašalinti nepagrįstas investicijų srautų ES kliūtis. Pavyzdžiui, priimančiųjų valstybių narių reikalavimai, nustatyti rinkos dalyviams, turintiems jų buveinės valstybės narės išduotą Europos prekybos pasą, tam tikrais atvejais galėtų būti nepagrįsta kliūtis laisvam kapitalo judėjimui. Investuotojams skirta stabilesnė, skaidresnė ir nuspėjamesnė sistema galėtų padėti stiprinti pasitikėjimą ir didinti bendrosios rinkos, kaip ilgalaikio investavimo vietos, patrauklumą.

Priežiūros konvergencija

Nors kapitalo rinkų reglamentavimo sistemos iš esmės yra suderintos, reformų sėkmė taip pat priklauso nuo taisyklių įgyvendinimo ir nuoseklaus jų vykdymo užtikrinimo. Skatinant

konvergenciją, EPI tenka svarbus vaidmuo. Komisija neseniai paskelbė ataskaitą dėl EPI ir Europos finansų priežiūros institucijų sistemos (EFPIS) veiklos²⁹ ir joje nustatė keletą sričių, kuriose galima atlikti patobulinimų trumpuoju ir vidutinės trukmės laikotarpiais. Komisija ir toliau vykdys EPI veikimo ir veiklos, taip pat jų valdymo ir finansavimo peržiūras.

EPI tenka svarbus vaidmuo toliau skatinant didesnę priežiūros konvergenciją, daugiau dėmesio skiriant tarpusavio peržiūrai ir daugiau ja naudojantis, taip pat imantis atitinkamų tolesnių veiksmų. Be to, tariamų ES teisės aktų pažeidimų atvejais prireikus naudojant ginčų sprendimo priemones ir naudojantis tyrimo įgaliojimais, būtų lengviau nuosekliai įgyvendinti ir taikyti ES teisės aktus visoje bendrojoje rinkoje.

Būtų galima papildomai svarstyti EPI vaidmenį šioje srityje. Jeigu dėl nacionalinės priežiūros tvarkos gali skirtis investuotojų apsaugos lygiai, kilti kliūčių tarpvalstybinei veiklai ir įmonės gali būti atgrasomos nuo finansavimo paieškų kitose valstybėse narėse, EPI gali tekti imtis papildomų veiksmų, siekiant didinti konvergenciją.

Duomenys ir informacijos teikimas

Bendri duomenų ir informacijos teikimo principai visoje ES galėtų padėti užtikrinti glaudesnę kapitalo rinkos integraciją. Pavyzdžiui, nuosavo kapitalo rinkose „konsoliduota informacinė juosta“ yra labai svarbi, siekiant užtikrinti informacijos po sandorio sudarymo kokybę, prieinamumą ir pateikimą laiku. Jeigu rinkos principais grindžiamų pastangų nepakanka, siekiant užtikrinti konsoliduotą informacinę juostą, kuri rinkos dalyviams būtų lengvai prieinama ir kuria jie galėtų naudotis pagrįstomis komercinėmis sąlygomis, gali tekti apsvarstyti kitus sprendimus, pvz., pavesti komerciniam subjektui teikti konsoliduotos informacinės juostos paslaugas. Komisija taip pat sieks užtikrinti, kad konsoliduota informacija būtų nekludomai skleidžiama komerciniu požiūriu pagrįstomis sąlygomis.

Rinkos dalyviams taip pat galėtų būti naudingi veiksmingesni priežiūros ir rinkos informacijos teikimo būdai (įtraukiant nacionalinės valdžios institucijas arba ESMA), pvz., kiek tai susiję su bendrais IT metodais, taikomais vykdant tam tikrus informacijos teikimo reikalavimus. Būtų naudinga sužinoti nuomonę dėl to, ar reikia imtis tolesnių veiksmų (ir kokių), siekiant gerinti duomenų kokybę ir informacijos teikimą ES.

