



Bruselis, 2015 09 30
COM(2015) 468 final

**KOMISIJOS KOMUNIKATAS EUROPOS PARLAMENTUI, TARYBAI, EUROPOS
EKONOMIKOS IR SOCIALINIŲ REIKALŲ KOMITETUI IR REGIONŲ
KOMITETUI**

Kapitalo rinkų sąjungos kūrimo veiksmų planas

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

Turinys

ĮVADAS.....	3
1. KELIAS Į AUGIMĄ – INOVACIJŲ, PRADEDANČIŲJŲ ĮMONIŲ IR NEBIRŽINIŲ BENDROVIŲ FINANSAVIMAS	8
1.1. Veiklos pradžios finansavimas.....	8
1.2. Ankstyvosios plėtros etapas	9
1.3. Gauti finansavimo siekiančių MVĮ rėmimas	10
1.4. Paskolas teikiantys fondai	11
1.5. Neviešai platinami vertybiniai popieriai	12
2. LENGVESNIŲ SĄLYGŲ PATEKTI Į VIEŠĄSIAS RINKAS IR PRITRAUKTI KAPITALO JOSE SUDARYMAS ĮMONĖMS.....	13
3. INVESTAVIMAS ILGAM LAIKOTARPIUI, INVESTICIJOS Į INFRASTRUKTŪRĄ IR TVARIOS INVESTICIJOS	16
3.1. Investavimo aplinkos gerinimas per reguliavimo sistemą	16
3.2. Ilgalaikio ir infrastruktūros finansavimo rėmimas	17
3.3. Finansavimas siekiant ekologinio tvarumo	18
3.4. Prašymas pateikti įrodymų dėl esamos reguliavimo sistemos	18
4. MAŽMENINIO IR INSTITUCINIO INVESTAVIMO SKATINIMAS.....	19
4.1. Mažmeniniai investuotojai	19
4.2. Instituciniai investuotojai	21
5. BANKŲ PAJĖGUMO STIPRINIMAS SIEKiant PAREMTI VISĄ EKONOMIKĄ	22
6. GERESNĖS TARPVALSTYBINIO INVESTAVIMO SĄLYGOS	24
6.1. Tarpvalstybiniam investavimui reikalingas teisinis tikrumas ir rinkos infrastruktūra	24
6.2. Nacionalinių kliūčių tarpvalstybiniam investavimui panaikinimas	25
6.3. Finansinio stabilumo ir priežiūros konvergencijos didinimas.....	27
6.4. Geresnės tarptautinio investavimo sąlygos	28
7. KITI ŽINGSNIAI IR STEBĖJIMAS	29

ĮVADAS

Svarbiausias Komisijos prioritetas – sustiprinti Europos ekonomiką ir skatinti investuoti, kad būtų kuriamos darbo vietos. Šiam procesui suteikti pradinio postūmio padės 315 mlrd. EUR investicijų planas, parengtas ir pradėtas įgyvendinti nepraėjus nė metams nuo Komisijos kadencijos pradžios. Kad skatintume aktyviau investuoti ilguoju laikotarpiu, mums reikia stipresnių kapitalo rinkų. Jos suteiktų įmonėms naujų finansavimo šaltinių, padėtų užtikrinti daugiau taupymo galimybių, padidintų ekonomikos atsparumą. Todėl Komisijos Pirmininkas J. C. Junckeris kaip vieną iš savo pagrindinių prioritetų nurodė būtinybę sukurti tikrą bendrąją kapitalo rinką – kapitalo rinkų sąjungą visoms 28 valstybėms narėms.

Laisvas kapitalo judėjimas buvo vienas iš pagrindinių principų, kuriais remiantis sukurta ES. Nepaisant per pastaruosius 50 metų padarytos pažangos, Europos kapitalo rinkos vis dar santykinai neišvystytos ir susiskaidžiusios. Europos ekonomika yra panašaus dydžio kaip ir Jungtinių Amerikos Valstijų, tačiau Europos nuosavybės vertybinių popierių rinkos yra daugiau nei per pusę mažesnės, o jos skolos vertybinių popierių rinkos atitinka mažiau nei trečdali šios šalies rinkos. Atotrūkis tarp valstybių narių yra net didesnis nei tarp Europos ir JAV. Integruotesnės kapitalo rinkos lems didesnę našumą ir sustiprins Europos gebėjimą finansuoti augimą.

Kapitalo rinkų sąjungą sustiprins trečiąjį Investicijų plano Europai ramstį. Ji bus naudinga visoms 28 valstybėms narėms ir kartu sutvirtins ekonominę ir pinigų sąjungą, nes padės didinti ekonominę konvergenciją ir atlaikyti ekonominius sukrėtimus euro zonoje, kaip išdėstyta vadinamojoje penkių pirmininkų ataskaitoje dėl ekonominės ir pinigų sąjungos sukūrimo.

Stipresnės kapitalo rinkos papildys tvirtą Europos bankų finansavimo tradiciją ir leis:

- **Pritraukti daugiau investicijų iš ES ir viso pasaulio.** Kapitalo rinkų sąjungą padės sutelkti kapitalą Europoje ir jį nukreipti visoms įmonėms, įskaitant MVI, infrastruktūros projektams ir ilgalaikiams tvariems projektams, kuriems jo reikia, kad galėtų plėstis ir kurti darbo vietas. Namų ūkiams ji suteiks geresnių galimybių pasiekti savo pensijų tikslus.
- **Geriau susieti finansavimą su investiciniais projektais visoje ES.** Geresnis kapitalo nukreipimas ir investavimas į projektus bus labai naudingas mažas rinkas, tačiau didelį augimo potencialą turinčioms valstybėms narėms. Labiau išvystytas kapitalo rinkas turinčios valstybės narės galės naudotis geresnėmis tarpvalstybinio investavimo ir taupymo galimybėmis.
- **Padidinti finansų sistemos stabilumą.** Integruotos finansų ir kapitalo rinkos gali padėti valstybėms narėms, visų pirma toms, kurios priklauso euro zonai, kartu šalinti sukrėtimų padarinius. Atvėrus daugiau galimybių naudotis įvairesniais finansavimo šaltiniais, bus lengviau dalytis finansine rizika; vadinasi, ES piliečiai ir įmonės bus mažiau pažeidžiami bankininkystės sektoriaus nuosmukių. Be to, geriau išvystytos nuosavybės vertybinių popierių rinkos, kitaip nei padidėjęs išiskolinimas, sudarys sąlygas daugiau investuoti ilguoju laikotarpiu.
- **Pagilinti finansinę integraciją ir padidinti konkurenciją.** Didesnis rizikos pasidalijimas tarpvalstybinio mastu, gilesnės ir likvidesnės rinkos ir diversifikuoti finansavimo šaltiniai pagilins finansinę integraciją, sumažins sąnaudas ir padidins Europos konkurencingumą.

Paprastai tariant, kapitalo rinkų sąjunga sustiprins taupymo ir augimo sąsają. Ji suteiks daugiau galimybių ir didesnę grąžą santaupų turintiems asmenims ir investuotojams. Įmonėms ji užtikrins didesnę finansavimo šaltinių pasirinkimą skirtingais jų plėtros etapais.

Kodėl tai verta daryti?

Galimą naudą parodo keli pavyzdžiai. Palyginti su JAV, Europos MVĮ gauna penkis kartus mažiau finansavimo iš kapitalo rinkų. Jeigu mūsų rizikos kapitalo rinkos būtų tokios giles, 2009–2014 m. įmonėms finansuoti būtų buvę galima panaudoti 90 mlrd. EUR. Jeigu pakeitimo vertybiniais popieriais veiklą ES būtų galima saugiai atgaivinti, kad emisijos pasiektų prieš krizę buvusius vidutinius lygius, bankai privačiam sektoriui galėtų papildomai suteikti daugiau nei 100 mlrd. EUR kreditų. Be to, jeigu MVĮ pakeitimo vertybiniais popieriais lygis būtų atkurtas iki pusės prieš krizę buvusio aukščiausio taško, būtų galima sutelkti 20 mlrd. EUR papildomo finansavimo. Investicijų poreikiai taip pat dideli, antai, kad pereitų prie mažaanglės ekonomikos, ES reikėtų maždaug 200 mlrd. EUR investicijų per metus¹.

Kapitalo rinkų sąjunga turėtų padėti ES sudaryti tokias sąlygas, kuriomis, pavyzdžiui, MVĮ galėtų gauti finansavimo taip lengvai kaip ir didelės įmonės; visoje ES supanašėtų investavimo sąnaudos ir galimybės naudotis investiciniais produktais; gauti finansavimą per kapitalo rinkas taptų vis paprasčiau, o bereikalingos teisinės ar priežiūros kliūtys netrukdytų ieškoti finansavimo kitoje valstybėje narėje.

Kapitalo rinkų sąjungai skirtas veiksmų planas

Per vasario mėn. pradėtą konsultaciją Komisija gavo per 700 atsakymų. Gauti atsiliepimai apskritai patvirtina kapitalo rinkų sąjungos kūrimo svarbą, o Europos Parlamentas² ir Taryba³ patvirtino, kad tvirtai remia pakopinio požiūrio taikymą ir kad per savo konsultaciją nustatė tinkamas problemas, kurioms ir reikia skirti dėmesį.

Vienos priemonės kapitalo rinkų sąjungai sukurti nėra. Veikiau bus imamasi įvairių veiksmų, kurių bendras poveikis bus labai didelis. Komisija imsis įgyvendinti priemones, kad būtų pašalintos kliūtys, trukdančios investuotojams panaudoti savo pinigus pagal investavimo galimybes, ir kad būtų panaikinti sunkumai įmonėms pasiekti investuotojus. Bus sukurta kuo veiksmingesnė šių lėšų nukreipimo tiek nacionaliniu, tiek tarpvalstybiniu mastu sistema.

Labiau integruojantis kapitalo rinkoms ir palaipsniui šalinant likusias nacionalines kliūtis, galėtų kilti nauja rizika finansiniam stabilumui, todėl remsime veiksmus, kuriais didinama priežiūros konvergencija, kad kapitalo rinkų reguliavimo institucijos veiktų vieningai ir sustiprintų turimas sisteminės rizikos apdairaus valdymo priemones. Remdamasi gautais atsiliepimais ir savo pačios atlikta analize, Komisija imsis veiksmų toliau nurodytose prioritetinėse srityse.

Europos įmonėms ir MVĮ užtikrinti didesnę finansavimo šaltinių pasirinkimą

Norėdamos pritraukti finansavimo kapitalo rinkose, taip pat viešosiose rinkose, Europos įmonės susiduria su kliūtimis kiekvienu savo plėtros finansavimo etapu (angl. „funding escalator“). Šios kliūtys apriboja mažesnių įmonių galimybes pritraukti finansavimo išleidžiant nuosavybės vertybinius popierius ir skolinantis. Komisija:

- modernizuos Prospekto direktyvą, kad įmonėms mažiau kainuotų pritraukti lėšų viešai, peržiūrės reguliavimo kliūtis, trukdančias mažosioms įmonėms patekti į nuosavybės ir

¹ Pagal modelį PRIMES, 2030 m. poveikio vertinimas.

² Europos Parlamento rezoliucija dėl kapitalo rinkų sąjungos kūrimo (2015/2634(RSP)).

³ Birželio 19 d. [ES Tarybos išvados](#) dėl kapitalo rinkų sąjungos.

skolos vertybinių popierių rinkose veikiančių biržų sąrašus ir per Europos konsultavimo struktūras remis mažųjų įmonių veiklą siekiant patekti į biržų sąrašus;

- parengs priemonių, skirtų rizikos kapitalo finansavimui ir finansavimui investuojant į nuosavybės vertybinius popierius ES remti, rinkinį, kuriuo, be kitų dalykų, bus skatinamas privatus investavimas naudojant ES išteklius per visos Europos fondų fondus, remiama reguliavimo reforma ir skatinama naudotis geriausia mokesčių paskatų taikymo patirtimi;
- remis naujovišką įmonių finansavimą, pavyzdžiui, sutelktinį finansavimą, neviešą vertybinių popierių platinimą ir paskolas teikiančius fondus, kartu užtikrindama investuotojų apsaugą ir finansinį stabilumą, ir
- išnagrinės būdus, kaip visoje Europoje sukurti metodą, kad MVĮ būtų geriau susietos su įvairiais finansavimo šaltiniais.

Užtikrinti tinkamą ilgalaikio tvaraus investavimo ir Europos infrastruktūros finansavimo reguliavimo aplinką

Europai reikia labai daug naujų ilgalaikių tvarių investicijų, kad galėtų išlaikyti ir didinti konkurencingumą. Tą pasiekti gali padėti tokios viešosios paramos priemonės kaip 315 mlrd. EUR investicijų planas Europai, tačiau norint paskatinti ilgesnio laikotarpio privatų investavimą, reikia papildomų priemonių. Komisija:

- greitai peržiūrės sistemoje „Mokumas II“ nustatytus kalibravimo dydžius, kad jie geriau atitiktų tikrą investicijų į infrastruktūrą riziką, taip pat peržiūrės tvarką, kuri pagal Kapitalo reikalavimų reglamentą taikoma bankų pozicijoms infrastruktūros atžvilgiu, ir
- įgyvendindama Komisijos geresnio reglamentavimo iniciatyvą ir remdamasi Europos Parlamento 2013 m. pradėtu darbu, susijusiu su ES finansinių paslaugų teisės aktų derėjimu, įvertins ankstesnių reguliavimo reformų bendrą poveikį užtikrinant derėjimą ir nuoseklumą.

Padidinti mažmeninių ir institucinių investuotojų investicijas ir pasirinkimo galimybes

Mažmeninių klientų santaupos, tiesiogiai ar netiesiogiai laikomos turto valdymo fonduose, gyvybės draudimo bendrovėse ir pensijų fonduose yra svarbus veiksnys siekiant suaktyvinti kapitalo rinkas. Konsultacija parodė, kad didesnis investuotojų pasitikėjimas, daugiau skaidrumo, tikrumo ir didesnės pasirinkimo galimybės gali padėti ateičiai taupantiems mažmeniniams investuotojams tinkamai investuoti. Europos turto valdymo sektorius iš esmės veikia gerai, tačiau reikia imtis papildomų priemonių, kad būtų sustiprintas paso mechanizmas (angl. „passporting“) ir padidinta konkurencija tarpvalstybiniu mastu. Komisija:

- šių metų pabaigoje paskelbs žaliąją knygą, kurioje išnagrinės būdus, kaip padidinti pasirinkimo galimybes ir konkurenciją tarpvalstybinių mažmeninių finansinių paslaugų ir draudimo sektoriuje. Be to, ji įvertins mažmeninio investavimo reguliavimo sistemą, daugiausia dėmesio skirdama konsultavimo dėl investicijų skaidrumo, kokybės bei prieinamumo didinimui, atsižvelgdama į tai, kad vis daugiau šių paslaugų teikiama internetu;
- išnagrinės būdus, kaip padidinti taupymo pensijai pasirinkimo galimybes ir sukurti ES asmeninių pensijų privataus kaupimo rinką; ja pensijų fondai galėtų naudotis siūlydami privačių pensijų planus visoje ES, ir

- įdiegs veiksmingą Europos fondo paso mechanizmą, kurį taikant bus panaikinti tarpvalstybiniai mokesčiai ir kliūtys siekiant padidinti konkurenciją ir suteikti daugiau pasirinkimo galimybių vartotojams.

