



EIROPAS
KOMISIJA

Briselē, 18.2.2015.
COM(2015) 63 final

ZALĀ GRĀMATA

Kapitāla tirgu savienības veidošana

{SWD(2015) 13 final}

Priekšvārds

Komisijas prioritāte – Eiropas prioritāte – ir nodarbinātība un izaugsme. Lai Eiropā atkal būtu izaugsme, mūsu uzdevums ir piesaistīt ieguldījumus Eiropas uzņēmumos un infrastruktūrā. Tiesību aktu kopums par ieguldījumiem EUR 315 miljardu apmērā palīdzēs sākt šo procesu. Lai veicinātu ieguldījumus ilgtermiņā, mums jāizveido patiens vienotais kapitāla tirgus – kapitāla tirgu savienība visām 28 dalībvalstīm.

Salīdzinājumā ar citām pasaules daļām Eiropas uzņēmumi vēl aizvien ir lielā mērā atkarīgi no bankām finansējuma saņemšanai un salīdzinoši mazāk – no kapitāla tirgiem. Spēcīgāki kapitāla tirgi papildinātu bankas kā finansējuma avotu un:

- piesaistītu vairāk ieguldījumu visiem uzņēmumiem, jo īpaši MVU, un infrastruktūras projektiem;
- piesaistītu vairāk ieguldījumu Eiropas Savienībā no pārējās pasaules; un
- palielinātu finanšu sistēmas stabilitāti, paverot finansējuma avotu plašāku klāstu.

Būtībā mūsu uzdevums ir rast veidus, kā ieguldītājus un noguldītājus saistīt ar izaugsmi. Nav viena pasākuma, kas nodrošinās kapitāla tirgu savienību. Tā vietā būs pasākumu klāsts, daži no kuriem atsevišķi nebūtiski, bet kuru ietekme kopā būs nozīmīga. Mums ir jāapzina un jālikvidē šķēršļi, kas pastāv starp ieguldītāju naudu un ieguldījumu iespējām, un jāpārvar šķēršļi, kas liedz uzņēmumiem sasniegt ieguldītājus. Mums ir arī jānodrošina, lai sistēma šo līdzekļu novirzīšanai – ieguldījumu ķēde – būtu pēc iespējas efektīvāka gan valsts, gan pārrobežu mērogā.

Kāpēc to ir vērts darīt? Daži piemēri liecina par potenciālajiem ieguvumiem. Salīdzinot ar ASV, vidējie uzņēmumi, izaugsmes virzītāji daudzās valstīs, saņem piecas reizes lielāku finansējumu no kapitāla tirgiem nekā Eiropas Savienībā. Ja mūsu riska kapitāla tirgi būtu tik dziļi, uzņēmumu finansēšanai no 2008. līdz 2013. gadam būtu bijis pieejams finansējums līdz pat EUR 90 miljardu apmērā. Ja varētu panākt, ka MVU vērtspapīrošana – droši – atkal sasniedz pat pusi no attiecīgajiem līmeņiem 2007. gadā salīdzinājumā ar šodien, tas varētu būt līdzvērtīgi papildu finansējumam aptuveni EUR 20 miljardu apmērā.

Ir taisnība, ka daudzi izskatāmie jautājumi – maksātspējas un vērtspapīru tiesību akti, nodokļu režīmi – ir apspiesti daudzus gadus. Tomēr vajadzība gūt panākumus ir svarīgāka nekā jebkad. Kaut arī tas būs ilgtermiņa projekts, kam nepieciešami pastāvīgi centieni daudzus gadus, tam nevajadzētu mūs kavēt gūt drīzus panākumus. Tāpēc nākamo mēnešu laikā mēs:

- izstrādāsim priekšlikumus, lai veicinātu kvalitatīvu vērtspapīrošanu un atbrīvotu banku bilances aizdevumu izsniegšanai;
- pārskatīsim Prospektu direktīvu, lai atvieglotu uzņēmumiem, jo īpaši mazajiem uzņēmumiem, finansējuma piesaistīšanu un ieguldītāju sasniegšanu pārrobežu mērogā;

- sāksim darbu, lai uzlabotu kredītinformācijas par MVU pieejamību, lai tādējādi ieguldītājiem ir vieglāk tajos ieguldīt;
- sadarbosimies ar nozares pārstāvjiem, lai ieviestu Eiropas mēroga privātā izvietojuma režīmu nolūkā veicināt tiešos ieguldījumus mazajos uzņēmumos; un
- atbalstīsim jaunu Eiropas ilgtermiņa ieguldījumu fondu izveidi, lai novirzītu ieguldījumus infrastruktūrā un citos ilgtermiņa projektos.

Šī zaļā grāmata iezīmē trīs mēnešu apspriedes sākumu. Mēs vēlamies uzklaut parlamenta deputātus, dalībvalstis, tos, kuri strādā kapitāla tirgos, un visas grupas, kurām rūp nodarbinātība, izaugsme un Eiropas pilsoņu intereses. Šīs atsaukmes mums palīdzēs izstrādāt rīcības plānu, lai līdz 2019. gadam ieviestu pamatelementus pilnībā funkcionējošai kapitāla tirgu savienībai.

Mūsu virziens ir skaidrs: izveidot vienoto kapitāla tirgu no pamatiem, apzinot šķēršļus un tos pakāpeniski likvidējot, radot impulsu un palīdzot rosināt pieaugošu uzticēšanos ieguldījumiem Eiropas nākotnē. Kapitāla brīva aprīte ir viens no pamatprincipiem, uz kuriem dibināta ES. Vairāk nekā piecdesmit gadus pēc Romas līguma izmantosim iespēju šo redzējumu pārvērst realitātē.

1. iedaļa. Kapitāla tirgu savienības veidošana

Kapitāla brīva aprīte bija paredzēta Romas līgumā vairāk nekā pirms piecdesmit gadiem. Tā ir viena no Eiropas Savienības pamatbrīvībām un ir vienotā tirgus pamatā. Tomēr, neraugoties uz gūtajiem panākumiem, kapitāla tirgi pašlaik ir sadrumstaloti un parasti organizēti valstu līmenī. Pēc padziļināšanās perioda finanšu tirgu integrācijas pakāpe Eiropas Savienībā kopš krīzes ir pazeminājusies un bankas un ieguldītāji atgriežas vietējos tirgos.

Salīdzinot ar citām jurisdikcijām, uz kapitāla tirgu balstīts finansējums Eiropā ir samērā neattīstīts. Mūsu pašu kapitāla, parāda un citiem tirgiem ir mazāka nozīme izaugsmes finansēšanā, un Eiropas uzņēmumi vēl aizvien ir lielā mērā atkarīgi no bankām, padarot mūsu tautsaimniecības neaizsargātas pret stingrākiem noteikumiem banku aizdevumu piešķiršanai. Ir arī nepietiekama ieguldītāju uzticība, un Eiropas uzkrājumi ne vienmēr var būt maksimāli produktīvi izlietoti. Eiropas ieguldījumu līmeņi ir ievērojami zemāki par to agrāko standartu, un Eiropas kapitāla tirgi ir mazāk konkurētspējīgi pasaules mērogā.