Rinkos infrastruktūra ir vertybinių popierių teisės aktai

Rinkos infrastruktūra ir vertybinių popierių teisės aktai, t. y. sistema, kuria remiantis nukreipiamos investicijos, ir teisės aktai, kurie reglamentuoja jos veikimą, yra pagrindiniai veiksniai, lemiantys investicijų veiksmingumą ir galimybes lengvai investuoti. Šiuo metu diegiama rinkos infrastruktūroms taikoma reglamentavimo sistema: teisės aktai, kuriais siekiama užtikrinti pagrindinių sandorio šalių ir centrinių vertybinių popierių depozitoriumų (CVPD) patikimumą, ir Eurosistemos vykdomas projektas „Target 2Securities“ (T2S). Kaip paskelbta Komisijos darbo programoje, Komisija ketina pateikti pasiūlymą dėl teisėkūros procedūra priimamo akto, kuriuo siekiama sukurti europinę sisteminės svarbos finansų įstaigų, pvz., pagrindinių sandorio šalių, gaivinimo ir pertvarkymo sistemą. Tačiau yra keletas su rinkos infrastruktūra, kuria remiama prekyba, susijusių aspektų, kuriuos būtų galima dar patobulinti.

²⁹ COM(2014) 509.

Užstatas yra svarbi finansų sistemos dalis, nes juo užtikrinama daug rinkos sandorių ir jis yra apsaugos priemonė tuo atveju, jeigu iškyta problemų. Šiuo metu užstato judėjimo galimybės visoje ES yra ribotos, todėl rinkos negali veikti efektyviai. Nuo finansų krizės užstato paklausa didėjo, kadangi rinkoje reikėjo saugesnio finansavimo ir atsirado tokių naujų reglamentavimo reikalavimų, kaip numatytieji Europos rinkos infrastruktūros reglamente (ERIR)³⁰ ir Kapitalo reikalavimų reglamente (KRR)³¹. Toliau didėjant užstato paklausai, kyla pavojus, kad tie patys vertybiniai popieriai gali būti panaudojami keliems sandoriams užtikrinti (taip buvo iki krizės), ir šiuo metu dedamos tarptautinio lygio pastangos šiems klausimams spręsti. Prašoma pareikšti nuomonę dėl to, ar reikia imtis veiksmų, kad būtų lengviau tinkamai reguliuoti užstato srautus visoje ES.

Be to, nors padaryta didelė pažanga derinant taisykles, reikalingas vertybinių popierių rinkų skaidrumui ir vientisumui užtikrinti, **teisės aktai, susiję su investuotojų teisėmis ir vertybinius popierius, valstybėse narėse skiriasi**. Todėl investuotojai patiria sunkumų, vertindami kapitalo investicijų riziką skirtingose valstybėse narėse. Diskusijos šiuo klausimu prasidėjo 2003 m. pateikus antrąją Giovaninni ataskaitą ir vyksta jau ilgiau kaip dešimtmetį. Tačiau šis klausimas yra sudėtingas, nes jis susijęs su nuosavybės, sutarčių, įmonių ir nemokumo teisės aktais, taip pat su vertybinių popierių ir kolizinių normų teisės aktais. Priešingos nuomonės šalininkai teigia, kad derinti taisykles ES lygmeniu ir turėti bendrą ES masto vertybinių popierių apibrėžimą nebūtina. Be to, teigiama, kad 2015 m. viduryje pradėjus taikyti sistemą „Target2Securities“ bus pašalinta teisinė ir veiklos rizika, susijusi su vertybinių popierių perleidimu ir turėjimu įvairiose jurisdikcijose, sumažintos išlaidos ir gali būti padidintos tarpvalstybinės investicijos. Atsižvelgiant į šiuos suvaržymus, būtų naudinga sužinoti nuomonę dėl to, ar galima ir norima daryti vertybinių popierių nuosavybės taisyklių teisės aktų tikslinius pakeitimus, kuriais būtų galima iš esmės prisidėti prie didesnio kapitalo rinkų integravimo Europos Sąjungoje.