Padidinti bankų skolinimo pajėgumą

Bankai skolina daugeliui ūkio subjektų ir veikia kaip kapitalo rinkų tarpininkai,

todėl jie kapitalo rinkų sąjungoje atliks pagrindinį vaidmenį. Bankai palaiko tvirtus ryšius vietoje ir turi gerų vietos žinių, todėl daugeliui įmonių bankų skolinimas išliks pagrindinis finansavimo šaltinis, kuriuo bus naudojama kartu su kapitalo rinkomis. Komisija:

- Europoje atgaivins paprastą, skaidrią ir standartizuotą pakeitimo vertybiniais popieriais veiklą, kad būtų atlaisvinti pajėgumai bankų balansuose ir būtų suteikta investavimo galimybių ilgalaikiams investuotojams;
- išnagrinės galimybę visoms valstybėms narėms naudotis vietos kreditų unijomis, jų veiklai netaikant ES bankų kapitalo reikalavimų taisyklių;
- įvertins, ar įmanoma ir kaip sukurti Europos masto padengtoms obligacijoms taikomą sistemą, pagrįstą gerai besitvarkančių šalių nacionaline tvarka, ir išnagrinės panašių finansavimo priemonių taikymo MVĮ paskoloms įgyvendinamumą.

Panaikinti tarpvalstybines kliūtis ir sukurti kapitalo rinkas visoms 28 valstybėms narėms

Nepaisant pastaraisiais dešimtmečiais padarytos pažangos kuriant bendrąją kapitalo rinką, tebėra daug kliūčių, trukdančių investuoti tarpvalstybiniu mastu. Kai kurias iš tų kliūčių nulemia nacionalinė teisė, pavyzdžiui, nemokumo, mokesčių ir vertybinių popierių teisė, o kitas – susiskaidžiusi rinkos infrastruktūra. Todėl:

- konsultuosimės dėl pagrindinių nemokumo kliūčių ir imsime teisėkūros iniciatyvos dėl įmonių nemokumo, kad pašalintume svarbiausias kliūtis laisvam kapitalo judėjimui, remdamiesi gerai besitvarkančių šalių nacionaline tvarka;
- išspręsimė su vertybinių popierių nuosavybės teisėmis siejamo netikrumo problemą ir sieksime patobulinti tarpvalstybiniais vertybinių popierių sandoriams taikomą tarpusakaitos ir atsiskaitymo sistemą;
- remsime kapitalo rinkų kūrimą visose 28 valstybėse narėse per Europos semestrą ir per Paramos struktūrinėms reformoms tarnybą valstybėms narėms siūlydami tikslinę paramą administraciniam gebėjimams stiprinti;
- bendradarbiausime su Europos priežiūros institucijomis, kad parengtume ir įgyvendintume priežiūros konvergencijos didinimo strategiją ir nustatytume sritis, kuriose labiau kolektyviniais veiksmais galima pagerinti bendrosios kapitalo rinkos veikimą;
- pasiremsime būsimai Europos sisteminės rizikos valdybos (ESRV) peržiūra ir tarptautinio masto veikla, kad užtikrintume, kad nacionalinės ir Europos makroprudencinės priežiūros institucijos turėtų priemonių tinkamai reaguoti į kapitalo rinkų pokyčius.

Šiame veiksmų plane išdėstyti elementai, kurių reikia, kad iki 2019 m. būtų sukurta visas valstybes nares apimanti gerai veikianti integruota kapitalo rinkų sąjunga. Tai ilgalaikis

projektas, tačiau veiksime greitai. 2017 m. Komisija įvertins pasiektus rezultatus ir iš naujo įvertins prioritetus.

Kryptis aiški: sukurti bendrąją kapitalo rinką pagal principą „iš apačios į viršų“, nustatyti kliūtis ir jas paeiliui šalinti, suteikti postūmį ir padėti stiprinti pasitikėjimą investicijomis į Europos ateitį. Laisvas kapitalo judėjimas buvo vienas iš pagrindinių principų, kuriais remiantis sukurta ES. Praėjus daugiau kaip 50 m. nuo Romos sutarties pasinaudokime proga paversti šią viziją tikrove.

1. KELIAS Į AUGIMĄ – INOVACIJŲ, PRADEDANČIŲJŲ ĮMONIŲ IR NEBIRŽINIŲ BENDROVIŲ FINANSAVIMAS

Labai svarbus ekonomikos augimo skatinimo veiksnys – naujos pradedančiosios įmonės. ES mažosiose ir vidutinėse įmonėse (MVI) dirba 2 iš 3 dirbančių asmenų ir jos pagamina kiekvieno pridėtinę vertę sudarančio euro 58 centus⁴. Perspektyvių verslo planų turintys verslininkai turi galėti užsitikrinti finansavimą savo idėjoms įgyvendinti. Sėkmingai veikiančioms įmonėms reikia gauti finansavimą palankiomis sąlygomis, kad galėtų finansuoti savo plėtrą. Vis dėlto finansavimo kanalai, skirti augančioms įmonėms, siekiančioms pritraukti nuosavo kapitalo ar ieškančioms ne bankų sistemos teikiamo, bet kitų formų kreditavimo, Europoje dar nepakankamai išplėtoti. Tai visų pirma pasakytina apie Europos MVI, kurios daugiau nei 75 % išorės finansavimo gauna iš bankų paskolų. Sėkmingai veikianti kapitalo rinkų sąjunga turėtų išplėsti finansavimo galimybių įvairovę augančioms įmonėms. Šios galimybės turėtų būti suteiktos visų 28 ES valstybių narių verslininkams ir jie turėtų galėti jomis naudotis visais savo veiklos plėtros finansavimo etapais.

1.1. Veiklos pradžios finansavimas

Dėl bankų palaikomų tvirtų vietos tinklų ir ryšių didžiąją dalį išorės finansavimo Europos MVI gauna būtent iš bankų. Siekiant papildyti šį finansavimą ir padėti įmonėms, pastaraisiais metais taip pat atsiranda vis įvairesnių nebankinio finansavimo galimybių. Jos įvairuoja nuo lėšų skolinimo ir paramos teikėjų platformų, įmonių sąskaitų faktūrų pardavimo, tarpusavio skolinimo, iki investavimo principais pagrįsto sutelktinio finansavimo ar neformalių investuotojų paramos.

Antai kai kuriose valstybėse narėse sparčiai plinta sutelktinis finansavimas. ES įvairias paslaugas šiuo metu teikia daugiau nei 500 platformų⁵. Atsižvelgiant į tai, kad ši veikla dažniausiai vykdoma vietos lygmeniu, tos valstybės narės, kuriose teikiama daugiausiai sutelktinio finansavimo paslaugų, imasi priemonių, kad patikslintų šio naujo verslo modelio sąlygas. Vertybiniais popieriais pagrįsto sutelktinio finansavimo platformoms gali būti leidžiama vykdyti veiklą pagal Finansinių priemonių rinkų direktyvą (FPRD) ir jos gali gauti pasą, kad galėtų teikti reguliuojamas paslaugas ir vykdyti veiklą visoje ES⁶. Šiuo metu nėra ES sistemos, kuri specialiai būtų pritaikyta skolinimo principu pagrįstam sutelktiniam finansavimui. ES turėtų užtikrinti deramą investuotojų apsaugos tikslų ir nuolatinės sutelktinio finansavimo plėtros pusiausvyrą. Per anksti nustačius reguliavimo priemones galėtų būti ne skatinama, bet trukdoma augti šiam sparčiai augančiam ir naujoviškam

⁴ 2014 m. Europos Komisijos metinė ataskaita „Europos MVI. Dalinis ir silpnas atsigavimas“, p. 24.

⁵ Skaičiavimai paremti 2014 m. 22 ES valstybių narių duomenimis. Šaltinis: *Crowdsurfer Ltd and Ernst & Young LLP*, „Crowdfunding: Mapping EU markets and events study“, 2015 m.

⁶ Jeigu sutelktinio finansavimo platformai suteiktas leidimas vykdyti veiklą kaip investicinei įmonei ir jeigu ji atitinka FPRD reikalavimus.

finansavimo kanalui. Siekdama paremti šios srities politikos plėtrą, Komisija subūrė Europos sutelktinio finansavimo suinteresuotųjų šalių forumą ir pradėjo tyrimą, kad surinktų ir išanalizuotų duomenis apie sutelktinio finansavimo rinkas visoje ES ir įvertintų nacionalinės teisės aktų poveikį. Remdamasi atliktu darbu⁷, Komisija paskelbs Europos sutelktinio finansavimo plėtros ataskaitą.

Komisija įvertins nacionalinę tvarką bei geriausią patirtį ir stebės sutelktinio finansavimo sektoriaus raidą. Atsižvelgdama į šį vertinimą Komisija nuspręs, kaip geriausiai sudaryti sąlygas plėtoti šį naują finansavimo kanalą visoje Sąjungoje.

Neformalūs investuotojai paprastai yra patyrę verslo atstovai, norintys pasiūlyti finansinę ir kitą paramą pradedančiosioms įmonėms. Jų teikiama parama darosi vis svarbesniu nuosavo kapitalo šaltiniu įmonės veiklos pradžios ir ankstyvojo kūrimo etapu. Europos neformalūs investuotojai investuoja vis dar nedaug⁸: 2013 m. jų investuotos sumos sudarė 357 mln. EUR, iš jų daugiau nei pusė investuota tik trijose ES valstybėse narėse (JK, Ispanijoje ir Prancūzijoje)⁹. Europai reikia tvirtesnio neformalių investuotojų tinklo, kuris galėtų vykdyti veiklą visoje ES. Komisija toliau rems neformalių investuotojų tarpvalstybinių tinklų veiklą ir gebėjimų stiprinimą, daugiausia dėmesio skirdama Vidurio ir Rytų Europos šalims, kad būtų kuriamos tarpvalstybinės platformos, suteikiančios galimybę neformaliems investuotojams pasiekti novatoriškas MVĮ ir palengvinti papildomą finansavimą.

1.2. Ankstyvosios plėtros etapas

Sparčiai veiklą plečiančios įmonės, turinčios didelį augimo potencialą, tačiau neturinčios daug apyvartinių lėšų, lemiama savo plėtros etapais gali pritrūkti finansavimo. Šių poreikių dažnai neįmanoma patenkinti vien banko sąskaitos kreditavimu ar trumpalaikio skolinimosi priemonėmis. Per konsultaciją gautuose atsakymuose plėtros finansavimas įvardytas kaip etapas, kuriuo ES finansų sistema veikia prasčiausiai. Kadangi šios įmonės turi augimo potencialą ir ateityje gali tapti dideliais darbdaviais, ES visuomenė gali likti nepasinaudojusi labai didelėmis galimybėmis¹⁰.

Norint paremti augimą ir suteikti verslininkams galimybę pritraukti finansavimą Europoje, taip pat užsienyje, labai svarbus rizikos kapitalas. Rizikos kapitalas paprastai yra ilgalaikis (nuosavas) kapitalas, nukreipiamas per fondus, kuriuose sutelkiamos investuotojų dalys ir diversifikuojama rizika. Vis dėlto ES rizikos kapitalo fondai vis dar santykinai maži. Vidutinį Europos rizikos kapitalo fondą sudaro maždaug 60 mln. EUR, tai yra tik pusė tokio tipo JAV fondo dydžio, o maždaug 90 % ES rizikos kapitalo investicijų sutelkta tik 8 valstybėse

⁷ Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija, „Nuomonė ir patarimai dėl investavimo principais pagrįsto sutelktinio finansavimo“, ESMA/2014/1378 ir ESMA/1560, 2014 m. gruodžio 18 d. Europos bankininkystės institucijos nuomonė dėl skolinimo principu pagrįsto sutelktinio finansavimo, EBA/Op/2015/03, 2015 m. kovo 26 d.

⁸ Ne visas neformalių investuotojų investicijas galima tiesiogiai išmatuoti. Kai kuriais įverčiais atsižvelgiama į tai, kad kai kuriose Europos šalyse, kuriose neformalaus investavimo rinka gerai išvystyta, neformalių investuotojų bendros investicijos gali būti didesnės nei rizikos kapitalo investicijos, žr. OECD (2011), „Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors“.

⁹ Šaltinis: *EBAN Statistics Compendium 2014*. Turimi 21 valstybės narės duomenys.

¹⁰ 15 EBPO šalių 2001–2011 m. duomenys patvirtina, kad jaunos įmonės atlieka labai svarbų vaidmenį kuriant darbo vietas. Jaunos įmonės sistemingai sukuria daugiau darbo vietų, nei panaikina. Visų pirma mažiau nei 50 darbuotojų turinčiose jaunosiose įmonėse dirba maždaug 11 % darbuotojų ir jos paprastai sukuria daugiau nei 33 % visų verslo sektoriaus darbo vietų, o jų prarandama darbo vietų dalis sudaro maždaug 17 %. (Šaltinis: OECD (2013), „Science, Technology and Industry Scoreboard“).

narėse¹¹. Jeigu būtų dalijamasi rizika su viešuoju sektoriumi, rizikos kapitalo fondams būtų lengviau padidinti savo mastą Europoje ir įsitvirtinti visose 28 valstybėse narėse, taip pat skatinti privačiojo sektoriaus investavimą ir kartu padėti didinti mastą, diversifikaciją ir geografinę aprėptį. Skatinimas naudotis fondų fondais visų pirma galėtų padėti padidinti privačias investicijas į rizikos kapitalą pritraukiant institucinius investuotojus.