Lai atbalstītu ilgspējīgu atgriešanos pie izaugsmes un darbvietu radīšanas, līdzās citām reformām uzņēmējdarbības vidē jāpiešķir lielāka nozīme kapitāla tirgiem finansējuma novirzīšanā ekonomikā. Praksē tas nozīmē nodrošināt, ka šķēršļi kapitāla aprītei starp ieguldītājiem un tiem, kuriem ir nepieciešams finansējums, tiek apzināti un likvidēti neatkarīgi no tā, vai tie ir dalībvalsts vai pārrobežu mērogā.

Kapitāla tirgu savienības veidošana ir svarīga iniciatīva Komisijas darba programmā. Tā nodrošinātu ekonomikas finansēšanas lielāku dažādību un samazinātu kapitāla piesaistīšanas izmaksas, jo īpaši attiecībā uz MVU. Integrētāki kapitāla tirgi, jo īpaši pašu kapitālam, palielinātu Eiropas ekonomikas satricinājumu absorbēšanas spēju un nodrošinātu vairāk ieguldījumu, nepalielinot parādsaistības. Kapitāla tirgu savienībai būtu jāveicina kapitāla plūsma – ar efektīvu tirgus infrastruktūru un starpniekiem – no ieguldītājiem uz Eiropas ieguldījumu projektiem, uzlabojot riska un kapitāla sadali Eiropas Savienībā un, galu galā, palielinot Eiropas izturību pret turpmākiem satricinājumiem.

Tāpēc Komisija ir apņēmusies līdz 2019. gadam ieviest pamatelementus labi regulētai un integrētai kapitāla tirgu savienībai, kas ietver visas dalībvalstis, lai ekonomika plašākā mērogā gūtu iespējami lielus labumus no kapitāla tirgiem un nebanku finanšu iestādēm.

Kapitāla tirgu savienībai būtu jāvirza ES tuvāk situācijai, kad, piemēram, MVU var piesaistīt finansējumu tikpat viegli kā lieli uzņēmumi; Eiropas Savienībā pastāv konverģence starp ieguldījumu izmaksām un piekļuvi ieguldījumu produktiem; finansējuma iegūšana ar kapitāla tirgu starpniecību ir arvien vienkāršāka; un finansējuma meklēšanu citā dalībvalstī nekavē nevajadzīgi juridiski vai uzraudzības šķēršļi. Kaut arī šīs izmaiņas palīdzēs samazināt atkarību no banku finansējuma, bankām kā aizdevējiem būtiskai ekonomikas daļai un starpniekiem kapitāla tirgos joprojām būs svarīga nozīme kapitāla tirgu savienībā un arī turpmāk būs ievērojama nozīme Eiropas ekonomikā.

Ne visas no šīm problēmām ir jaunas, bet ES izaugsmes nepieciešamība liek tās steidzami risināt. Tas nodrošina arī nepieciešamo stimulu gūt panākumus. Šīs zaļās grāmatas mērķis ir sākt apspriedi ES un valstu līmenī, iesaistot abus likumdevējus, citas ES iestādes, valstu parlamentus un visas ieinteresētās personas, par iespējamiem īstermiņa un ilgtermiņa pasākumiem šo mērķu sasniegšanai.

Kapitāla tirgu savienība atšķirsies no banku savienības – kapitāla tirgu padziļināšanai ir nepieciešami pasākumi, kas atšķirsies no banku savienības galvenajiem elementiem. Tomēr banku savienības galvenā uzmanība tam, lai pārtrauktu saikni starp banku bankrotiem un valdībām eurozonā, nodrošinās stabilitātes platformu, lai stiprinātu kapitāla tirgu savienības attīstību visās ES dalībvalstīs. Tāpat arī labi integrēti kapitāla tirgi veicinās ekonomiskās un monetārās savienības izturību.

Kapitāla tirgu savienība būtu jābalsta uz šādiem pamatprincipiem:

- ieguvumi no kapitāla tirgiem tai būtu maksimāli jāizmanto ekonomikai, nodarbinātībai un izaugsmei;
- tai būtu jāizveido vienots kapitāla tirgus visām 28 dalībvalstīm, likvidējot šķēršļus pārrobežu ieguldījumiem Eiropas Savienībā un veicinot ciešāku saikni ar pasaules kapitāla tirgiem;
- tai būtu jābalstās uz finanšu stabilitātes stingriem pamatiem, ar finanšu pakalpojumiem vienotu noteikumu kopumu, kas tiek efektīvi un konsekventi īstenoti;
- tai būtu jānodrošina efektīva patērētāju un ieguldītāju aizsardzība; un
- tai būtu jāpalīdz piesaistīt ieguldījumus no visas pasaules un uzlabot ES konkurētspēju.

1.1. Kapitāla tirgu savienības īstenošana

Kapitāla tirgu savienības veidošana ir ilgtermiņa projekts. Jau ir sākts darbs, lai izveidotu vienotu noteikumu kopumu, un daudzas svarīgas reformas¹ ir īstenošanas procesā. Komisijas pieejas pamatā būs atlikušo prioritāšu novērtējums attiecībā uz iespējamo ietekmi un ticamību, balstoties uz rūpīgu ekonomikas analīzi, ietekmes novērtējumu un apspriedēm.

Pamatojoties uz šīs apspriedes rezultātiem, Komisija centīsies apzināt pasākumus, kas ir vajadzīgi, lai sasniegtu šādus mērķus:

- uzlabotu **finanšu pieejamību** visiem uzņēmumiem Eiropā (jo īpaši MVU) un ieguldījumu projektiem, piemēram, infrastruktūrai;
- **palielinātu un dažādotu finansējuma avotus** no ieguldītājiem ES un visā pasaulē; un
- panāktu **tirgu efektīvāku un lietderīgāku darbību**, saistot ieguldītājus ar tiem, kuriem ir nepieciešams finansējums par zemākām izmaksām, gan dalībvalstu, gan pārrobežu mērogā.

Komisija plaši apspriežas par problēmu veidu, iespējamiem pasākumiem un to prioritāšu noteikšanu. Tiesību akti ne vienmēr var būt pienācīga politikas atbilde uz šiem izaicinājumiem, un daudzos gadījumos tirgum būs pienākums rast risinājumus. Neleģislatīvi pasākumi, kā arī konkurences un vienotā tirgus tiesību aktu efektīva īstenošana varētu piedāvāt vislabāko turpmāko virzību citās jomās. Komisija atbalstīs tirgus virzītus

¹ Piemēram, tiesību akti par finanšu instrumentu tirgiem (*MIFID II*), tirgus ļaunprātīgu izmantošanu (*MAR/MAD*), alternatīvo ieguldījumu fondu pārvaldniekiem (*AIFMD*), Eiropas tirgus infrastruktūru (*EMIR*) un centrālajiem vērtspapīru depozitārijiem (*CSDR*).

risinājumus, kad tie varētu būt efektīvi, un regulatīvās izmaiņas tikai gadījumos, kad tās ir vajadzīgas.