Dar vienas svarbus aspektas kuriant visos Europos pakeitimo vertybiniais popieriais ir finansinio užtikrinimo susitarimų rinką (šis aspektas būdingas ir kitai veiklai, pvz., faktoringui) yra užtikrinti didesnę teisinę tikrumą tarpvalstybinio reikalavimų perdavimo atvejais ir dėl tokių perdavimų pirmumo tvarkos, ypač tokiais atvejais, kaip nemokumas. 2015 m. Komisija paskelbs ataskaitą, kurioje bus nurodytos problemos ir galimi jų sprendimai.

Bankai vaidina pagrindinį vaidmenį ne tik skolinimo veikloje, bet ir tarpininkaudami kapitalo rinkoje, visų pirma užtikrindami likvidumą rinkos formavimo būdu. Iš kai kurių tyrimų matyti, kad kai kuriuose rinkos segmentuose pasirodė likvidumo mažėjimo požymių, tačiau taip pat matyti, kad laikotarpiu iki krizės likvidumas galėjo būti nepakankamai įvertintas. Kai kas likvidumo sumažėjimą priskiria būtinai rinkos korekcijai, taip pat po krizės sumažėjusiam pasitikėjimui rinka, tuo tarpu kiti jį priskiria prie pasaulinių reguliavimo priemonių, kurių imtasi po krizės. Komisijai įdomu sužinoti nuomonę dėl to, kaip nustatyti griežtas likvidumo sąlygas geresne kaina, visų pirma, ar būtų galima imtis kokių nors priemonių, siekiant palaikyti pažeidžiamų segmentų likvidumą, ir ar yra kliūčių patekti į rinką naujiems rinkos dalyviams, kurie gali padėti suvesti pirkėjus su pardavėjais.

³⁰ Reglamentas (ES) Nr. 648/2012.

³¹ Reglamentas (ES) Nr. 575/2013, kuriuo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 648/2012.

Nors yra ES teisės aktų, susijusių su **įmonių valdymo** sritimi (pvz., reglamentuojančių valdymo ataskaitas³², tarpvalstybinį naudojimąsi akcininkų teisėmis³³), tačiau įmonių valdymas dažnai lieka išimtinė nacionalinių teisės aktų ir standartų sritis. Po finansų krizės per dvi konsultacijas buvo peržiūrėta ES įmonių valdymo sistema³⁴. Šiuo metu vykstančio Akcininkų teisių direktyvos persvarstymo tikslas – raginti institucinius investuotojus ir turto valdytojus suteikti įmonėms daugiau ilgalaikio kapitalo.

Smulkiųjų akcininkų teisių apsauga lemia geresnį įmonių valdymą ir didesnį įmonių patrauklumą užsienio investuotojams, nes pastarieji dažnai gali būti smulkieji investuotojai. Patikimas įmonių valdymas taip pat priklauso nuo to, ar įmonių valdybos veiksmingai kontroliuoja įmonės vadovus. Kadangi įmonių valdybos gina investuotojų interesus, pritraukiant investicijas labai svarbu, kad įmonių valdybos dirbtų veiksmingai ir gerai.

Nepaisant to, kad yra kelios bendrovių teisės direktyvos³⁵, įmonėms vis dar kyla didelių **tarpvalstybinio judumo ir restruktūrizavimo** kliūčių. Siekiant pašalinti tarpvalstybinio įmonių steigimo ir veiklos kliūtis, gali būti naudingos papildomos bendrovių teisės aktų reformos.

Dėl skirtingų nacionalinių **kolizinių normų**, susijusių su įmonės vidaus veikla, gali atsirasti teisinis neapibrėžtumas, nes gali susidaryti tokia padėtis, kai įmonei vienu metu taikomi įvairių valstybių narių įstatymai, pavyzdžiui, tais atvejais, kai įmonė yra įsteigta vienoje valstybėje narėje, o veikla daugiausia vykdoma iš kitos valstybės narės.