ES teisės aktuose bandyta nustatyti sėkmingai veikiančio ES rizikos kapitalo sektoriaus reguliavimo sąlygas. Reglamente dėl Europos rizikos kapitalo fondų (EuVECA)¹² ir Reglamente dėl Europos socialinio verslumo fondų (EuSEF)¹³ visų pirma nustatytos sąlygos, kuriomis šių fondų investiciniai vienetai gali būti platinami instituciniams investuotojams ir pasiturintiems asmenims visoje ES. Vis dėlto EuVECA ir EuSEF pasais šiuo metu gali naudotis tik mažesnių fondų valdytojai, kurių valdomi turto portfeliai sudaro mažiau nei 500 mln. EUR. Padarius šių reglamentų pakeitimus, galėtų būti padidintas pasų veiksmingumas, pavyzdžiui, didesnių fondų valdytojams būtų leidžiama steigti EuVECA ir EuSEF fondus ir platinti jų investicinius vienetus, taip sumažinant žemiausią investicijų ribą, kad būtų pritraukiama daugiau investuotojų ir spartinamas tarpvalstybinis platinimas ir investavimas.

Investavimą į nuosavybės vertybinius popierius taip pat galima paremti mokesčių paskatomis, visų pirma, kai finansavimas teikiamas novatoriškoms ir pradedančiosioms įmonėms¹⁴. Komisija išnagrinės, kaip nacionalinėmis mokesčių paskatomis, taikomomis rizikos kapitalo fondams ir neformaliems investuotojams, galima padidinti investicijas į MVĮ ir pradedančiąsias įmones ir kaip skatinti visas valstybes nares naudotis geriausia patirtimi.

Papildydama pagal Investicijų planą rizikos kapitalo fondams ir MVĮ teikiamą finansavimą, Komisija pateiks išsamų priemonių, kuriomis remiamas rizikos kapitalas ir rizikos kapitalo finansavimas ES, rinkinį. Tarp šių priemonių – EuVECA ir EuSEF teisės aktų daliniai pakeitimai ir pasiūlymai dėl įvairių Europos rizikos kapitalo fondų ir daugiašalių fondų, kurie remiami ES biudžeto lėšomis siekiant sutelkti privatų kapitalą. Į išsamų rinkinį taip pat bus įtrauktos priemonės, skatinančios naudotis geriausia mokesčių paskatų taikymo patirtimi.

Paramą finansų įstaigoms kuriant verslo augimo fondus MVĮ nuosavam kapitalui remti gali suteikti ir viešosios institucijos. Valstybėms narėms dalijantis geriausia patirtimi, kaip kurti verslo augimo fondus, šių modelių nauda taptų prieinama platesniam MVĮ ratui. Komisija bendradarbiaus su valstybėmis narėmis ir prudencinės priežiūros institucijomis, kad paremtų sektoriaus valdomų verslo augimo fondų MVĮ nuosavam kapitalui remti kūrimą.

1.3. Gauti finansavimo siekiančių MVĮ rėmimas

MVĮ ir investuotojų turimos informacijos neatitikimas gali trukdyti teikti nebankinį finansavimą. Visų pirma paieškos sąnaudos trukdo galimiems investuotojams nustatyti ir įvertinti patrauklias įmones, į kurias investuoti. Viena vertus, mažosios įmonės, kurioms reikia finansavimo, turi geriau žinoti, kokių finansavimo galimybių joms siūlo rinka, kita vertus, įmonės turi būti matomesnės perspektyviems vietas ir visos Europos investuotojams.

¹¹ Šaltinis: Europos privataus kapitalo ir rizikos kapitalo asociacija.

¹² Reglamentas (ES) Nr. 345/2013.

¹³ Reglamentas (ES) Nr. 346/2013.

¹⁴ Komisijos valstybės pagalbos gairėse dėl rizikos finansų paaiškinamos sąlygos, kuriomis valstybės narės gali kurti rizikos kapitalo skatinimo schemas, 2014/C 19/04.

Pirmas žingsnis – įvairiomis vyriausybių taikomomis ir rinkos priemonėmis pranešti MVĮ, kokiomis rinkos siūlomomis finansavimo galimybėmis jos gali naudotis. Šį komunikavimą galėtų pradėti bankai, MVĮ teikdami grįžtamąją informaciją apie prašymo suteikti kreditą atmetimo priežastis¹⁵, kurios tam tikrais atvejais gali būti pagrįstos tuo, kad yra tinkamesnių alternatyvių finansavimo galimybių.

Konsultavimo parama tampa vis labiau prieinama per įvairias privačiojo ir viešojo sektoriaus kai kuriose valstybėse narėse įgyvendinamas struktūras¹⁶. Komisija palengvins keitimąsi geriausia patirtimi, siekdama didinti veiksmingų informacijos šaltinių prieinamumą ir remti MVĮ, siekiančias gauti rinkos principais pagrįstą finansavimą visose valstybėse narėse.

Ši vietos ar nacionalinė pranešimo apie naujas finansavimo galimybes infrastruktūra galėtų būti vienas iš informacinės sistemos, kuri leistų perspektyviems išorės finansavimo teikėjams susisiekti su finansavimo Europoje siekiančiomis gauti MVĮ, elementų. Tarpvalstybiniai ryšiai galėtų sujungti esamas nacionalines sistemas, kad būtų susieti visos Europos investuotojai ir MVĮ. Nacionalines struktūras sujungiančioje sistemoje būtų išsaugotos vietos lygmens žinios, kurios svarbios MVĮ sektoriui, o MVĮ visos Europos investuotojams galėtų pateikti pagrindinius finansinius ir kredito duomenis. Tokia sistema turėtų pridėtinės vertės, jeigu teiktų pakankamai palyginamus pagrindinius duomenis, kad perspektyvūs investuotojai visoje ES iš tikslų ir patikimų duomenų galėtų suprasti, kokia yra MVĮ finansinė būklė. MVĮ šioje sistemoje dalyvautų ir bet kokią informaciją teiktų savanoriškai. Komisijos neseniai atlikta MVĮ kredito informacijos apžvalga¹⁷ parodė, kad padėtis, susijusi su tuo, kokia informacija dalijamasi, kas ir kaip ja dalijasi ir kas gali prie jos prieiti, ES yra labai skirtinga. Kredito duomenų standartizavimą palengvins ECB duomenų bazė „AnaCredit“, kurioje pateikiami duomenys apie įmonių paskolas ir kuri internete pradės veikti 2018 m.

Komisija parengs išsamią strategiją, kad būtų pašalintos informavimo kliūtys, trukdančios MVĮ ir perspektyviems investuotojams nustatyti finansavimo ar investavimo galimybes:

- **bendradarbiaudama su Europos bankų federacijomis ir verslo organizacijomis, užtikrins, kad bankai struktūrizuotą grįžtamąją informaciją, teikiamą atmetus MVĮ kredito paraiškas;**
- **bendradarbiaudama su Europos įmonių tinklu apžvelgs esamas vietos ar nacionalinės paramos galimybes ir konsultavimo pajėgumus visoje ES, kad skatintų naudotis geriausia patirtimi teikiant paramą MVĮ, kurios galėtų naudotis alternatyviomis finansavimo galimybėmis;**
- **remdamasi ECB ir valstybėse narėse atliktu darbu, ištirs, kaip parengti arba remti visoje Europoje taikomas informacines sistemas, kurios sujungtų nacionalines sistemas, kad būtų susietos finansavimą gauti siekiančios MVĮ ir finansavimo teikėjai, ir prireikus imsis tolesnių veiksmų.**

1.4. Paskolas teikiantys fondai

Dideli instituciniai investuotojai arba investiciniai fondai gali investuoti į paskolas arba tiesiogiai jas teikti (kartais partnerystės pagrindais su bankais) vidutinio dydžio įmonėms ir

¹⁵ Kaip nurodyta naujausio Kapitalo reikalavimų reglamento 431 straipsnio 4 dalyje.

¹⁶ Pavyzdžiui, „Aktiesparama“ (Švedija), „Médiateur du Crédit“ (Prancūzija), „Better Business Finance“ (JK), „Investomierz“ (Lenkija) ir „Industrie- und Handelskammern“ (Vokietija).

¹⁷ Žr. 2015 m. balandžio mėn. Europos finansinio stabilumo ir integracijos ataskaitos 7 skyrių.

taip sudaryti sąlygas dar labiau diversifikuoti kredito tarpininkavimo veiklą ir didinti finansavimo galimybes. Pagal kai kuriuos įverčius, 2014 m. pabaigos duomenimis, 36 alternatyvūs skoliniojo per kiek daugiau nei dvejus metus buvo sudarę 350 sandorių. Tiesioginio skolinimo fondų sudarytų sandorių apimtis Europoje 2013–2014 m. padidėjo 43 %. Šiuo metu veikia 40 tiesioginio skolinimo fondų (2012 m. jų buvo 18) ir dar 81 naujas fondas rinkoje siekia pritraukti maždaug 70 mlrd. EUR¹⁸. Ateityje jie galėtų tapti svarbiu nebankinio kreditavimo šaltiniu.

EuVECA ir Europos ilgalaikių investicijų fondai (EIIF)¹⁹ gali teikti paskolas, tačiau ribotai. Kai kurios valstybės narės į savo nacionalines teises sistemas taip pat įtraukė specialią tvarką, kad nustatytų sąlygas, kuriomis alternatyvaus investavimo fondai gali teikti paskolas. Todėl tarpvalstybinio mastu veikiančios fondai turi laikytis skirtingų jų paskolų teikimo veiklai taikomų reikalavimų. Patikslinus reguliavimo sistemoje numatytą paskolas teikiantiems fondams taikomą tvarką, šiems fondams galėtų būti lengviau plėtoti veiklą tarpvalstybinio mastu ir kartu būtų užtikrintas tinkamas jų reglamentavimas investuotojų apsaugos ir finansinio stabilumo požiūriu.

Komisija bendradarbiaus su valstybėmis narėmis ir Europos priežiūros institucijomis, kad įvertintų poreikį nustatyti suderintą požiūrį į fondų paskolų teikimą ir būsimos ES sistemos tikslumą.

1.5. Neviešai platinami vertybiniai popieriai

Europos įmonės vis labiau domisi galimybe naudotis neviešai platinamų vertybinių popierių rinkomis, kad galėtų pritraukti kapitalo (paprastai daugiau nei 20 mln. EUR) išleisdamos skolos priemones ir jas platindamos instituciniams ar kitiems patyrusiems investuotojams. Atsižvelgiant į nedidelį investuotojų skaičių ir ribotą jų tipą, šiam finansavimo kanalui taikomi ne tokie sudėtingi reguliavimo reikalavimai²⁰. Neviešas vertybinių popierių platinimas Europoje 2014 m. padidėjo maždaug 30 %: nuo 13 mlrd. EUR 2013 m. iki 17 mlrd. EUR 2014 m.²¹. Tačiau dar didesnę lėšų sumą Europos įmonės surinko neviešai platindamos vertybinius popierius JAV rinkose. Be to, neviešo vertybinių popierių platinimo veikla vykdoma tik nedaugelyje Europos šalių. Vertinamos kartu šios aplinkybės leidžia daryti išvadą, kad ši finansavimo kanalą Europoje galima išplėtoti daugiau. Komisija anksčiau yra nustačiusi, kad tolesnei plėtrai trukdo mažai standartizuoti procesai ir dokumentų reikalavimai. Todėl Komisija visiškai remia Tarptautinės kapitalo rinkos asociacijos (ICMA)²² darbą šiais klausimais ir Vokietijos patirtį taikant tvarką „Schuldscheine“²³ ir toliau sieks naudotis geriausia patirtimi ir skatins ją keistis ES įgyvendindama atitinkamas iniciatyvas.

¹⁸ Šaltinis: AIMA, „Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment“, 2015 m. gegužės mėn.

¹⁹ Reglamentas dėl Europos ilgalaikių investicijų fondų, PE-CONS 97/14, 2015 m. kovo 20 d.

²⁰ 52 % neviešo vertybinių popierių platinimo sandorių, išskyrus Vokietijos „Schuldscheine“ rinką, yra įtraukti į biržų prekybos sąrašus. Šaltinis: S&P „First European Private Placement League Table“, 2015 m.

²¹ Šaltinis: S&P.

²² 2015 m. vasario mėn. ICMA paskelbė Europos įmonių neviešo vertybinių popierių platinimo vadovą („Pan-European Corporate Private Placement Guide“). Šiame vadove raginama naudotis Paskolų rinkos asociacijos (*Loan Market Association*, reglamentuojamos Anglijos teisės) ir Europos neviešo vertybinių popierių platinimo darbo grupės (reglamentuojamos Prancūzijos teisės) parengtais standartizuotais dokumentais. Ši iniciatyva skirta vien įmonių skolos vertybiniams popieriams.

²³ Pavyzdžiui, Vokietijos draudimo sektorius parengė paprastą tvarką, kurią pripažįsta federalinė finansinių paslaugų priežiūros tarnyba BaFin ir kuri draudikams suteikia galimybę lengvai apskaičiuoti iš anksto nustatytus finansinius rodiklius kreditingumui įvertinti, taip pat įvertinti atitiktį investicijoms į neviešai platinamus vertybinius popierius taikomus kapitalo reikalavimus.

2. LENGVESNIŲ SĄLYGŲ PATEKTI Į VIEŠĄS RINKAS IR PRITRAUKTI KAPITALO JOSE SUDARYMAS ĮMONĖMS

Viešas skolos ar nuosavybės priemonių platinimas dažnai yra pagrindinis finansavimo būdas vidutinio dydžio ir didelėms įmonėms, siekiančioms pritraukti daugiau nei 50 mln. EUR. Tokie platinimo būdai prieinami plačiausiam finansavimo teikėjų ratui ir privataus kapitalo ir neformaliems investuotojams atveria galimybes pasitraukti. Viešosios rinkos yra labai svarbios didelį augimo potencialą turinčioms vidutinio dydžio įmonėms plečiant savo veiklą pasauliniu mastu. Pavyzdžiui, į AIM rinkos²⁴ prekybos sąrašus įtrauktų įmonių metinė apyvarta per metus nuo pradinio viešo platinimo išaugo vidutiniškai 37 %, o užimtumas jose – vidutiniškai 20 %²⁵. Taigi veiksmingos viešosios rinkos yra lemiamas grandis finansų grandinėje.

Nors pastaraisiais dešimtmečiais Europos viešosios nuosavybės vertybinių popierių ir skolos vertybinių popierių rinkos smarkiai išsiplėtė, jos vis dar atsilieka nuo kitų išsivysčiusios ekonomikos šalių. Be to, padėtis ES valstybėse narėse labai nevienoda. Tai iš dalies patvirtina, kad įmonių dydis ir finansavimo poreikiai yra skirtingi, taip pat kad bendrovės valdomos ir kontroliuojamos dažniausiai vis dar pagal šeimos verslo modelį²⁶. Vis dėlto per konsultaciją dėl kapitalo rinkų sąjungos taip pat patvirtintas didelis susirūpinimas, kad ES reguliavimo aplinka gali būti nepalanki tolesnei šių finansavimo kanalų plėtrai. Pavyzdžiui, neseniai parengtoje ES pradinio viešo akcijų platinimo darbo grupės ataskaitoje apskaičiuota, kad pradinio viešo platinimo, kai sandorio suma yra mažesnė nei 6 mln. EUR, atveju vien įtraukimo į prekybos sąrašą mokesčiai sudaro 10–15 % sandorio vertės. Palyginimui, didesnių sandorių (50–100 mln. EUR) atveju šie mokesčiai yra maždaug 5–8 %²⁷. Šiuo metu daugelis MVĮ mano, kad šios pradinės įtraukimo į prekybos sąrašą (ir paskesnės su platinimu susijusios) sąnaudos nusveria viešo platinimo naudą²⁸. Sumažinus patekimo į rinką sąnaudas, daugiau įmonių galėtų pritraukti kapitalo viešosiose rinkose²⁹.