Šis dokuments ir strukturēts šādi: **2. iedaļā** ir aprakstīts, kā pašlaik ir strukturēti Eiropas kapitāla tirgi, un sniegta iepriekšēja analīze par dažiem šķēršļiem padziļinātiem un integrētiem kapitāla tirgiem. Sīkāka analīze ir sniegta pievienotajā Komisijas dienestu darba dokumentā. **3. iedaļā** aicināts paust viedokļus par agrīnām politikas prioritātēm, kuras mēs plānojam turpmāk virzīt, pamatojoties uz Komisijas paziņojumu "*Investīciju plāns Eiropai*"², tostarp tādiem jautājumiem kā Eiropas ilgtermiņa ieguldījumu fondu (EIIF) regulas īstenošana, kvalitatīva vērtspapīrošana, kredītinformācija par MVU, privāta izvietošana un Prospektu direktīvas pārskatīšana. **4. iedaļā** aicināts paust viedokļus par finansējuma pieejamības šķēršļiem, finansējuma avotu paplašināšanu un tirgu darbības efektivitātes palielināšanu, un jomām, kur darbu var turpmāk veikt, pamatojoties uz saņemtajām atsauksmēm. Šķēršļi pārrobežu kapitāla plūsmām ietver tādus jautājumus kā maksātnespējas, uzņēmumu, nodokļu un vērtspapīru tiesību akti, ja ir vajadzīga turpmāka analīze un atsauksmes, lai apzinātu problēmas mērogu katrā jomā, kā arī atbilstošus risinājumus un prioritāšu noteikšanas pakāpi.

Vēl vairāk atverot valstu tirgus ieguldītājiem, emitentiem un starpniekiem, veicinot kapitāla brīvu apriti un apmainoties ar labāko praksi, kapitāla tirgu savienība uzskatāma arī par līdzekli, lai palīdzētu tirgiem attīstīties valsts līmenī. Ņemot vērā kapitāla tirgu dažādos attīstības līmeņus Eiropas Savienībā un to, ka pastāv konkrētas problēmas dažādās dalībvalstīs, politikas atbildes var pieprasīt attiecīgi pielāgot rīcību valsts līmenī, pamatojoties, *inter alia*, uz konkrētai valstij adresētiem Komisijas ieteikumiem saistībā ar Eiropas pusgadu. Komisija aicina dalībvalstis apspriesties par konkrētām problēmām to kapitāla tirgu attīstībā un iekļaut savus secinājumus apspriedē.

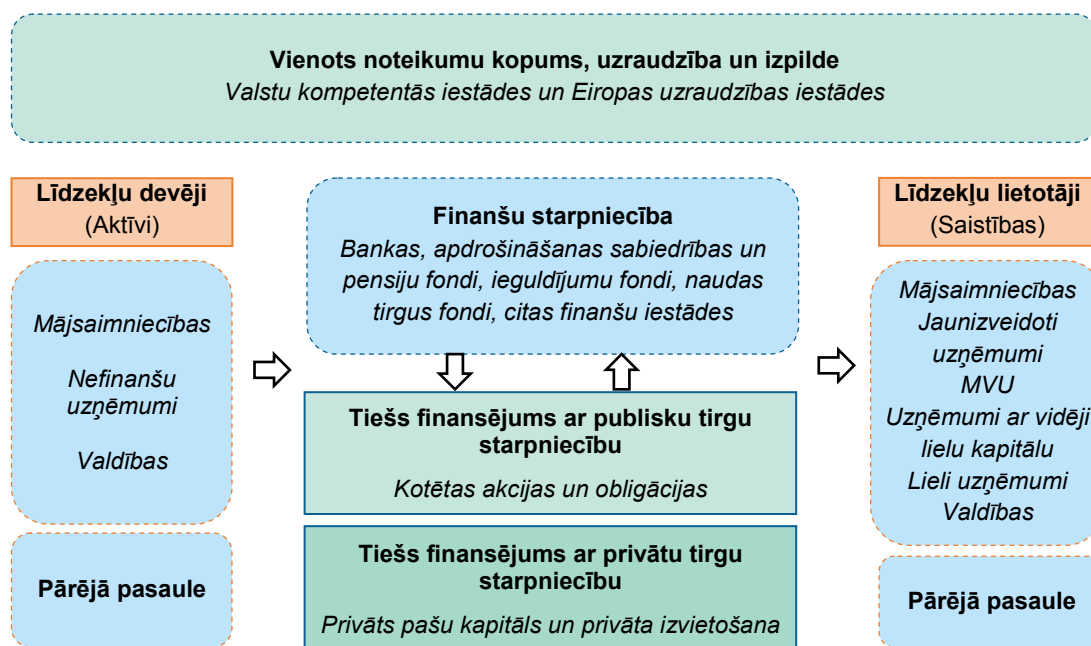
² COM(2014) 903 *final*, 26.11.2014.

2. iedaļa. Eiropas kapitāla tirgu problēmas šodien

2.1. Kapitāla tirgu pašreizējais stāvoklis Eiropā

Papildus tiešiem banku aizdevumiem kapitāla tirgi ir galvenais mehānisms, ar kura palīdzību potenciālie ieguldītāji var atrast tos, kas meklē finansējumu, un piedāvā daudzveidīgu finansējuma avotu klāstu ekonomikā. 1. diagrammā sniegts vienkāršs pārskats par līdzekļu plūsmu ekonomikā. Kaut gan kapitāla tirgi galvenokārt ir saistīti ar tiešu finansējumu, tie ir arī cieši saistīti ar finanšu starpniekiem, kuri bieži vien līdzekļus no noguldītājiem novirza ieguldītājiem.

1. diagramma. Stilizēts pārskats par kapitāla tirgiem plašākā finanšu sistēmā

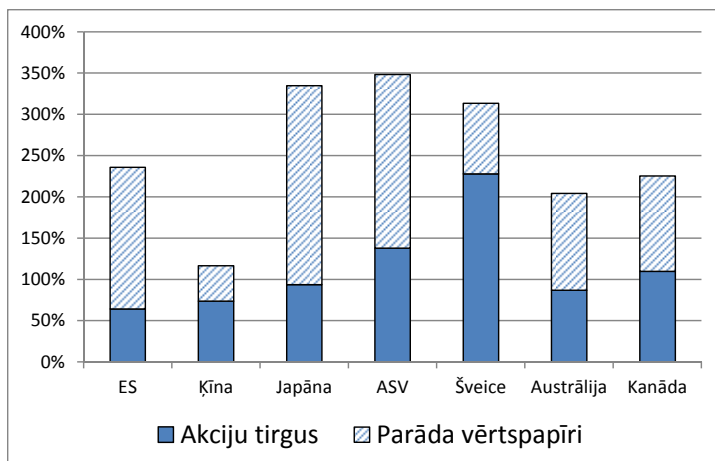


Pēdējo gadu desmitu laikā kapitāla tirgi Eiropas Savienībā ir paplašinājušies. Piemēram, kopējā ES akciju tirgus kapitalizācija līdz 2013. gada beigām sasniedza EUR 8,4 triljonus (apmēram 65 % no IKP) salīdzinājumā ar EUR 1,3 triljoniem 1992. gadā (22 % no IKP). Neapmaksāto parāda vērtspapīru kopējā vērtība 2013. gadā pārsniedza EUR 22,3 triljonus (171 % no IKP) salīdzinājumā ar EUR 4,7 triljoniem (74 % no IKP) 1992. gadā³.

Tomēr tirgi joprojām nav pietiekami attīstīti salīdzinājumā ar citām jurisdikcijām. Publiskā kapitāla tirgi ASV ir gandrīz divas reizes lielāki nekā Eiropas Savienībā (procentos no IKP) un trīs ar pusi reizes lielāki Šveicē (2. diagramma).