Nors diskusijos dėl esminių **nemokumo teisės aktų** derinimo pastaruosius 30 metų vangiai vyksta dėl to, kad tai sudėtinga tema, padaryta didelė pažanga tarpvalstybinių nemokumo bylų kolizinių normų srityje³⁶. Tačiau pagrindinės nacionalinės nemokumo sistemos vis dar skiriasi pagrindinėmis savybėmis ir veiksmingumu³⁷. Sumažinus šiuos skirtumus, būtų galima padėti sukurti Europos masto nuosavo kapitalo ir skolos rinkas, mažinant neapibrėžtumą investuotojams, kuriems reikia įvertinti riziką keliose valstybėse narėse. Be to, taisyklių, kuriomis leidžiama atlikti ankstyvą skolos restruktūrizavimą daugelyje valstybių narių, stoka arba jų netinkamumas, dar vienos galimybės nuostatų nebuvimas, pernelyg ilgas oficialių nemokumo bylų nagrinėjimas ir didelės jų išlaidos gali lemti prastus kreditorių skolų susigrąžinimo rodiklius ir atgrasyti investuotojus. Siekdama pažangos nemokumo srityje, Komisija priėmė Rekomendaciją dėl naujo požiūrio į verslo žlugimą ir nemokumą³⁸, kuria ragina valstybes nares įgyvendinti ankstyvo restruktūrizavimo procedūras ir dar vienos galimybės nuostatas. Rekomendacijoje valstybės narės taip pat raginamos apsvaistyti galimybę principus taikyti ir per dideliu vartotojų įsiskolinimui bei jų nemokumui. Rekomendaciją planuojama įvertinti 2015 m.

Valstybėse narėse taikoma skirtinga **apmokestinimo tvarka** gali trukdyti kurti bendrą kapitalo rinką. Pavyzdžiui, dėl jos gali iškilti kliūčių tokioms tarpvalstybinėms investicijoms,

³² Direktyva 2006/46/EB.

³³ Direktyva 2007/36/EB.

³⁴ COM(2010) 284 ir COM(2011) 164.

³⁵ Pavyzdžiui, Tarybos reglamentas (EB) Nr. 2157/2001 ir Direktyva 2005/56/EB.

³⁶ Reglamentą 1346/2000 dėl bankroto bylų 2015 m. pakeis patobulinta teisinė priemonė.

³⁷ Komisijos tarnybų darbinis dokumentas (2014) 61 *final*.

³⁸ Komisijos rekomendacija C(2014) 1500.

kaip pensijos ir gyvybės draudimas. Remdamasi Baltąja knyga dėl pensijų³⁹, Komisija atliko tyrimą dėl diskriminacinių taisyklių, susijusių su pensijų ir gyvybės draudimo kapitalu, įmokomis ir išmokomis. Vėliau prireikus Komisija imsis veiksmų, jei nustatys, kad taikomos diskriminacinės taisyklės ir diskriminacinės mokesčių taisyklės, susijusios su gyvybės draudimo įmonių ir pensijų fondų tarpvalstybinėmis investicijomis į nekilnojamąjį turtą. Taip pat tęsiami darbai, siekiant **supaprastinti išskaičiuojamojo mokesčio lengvatų taikymo tvarką, susijusią su poprekybine veikla.**

Be to, kad skirtingiems rinkos dalyviams įvairiose valstybėse narėse taikoma skirtinga apmokestinimo tvarka, taip pat skiriasi skirtingų rūšių finansavimo apmokestinimo tvarka – dėl to gali atsirasti konkurencijos iškraipymų. Pavyzdžiui, dėl skirtingos apmokestinimo tvarkos, taikomos skolos ir nuosavo kapitalo finansavimui, gali padidėti įmonių priklausomybė nuo skolos ir bankų finansavimo. Be to, dėl įvairiose valstybėse narėse skirtingai apibrėžiamos skolos ir nuosavo kapitalo ir jų atitinkamos apmokestinimo tvarkos, įskaitant reguliuojamojo kapitalo priemones, gali kilti kliūčių taikyti vienodas sąlygas, gali būti suskaidytos rinkos ir sudarytos galimybės perkelti pelną.