Vartai į viešąsias rinkas finansavimo ieškančioms įmonėms – prospektas. Prospektai yra teisiškai privalomi dokumentai, kuriuose pateikiama visa informacija apie įmonę, kurios reikia investuotojams, kad jie galėtų priimti pagrįstus sprendimus dėl investavimo. Prospektui keliami reikalavimai buvo suvienodinti, kad būtų galima palyginti įvairias investavimo galimybes ES. Tačiau juos parengti brangu ir sudėtinga, visų pirma MVĮ, o jų apimtis – paprastai šimtai puslapių. Investuotojams jie gali būti sudėtingi ir pernelyg detalūs ir juose gali būti sunku rasti sprendimui dėl investavimo svarbią informaciją.

Komisija modernizuos Prospekto direktyvą³⁰. Bus atnaujinti reikalavimai, dėl prospekto pateikimo laiko, supaprastinta reikiama informacija ir sukurta tikrai MVĮ proporcinga prospekto rengimo ir patekimo į kapitalo rinkas tvarka. Komisija taip pat išnagrinės būdus, kaip suteikti paramą MVĮ įtraukimo į prekybos sąrašus procese, pasitelkiant

²⁴ Londono akcijų biržos MVĮ skirta daugiašalė prekybos sistema.

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

²⁶ 2009 m. daugiau nei 60 % Europos įmonių priklausė šeimos verslui. Šaltinis: Europos Komisija, Galutinė ekspertų grupės ataskaita. Svarbių šeimos verslo klausimų apžvalga: moksliniai tyrimai, tinklai, politikos priemonės ir turimi tyrimai.

²⁷ ES PVP darbo grupės paskelbta ES pradinio viešo platinimo ataskaita (*European Issuers*, EVCA ir FESE), 2015 m. kovo 23 d.

²⁸ F. Demarigny ataskaita „An EU-listing Small Business Act“, 2010 m. kovo mėn.

²⁹ „Oxera“ neseniai atliktas tyrimas patvirtina, kad investuotojų, siekiančių gauti informacijos apie investiciją, sąnaudos JAV yra 58 JAV doleriai, o ES – 430 EUR.

³⁰ Vykdamas Komisijos paprastinimo ir reguliavimo naštos mažinimo programą REFIT.

Europos patariamąsias struktūras, pavyzdžiui, Europos investavimo konsultacijų centrą.

Be prospektų, yra įvairiausių kitų problemų, kurios kyla norint pritraukti kapitalo viešosiose rinkose. Nuo 2017 m. naujos įmonės galės pasinaudoti FPRD II numatytomis MVĮ augimo rinkomis rengdamosi vėliau patekti į didesnių biržų sąrašus. Šios tikslinės rinkos sukūrimas gali būti ypač svarbus vietos rinkų plėtrai ar jauniems emitentams. Kad kapitalo rinkų sąjunga galėtų pasinaudoti visa šių tikslinių platformų nauda, Komisija, įgyvendindama FPRD II, užtikrins, kad joms taikomais reikalavimais būtų sukurta derama pakankamos investuotojų apsaugos ir bereikalingos administracinės naštos išvengimo pusiausvyra.

Investuotojams galimybė prieiti prie didelį augimo potencialą turinčių MVĮ, įtrauktų į viešosiose rinkose veikiančių biržų prekybos sąrašus, gali būti patraukli dėl galimos grąžos ir diversifikavimo teikiamos naudos. Tačiau juos gali atgrasyti prastesni informacijos šaltiniai ir mažesnis likvidumas³¹. Per konsultaciją gautuose atsakymuose nurodytos dvi pagrindinės problemos, kylančios MVĮ, norinčioms būti įtrauktoms į viešosiose rinkose veikiančių biržų prekybos sąrašus: tai, kad finansų analitikai nepakankamai ištiria MVĮ³², ir papildomi informacijos teikimo reikalavimai. Daugelis MVĮ, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti daugiašalėje prekybos sistemoje, finansinę informaciją teikia tik pagal nacionalinius apskaitos standartus, tačiau dėl palyginamumo stokos jos gali nepakakti tarptautinių investuotojų reikmėms. Komisija taip pat kartu su Tarptautine apskaitos standartų valdyba (TASV) išnagrinės galimybę parengti neprivalomą specialiai pritaikytą apskaitos sprendimą, kuriuo galėtų naudotis įmonės, kurių vertybiniais popieriais leista prekiauti MVĮ augimo rinkose.

Komisija peržiūrės reguliavimo kliūtis mažosioms įmonėms platinti savo vertybinius popierius viešosiose rinkose ir glaudžiai bendradarbiaus su naujomis MVĮ augimo rinkomis, sukurtomis pagal FPRD II, kad užtikrintų, kad šioms inkubatoriaus funkciją atliekančioms rinkoms taikoma reguliavimo aplinka atitiktų savo paskirtį.

Pagrindinis didesnių įmonių būdas pritraukti didesnio masto finansavimą yra išleisti skolos vertybinius popierius – įmonių obligacijas. 2008–2014 m. ne finansų bendrovių išleistų įmonių obligacijų eurais bendra vertė beveik padvigubėjo – iki 340 mlrd. EUR, iš dalies dėl istoriškai mažų palūkanų normų³³.

Nepaisant rekordinio pirminės emisijos dydžio, kai kurie rinkos dalyviai išreiškė susirūpinimą dėl nedidelio antrinių rinkų likvidumo, dėl kurio šias priemones sunku perparduoti ir atpirkti. Nedidelis likvidumas galėtų lemti didesnius nelikvidumo priedus ir didesnes skolinimosi sąnaudas. Jeigu kreditavimo sąlygos pablogėtų, kai kurioms įmonėms gali greitai tapti sunkiau patekti į skolos vertybinių popierių rinkas.

³¹ Žr. Komisijos tyrimą: 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 Pavyzdžiui, APG pateiktame atsakyme į konsultacijos klausimus nurodyta, kad 50 % MVĮ, įtrauktų į Amsterdamo, Briuselio, Paryžiaus ir Lisabonos *Euronext* biržos prekybos sąrašus, atžvilgiu neatliekamas joks finansinis tyrimas, o 16 % tyrimą atlieka tik vienas analitikas.

³³ Šaltinis: *Bloomberg*.

Komisija peržiūrės ES įmonių obligacijų rinkų veikimą, daugiausia dėmesio skirdama galimybėms pagerinti rinkos likvidumą, galimam reguliavimo reformų poveikiui, rinkos pokyčiams ir neprivalomam siūlymo dokumentų standartizavimui.

2017 m. sukūrus nuosavybės vertybiniais popieriais, o 2018 m. į nuosavybės vertybinius popierius panašioms finansinėms priemonėms taikomą konsoliduotą sistemą, kaip reikalaujama pagal FPRD II, reguliavimo institucijoms ir rinkos dalyviams bus lengviau susidaryti geresnį rinkos vaizdą, todėl ES kapitalo rinkos turėtų tapti patrauklesnės investuotojams. Komisija toliau stebės šios srities pokyčius.

Veiksmingam kapitalo rinkos veikimui gali trukdyti įvairių finansinių priemonių apmokestinimo tvarkos skirtumai. Dėl skolos vertybiniais popieriais taikomų mokesčių lengvatų, susijusių su sumokėtų palūkanų atskaitymu, nukenčia kitos finansinės priemonės, visų pirma nuosavybės vertybiniai popieriai. Išsprendus šią apmokestinimo tvarkos šališkumo problemą būtų paskatinta daugiau investuoti į nuosavybės vertybinius popierius ir būtų sustiprinta įmonių nuosavo kapitalo bazė. Be to, akivaizdu, kad padidėtų finansinis stabilumas, nes tvirtesnę kapitalo bazę turinčios įmonės būtų mažiau pažeidžiamos sukrėtimų. Tai visų pirma pasakytina apie bankus.

Vykdydama platesnio masto darbą, susijusį su bendra konsoliduotąja pelno mokesčio baze, dėl kurios 2016 m. bus parengtas naujas pasiūlymas, Komisija išnagrinės būdus, kaip spręsti skolos ir nuosavybės vertybinių popierių apmokestinimo tvarkos šališkumo problemą.

3. INVESTAVIMAS ILGAM LAIKOTARPIUI, INVESTICIJOS Į INFRASTRUKTŪRĄ IR TVARIOS INVESTICIJOS

Kad išlaikytų ir padidintų savo konkurencingumą ir pereitų prie mažaanglės ir tausiai išteklius naudojančios ekonomikos, Europai reikia daug naujų ilgalaikių ir tvarių investicijų. Kapitalo rinkų sąjunga padės investuotojams priimti gerai pagrįstus sprendimus dėl investavimo ir stebėti susijusią riziką.

3.1. Investavimo aplinkos gerinimas per reguliavimo sistemą

Reguliavimo sistema yra svarbus veiksnys investuotojams priimant sprendimus, visų pirma dėl ilgalaikių investicijų. Dideliems instituciniams investuotojams tokias lėšas skirti įprasta. Draudimo įmonėms, pensijų fondams ir naujai įsteigtiems skolos fondams gali būti naudingi nuolatiniai iš infrastruktūros skolos gaunamų pajamų srantai, atitinkantys ilgesnės trukmės įsipareigojimus. Kai kurie bankai taip pat aktyviai prisideda prie infrastruktūros finansavimo kartu su nacionaliniais skatinamojo finansavimo bankais.

Iki pastarojo meto investuoti į infrastruktūrą kitose valstybėse kliudė tai, kad nebuvo bendrai pripažįstamų kapitalo pritraukimo ir investavimo priemonių. Neseniai priimtu Europos ilgalaikių investicijų fondo (EIIF) reglamentu, kuris bus pradėtas taikyti 2015 m. gruodžio mėn., sukuriama nauja tokiems ilgalaikiams projektams (pvz., energetikos, transporto ir komunikacijos infrastruktūrų; pramonės ir paslaugų įrenginių; būstų projektams) skirta tarpvalstybinė fondų priemonė. EIIF reglamente numatyti ir tarpvalstybinio paso privalumai, ir galimybė pritraukti ilgalaikio kapitalo iš smulkesniųjų investuotojų (vietinių pensijų planų, savivaldybių, įmonių pensijų planų ir pan.), įskaitant mažmeninius investuotojus³⁴. Reglamentu turto valdytojams bus suteikta nauja galimybė suteikti investuotojams prieigą prie daug įvairesnių turto kategorijų, įskaitant infrastruktūrą, negu buvo galima pagal anksčiau galiojusią reguliavimo sistemą. Europos ilgalaikių investicijų fondų populiarumui reikšmės turės nacionalinė apmokestinimo tvarka, ir Komisija ragina valstybes nares apmokestinti juos taip pat, kaip ir panašias nacionalines schemas.

Labai svarbi reguliavimo problema yra tai, kad nėra atskiro tinkamai kalibruoto apskaičiavimo metodo, pagal kurį būtų apskaičiuojamas reguliuojamasis kapitalas, kurį investuotojai turėtų turėti investicijoms į infrastruktūrą kompensuoti. Komisija pasiūlys investicijų į infrastruktūrą, kurios gali sukurti nuspėjamus ilgalaikius pinigų srautus ir kurių riziką draudikai gali tinkamai nustatyti, valdyti ir stebėti, apibrėžti. Ši bendra apibrėžtis leis infrastruktūrą vertinti kaip atskirą turto klasę ir sudarys sąlygas pagrįstais atvejais pakoreguoti reguliavimo sistemą.

Svarbų vaidmenį teikiant paskolas infrastruktūros projektams ar dėl jų susitariant vis dar atlieka ir bankai. 2015 m. liepos mėn. Komisija paskelbė konsultacijoms skirtą dokumentą dėl Kapitalo reikalavimų reglamento (KRR)³⁵ ir Kapitalo reikalavimų direktyvos (KRD)³⁶ galimo poveikio bankų skolinimui ekonomikai, kuriame, be kitų dalykų, peržiūrėti bankų kapitalo reikalavimai ilgalaikiam ir infrastruktūros finansavimui. Tikslas – geriau suprasti naujųjų

³⁴ Valdytojai, kuriems leidžiama veikti pagal Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų direktyvą ir kurie yra įsikūrę Europos Sąjungoje, gali valdyti tuos fondus investicijoms į ilgalaikį, nelikvidų ar sunkiai parduodamą turtą, tokį kaip infrastruktūros projektai ir MVĮ, kurioms daugelį metų reikės nuolatinio finansavimo. Kita vertus, šis turtas veikiausiai uždirbs nelikvidumo priedą, tai yra didesnę ar pastovesnę grąžą, kuri kompensuos investuotojo negalėjimą atgauti pinigus anksčiau nei nustatytą datą.

³⁵ Reglamentas (ES) Nr. 575/2013.

³⁶ Direktyva 2013/36/ES.

kapitalo reikalavimams taikomų taisyklių poveikį investicijų į infrastruktūrą ir kitų investicijų, kuriomis remiamas ilgalaikis augimas, finansavimo prieinamumui.

Siekdama sudaryti palankesnes sąlygas finansuoti investicijas į infrastruktūrą ir tvarias ilgalaikes investicijas, Komisija patikslina sistemoje „Mokumas II“ nustatytus kalibravimo dydžius, kad užtikrintų, kad draudimo įmonėms būtų taikoma tokia reguliavimo tvarka, kuri geriau parodytų investicijų į infrastruktūrą ir EIIF riziką. Komisija baigs KRR peržiūrą ir, jei tinkama, pakeis infrastruktūrai taikomus kalibravimo dydžius.

3.2. Ilgalaikio ir infrastruktūros finansavimo rėmimas

Krizės mastas ir atsigavimo pobūdis nulėmė didelį investicijų į infrastruktūrą trūkumą ES ekonomikoje. Europos investicijų banko (EIB) skaičiavimu, bendras investicijų į infrastruktūrą poreikis ES laikotarpiu iki 2020 m. galėtų sudaryti iš viso 2 trln. EUR³⁷.