³ ECMI 2014. gada statistikas datu kopums.

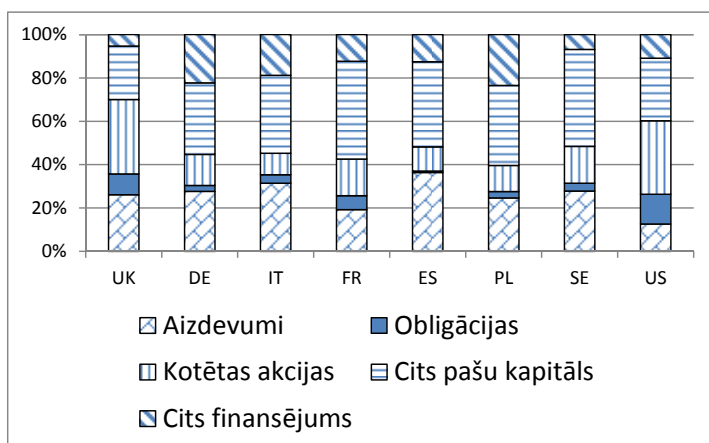
2. diagramma. Akciju tirgus kapitalizācija un parāda vērtspapīri (% no IKP)



Privātā kapitāla tirgi ASV ir arī aptuveni divas reizes lielāki nekā Eiropas Savienībā, bet obligāciju privātās izvietojanas tirgi ASV ir līdz trīs reizēm lielāki. Tajā pašā laikā pastāv lielas atšķirības kapitāla tirgu attīstībā ES dalībvalstīs. Piemēram, iekšzemes akciju tirgus kapitalizācija Apvienotajā Karalistē pārsniedza 121 % no IKP salīdzinājumā ar mazāk nekā 10 % Latvijā, Kīprā un Lietuvā.

Avots: ECMI statistikas datu kopums.

3. diagramma. Finansēšanas shēmas uzņēmumiem (% no kopējām saistībām)



Eiropa tradicionāli vairāk paļaujas uz banku finansējumu, un banku aizdevumiem ir ievērojami lielāka loma uzņēmumu finansēšanā nekā parāda vērtspapīru emisijai tirgū (3. diagramma). Kopumā šī lielākā atkarība no banku aizdevumiem palielina Eiropas ekonomikas, jo īpaši MVU, neaizsargātību laikā, kad banku aizdevumi samazinās, kā tas notika finanšu krīzes laikā.

Avots: Eurostat, ESAO. Piezīme. Aizdevumi ietver bankas aizdevumus un starpuuzņēmumu aizdevumus.

Pieklūve kapitāla tirgiem ir ļoti atšķirīga dažādos uzņēmumos un ES dalībvalstīs. Ir ievērojami palielinājusies uzņēmumu obligāciju emisija, ko veic nefinanšu uzņēmumi Eiropas Savienībā, daļēji atspoguļojot labvēlīgos tirgus apstākļus obligāciju emitentiem saistībā ar zemām procentu likmēm. Tomēr obligācijas galvenokārt emitē lieli uzņēmumi pretstatā maziem un vidējiem uzņēmumiem (MVU). Obligāciju emisija bija arī koncentrēta lielākos tirgos, nevis tirgos, kuros uzņēmumu finansēšanas problēmas bija vislielākās.

Lai gan kapitāla tirgi Eiropas Savienībā kļuva integrētāki pirms krīzes finanšu instrumentu pārrobežu turējumu izteiksmē, krīzes laikā atklājās, ka daļu no šīs integrācijas veicināja uz parādu balstītu korporatīvo banku pakalpojumu plūsmas, kas bija pakļautas pēkšņām pārmaiņām satricinājumu rezultātā. Kapitāla tirgiem Eiropas Savienībā vēl aizvien ir raksturīgi iekšēji aizspriedumi, kas nozīmē, ka iespējamajiem riskiem un ienesīgumam nav

pārrobežu mēroga. Parāda vērtspapīru pārrobežu turējumi arī joprojām ir mazāki nekā būtu sagaidāms pilnībā integrētā tirgū. Pat vissekmīgākajiem valstu tirgiem Eiropas Savienībā trūkst kritiskā apjoma, kā rezultātā ieguldītāju bāze ir mazāka un finanšu instrumentu izvēle – neliela.

2.2. Kapitāla tirgu savienības izveides problēmas un iespējas

ES kapitāla tirgu integrācijai un attīstībai pastāv daudzi un dažādi šķēršļi, kurus rada vēstures, kultūras, ekonomikas un juridiski faktori, no kuriem daži ir pamatīgi un grūti pārvarami. Tie ietver, piemēram, uzņēmuma vēsturisko priekšroku atsevišķiem finansējuma veidiem, pensiju nodrošināšanas iezīmes, uzraudzības noteikumu piemērošanu un administratīvus šķēršļus, korporatīvās pārvaldības un uzņēmējdarbības tiesību aspektus, daudzu nodokļu sistēmu datu nepilnības un iezīmes, kā arī neefektīvas tirgus struktūras. Dažas no šīm atšķirībām saglabāsies pat labi integrētos kapitāla tirgos. Lai gūtu priekšrocības, ko sniedz pilnībā integrēts vienotais kapitāla tirgus, ir jāpārvar problēmas, jo īpaši šādās trīs galvenajās jomās.

Pirmkārt, kas attiecas uz pieprasījumu, **finansējuma, tostarp riska kapitāla, pieejamības uzlabošana, jo īpaši MVU (piemēram, novatoriskiem un strauji augošiem jaunizveidotiem uzņēmumiem)**, ir svarīga prioritāte. Panākumi laika gaitā būs atkarīgi no informācijas problēmu pārvarēšanas, galveno tirgus segmentu sadrumstalotības un piekļuves kapitāla tirgiem izmaksu samazināšanas. Turklāt pastāv konkrēti šķēršļi ilgtermiņa projektu finansēšanai, tostarp ieguldījumiem infrastruktūrā.

Otrkārt, kas attiecas uz piedāvājumu, kapitāla tirgu attīstība Eiropas Savienībā būs atkarīga no līdzekļu ieplūdes kapitāla tirgus instrumentos. **Institucionālo un privāto ieguldījumu ieplūdes** kapitāla tirgos **palielināšana** veicinātu finansējuma avotu diversifikāciju. Pieaugoša aroda un privāto pensiju nodrošināšana Eiropā varētu radīt lielāku līdzekļu plūsmu daudzveidīgāku ieguldījumu vajadzībām, izmantojot kapitāla tirgus instrumentus, un veicinātu pāreju uz tirgus finansējumu. Privāto ieguldītāju uzticības kapitāla tirgiem un finanšu starpniekiem vairošana varētu novest pie tā, ka kapitāla tirgus instrumentos arvien vairāk ieplūstu mājsaimniecību uzkrājumi, kas pašlaik lielā mērā tiek turēti mājokļu kapitālā un banku noguldījumos. Eiropas kapitāla tirgu globālās konkurētspējas un pievilcības palielināšana šādā veidā varētu arī sekmēt ieguldījumu plūsmu.