Galiausiai ypač sunku gauti finansavimą naujai įsteigtoms įmonėms, nes, neturėdamos užstato ir dar negalėdamos pateikti įrodymų apie patirtį, jos negali suteikti finansuotojams jokių garantijų. Tačiau naujai įsteigtos įmonės gali sukurti inovacijų, kuriomis gali nukonkuruoti didelius rinkos senbuvius. Neseniai atliktame tyrime, kurį užsakė Europos Komisija⁴⁰, padaryta išvada, kad **mokesčių paskatos MTTP išlaidoms**, taikomos jaunoms novatoriškoms įmonėms, yra veiksminga praktika.

Technologijos

Svarbus kapitalo rinkų integravimo veiksnys yra sparti naujų technologijų, kurios padėjo plėtoti, pvz., elektronines prekybos platformas, didelio dažnio prekybą ir vadinamąsias „FinTech“ įmones, plėtra. „FinTech“ gali būti apibrėžiamas kaip novatoriškų finansinių paslaugų ir galimybių gauti kapitalo naudojant naujas (skaitmenines) technologijas, pvz., visuomenės finansavimą, derinys. Neseniai parengtos ataskaitos duomenimis, nuo 2008 m. pasaulinės investicijos į „FinTech“ rizikos įmones patrigubėjo ir 2013 m. siekė beveik 3 mlrd. USD; ši tendencija turėtų tęstis, o pasaulinės investicijos iki 2018 m. turėtų išaugti iki 8 mlrd.USD⁴¹.

Europos ir nacionalinių įmonių teisės aktai atsiliko nuo technologijų plėtros, pavyzdžiui, į juos nepakankamai **įtraukta skaitmeninio pranašumų**. Įmonės, akcininkai ir viešosios valdžios institucijos vis dar dažnai keičiasi informacija popieriuje. Pavyzdžiui, daugelyje įmonių akcininkai vis dar negali balsuoti elektroniniu būdu ir nėra taikomas įmonių registravimas internetu Europos mastu. Šiose srityse naudojant šiuolaikines technologijas, būtų galima sumažinti išlaidas ir administracinę naštą, be to, užtikrinti veiksmingesnį bendravimą, ypač tarpvalstybiniu mastu.

³⁹ Baltoji knyga „Adekvacių, saugių ir tvarių pensijų darbotvarkė“ priimta 2012 m. vasario 16 d., remiantis 2010 m. žaliosios knygos konsultacijomis. Baltojoje knygoje atsižvelgiama į problemas, susijusias su pensijų sistemų tinkamumu ir tvarumu, ir pateikiamos įvairios ES masto politikos priemonės.

⁴⁰ CPB (2014), „Study on R&D tax incentives“ („MTTP mokesčių paskatų tyrimas“), „Taxation Papers“ Nr. 52.

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

Klausimai:

- 23) *Ar yra šiame dokumente neaptartų priemonių, kuriomis būtų galima pagerinti rinkų veikimą ir efektyvumą, ypač tokiose srityse, kaip nuosavo kapitalo ir obligacijų rinkos veikimas ir likvidumas?*
- 24) *Jūsų nuomone, ar yra sričių, kuriose bendras taisyklių sąvadas yra nepakankamai išplėtotas?*
- 25) *Ar manote, kad EPI įgaliojimai yra pakankami, kad būtų užtikrinta nuosekli priežiūra? Kokios papildomos priemonės, susijusios su priežiūra ES mastu, iš esmės padėtų kurti kapitalo rinkų sąjungą?*
- 26) *Atsižvelgiant į ankstesnę patirtį, ar yra vertybinių popierių nuosavybės taisyklių tikslinių pakeitimų, kuriais būtų galima prisidėti prie didesnio kapitalo rinkų integravimo ES?*
- 27) *Kokių priemonių būtų galima imtis, siekiant pagerinti tarpvalstybinius užstato srautus? Ar reikėtų gerinti teisinį užstato ir baigiamosios užskaitos susitarimų įgyvendinamumą tarpvalstybiniu mastu?*
- 28) *Kokios yra pagrindinės integruotų kapitalo rinkų kliūtys, kylančios dėl bendrovių teisės, įskaitant įmonių valdymo sritį? Ar yra tikslinių priemonių, kurios padėtų įveikti šias kliūtis?*
- 29) *Kokius konkrečius nemokumo teisės aktų aspektus reikėtų suderinti, kad būtų skatinamas visos Europos kapitalo rinkos kūrimas?*
- 30) *Kokias mokesčines kliūtis reikėtų nagrinėti pirmiausia, siekiant labiau integruoti kapitalo rinkas ES ir užtikrinti tvirtesnę finansavimo sistemą įmonių lygmeniu, ir kokiomis priemonėmis būtų galima tai padaryti?*
- 31) *Kaip ES galėtų geriausiai remti rinkoje kuriamas naujas technologijas ir verslo modelius, kad tai būtų naudinga integruotoms ir veiksmingoms kapitalo rinkoms?*
- 32) *Ar yra kitų, šioje žaliojoje knygoje neaptartų klausimų, dėl kurių, jūsų nuomone, reikia imtis veiksmų, siekiant sukurti kapitalo rinkų sąjungą? Jeigu taip, kokie tai klausimai ir kokių veiksmų būtų galima imtis?*

5 SKIRSNIS. TOLESNI VEIKSMAI

Remdamasi šių konsultacijų rezultatais, Komisija apsvarstys, kokių prioritetinių veiksmų reikia imtis, kad iki 2019 m. būtų įgyvendinti integruotos, gerai reguliuojamos, skaidrios ir likvidžios kapitalo rinkų sąjungos, skirtos visoms 28 valstybėms narėms, pagrindiniai elementai. Be paramos rinkos principais grindžiamoms iniciatyvoms, kai įmanoma, ES veiksmai galėtų apimti ne teisėkūros priemones, teisės aktus, konkurencijos teisės aktų vykdymo užtikrinimo ir pažeidimų prevencijos veiksmus, taip pat konkrečioms valstybėms narėms skirtas rekomendacijas, susijusias su Europos semestru. Valstybės narės raginamos apsvarstyti, ar yra kliūčių, kylančių dėl nacionalinių teisės aktų ir praktikos, ir kaip geriausia jas įveikti.

Suinteresuotosios šalys raginamos siųsti atsakymus į žaliajoje knygoje pateiktus klausimus iki 2015 m. gegužės 13 d., užpildant **klausimyną internete**:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm. Vykstant konsultacijoms Europos Komisija:

- bendradarbiaus su Europos Parlamentu, kad gautų tiesioginius Parlamento narių atsiliepimus;
- ragina valstybes nares rengti konsultacijas ir renginius, kuriuose dalyvautų visuomenės ir nacionalinių parlamentų nariai, siekiant skatinti nacionalines diskusijas dėl kapitalo rinkų sąjungos; ir
- skaidriai ir proporcingai organizuos praktinius seminarus, kad pasikonsultuotų su konkrečios techninės kompetencijos turinčiais specialistais (pavyzdžiui, akademikais, rinkos dalyviais) ir galėtų susidaryti pagrįstą nuomonę konkrečiais klausimais.

2015 m. vasarą Komisija surengs konferenciją, kad užbaigtų konsultacijas. Po to 2015 m. bus paskelbtas Kapitalo rinkų sąjungos veiksmų planas.