Instituciniai ir kiti privatūs investuotojai gali būti svarbus investicijų į infrastruktūrą finansavimo šaltinis, nes šios investicijos gali užtikrinti pastovią grąžą ir santykinai gerą kredito rezultatų istoriją³⁸. Esama požymių, rodančių, kad šie investuotojai vis dažniau ieško galimybių investuoti į infrastruktūros projektus. Pradinį postūmį plačiausio užmojo ilgalaikiams pokyčiams lemiantiems projektams dažnai reikia suteikti viešosiomis lėšomis³⁹.

Pagal Investicijų planą, Europos strateginių investicijų fondas (ESIF) 2015–2017 m. ES sutelks 315 mlrd. EUR naujų, papildomų investicijų, iš kurių 240 mlrd. EUR bus skirta infrastruktūros ir novatoriškiems projektams. Europos investicinių projektų portalas sudarys sąlygas ES įsisteigusiems projektų vykdytojams susisiekti su potencialiais investuotojais ir jiems siūlyti savo investicinius projektus bei idėjas, o vieno langelio principu veikiantis Europos investavimo konsultacijų centras (EIKC) teiks rekomendacijas ir patarimus dėl investicijų į infrastruktūrą ES.

Naujasis Europos strateginių investicijų fondas (ESIF), kai įmanoma, kartu su Europos struktūriniais ir investicijų fondais (ESI fondais) suteikia įvairių finansavimo ir rizikos pasidalijimo galimybių naudojant naujoviškas finansines priemones, tokias kaip investavimo platformos ar fondai. Naudojantis investicinių fondų struktūromis, be kita ko, galbūt, panaudojant EIIF, kuris gali pritraukti kapitalą iš mažmeninių investuotojų, arba ESIF investavimo platformomis, galima bendrai naudoti viešuosius ir privačiuosius išteklius ir pagerinti rizikos ir grąžos perspektyvas.

Kalbant apie ESIF, Komisija ir Europos investicijų bankas (EIB) pateiks gairių dėl bendro investavimo struktūroms taikomų reikalavimų, kad jos atitiktų reikalavimus fondo paramai gauti. Tokių struktūrų naudojimo galimybes norintiems iširti investuotojams taip pat bus prieinama EIKC teikiama techninė pagalba. Be to, Komisija yra pasirengusi bendradarbiauti

³⁷ Žr. EIB darbinį dokumentą 2013/02 „Privatus infrastruktūros finansavimas ir investicijos Europoje“, p. 11.

³⁸ „Moody's“ atliktas įsipareigojimų neįvykdymo ir susigrąžinimo rodiklių 1983–2012 m. laikotarpiu pasaulinis tyrimas rodo, kad infrastruktūros sektoriaus bendras dešimties metų įsipareigojimų neįvykdymo lygis yra 6,6 %. Tai yra mažesnis rodiklis nei bankų paskolomis finansuojamų projektų atveju. Be to, infrastruktūros paskolų, kurių įsipareigojimai nevykdomi, susigrąžinimo rodiklis taip pat aukštas (80 %).

³⁹ Pavyzdžiui, 2013 m. visos ES-28 viešosios investicijos į infrastruktūrą sudarė 450 mlrd. EUR. Iš šios sumos viešosios investicijos sudarė 90 %, o privačiosios (įskaitant pagal viešojo ir privatačio sektorių partnerystės programas) – maždaug 10 % (EIB darbinis dokumentas 2013/02, p. 7).

su privačiais investuotojais, kad padėtų sutelkti privačius ir ES išteklius ir taip padidinti investicijų į infrastruktūrą finansavimą ir tvarų augimą.

3.3. Finansavimas siekiant ekologinio tvarumo

Veiksmingos finansų rinkos gali padėti investuotojams priimti gerai pagrįstus sprendimus dėl investavimo, analizuoti ir įkainoti ilgalaikę riziką ir galimybes, atsirandančias pereinant prie tvarios, klimatui palankios ekonomikos. Toks investavimo pokytis gali padėti pasiekti 2030 m. klimato ir energetikos politikos tikslus ir įvykdyti ES įsipareigojimus siekiant tvaraus vystymosi tikslų. Visų pirma neseniai pradėtos naudoti aplinkosaugos, socialinės ir valdymo obligacijos gali padėti nukreipti kapitalą tvarioms investicijoms: 2014 m. sparčiai padidėjo ekologinių obligacijų emisija ir jos suma sudarė 35 mlrd. EUR, palyginti su 8 mlrd. EUR 2013 m. ir mažiau nei 1 mlrd. EUR 2012 m. Sparčiai augti šiai rinkai padeda rinkos veikiamas standartizavimo procesas, kuriuo atsižvelgiama į projektų atrankos kriterijus, kuriuos parengė tarptautinės finansų institucijos, kaip antai Pasaulio bankas, Europos investicijų bankas ir Europos rekonstrukcijos ir plėtros bankas (ERPB). Rinkos dalyviai taip pat rengia neprivalomas gaires – „Ekologinių obligacijų principus“, kuriais skatinamas ekologinių obligacijų rinkos plėtojimo nuoseklumas ir skaidrumas ir paaiškinama, kokios obligacijos gali būti laikomos ekologinėmis. Komisija toliau vertins ir remis šiuos ir kitus su investicijomis į aplinkosaugos, socialines ir valdymo obligacijas susijusius pokyčius, stebės poreikį parengti ES ekologinių obligacijų standartus, kad investuotojai, priimdami sprendimus dėl investavimo, galėtų remtis ilgesnio laikotarpio tvaria perspektyva.

3.4. Prašymas pateikti įrodymų dėl esamos reguliavimo sistemos

ES žengė lemtingus žingsnius, kad užtikrintų tarptautinį konsensumą dėl finansinio stabilumo atkūrimo ir visuomenės pasitikėjimo finansų sistema atgavimo. Svarbu, kad ES teisės aktais būtų užtikrinta derama rizikos mažinimo ir augimo skatinimo pusiausvyra ir nebūtų sukuriama naujų kliūčių ten, kur jų neturėtų būti. Atsižvelgdama į tai, Komisija teikdama šį veiksmų planą kartu pradeda išsamią finansų teisės aktų, priimtų reaguojant į finansų krizę, bendro poveikio ir darnos peržiūrą. Šios peržiūros tikslas – įvertinti bendrą esamos sistemos darną. Atsižvelgiant į tai, kad pastaraisiais metais priimta daug skirtingų teisės aktų, ir į didelę jų sąveiką, esama rizikos, kad jų bendras poveikis gali turėti tam tikrų nenumatytų padarinių, kurie gali likti nepastebėti atliekant atskiras sektorių peržiūras. Reguliavimo nuoseklumas, darna ir tikrumas yra pagrindiniai veiksniai investuotojams priimant sprendimus. Jeigu būtų pateikta aiškių įrodymų, kuriais pagrindžiami konkretūs tiksliniai pakeitimai, būtų lengviau patobulinti investavimo aplinką ir pasiekti kapitalo rinkų sąjungos tikslus.

Remdamasi Europos Parlamento ir tarptautinių įstaigų, pavyzdžiui, Finansinio stabilumo tarybos ir Bazelio bankų priežiūros komiteto, atliekamu darbu, Komisija šiandien skelbia prašymą pateikti įrodymų, pagal kuriuos galėtų įvertinti taisyklių sąveiką ir bendrą finansinės reformos poveikį investavimo aplinkai.

4. MAŽMENINIO IR INSTITUCINIO INVESTAVIMO SKATINIMAS

Kapitalo rinkų sąjunga siekiama geriau panaudoti Europoje sutaupomas lėšas: veiksmingiau suderinti santaupų turinčių ir pasiskolinti siekiančių asmenų poreikius ir pagerinti ES ekonomikos rezultatus⁴⁰. Didesnis investuotojų pasitikėjimas ir tikrumas gali padėti investuotojams priimti tinkamus sprendimus dėl investavimo. Plačiai pripažįstama, kad ilgėjant gyvenimo trukmei ir vykstant demografiniams pokyčiams mažmeniniams investuotojams reikia daugiau taupyti, kad patenkintų savo poreikius išėjus į pensiją. Kita vertus, daugelis institucinių investuotojų, vykdančių veiklą mažų palūkanų normų sąlygomis, negali rasti tinkamų investavimo galimybių, kad užsitikrintų tokią grąžą, kuri jiems leistų įvykdyti savo įsipareigojimus.

4.1. Mažmeniniai investuotojai

Šiandien mažmeniniai investuotojai bankų sąskaitose turi nemažai santaupų, tačiau jie mažiau nei praeityje tiesiogiai dalyvauja kapitalo rinkose. Europos namų ūkių tiesiogiai valdomų akcijų dalis nuo 2007 m.⁴¹ sumažėjo iki 10–11 %, palyginti su 28 % 1975 m., o iš visų akcininkų mažmeniniai investuotojai sudaro mažiau nei pusę aštuntajame dešimtmetyje buvusio lygio. Norint panaikinti kliūtis mažmeniniams investuotojams taupyti naudojantis kapitalo rinkomis, reikia konkurencingų finansų rinkų, kurios gali pasiūlyti tokį pasirinkimą, kad klientai turėtų galimybę palyginti produktus ir surasti tinkamiausias taupymo priemones konkurencingomis kainomis. Siekdama toliau didinti mažmeninių produktų skaidrumą, Komisija paprašys Europos priežiūros institucijų išnagrinėti ilgalaikių mažmeninių ir pensijų produktų skaidrumo klausimą ir parengti faktinių grynųjų rezultatų ir mokesčių analizę, kaip nustatyta Europos priežiūros institucijų reglamentų 9 straipsnyje.

Iki 2015 m. pabaigos Komisija paskelbs žaliąją knygą dėl mažmeninių finansinių paslaugų ir draudimo, kurioje prašys pateikti nuomonių dėl galimybių padidinti mažmeninių finansinių produktų pasirinkimą, konkurenciją ir tarpvalstybinį teikimą, taip pat dėl mažmeninių finansinių paslaugų skaitmeninimo poveikio.

Mažmeniniai investuotojai investicinius produktus perka tik kartais, todėl jiems sunku sukaupti atitinkamų žinių ar patirties, susijusių su kapitalo rinkomis⁴². Nors už mažmeninių investuotojų pasitikėjimo kapitalo rinkomis atgavimą pirmiausia atsakingas finansų sektorius, reguliavimo ir priežiūros institucijos gali padėti nustatyti „žaidimo taisykles“.

Geresnė informacija ir konsultacijos yra svarbios sąlygos, norint mažmeninius investuotojus paskatinti vėl grįžti prie rinkos principais pagrįsto finansavimo. Pirmas žingsnis – užtikrinti skaidrumą. Prieiga prie svarbios aukštos kokybės informacijos turėtų būti suteikiama palyginamu ir skaidriu būdu visų investicinių produktų atveju, be kitų dalykų, nurodant pagrindines produktų savybes (pvz., sąnaudas, galimą grąžą ir rizikas). Pastaraisiais metais ES padarė nemažą pažangą tobulindama visiems sektoriams taikomus informacijos atskleidimo reikalavimus. Nauji informacijos atskleidimo reikalavimai nustatyti skirtingomis

⁴⁰ Pavyzdžiui: žr. Oliverio Wymano (2012 m.) ataskaitą „The real financial crisis: why financial intermediation is failing“; ES PVP darbo grupės ataskaitą „Rebuilding IPOs in Europe“, 2015 m. kovo 23 d.

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

⁴² 2013 m. 35 % mažmeninių investuotojų pasitikėjo investicinių paslaugų teikėjais, kad šie paiso vartotojų apsaugos taisyklių. Europos Komisija (2013 m.) Rinkos stebėsenos apžvalga, 2010–2013 m.

teisėkūros priemonėmis⁴³. Tam tikros išsamios įgyvendinimo taisyklės vis dar rengiamos ir artimiausiais metais palaipsniui bus pradėtos taikyti. Išsamus šių naujų informacijos atskleidimo reikalavimų veiksmingumo įvertinimas galėtų padėti užtikrinti nuoseklumą, nustatyti galimas spragas ar bereikalingą dubliavimąsi ir prireikus tapti pagrindu racionalizuoti reikalavimus – taip būtų užtikrinta, kad bus pasiekti pastarojo meto teisėkūros reformų tikslai.

Kad per kapitalo rinkas nukreipiamos sutaupytos lėšos būtų sutelkiamos geriau, mažmeniniams investuotojams, be kita ko, turėtų būti lengvai prieinami tinkami ir ekonomiškai efektyvūs investiciniai produktai ir įperkamos nepriklausomos konsultavimo paslaugos. Kai kuriuose per konsultaciją gautuose atsakymuose pabrėžta, kad dėl didelių tarpininkavimo ir platinimo mokesčių mažmeniniai investuotojai šiuo metu už prisiimamą didesnę riziką, susijusią su rinkos principais pagrįstomis investicijomis, gauna nedidelį atlygį. Teisės aktais, susijusiais su FPRD II, mažmeninių ir draudimo principu pagrįstų investicinių produktų paketu ir Draudimo produktų platinimo direktyva (DPPD), padaromi svarbūs konsultacijoms dėl investicijų ir informacijos apie produktus atskleidimui taikomų taisyklių pakeitimai. Perėjimas prie investicinių produktų platinimo internetu ir vis plačiau naudojami nauji finansinių technologijų sprendimai suteikia progą toliau plėtoti konsultavimo paslaugas ir atviros prieigos internetines platinimo platformas. Bus svarbu užtikrinti, kad vykstant šiems pokyčiams mažmeniniams investuotojams siūlomi investavimo sprendimai ir jų rezultatai būtų vertinami kritiniu metodu.

Komisija atliks Europos mažmeninių investicinių produktų rinkų, įskaitant platinimo kanalus ir konsultacijas dėl investicijų, išsamų vertinimą, remdamasi ekspertų pateikta informacija. Šiame vertinime bus nustatyta, kaip patobulinti strategiją ir tarpininkavimo kanalus, kad mažmeniniai investuotojai galėtų ekonomiškai efektyviu būdu ir sąžiningomis sąlygomis prieiti prie tinkamų produktų. Vertinime bus nagrinėjama, kaip strategija turėtų būti plėtojama, kad būtų galima pasinaudoti internetu teikiamų paslaugų ir finansinių technologijų teikiamomis galimybėmis.

Veiksmingai taupyti adekvačiai pensijai Europos namų ūkiams trukdo nemažai sunkumų⁴⁴, susijusių su ilgėjančia gyvenimo trukme, fiskaliniu spaudimu atskiros šalies lygmeniu ir užsitęsusiu mažų palūkanų laikotarpiu. Todėl Komisija remia kolektyvinių ir individualių pensijų planų, papildančių viešąsias pensijų sistemas, plėtojimą.