Treškārt, lielāku, integrētāku un padziļinātu kapitāla tirgu nodrošināšana būs atkarīga no to šķēršļu pārvarēšanas, kas sadrumstalo tirgus un kavē konkrētu tirgus segmentu attīstību. **Tirgu efektivitātes uzlabošana** ļautu ES gūt priekšrocības no lielāka un padziļināta tirgus. Tās ietver lielāku konkurenci, plašāku izvēli un zemākas izmaksas ieguldītājiem, kā arī efektīvāku riska sadalījumu un labāku riska dalīšanu. Integrētāki kapitāla tirgi, jo īpaši pašu kapitālam, palielinātu Eiropas ekonomikas satricinājumu absorbēšanas spēju un nodrošinātu vairāk ieguldījumu, nepalielinot parādsaistības. Labi funkcionējoši kapitāla tirgi uzlabos kapitāla sadali ekonomikā, tādējādi veicinot uzņēmējdarbības un riska uzņemšanās darbības un ieguldījumus infrastruktūrā un jaunās tehnoloģijās.

3. iedaļa. Agrīnās rīcības prioritātes

Komisija ir apzinājusi vairākas jomas, kurās ir plaši atzīta nepieciešamība pēc panākumiem, kas var radīt drīzus ieguvumus. Šajā iedaļā izklāstītas šīs iespējas un aicināts paust ieinteresēto personu viedokļus par katras jomas konkrētiem elementiem.

3.1. Šķēršļu samazināšana piekļuvē kapitāla tirgiem

Prospekts ir sīki izstrādāts dokuments, kurā izklāstīta uzņēmuma informācija un ieguldījuma noteikumi un riski. Tas ceļu uz kapitāla tirgiem paver uzņēmumiem, kas meklē finansējumu, un prospekts jāsagatavo lielākajai daļai uzņēmumu, kas vēlas emitēt parāda vai pašu kapitāla instrumentus. Ir svarīgi, lai tas neradītu nevajadzīgu šķērslī kapitāla tirgiem. Komisija **pārskatīs pašreizējo prospektu režīmu, izmantojot īpašu sabiedrisku apspriedi**, kas uzsākta vienlaicīgi ar šo zaļo grāmatu, lai uzņēmumiem (tostarp MVU) atvieglotu kapitāla piesaisti Eiropas Savienībā⁴ un veicinātu MVU izaugsmes tirgu izveidi. Pārskatīšanā tiks aplūkoti gadījumi, kad prospekts ir nepieciešams, apstiprināšanas procesa optimizācija un prospektos iekļautās informācijas vienkāršošana.

3.2. Ieguldītāju bāzes paplašināšana attiecībā uz MVU

Finansējuma pieejamība MVU krīzes laikā ir cietusi vairāk nekā finansējuma pieejamība lielākiem uzņēmumiem. Informācija par MVU parasti ir ierobežota un parasti ir banku rīcībā, un dažiem MVU ir grūtības panākt nebanku ieguldītāju plašāku ieguldītāju bāzi, kas varētu atbilst to finansēšanas vajadzībām. Kredītinformācijas uzlabošana palīdzētu izveidot **efektīvu un ilgtspējīgu kapitāla tirgu MVU vajadzībām**. Salīdzināmas informācijas kopēja minimuma izstrāde kredītinformācijas sniegšanai un novērtēšanai varētu palīdzēt piesaistīt finansējumu MVU. Turklāt standartizēta kredītkvalitātes informācija varētu palīdzēt attīstīt finanšu instrumentus, lai refinansētu MVU aizdevumus, piemēram, MVU vērtspapīrošanu.

Darbs pie kredībspējas novērtējuma ir sākts un saņēmis plašu atbalstu no dalībvalstīm. Kredībspējas novērtējums sniedz ieguldītājiem un aizdevējiem informāciju par MVU kredībspēju. Tomēr Eiropā aptuveni 25 % no visiem uzņēmumiem un aptuveni 75 % no īpašnieku pārvaldītiem uzņēmumiem nav kredībspējas novērtējuma. Iespējamā rīcība šajā jomā varētu palīdzēt dažādot novatorisku un strauji augošu jaunizveidotu uzņēmumu finansējumu. Kā pirmo soli Komisija 2015. gadā plāno rīkot seminārus par MVU kredītinformāciju, lai turpinātu šo darbu.

3.3. Ilgtspējīgas vērtspapīrošanas veidošana

Vērtspapīrošana, process, kurā aktīvi, piemēram, hipotēkas, tiek apvienotas kopā, lai ieguldītāji tajos veiktu ieguldījumus, var būt spēcīgs riska pārnesšanas mehānisms un palielināt banku spēju izsniegt aizdevumus. Tomēr kopš krīzes aktivitāte ir samazinājusies, neraugoties uz zemo zaudējumu līmeni Eiropas vērtspapīrošanā. Eiropā vērtspapīrošana 2014. gadā sasniedza aptuveni EUR 216 miljardus salīdzinājumā ar EUR 594 miljardiem 2007. gadā⁵. Ilgtspējīgs ES **kvalitatīvas vērtspapīrošanas tirgus**, kas ļauj uz vienkāršiem, pārredzamiem un standartizētiem vērtspapīrošanas instrumentiem, varētu savienot bankas un kapitāla tirgus.

⁴ REFIT (normatīvās atbilstības un izpildes programmas) ietvaros.

⁵ SIFMA/AFME Eiropas strukturēto finanšu datu tabulas (2014. gada 4. ceturksnis).

Ar nesen publicētajiem “Maksātspēja II” un likviditātes seguma rādītāja deleģētajiem aktiem jau ir sācies darbs, lai nodrošinātu visaptverošu un konsekventu uzraudzības pieeju vienkāršai, pārredzamai un standartizētai vērtspapīrošanai. Papildus minētajām iniciatīvām centrālās bankas, regulatori, valsts iestādes un privātā sektora pārstāvji ir atbalstījuši vispusīgāku pieeju vērtspapīrošanas atjaunošanai Eiropas Savienībā.

Attiecībā uz ieguldītājiem ES mēroga iniciatīvai būtu jānodrošina vērtspapīrošanas instrumentu augsti standarti, juridiskā noteiktība un salīdzināmība. Šim regulējumam būtu jāpalielina pārredzamība, konsekvence un pamatinformācijas pieejamība, jo īpaši MVU aizdevumu jomā, un jāveicina sekundāro tirgu izaugsme, lai veicinātu gan emisiju, gan ieguldījumus. **Paralēli šai zaļajai grāmatai Komisija apspriedīsies par konkrētiem pasākumiem šo mērķu sasniegšanai.**

3.4. Ilgtermiņa ieguldījumu veicināšana

Ieguldījumu līmenis Eiropas Savienībā ir ievērojami pazeminājies zem maksimālā līmeņa 2007. gadā un saglabājas zemāks par vēsturisko normu. Eiropas Komisija jau ir paziņojusi par Investīciju plānu, kas nākamo trīs gadu laikā piesaistīs publiskā un privātā sektora ieguldījumus ekonomikā vismaz EUR 315 miljardu apmērā, izveidojot jaunu Eiropas Stratēģisko investīciju fondu (ESIF)⁶, un publicēja Paziņojumu par Eiropas ekonomikas ilgtermiņa finansējumu, kurā izklāstīti vairāki ieguldījumu palielināšanas pasākumi. Nesen pieņemtais Eiropas ilgtermiņa ieguldījumu fondu (EIIF) tiesiskais regulējums ļaus ieguldītājiem ilgtermiņā ieguldīt naudu uzņēmumos un infrastruktūras projektos. EIIF vajadzētu būt īpaši pievilcīgiem ieguldītājiem, piemēram, apdrošināšanas sabiedrībām vai pensiju fondiem, kam ir nepieciešamas pastāvīgu ienākumu plūsmas vai ilgtermiņa kapitāla pieaugums.

Tiek gaidīti viedokļi arī par to, kāda varētu būt Komisijas un dalībvalstu turpmākā loma EIIF izveides atbalstā, tostarp pašlaik valstu režīmiem pieejamo priekšrocību iespējama attiecināšana uz EIIF.

3.5. Eiropas privātās izvietojšanas tirgu attīstība

Viens veids, kā uzņēmumiem piesaistīt līdzekļus, ir, izmantojot privātos izvietojumus, ja uzņēmums sniedz vērtspapīru piedāvājumu privātpersonai vai nelielai ieguldītāju grupai, nevis publiskos tirgos. Tie var nodrošināt uzņēmumiem rentablāku veidu līdzekļu piesaistīšanai un **paplašināt finansējuma pieejamību** vidējiem un lieliem uzņēmumiem un potenciāli infrastruktūras projektiem.

Vidējiem Eiropas uzņēmumiem daudzus gadus ir bijusi piekļuve ASV privātā izvietojuma tirgum, piesaistot USD 15,3 miljardus 2013. gadā.⁷ Kopš finanšu krīzes sākuma ir pieaugusi privāto izvietojumu popularitāte Eiropā un dažas dalībvalstis ir izveidojušas privāto izvietojumu tirgus. Jo īpaši Vācijas un Francijas iekšzemes privāto izvietojumu tirgi 2013. gadā nodrošināja parāda instrumentus aptuveni EUR 15 miljardu apmērā. Šķēršļi Eiropas tirgu attīstībai ir atšķirības valstu maksātspējas tiesību aktos, standartizētu procesu, dokumentācijas un informācijas par emitentu kredītspēju trūkums.

⁶ Priekšlikums – Eiropas Parlamenta un Padomes Regula par Eiropas Stratēģisko investīciju fondu un ar ko groza Regulas (ES) Nr. 1291/2013 un (ES) Nr. 1316/2013, COM(2015)10.

⁷ Skatīt ICMA 2014. gada 3. ceturkšņa ziņojumu.

Kā pirmais solis, lai izveidotu Eiropas privāto izvietošanu tirgus, nozares struktūru konsorcijs ir izveidojis tirgus rokasgrāmatu par kopīgo tirgus praksi, principiem un standartizētu dokumentāciju privātiem izvietošanai, kas saderīgi ar daudzveidīgo tiesisko regulējumu. Rokasgrāmata tika nesena publicēta, un drīzumā būtu jāseko pirmajiem izdevumiem. Komisija atzinīgi vērtē šo uz tirgu orientēto pieeju, kas varētu palīdzēt veicināt Eiropas privāto izvietošanu tirgus izveidi īstermiņā.

Jautājumi

- 1) Papildus piecām prioritārajām jomām, kas apzinātas īstermiņa rīcībai, kuras citas jomas būtu jānosaka kā prioritāras?*
- 2) Kādi turpmāki pasākumi saistībā ar **MVU kredītinformācijas** pieejamības standartizāciju varētu atbalstīt MVU un jaunizveidotu uzņēmumu finansējuma padziļinātu tirgu un plašāku ieguldītāju loku?*
- 3) Kādu atbalstu varētu sniegt Eiropas ilgtermiņa ieguldījumu fondiem (**EIIF**), lai veicinātu to izveidi?*
- 4) Vai ir vajadzīga kāda ES rīcība, lai atbalstītu **privātu izvietošanu** tirgu izveidi, izņemot atbalstu tirgus virzītiem centieniem, lai vienotos par kopīgiem standartiem?*

4. iedaļa. Pasākumi kapitāla tirgu attīstīšanai un integrēšanai

Lai gūtu priekšrocības, ko sniedz pilnībā integrēts vienotais kapitāla tirgus, ir jāpārvar problēmas, jo īpaši šādās trīs galvenajās jomās:

- **finanšu pieejamības** uzlabošana visiem uzņēmumiem Eiropā (jo īpaši MVU) un ieguldījumu projektiem, piemēram, infrastruktūrai;
- **finansējuma avotu palielināšana un dažādošana** no ieguldītājiem ES un visā pasaulē; un
- **tirgu darbības efektivitātes palielināšana**, saistot ieguldītājus ar tiem, kuriem ir nepieciešams efektīvāks un lētāks finansējums, gan dalībvalstu, gan pārrobežu mērogā.

4.1. Finansējuma pieejamības uzlabošana

Visbeidzot, ņemot vērā to lielumu un nozīmi, labi funkcionējoši kapitāla un obligāciju tirgi būs svarīgi, lai nodrošinātu efektīvu kapitāla tirgu savienību un visplašāko finansējuma pieejamību. Tomēr pastāv nozīmīgi traucējumi finanšu plūsmā, jo īpaši maziem un vidējiem uzņēmumiem un ilgtermiņa projektiem, piemēram, infrastruktūrai, kas abi ir būtiski, lai palielinātu produktivitāti un ekonomikas izaugsmi. Šīs finansēšanas problēmas ir īpaši izteiktas tajās dalībvalstīs, kuras krīze ir skārusi visvairāk.

Vēsturiski MVU galvenokārt ir atkarīgi no banku finansējuma. Krīzes laikā banku kreditēšanas lēmumi neizbēgami kļuva selektīvāki gan pašu banku bilances ierobežojumu dēļ, gan aizņēmēju pieaugošo saistību neizpildes varbūtību dēļ. Kaut gan kapitāla tirgi var papildināt banku lomu MVU kreditēšanā, to daudzveidība un trūcīgā kredītinformācija bieži vien ir labāk piemērota uz attiecībām balstītai kreditēšanai.

Tomēr alternatīviem finansējuma avotiem var būt svarīga nozīme, jo īpaši **jaunizveidotiem uzņēmumiem un maziem, bet strauji augošiem uzņēmumiem novatoriskās nozarēs**. Šiem uzņēmumiem parasti ir sākotnēji zemi naudas plūsmu līmeņi, un tie ir atkarīgi no ārējā finansējuma, lai paplašinātu savu uzņēmējdarbību. Banku finansējums, kā arī citi finanšu instrumenti, piemēram, līzings un faktoringa, bieži ir grūti pieejami vai ir nepietiekami uzņēmumiem ar būtiskiem nemateriāliem aktīviem, kurus nevar viegli izmantot kā nodrošinājumu, lai saņemtu banku aizdevumus.