ES finansų sistemai reikia remti žmones, kad taupydami jie galėtų patys pasirūpinti savo pensija. Tai ji gali padaryti taikydama politikos priemones, kuriomis skatinama ir panaikinamos kliūtys plėtoti individualių (trečiosios pakopos) pensijų planus Europoje.

Šiuo metu nėra veiksmingos trečiosios pakopos asmeninėms pensijoms skirtos bendrosios rinkos. Visapusiškai plėtoti didelę ir konkurencingą asmeninėms pensijoms skirtą rinką trukdo skirtingos ES ir nacionalinio lygio taisyklės⁴⁵. Rinkos susiskaidymas trukdo asmeninių pensijų teikėjams maksimaliai išnaudoti masto ekonomiją, diversifikuoti riziką ir inovuoti, todėl pensijai taupantiems asmenims mažėja pasirinkimas ir didėja sąnaudos. Neprivalomas

⁴³ Direktyva 2014/91/ES; Reglamentas (ES) Nr. 1286/2014; Direktyva 2014/65/ES; Draudimo produktų platinimo direktyva (DPPD), 10747/15; Direktyva 2009/138/EB ir Komisijos Vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandorių reglamento pasiūlymas, COM/2014/040 *final*.

⁴⁴ 2015 m. pensijų adekvatumo ataskaita: dabartinių ir būsimų pajamų adekvatumas senatvėje ES.

⁴⁵ Dabartinės rinkos ir reguliavimo sistemos apžvalga pateikta EDPPi konsultacijoms skirtame dokumente dėl standartizuoto Europos asmeninių pensijų produkto sukūrimo, 2015 m. liepos 3 d.

Europos asmeninių pensijų sistema galėtų būti reglamentuotu modeliu, pagrįstu tinkamo lygio vartotojų apsauga, kuri pensijų teikėjai galėtų pasirinkti naudoti siūlydami produktus visoje ES. Didesnė trečiosios pakopos Europos pensijų rinka taip pat paremtų lėšų tiekimą instituciniams investuotojams ir investicijas į realiąją ekonomiką.

Komisija įvertins galimybes parengti sėkmingai veikiančios Europos rinkos, skirtos paprastoms, veiksmingoms ir konkurencingoms asmeninėms pensijoms, sukūrimo strategiją ir nustatys, ar šiai rinkai reikalingi ES teisės aktai.

4.2. Instituciniai investuotojai

Instituciniai investuotojai, visų pirma, gyvybės draudimo bendrovės ir pensijų fondai, dėl savo pobūdžio yra ilgalaikiai investuotojai. Vis dėlto pastaraisiais metais jie mažiau investuoja į ilgalaikius projektus ir įmones. Draudikų ir pensijų fondų turimų akcijų dalis smarkiai sumažėjo: 1992 m. ji sudarė daugiau nei 25 % ES akcijų rinkos kapitalo, o 2012 m. pabaigoje – 8 %⁴⁶. Šiuo metu didelę jų portfelio dalį dažniausiai sudaro santykinai riboto pobūdžio turtas. ES turėtų remti institucinius investuotojus, kad jie galėtų prisiimti riziką ilgalaikio turto ir MVĮ atžvilgiu, kartu užtikrindami patikimą ir apdairų turto ir įsipareigojimų valdymą.

Prudencinio reguliavimo priemonėmis kalibruojant kapitalo poreikį slopinami institucinių investuotojų norai investuoti į konkretų turtą. Komisija nustatys labiau rizikai jautrius kalibravimo dydžius infrastruktūrai ir EEIF (žr. 3 skyrių) ir paprastiems ir skaidriems pakeitimo vertybiniais popieriais produktams (žr. 5 skyrių). Be šių priemonių, per konsultaciją gautuose atsiliepimuose nurodyta, kad investuoti į šių klasių turtą taip pat trukdo sistemoje „Mokumas II“ nustatyta privataus kapitalo ir neviešai platinamų skolos vertybinių popierių rizikos ribojimo tvarka.

Komisija įvertins, ar padėti reikia keisti, ir prireikus parengs dalinius pakeitimus, kuriuos būtų galima pasiūlyti atliekant sistemos „Mokumas II“ peržiūrą.

Investicinių fondų valdoma ES akcijų rinkų dalis padidėjo nuo mažiau kaip 10 % dešimtajame dešimtmetyje iki 21 % 2012 m. Pastaraisiais metais jų turima įmonių obligacijų dalis taip pat didėjo. Šie fondai yra vieni iš aktyviausių tarpvalstybinių investuotojų, tačiau Europos turto valdymo sektoriuje dar neišspręsta pagrindinė problema – rinkos susiskaidymas. Daugelis konsultacijos respondentų teigė, kad šių fondų tarpvalstybinę veiklą riboja daug veiksnių, įskaitant diskriminacinę apmokestinimo tvarką, skirtingus nacionalinius reikalavimus dėl fondų investicinių vienetų platinimo ir tarpvalstybinių pranešimų mokesčius. Panaikinus nepagrįstas kliūtis, fondų valdytojai būtų skatinami aktyviau platinti savo fondų investicinius vienetus tarpvalstybiniu mastu ir sumažinti sąnaudas investuotojams.

Komisija surinks įrodymų apie pagrindines kliūtis platinti investicinių fondų vienetus tarpvalstybiniu mastu. Tai visų pirma apims neproporcingus platinimo reikalavimus, mokesčius ir kitą administracinę tvarką, nustatomus priimančiųjų šalių, ir mokesstinę aplinką. Remdamasi pateiktais įrodymais Komisija sieks panaikinti pagrindines kliūtis, prireikus teisėkūros priemonėmis.

⁴⁶ Šaltinis: Galutinė ataskaita: „Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012“, *Observatoire de l'Épargne Européenne* ir *Insead OEE Data Services*, 2013 m. rugpjūčio mėn.

5. BANKŲ PAJĖGUMO STIPRINIMAS SIEKIANT PAREMTI VISĄ EKONOMIKĄ

Bankai skolina daugeliui ūkio subjektų ir veikia kaip kapitalo rinkų tarpininkai, todėl jie kapitalo rinkų sąjungoje ir visoje Europos ekonomikoje atliks svarbų vaidmenį. Bankai palaiko tvirtus ryšius vietoje ir turi gerų vietos žinių, vadinasi, daugeliui mažųjų įmonių bankų skolinimas išliks svarbus finansavimo šaltinis. Kitoms įmonėms bankų teikiamas finansavimas išliks svarbus finansavimo šaltinių įvairinimo kontekste. Todėl atlikdama kapitalo rinkų sąjungai skirtą darbą Komisija peržiūri bankų reguliavimą, kad užtikrintų optimalią rizikos valdymo ir augimo skatinimo pusiausvyrą⁴⁷.

Mažesnių įmonių augimui svarbūs tvirti vietos tinklai. Kai kuriose valstybėse narėse veikia kredito unijos, kurioms priklausančios įmonės, pavyzdžiui, MVI, nesiekdamos pelno gali finansuoti viena kitą. Kredito unijos taip pat sudaro sąlygas savo nariams dalytis praktine patirtimi. Sudėtingo bankų reguliavimo taikymas tam tikrais atvejais gali sukurti neproporcingas kliūtis kredito unijoms ir kitiems MVI skirtiems ne pelno kooperatyvams. Tai visų pirma pasakytina apie mažus subjektus, kurie dažniausiai renka įmokas iš savo narių ir jiems perskirsto lėšas, todėl rizika visai finansų sistemai išlieka nedidelė.

Kai kuriose valstybėse narės kredito unijoms jau netaikoma KRD reguliavimo sistema. Siekiant užtikrinti vienodas sąlygas, visos valstybės narės turėtų galėti naudotis kredito unijomis, joms taikydamos nacionalinius apsaugos reikalavimus, atitinkančius prisiimamą riziką. Todėl Komisija išnagrinės galimybę visoms valstybėms narėms leisti veikti kredito unijoms, jų veiklai netaikant ES bankų kapitalo reikalavimų taisyklių.

Pakeitimas vertybiniais popieriais gali padidinti galimybes gauti kreditą ir sumažinti finansavimo sąnaudas. Pakeitimas vertybiniais popieriais, kaip finansavimo priemonė, gali padėti geriau diversifikuoti finansavimo bazę. Jis taip pat gali būti svarbi rizikos perleidimo priemonė siekiant pagerinti kapitalo našumą ir paskirstyti riziką, kad ji atitiktų paklausą.

Po krizės ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkų padėtis vis dar labai prasta, joms kenkia abejonės dėl pakeitimo vertybiniais popieriais proceso ir susijusios rizikos. Nors šie trūkumai daugiausia išryškėjo per pakeitimo vertybiniais popieriais, grindžiamo JAV rizikingomis paskolomis⁴⁸, procesą, paskesne reguliavimo reforma nustatytos atsakomosios priemonės taikomos visų rūšių pakeitimui vertybiniais popieriais. ES reformų, kuriomis siekiama mažinti riziką, susijusią su labai sudėtingu, neskaidriu pakeitimu vertybiniais popieriais, atšaukti neketinama. Tačiau pakeitimą vertybiniais popieriais svarbu atgaivinti, siekiant užtikrinti, kad jis būtų veiksmingas visos ekonomikos finansavimo kanalas ir rizikos diversifikavimo mechanizmas. Įgyvendindama Investicijų planą Komisija jau teikia finansinę paramą pakeitimo vertybiniais popieriais operacijoms. Šiandien priimtais naujais pasiūlymais dėl teisėkūros procedūra priimamų aktų bus einama toliau. Juose bus geriau išskirti paprasti, skaidrūs ir standartizuoti (PSS) produktai, siekiant palaikyti investuotojų pasitikėjimą ir sumažinti išsamaus patikrinimo našumą. Remdamasi EBI patarimu, Komisija taip pat pasiūlys bankų ir draudikų investicijoms į PSS produktus taikyti tinkamesnius prudenceinius

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

⁴⁸ Krizei pasiekus piką, AAA reitingą turinčių pakeitimo vertybiniais popieriais produktų, kurių rezultatai blogiausi, įsipareigojimų neįvykdymo atvejai sudarė 0,1 % visų atvejų. Lygiaverčių JAV pakeitimo vertybiniais popieriais įsipareigojimų neįvykdymo atvejai sudarė 16 % visų atvejų. Rizikingesnių (BBB reitingo) ES pakeitimo vertybiniais popieriais produktų rezultatai taip pat buvo labai geri, tų klasių, kurių rezultatai blogiausi, įsipareigojimų neįvykdymo atvejai tuo metu, kai krizė buvo giliausia, sudarė 0,2 % visų atvejų. Kita vertus, BBB reitingo JAV vertybinių popierių įsipareigojimų neįvykdymo lygis pasiekė 62 %. Šaltinis: EBI.

reikalavimus. Šis priemonių rinkinys turėtų padėti atlaisvinti pajėgumus bankų balansuose ir padidinti bankų gebėjimą skolinti visai ekonomikai, taip prisidedant prie ilgalaikiškesnės investuotojų bazės kūrimo.

Šiandien Komisija skelbia paprasto, skaidraus ir standartizuoto pakeitimo vertybiniais popieriais ES sistemos pasiūlymą ir naujus bankams taikomus KRR prudencinio kalibravimo dydžius. Lygiaverčiai draudimo įmonėms taikomi kalibravimo dydžiai bus pateikti iš dalies pakeistame „Mokumo II“ deleguotajame akte, į kurį bus įtraukti PSS pakeitimui vertybiniais popieriais taikomi kriterijai ir kuris bus parengtas, kai tik bus priimta PSS pakeitimo vertybiniais popieriais sistema.

Padengtos obligacijos yra kita kai kuriose valstybėse narėse labai svarbi finansavimo priemonė. Vis dėlto padengtų obligacijų rinka šiuo metu yra susiskaidžiusi nacionaliniu lygmeniu. Valstybių narių, priėmusių specialius padengtoms obligacijoms taikomus teisės aktus, teisinių sistemų ir priežiūros praktikos skirtumai mažina galimybes rinkos mastu standartizuoti emisijos organizavimo ir vykdymo ir informacijos atskleidimo praktiką. Todėl gali mažėti rinkos gylis, likvidumas ir prieiga investuotojams, visų pirma tarpvalstybinio mastu. ES mastu parengus integruotesnę padengtų obligacijų rinkai taikomą sistemą, galėtų sumažėti finansavimo sąnaudos padengtas obligacijas išleidžiantiems bankams, visų pirma tam tikrose valstybėse narėse.

Komisija šiandien skelbia konsultaciją dėl Europos padengtų obligacijų sistemos parengimo, remiantis gerai besitvarkančių šalių nacionaline tvarka, tačiau jos netrukdam, ir remiantis aukštos kokybės standartais bei geriausia rinkos patirtimi. Per konsultaciją taip pat bus siekiama gauti nuomonių dėl panašių struktūrų naudojimo MVI paskoloms remti.

6. GERESNĖS TARPVALSTYBINIO INVESTAVIMO SĄLYGOS

Nepaisant pastaraisiais dešimtmečiais padarytos didelės pažangos kuriant bendrąją kapitalo rinką, tebėra daug ilgalaikių ir įsisenėjusių kliūčių, trukdančių investuoti tarpvalstybiniu mastu. Kai kurias iš tų kliūčių lemia nacionalinė teisė, pavyzdžiui, nemokumo, užtikrinimo įkaitu ir vertybinių popierių teisė, o kitas – rinkos infrastruktūra, mokesčių kliūtys ir reguliavimo aplinkos pokyčiai, mažinantys tiesioginėms investicijoms taikomų taisyklių nuspėjamumą. Nuo krizės pradžios ES mažiau dalijamasi rizika tarpvalstybiniu mastu, per tą patį laikotarpį taip pat sumažėjo investicijų iš ES nepriklausančių šalių.

Tam tikrų ilgalaikių kliūčių, kurios atgraso investuotojus nuo geografinių portfelių diversifikavimo, panaikinimas būtų labai naudingas subjektams, norintiems pritraukti kapitalo, investuotojams ir visai ES ekonomikai. Integruotesnės kapitalo rinkos taip pat padidintų ES valstybių narių patrauklumą trečiųjų valstybių investuotojams.

6.1. Tarpvalstybiniam investavimui reikalingas teisinis tikrumas ir rinkos infrastruktūra

Veiksmingos ir saugios poprekybinės infrastruktūros yra pagrindiniai gerai veikiančių kapitalo rinkų elementai. Per konsultaciją gautuose atsakymuose dažnai išreikštas susirūpinimas dėl to, kad vertybinių popierių nuosavybės šiuo metu negalima nustatyti vadovaujantis teisinio tikrumo principais, kai vertybinių popierių emitentas ir investuotojas yra skirtingose valstybėse narėse ir (arba) vertybinius popierius saugo skirtingose valstybėse narėse esančios finansų įstaigos. Tokių atvejų vis daugėja. Daugelis atsiliepusiųjų į žaliąją knygą paragino nustatyti nuostatą, kuria būtų patikslinta, kokios valstybės narės teisė taikoma bet kuriam konkrečiam tarpvalstybiniam vertybinių popierių sandoriui. Todėl Komisija planuoja sugriežtinti ir išplėsti galiojančias šios srities taisykles. Dar svarbiau modernizuoti teisės nuostatas, atsižvelgiant į tikėtiną tarpvalstybinių vertybinių popierių sandorių skaičiaus didėjimą pradėjus taikyti sistemą „TARGET2-Securities“ (T2S).

Be to, dėl nacionalinės tvarkos, taikomos skolinių reikalavimų priskyrimui trečiosioms šalims⁴⁹, skirtumų šias priemones sunku naudoti kaip tarpvalstybinį įkaitą, o investuotojams sunku įkainoti investicijų į skolos vertybinius popierius riziką. Toks teisinis netikrumas kliudo vykdyti ekonomiškai svarbias finansines operacijas, pavyzdžiui, pakeitimą vertybiniais popieriais, kuriam reikia tvirto įkaito valdymo.

Komisija toliau kryptingai spręs netikrumo, susijusio su vertybinių popierių nuosavybe, problemą. Remdamasi tolesnėmis konsultacijomis ir poveikio vertinimu, Komisija taip pat pasiūlys vienodas taisykles, kaip pasiekti teisinį tikrumą, kurios valstybės narės teisė turi būti taikoma reikalavimų priskyrimui trečiosioms šalims.

Pastaraisiais metais ES teisės aktais, pavyzdžiui, Europos rinkos infrastruktūros reglamentu⁵⁰, Centrinų vertybinių popierių depozitoriumų reglamentu⁵¹ ir FPRD II, panaikinta daugelis kliūčių vykdyti tarpvalstybines su vertybiniais popieriais susijusias tarpuskaitos ir atsiskaitymo operacijas. Tačiau daug nuostatų dar nėra įsigaliojusios, o neseniai sukūrus bendrą atsiskaitymo platformą T2S, poprekybinė struktūra smarkiai kinta. Šie pokyčiai lemia poprekybinės infrastruktūros pertvarkymą ir kartu skatina taikyti novatorišką rinkos praktiką, visų pirma įkaito valdymo srityje. Siekiant užtikrinti, kad teisės aktai derėtų su šia kintančia

⁴⁹ Kai pirminis kreditorius skolinį įsipareigojimą perleidžia kitam.

⁵⁰ Reglamentas (ES) Nr. 648/2012.

⁵¹ Reglamentas (ES) Nr. 909/2014.

praktika, kartu užtikrinant, kad nesumažėtų poprekybinės sistemos sauga ir veiksmingumas, reikia stebėti rinką.

Nepaisant pažangos, tebėra veiksmingo tarpvalstybinių tarpuskaitos ir atsiskaitymo operacijų vykdymo kliūčių, įskaitant tas, kurios daugiau nei prieš dešimtmetį nustatytos *Giovannini* pranešime⁵². Daugelį iš šių kliūčių lemia skirtingi nacionaliniai turto ir nemokumo teisės aktai, taip pat nacionaliniai teisės aktai dėl vertybinių popierių saugojimo, kurie smarkiai skiriasi turto teisinio pobūdžio prasme. Šie skirtumai gali nulemti netikrumą dėl to, kam priklauso vertybinis popierius išipareigojimo neįvykdymo atveju ir dėl to, kieno teisėms skiriama pirmenybė nemokumo atveju. Vis dėlto netikrumas tokiais esminiais klausimais sukuria didelę teisinę riziką, pavyzdžiui, dėl įkaito teisinio įgyvendinamumo, ir gali sumažinti tarpvalstybinio atsiskaitymo sistemų ir užtikrinimo priemonių srautų atsparumą.

Kad paremtų veiksmingesnes atsparias poprekybines sistemas ir užtikrinimo įkaitu rinkas, Komisija platesniu mastu apžvelgs, kaip naikinamos *Giovannini* ataskaitoje įvardytos kliūtys vykdyti tarpvalstybines tarpuskaitos ir atsiskaitymo operacijas, atsižvelgdama į neseniai įgyvendintus teisės aktus ir rinkos infrastruktūros pokyčius.

6.2. Nacionalinių kliūčių tarpvalstybiniam investavimui panaikinimas

Nuoseklus teisinės ir priežiūros sistemos taikymas, įgyvendinimas ir vykdymo užtikrinimas yra lemiamas veiksnys užtikrinant laisvą kapitalo judėjimą ir sudarant vienodas sąlygas. Dabar, kai taikoma labai daug ES finansinių nuostatų, kuriomis palengvinamas tarpvalstybinis investavimas, dėmesio reikia skirti veiksmingam įgyvendinimui ir vykdymo užtikrinimui. Kliūtis gali lemti nacionalinės teisės aktai ar administracinė praktika. Kai kurios susijusios su nacionaliniu pertekliniu reglamentavimu, papildančiu ES minimalias taisykles, kitos gali atsirasti dėl skirtingo ES taisyklių taikymo. Dar kitas kliūtis sukuria nacionalinės priemonės, kurių imamasi ES teisės aktais nereglamentuojamose srityse arba tose srityse, kuriose atsakomybė tenka nacionalinio lygmens institucijoms.

Komisija bendradarbiaus su valstybėmis narėmis, kad kartu nustatytų ir panaikintų kliūtis, kurios nėra šalinamos kitomis priemonėmis, be kita ko, priežiūros konvergencija. Komisija:

- sukurs 28 nacionalinius ryšių palaikymo punktus ir vykdys dvišales diskusijas dėl galimų nacionalinių priemonių kliūtims panaikinti;
- remdamasi tinklo darbu, rengs geriausios patirties apžvalgas, rezultatų ataskaitas, rekomendacijas ir gaires.

Bendradarbiaudama su valstybėmis narėmis Komisija nustatys ir sieks panaikinti nepagrįstas nacionalines laisvo kapitalo judėjimo kliūtis, kurias, be kitų dalykų, lemia nepakankamas bendrojo taisyklių sąvado įgyvendinimas arba nevienodas jo aiškinimas, taip pat nacionalinės teisės aktai, neleidžiantys kurti gerai veikiančią kapitalo rinkų sąjungą, ir iki 2016 m. pabaigos paskelbs ataskaitą.

Suvienodinus nemokumo ir restruktūrizavimo procedūras būtų padidintas teisinis tikrumas tarpvalstybiniam investuotojams ir skatinama laiku restruktūrizuoti gyvybingas finansinių sunkumų patiriančias įmones. Konsultacijos respondentai iš esmės pritarė, kad dėl nemokumo teisės aktų neveiksmingumo ir skirtumų investuotojams sunku įvertinti kredito riziką, visų pirma investuojant tarpvalstybinio mastu.

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

2015 m. Pasaulio banko ataskaitoje „Verslas“ („World Bank Doing Business Report“) šalys reitinguojamos 0–16 skalėje pagal jų nemokumo sistemos tvirtumą. ES paprastasis vidurkis yra 11,6, tai yra 5 % mažesnis nei EBPO dideles pajamas gaunančių šalių vidurkis (12,2). Kai kurių valstybių narių reitingas yra mažesnis nei 8.

2014 m. Komisija paskelbė rekomendaciją⁵³ dėl naujo požiūrio į verslo žlugimą ir nemokumą, kurioje valstybės narės raginamos įgyvendinti ankstyvo restruktūrizavimo procedūras ir verslininkams suteikti dar vieną galimybę. Rekomendacijoje nustatomi bendri principai, kurių reikia laikytis vykdant nacionalines nemokumo procedūras sunkumų patiriančių įmonių atžvilgiu, taip pat priemonės, kuriomis siekiama sumažinti MVĮ taikomų procedūrų trukmę ir sąnaudas (pvz., naudojant standartines formas, nuotolinio ryšio priemones). Nors akivaizdu, kad rekomendacija nurodė reikiamą kryptį nemokumo srities reformas vykdančioms valstybėms narėms, Komisijos atliktas vertinimas rodo, kad ji įgyvendinta tik iš dalies, įskaitant ir reformas pradėjusiose valstybėse narėse⁵⁴.

Komisija pasiūlys teisėkūros iniciatyvą dėl verslo nemokumo, įskaitant ankstyvą restruktūrizavimą ir antros galimybės nuostatas, remdamasi rekomendacijos įgyvendinimo patirtimi. Šia iniciatyva bus siekiama pašalinti svarbiausias laisvo kapitalo judėjimo kliūtis, remiantis gerai besitvarkančių šalių nacionaline tvarka.

Mokesčiai taip pat yra labai svarbus veiksnys priimant sprendimus dėl tarpvalstybinio investavimo. Nustatytos dvi konkrečios tarpvalstybinio investavimo kliūtys, ypač svarbios kuriant kapitalo rinkų sąjungą. Pirmą, investuotojai pabrėžė, kad šiuo metu investuodami kitoje valstybėje nukentia dėl vietos mokesčių prie pajamų šaltinio, kuriais yra apmokestinami nepaisant to, kad mokesčių sumoka ir savo šalyje, ir kurių praktiškai neįmanoma susigrąžinti. Problema kyla dėl skirtingos nacionalinės mokesčių prie pajamų šaltinio taikymo tvarkos ir sudėtingų šių mokesčių lengvatos taikymo procedūrų. Investuoti tarpvalstybiniu mastu kliūdo ir galimas pensijų fondų ir gyvybės draudimo bendrovių diskriminacinis apmokestinimas.

Kad paragintų valstybes nares priimti mokesčių prie pajamų šaltinio lengvatos, taip pat taikomos prie pajamų šaltinio, sistemas ir nustatyti greito ir standartizuoto mokesčių susigrąžinimo procedūras, Komisija skatins naudotis geriausia patirtimi ir kartu su valstybėmis narėmis parengs elgesio kodeksą dėl mokesčių prie pajamų šaltinio lengvatos principų. Be to, Komisija atliks tarpvalstybinio investavimo kliūčių, kurias lemia diskriminacinis gyvybės draudimo bendrovių ir pensijų fondų apmokestinimas, tyrimą ir prireikus pradės pažeidimo procedūras.

Šiuo metu valstybės narės yra sudariusios maždaug 200 dvišalio investavimo sutarčių, kuriose nustatyti skirtingi tvarkos, taikomos tarpvalstybiniam investavimui bendrojoje rinkoje, standartai ir kurios neatitinka ES teisės. Komisija neseniai ėmėsi teisinių veiksmų dėl šių ES dvišalio investavimo sutarčių. Komisija bendradarbiaus su valstybėmis narėmis, kad išsiaiškintų, ar reikia imtis papildomų veiksmų siekiant dar labiau pagerinti tarpvalstybiniam investuotojams taikomas apsaugos sąlygas ir taip padidinti bendrosios rinkos patrauklumą investuotojams.

⁵³ C(2014) 1500 *final*, 2014 m. kovo 12 d.

⁵⁴ Rekomendacijos dėl naujo požiūrio į verslo žlugimą ir nemokumą įgyvendinimo vertinimas (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm).

6.3. Finansinio stabilumo ir priežiūros konvergencijos didinimas

Kapitalo rinkų sąjunga sudarys sąlygas naudotis įvairesniais finansavimo kanalais, todėl padidins ES finansų sistemos atsparumą⁵⁵. Kartu reikia kreipti dėmesį į kapitalo rinkose kylančią riziką finansiniam stabilumui. Pastaraisiais metais ES įgyvendino nemažai įvairių reformų, kad kapitalo rinkos taptų skaidresnės, gerai reguliuojamos ir tvirtos, be kitų dalykų, Europos rinkos infrastruktūros reglamentu sumažinta rizika išvestinių finansinių priemonių rinkose, Finansinių priemonių rinkų direktyvoje nustatytos saugesnės ir skaidresnės prekybos taisyklės ir užtikrinta, kad visų alternatyvaus investavimo fondų valdytojai ES būtų reguliuojami Alternatyvaus investavimo fondų valdytojų direktyva. Daugiau reformų numatyta Vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandorių reglamente⁵⁶, pasiūlyme dėl pinigų rinkos fondų ir rengiamame pasiūlyme dėl teisėkūros procedūra priimamo akto dėl pagrindinių sandorio šalių gaivinimo ir pertvarkymo. Finansinio stabilumo taryba pirmiausiai siekia suprasti, kokios problemos kyla dėl pažeidžiamumo, susijusio su kapitalo rinkose panašią į bankų veiklą vykdančiais subjektais, ir tas problemas išspręsti. Užtikrinus pasaulinio masto reguliavimo požiūrį į galimai kylančią sistemine riziką, būtų padidintas finansinis stabilumas ir sudarytos geresnės sąlygos tarpvalstybiniam investavimui.

Komisija bendradarbiaus su Finansinio stabilumo taryba ir Europos priežiūros institucijomis, taip pat su Europos sisteminės rizikos valdyba (ESRV), kad įvertintų galimą riziką finansiniam stabilumui, kurią lemia rinkos principais pagrįstas finansavimas. Toliau bus vykdomas analitinis darbas, pavyzdžiui, siekiant geriau suprasti rinkos likvidumo ir finansų sistemos tarpusavio sąsajų problemas ir įvertinti poreikį parengti papildomų makroprudencinių priemonių. Atsižvelgdama į būsimą ESRV peržiūrą, Komisija padarys reikiamus makroprudencinės sistemos pakeitimus.

Kalbant apie priežiūrą, per konsultaciją gautuose atsiliepimuose teigiamai vertinama struktūra, kurią ES, atsižvelgdama į finansų krizę, įdiegė 2011 m. Nors kuriant Europos finansinės priežiūros sistemą ir įtvirtinant bendrą taisyklių sąvadą padaryta pažanga, konsultacijos respondentai taip pat pabrėžė, kad svarbu užtikrinti priežiūros konvergenciją ir nuoseklų ES finansinių paslaugų teisės aktų įgyvendinimą ir taikymą – šiam klausimui daug dėmesio taip pat skirta penkių pirmininkų ataskaitoje dėl ekonominės ir pinigų sąjungos sukūrimo.