Piekluve publiskā kapitāla tirgiem ir dārga ne tikai MVU, bet arī **vidējiem uzņēmumiem**, kas ticamāk nekā MVU izmantos publiskos tirgus līdzekļu piesaisti. Pašu kapitāla emisijai un parāda instrumentu sākotnējai izvietošanai raksturīgas pienācīgas pārbaudes un normatīvo prasību ievērojamas fiksētās izmaksas. Tas ietver izmaksas par tās informācijas atklāšanu, kas ir nepieciešama ieguldītājiem vai regulatoriem, citu korporatīvās pārvaldības prasību izpildi un ārējiem reitingiem. Turklāt uzņēmumiem attīstības sākumposmā var būt komerciāla interese neatklāt detalizētu informāciju par savu uzņēmējdarbības plānu. Viņi var nevēlēties atteikties no kontroles vai saskarties ar lielāku ārējo kontroli. Šīs iezīmes bieži vien liedz maziem un vidējiem uzņēmumiem piekļuvi publiskā kapitāla un parāda vērtspapīru tirgiem, novedot tos galvenokārt privātos parāda vērtspapīru un kapitāla tirgos, kas parasti ir mazāk standartizēti, sarežģītāki un bieži vien dārgāki.

Lieli uzņēmumi parasti ir pietiekami lieli, lai attaisnotu kapitāla tirgu izmantošanas fiksētās izmaksas, un ir pietiekami lieli, kā rezultātā katra atsevišķā emisija ir pietiekami liela, lai piesaistītu riska parakstītāju, ieguldītāju un analītiķu uzmanību. Tomēr, lai gan uzņēmumu obligāciju emisija pēdējos gados ir būtiski palielinājusies, daļēji kompensējot banku kreditēšanas samazināšanos, kotēto akciju emisija Eiropā joprojām ir pieticīga. Efektīvāki un lietderīgāki tirgi var palīdzēt samazināt izmaksas par piekļuvi šiem tirgiem un nāktu par labu visām komercsabiedrībām.

Visbeidzot, ES ir nepieciešams daudz **jaunu ieguldījumu infrastruktūrā**, lai saglabātu savu konkurētspēju. Tomēr finanšu plūsmas šādiem projektiem ierobežo īstermiņa domāšana, regulatīvie šķēršļi un citi faktori. Tāpat daudziem infrastruktūras projektiem piemīt sabiedrisko labumu iezīmes, kas nozīmē, ka privātais finansējums vien var nebūt piemērots, lai sasniegtu optimālu ieguldījumu apjomu. Kaut arī ESIF sniegs nozīmīgu ieguldījumu, lai palielinātu ieguldījumus infrastruktūras projektos⁸, Komisija vēlas saņemt viedokļus par citiem līdzekļiem šā mērķa sasniegšanai.

Informācijas problēmu risināšana

Eiropā lielākā daļa MVU vērsas pie bankām tikai tad, kad meklē finansējumu. Lai gan gandrīz 13 % no šiem pieteikumiem tiek noraidīti, bieži vien tas ir tāpēc, ka tie neatbilst banku vēlamajiem riska profiliem, pat tad, ja tie ir dzīvotspējīgi. Lai gan bankas dažkārt nosūta MVU pie alternatīviem finanšu nodrošinātājiem, tas ne vienmēr darbojas: dažkārt nedz bankas, nedz MVU nav pietiekami informēti par alternatīvām. Varētu rosināt bankas sniegt labākas atsauksmes MVU, kuru kredītu pieteikumi tiek noraidīti, un vairot informētību par alternatīvām finansēšanas iespējām MVU, kuriem tika noraidīts kredīts.

Starptautiskajiem finanšu pārskatu standartiem (SFPS) ir bijusi būtiska nozīme, lai veicinātu vienotu grāmatvedības valodu Eiropas Savienībā, atvieglojot lieliem ES biržu sarakstos iekļautiem uzņēmumiem piekļuvi pasaules kapitāla tirgiem. Visu SFPS noteikšana par obligātiem mazākiem uzņēmumiem, jo īpaši tiem, kas vēlas piekļūt īpašām tirdzniecības vietām, tomēr būtu papildu izmaksu avots. Vienkāršotu, kopīgu un kvalitatīvu grāmatvedības standartu izstrāde, kas pielāgoti uzņēmumiem, kuri reģistrēti konkrētās tirdzniecības vietās⁹, varētu būt solis uz priekšu pārredzamības un salīdzināmības ziņā, un ja tos piemēro proporcionāli, tie varētu palīdzēt tiem uzņēmumiem, kuri meklē pārrobežu ieguldītājus, būt pievilcīgākiem to acīs. Standarts varētu kļūt par raksturīgu iezīmi MVU izaugsmes tirgiem un būt pieejams plašākai izmantošanai.

Infrastruktūras projektu vai plānojumu pārredzamība varētu palielināt to pievilcību privātiem ieguldījumiem, kā arī palīdzēt regulatoriem pieņemt pielāgotāku uzraudzības režīmu attiecībā uz ieguldījumiem infrastruktūrā. Investīciju darba grupas 2014. gada decembra ziņojumā ieteikts izveidot centrālu ES līmeņa tīmekļa vietni, lai nodrošinātu saites uz dalībvalstu projektiem/plānojumiem un ietvertu ES projektu informāciju (piemēram, saskaņā ar Eiropas infrastruktūras savienošanas instrumentu un Eiropas strukturālajiem un investīciju fondiem). Pamatojoties uz Investīciju darba grupas ziņojumu, Komisija ir ierosinājusi izveidot Eiropas Investīciju projektu plānojumu, lai atvieglotu ieguldītāju piekļuvi informācijai par ieguldījumu iespējām Eiropas Savienībā un palielinātu ieguldītāju dalību

⁸ Saistībā ar ieguldījumiem infrastruktūrā Eiropas strukturālajiem un investīciju fondiem (ESI fondi) arī var būt svarīga nozīme, ja ir izpildīti konkrētie attiecināmības kritēriji.

⁹ Piemēram, daudzpusējas tirdzniecības sistēmas (MTF).

finansēšanā¹⁰. Tas ietvers īpašas tīmekļa vietnes un kopēju standartu izveidi attiecībā uz informācijas izklāstu. Šāda projektu plānojuma izveide balstīsies uz darbu, kas jau ir sācies dažās dalībvalstīs.

Standartizācija kā tirgu sākuma mehānisms

Lai gan standartizācijai ir trūkumi, dažiem tirgiem var dot impulsu ar tirgus noteikumu vispārīgu kopumu, pārredzamību par produktu iezīmēm un konsekventu uzraudzību un izpildi. Noteikta standartizācijas pakāpe var piesaistīt vairāk ieguldītāju un palielināt tirgus piesātinātību un likviditāti. Tas jo īpaši attiecas uz mazākajām dalībvalstīm, kurās tirgi nevar sasniegt efektivitātes minimumu, ja aprobežojas ar iekšzemes kapitāla fondiem. Ja kopīgi standarti nav vajadzīgi vai ir grūti sasniedzami, politikas centienus tā vietā var vērst uz labākās prakses izveidi Eiropas Savienībā, lai veicinātu konkrētu finanšu instrumentu attīstību.

Integrētāka Eiropas segto obligāciju tirgus attīstība varētu veicināt izmaksu ziņā lietderīgu banku finansējumu un ieguldītājiem sniegt plašāku ieguldījumu iespēju spektru. Segto obligāciju kā finansēšanas instrumentu panākumi ir cieši saistīti ar konkrēta valsts tiesiskā regulējuma attīstību. Komisija 2015. gadā apspriedīsies par ES segto obligāciju regulējuma nopelniem un potenciālo aprisi un sniegs politikas izvēles, lai panāktu lielāku integrāciju segto obligāciju tirgos, pamatojoties uz pieredzi, kas gūta no labi funkcionējošiem valstu regulējumiem. Komisija arī apsvērs, vai būtu jāsniedz ieguldītājiem vairāk informācijas par nodrošinājumu, kas ir segto obligāciju un citu strukturēto parāda vērtspapīru pamatā, līdzīgi aizdevumu datu atklāšanas prasībām par strukturētiem finanšu instrumentiem.