Pastaraisiais metais priimtais kapitalo rinkų teisės aktais Europos priežiūros institucijoms suteikiamas svarbus vaidmuo daugelyje sričių. Per konsultaciją gautuose atsiliepimuose visų pirma ESMA paraginta atlikti savaresnį vaidmenį didinant kapitalo rinkų reguliavimo ir rinkos informacijos teikimo priežiūros konvergenciją ir užtikrinti, kad bendras taisyklių sąvadas būtų nuosekliai taikomas visoje ES. Pastarųjų metų pastangos sukurti kapitalo rinkoms skirtą bendrą taisyklių sąvadą turėtų duoti rezultatą – integruotesnes ir veiksmingesnes kapitalo rinkas. Gilesnę finansinę integraciją turės papildyti didesnis ESMA dėmesys priežiūros, įskaitant apskaitai taikomą priežiūrą, rezultatų konvergencijos visoje ES užtikrinimui, siekiant užtikrinti gerą bendrosios rinkos veikimą. ESMA galėtų skirti daugiau dėmesio geriausias

⁵⁵ ECB pirmininko pavaduotojo V. Constâncio kalba.

⁵⁶ Kaip nustatyta Vertybinių popierių įsigijimo finansavimo sandorių reglamente, atsižvelgdama į atitinkamų tarptautinių forumų vykdomos veiklos rezultatus ir pasitelkdama ESMA, EBI ir ESRV pagalbą, Komisija 2017 m. Europos Parlamentui ir Tarybai pateiks ataskaitą dėl pažangos, padarytos dedant tarptautines pastangas su VPIFS susijusiai rizikai sumažinti, įskaitant Finansinio stabilumo tarybos rekomendacijas dėl VPIFS, kurių tarpuskaita atliekama necentralizuotai, vertės sumažinimo, ir dėl jų tinkamumo Europos rinkoms.

patirties nustatymui, dalijimosi ja rėmimui ir skatinimui, kad būtų užtikrintas valstybių narių priežiūros būdų veiksmingumas ir rezultatų palyginamumas visoje ES. Atsižvelgiant į tai, ESMA turėtų sistemingiau ir veiksmingiau naudotis savo turimomis priemonėmis, visų pirma teminiais ir šalių tarpusavio vertinimais.

Komisija bendradarbiaus su ESMA, kad parengtų ir įgyvendintų priežiūros konvergencijos didinimo strategiją ir nustatytų sritis, kuriose laikantis integruotesnio požiūrio būtų galima pagerinti bendrosios kapitalo rinkos veikimą. Komisija taip pat bendradarbiaus su ESMA, kad pastaroji geriau priimtų sprendimus dėl teminių ir šalių tarpusavio vertinimų. 2016 m. Komisija paskelbs baltąją knygą dėl Europos priežiūros institucijų valdymo ir finansavimo.

Kapitalo rinkų sąjunga yra pavyzdinis bendrosios rinkos projektas, kuris bus naudingas visoms 28 valstybėms narėms. Kad kapitalo rinkos galėtų veikti visu pajėgumu, Komisija, pasitelkusi Paramos struktūrinėms reformoms tarnybą, parengs strategiją, kaip teikti techninę pagalbą valstybėms narėms, kai reikia sustiprinti konkrečius nacionalinių kapitalo rinkų pajėgumus.

6.4. Geresnės tarptautinio investavimo sąlygos

Kad klestėtų, ES kapitalo rinkos turi būti atviros ir konkurencingos tarptautiniu mastu, taip pat sugebėti pritraukti papildomų tarptautinių investuotojų investicijų į nuosavybės vertybinius popierius ir skolos vertybinius popierius. Kapitalo rinkų sąjunga padidins ES kapitalo rinkų patrauklumą tarptautiniams investuotojams, nes bus panaikinti teisiniai ir administraciniai tarpvalstybinių operacijų kaštai ir padidinta priežiūros veiklos rezultatų konvergencija visoje Europoje. Kapitalo rinkos veikia pasauliniu mastu, todėl kuriant kapitalo rinkų sąjungą reikia atsižvelgti į platesnes pasaulines aplinkybes ir užtikrinti, kad Europos kapitalo rinkos liktų integruota tarptautinės finansų sistemos dalimi. Komisija toliau glaudžiai bendradarbiaus su ES valstybėmis narėmis ir trečiosiomis valstybėmis tarptautiniuose forumuose, pavyzdžiui, Finansinio stabilumo taryboje ir Tarptautinėje vertybinių popierių komisijų organizacijoje, kad paremtų pasaulinių kapitalo rinkų plėtrą. Be to, Komisija sieks sukurti finansinių paslaugų reguliavimo srities bendradarbiavimo su pagrindinėmis trečiosiomis valstybėmis sistemas, kad sustiprintų kapitalo rinkų integraciją.

Remiant tarptautines investicijas svarbų vaidmenį turi atlikti ES tarptautinė prekybos ir investicijų politika. Tarptautiniais prekybos ir investicijų susitarimais liberalizuojamas kapitalo judėjimas, reguliuojamas patekimas į rinką ir investavimas, įskaitant finansinių paslaugų teikimą, ir jie gali padėti užtikrinti tinkamo lygio apsaugą ir vienodas sąlygas investuotojams. Komisija taip pat toliau prisidės prie tarptautinio darbo, susijusio su laisvu kapitalo judėjimu, įskaitant, pavyzdžiui, EBPO kapitalo judėjimo liberalizavimo kodeksų rengimą.

7. KITI ŽINGSNIAI IR STEBĖJIMAS

Šiame veiksmų plane išdėstomi prioritetiniai veiksmai, kurių reikia siekiant paskatinti investavimą visose valstybėse narėse ir visoje ES ir geriau susieti taupymą su augimu. Rengiant siūlomus veiksmus reikės tinkamai konsultuotis ir parengti įvairių galimybių siekiant šių tikslų poveikio vertinimą.

Norint šiuos veiksmus priimti ir sėkmingai įgyvendinti reikės tvarių suderintų pastangų. Šis projektas skirtas visoms 28 valstybėms narėms, todėl Komisija glaudžiai bendradarbiaus su jomis ir Europos Parlamentu, kad šie pasiūlymai būtų priimti.

Siekiant suteikti ankstyvą postūmį, konkretūs pasiūlymai skelbiami jau šiandien, o kiti bus paskelbti netrukus. Pirmieji veiksmai – tai išsamus pakeitimo vertybiniais popieriais dokumentų rinkinys, kuriame pateikiami patikslinti KRR taikomi kalibravimo dydžiai, infrastruktūros apibrėžtis ir patikslinti sistemos „Mokumas II“ taikomi kalibravimo dydžiai, ir pasiūlymas peržiūrėti Prospekto direktyvą. Dėl kitų sričių gali reikėti daugiau konsultuotis su suinteresuotosiomis šalimis. Kartu Komisija skatins diskusijas su valstybėmis narėmis tokiais klausimais, kaip apmokestinimas ir nemokumas, kad per vidutinį ar ilgą laikotarpį būtų galima užtikrinti rezultatus.

Kapitalo rinkų sąjungos sėkmė taip pat priklausys nuo rinkos dalyvių. Finansų tarpininkai turi atlikti savo vaidmenį, kad atgautų savo klientų pasitikėjimą ir sustiprintų pasitikėjimą kapitalo rinkomis Europoje. Šis veiksmų planas apima rinkos principais pagrįstas iniciatyvas ir Komisija ragina atitinkamas šalis daugiausia dėmesio skirti pažangai šiose srityse.

Be to, Komisija toliau dirbs, kad nustatytų pagrindinius neefektyvumo šaltinius ir kliūtis, trukdančias Europoje sukurti gilesnes kapitalo rinkas, ir išsiaiškinti, kaip jas geriausiai panaikinti, kartu daug dėmesio skirdama investuotojų apsaugai ir rinkos priežiūrai.

Be metinių ataskaitų, Komisija 2017 m. parengs išsamią rezultatų apžvalgą, kuria remiantis bus galima nuspręsti, kokių papildomų priemonių gali reikėti.

Komisija Europos Parlamentui ir valstybėms narėms reguliariai teiks pažangos ataskaitas.

1 priedas Veiksmų sąrašas ir orientacinis grafikas

Inovacijų, pradedančiųjų įmonių ir nebiržinių bendrovių finansavimas		
Rizikos kapitalo finansavimo ir finansavimo investuojant į nuosavybės vertybinius popierius rėmimas	Pasiūlymas dėl Europos rizikos kapitalo fondų fondo ir daugiašalių fondų	2016 m. II ketv.
	EuVECA ir EuSEF teisės aktų peržiūrėjimas	2016 m. III ketv.
	Mokesčių paskatų rizikos kapitalo fondams ir neformaliems investuotojams tyrimas	2017 m.
Su informacija susijusių kliūčių investuoti į MVĮ panaikinimas	Geresnis grįžtamosios informacijos, bankų teikiamos atmetus MVĮ kredito paraiškas, struktūrizavimas	2016 m. II ketv.
	Vietos ir nacionalinės paramos galimybių ir konsultavimo pajėgumų visoje ES apžvalga siekiant skatinti naudotis geriausia patirtimi	2017 m.
	Galimybių parengti arba remti visoje Europoje taikomas informacines sistemas tyrimas	2017 m.
Naujoviško įmonių finansavimo skatinimas	Ataskaita dėl sutelktinio finansavimo	2016 m. I ketv.
	Suderinto požiūrio į fondų paskolų teikimą nustatymas ir poreikio sukurti būsimą ES sistemą įvertinimas	2016 m. IV ketv.
Lengvesnių sąlygų pateikti į viešąsias rinkas ir pritraukti kapitalo jose sudarymas įmonėms		
Didesnių galimybių pateikti į viešąsias rinkas užtikrinimas	Pasiūlymas modernizuoti Prospekto direktyvą	2015 m. IV
	Reguliavimo kliūčių mažosioms įmonėms platinti savo vertybinius popierius viešosiose rinkose ir MVĮ augimo rinkose peržiūra	2017 m.
	ES įmonių obligacijų rinkų peržiūra, daugiausia dėmesio skiriant galimybėms padidinti rinkos likvidumą	2017 m.
Finansavimo investuojant į nuosavybės vertybinius popierius rėmimas	Skolos ir nuosavybės vertybinių popierių apmokestinimo tvarkos šališkumo problemos sprendimas pateikiant pasiūlymą dėl teisėkūros procedūra priimamo akto dėl bendros konsoliduotosios pelno mokesčio bazės	2016 m. IV ketv.
Investavimas ilgam laikotarpiui, investicijos į infrastruktūrą ir tvarios investicijos		
Investicijų į infrastruktūrą rėmimas	Sistemoje „Mokumas II“ nustatytų kalibravimo dydžių, taikomų draudikų investicijoms į infrastruktūrą ir Europos ilgalaikių investicijų fondus, patikslinimas	2015 m. III ketv.
	Bankams taikomų KRR peržiūra, prireikus pakeičiant infrastruktūrai taikomus kalibravimo dydžius	Vykdoma
ES finansinių paslaugų bendrojo taisyklių sąvado nuoseklumo užtikrinimas	Prašymas pateikti įrodymų dėl bendro finansinės reformos poveikio	2015 m. III ketv.
Mažmeninio ir institucinio investavimo skatinimas		

Pasirinkimo ir konkurencijos mažmeniniame sektoriuje didinimas	Žalioji knyga dėl mažmeninių finansinių paslaugų ir draudimo	2015 m. IV ketv.
Pagalbos mažmeniniams investuotojams siekiant sudaryti geresnius sandorius užtikrinimas	ES mažmeninių investicinių produktų rinkų įvertinimas	2018 m.
Taupymo pensijai rėmimas	Europos asmeninių pensijų sistemos sukūrimo strategijos tikslingumo įvertinimas	2016 m. IV ketv.
Galimybių instituciniams investuotojams ir fondų valdytojams išplėtimas	Sistemoje „Mokumas II“ nustatytos privataus kapitalo ir neviešai platinamų skolos vertybinių popierių rizikos ribojimo tvarkos įvertinimas	2018 m.
	Konsultacija dėl pagrindinių kliūčių platinti investicinių fondų vienetus tarpvalstybinio mastu	2016 m. II ketv.
Bankų pajėgumo stiprinimas siekiant paremti visą ekonomiką		
Vietos finansavimo tinklų stiprinimas	Galimybės visoms valstybėms narėms leisti veikti kreditų unijoms, jų veiklai netaikant ES bankų kapitalo reikalavimų taisyklių, tyrimas	Vykdoma
ES pakeitimo vertybiniais popieriais rinkų kūrimas	Pasiūlymas dėl paprasto, skaidraus ir standartizuoto pakeitimo vertybiniais popieriais ir bankams taikomų kapitalo kalibravimo dydžių patikslinimas	2015 m. III ketv.
Visai ekonomikai bankų teikiamo finansavimo rėmimas	Konsultacijos dėl Europos padengtų obligacijų sistemos ir MVĮ paskoloms taikomų panašių struktūrų	2015 m. III ketv.
Geresnės tarpvalstybinio investavimo sąlygos		
Nacionalinių kliūčių tarpvalstybiniam investavimui panaikinimas	Ataskaita dėl nacionalinių kliūčių laisvam kapitalo judėjimui	2016 m. IV ketv.
Tarpvalstybiniam investavimui skirtos rinkos infrastruktūros gerinimas	Tiksliniai veiksmai dėl vertybinių popierių nuosavybės taisyklių ir reikalavimų priskyrimo trečiosioms šalims	2017 m.
	Likusių <i>Giovannini</i> ataskaitoje įvardytų kliūčių šalinimo pažangos peržiūra	2017 m.
Nemokumo procedūrų konvergencijos skatinimas	Teisėkūros iniciatyva dėl verslo nemokumo, siekiant panaikinti svarbiausias kliūtis laisvam kapitalo judėjimui	2016 m. IV ketv.

Tarpvalstybinių su mokesčiais susijusių kliūčių panaikinimas	<p>Mokesčių prie pajamų šaltinio lengvatos procedūrų geriausia patirtis ir elgesio kodeksas</p> <p>Tarpvalstybinio investavimo kliūčių, kurias lemia diskriminacinis gyvybės draudimo bendrovių ir pensijų fondų apmokestinimas, tyrimas</p>	<p>2017 m.</p> <p>2017 m.</p>
Priežiūros konvergencijos ir kapitalo rinkų pajėgumo didinimas	<p>Priežiūros konvergencijos strategija siekiant pagerinti bendrosios kapitalo rinkos veikimą</p> <p>Baltoji knyga dėl Europos priežiūros institucijų finansavimo ir valdymo</p> <p>Techninės pagalbos valstybėms narėms teikimo siekiant sustiprinti kapitalo rinkų pajėgumus strategijos parengimas</p>	<p>Vykdoma</p> <p>2016 m. II ketv.</p> <p>2016 m. III ketv.</p>
Gebėjimo išsaugoti finansinį stabilumą didinimas	<p>ES makroprudencinės sistemos peržiūra</p>	<p>2017 m.</p>