Neskatoties uz **uzņēmumu obligāciju** emisiju neseno pieaugumu, tām ir raksturīga zema līmeņa standartizācija un cenu pārredzamība. Lai gan pēdējos gados dažās dalībvalstīs ir radušās jaunas elektroniskas obligāciju tirdzniecības platformas, kas paredzētas privātiem ieguldītājiem, standartizācijas trūkums var kavēt obligāciju tirdzniecības vietu un likvida sekundārā tirgus attīstību. Uzņēmumu parāda vērtspapīru emisiju lielāka standartizācija varētu ļaut izveidot likvidāku sekundāro tirgu uzņēmumu obligācijām. Komisija vēlētos saņemt viedokļus par to, vai iespēja izveidot standartizētāku uzņēmumu parāda vērtspapīru tirgu būtu jāizpēta sīkāk un vai to vislabāk var panākt, izmantojot tirgus virzītu iniciatīvu vai reglamentējošu intervenci.

Vēl viena jauna ieguldījumu kategorija ar potenciālu nodrošināt turpmāku finansējuma pieejamību ir **vides, sociālie un korporatīvās pārvaldības ieguldījumi**, piemēram, zaļās obligācijas. Ieņēmumi no zaļajām obligācijām tiek novirzīti projektiem un darbībām, kas veicina klimatu vai citus ar vides ilgtspēju saistītus mērķus. Straujo pieaugumu šajā tirgū veicina tirgus virzīts standartizācijas process, kurā ņemti vērā zaļo obligāciju atlases kritēriji, kurus, cita starpā, izstrādāja Pasaules Banka, Eiropas Investīciju banka un Eiropas Rekonstrukcijas un attīstības banka. Tirgus dalībnieki pašlaik izstrādā brīvprātīgas pamatnostādnes, ko sauc par “zaļo obligāciju principiem”, kuros ieteikta pārredzamība un veicināta integritāte zaļo obligāciju tirgus attīstībā, precizējot pieeju zaļo obligāciju emisijai.

Alternatīvu finansēšanas veidu attīstības iespējas

¹⁰ Skatīt COM(2015)10 *final*, 9. pantu.

Lai gan tādu mehānismu kā savstarpējas aizdošanas un kolektīvās finansēšanas tiešsaistes raksturs varētu liecināt par lielu potenciālu veicināt ekonomikas finansēšanu, kas sniedzas pāri valstu robežām, ir maz pierādījumu par pārrobežu vai Eiropas mēroga darbību. Saistībā ar Paziņojumu par kolektīvo finansēšanu¹¹ Komisija apkopo informāciju par nozares pieeju informācijas atklāšanai un dalībvalstu pieejām regulējumam. Provizoriskie rezultāti liecina, ka dažādās valstu pieejas šajās jomās var veicināt kolektīvās finansēšanas darbību vietējā līmenī, bet var nebūt savstarpēji saderīgas pārrobežu kontekstā.

Jautājumi

5) *Kādi turpmāki pasākumi varētu palīdzēt uzlabot finansējuma pieejamību un līdzekļu novirzīšanu tiem, kam tie vajadzīgi?*

6) *Vai būtu jāveic pasākumi, lai veicinātu lielāku likviditāti uzņēmumu obligāciju tirgos, piemēram, standartizācija? Ja jā, kādi pasākumi ir nepieciešami un vai tos var veikt tirgus, jeb ir vajadzīgas reglamentējošas darbības?*

7) *Vai ir nepieciešama ES rīcība, lai veicinātu standartizēta, pārredzama un atbildīga VSP (vides, sociālā un pārvaldības) ieguldījuma, tostarp zaļo obligāciju, attīstību, izņemot atbalstu pamatnostādņu izstrādē, ko veic tirgus?*

8) *Vai vērts izstrādāt kopēju ES līmeņa grāmatvedības standartu maziem un vidējiem uzņēmumiem, kas ir iekļauti daudzpusējās tirdzniecības sistēmās? Vai šādam standartam būtu jāklūst par MVU izaugsmes tirgu iezīmi? Ja tā, ar kādiem nosacījumiem?*

9) *Vai pastāv šķēršļi pienācīgi regulētas kolektīvās finansēšanas vai savstarpēju platformu attīstībai, tostarp pārrobežu mērogā? Ja jā, kā tie būtu jālikvidē?*

4.2. Finansējuma piedāvājuma attīstīšana un diversificēšana

Kapitāla tirgu lielums galu galā ir atkarīgs no uzkrājumu ieplūdes kapitāla tirgus instrumentos. Tādējādi, lai kapitāla tirgi attīstītos, tiem ir **jāpiesaista institucionālie, privātie un starptautiskie ieguldītāji.**

Institucionālo ieguldījumu veicināšana

Ilgtermiņa institucionālo ieguldītāju nozīme kapitāla tirgos būtiski pieaug. Tomēr normatīvi šķēršļi un citi faktori var ierobežot ilgtermiņa institucionālo ieguldījumu plūsmu ilgtermiņa projektiem, tostarp ieguldījumus infrastruktūrā.

Ar pārvaldībā esošiem aktīviem vairāk nekā EUR 17 triljonu apmērā **Eiropas aktīvu pārvaldības nozarei** ir svarīga nozīme, lai novirzītu ieguldītāju naudu ekonomikā. Liela daļa šo panākumu ir Eiropas ieguldījumu fondu regulējuma tiešs rezultāts. PVKIU (pārvedamu vērtspapīru kolektīvo ieguldījumu uzņēmumi)¹² regulējums par kopieguldījumu fondiem ir atzīts starptautiskais standarts, bet ar Alternatīvo ieguldījumu fondu pārvaldnieku direktīvu

¹¹ COM (2014) 172.

¹² Direktīva 2014/91/ES.

(AIFMD)¹³ ir izveidots regulējums, kurā var darboties Eiropas alternatīvo ieguldījumu pārvaldnieki.

Regulatīvās izmaksas, lai izveidotu fondus, kļūtu par pilnvarotiem pārvaldītājiem un veiktu pārrobežu pārdošanu, šobrīd dažādās dalībvalstīs ir atšķirīgas. Samazinot izmaksas par fondu izveidi un vispārīgāk pārrobežu tirdzniecību, tiktu samazināti šķēršļi ienākšanai tirgū un radīta lielāka konkurence. Līdzās jaunpienācējiem ir arī svarīgi, lai fondi varētu augt un gūt labumu no apjomradītiem ietaupījumiem. Komisija vēlas uzklaut viedokļus par to, kādi turpmāki politikas pasākumi varētu stimulēt institucionālos ieguldītājus piesaistīt un ieguldīt vairāk līdzekļu un aktīvu plašākā klāstā, piemēram, ilgtermiņa projektos, jaunizveidotos uzņēmumos un MVU.

Pensiju un apdrošināšanas nozarē arī ir ievērojami aktīvi aptuveni EUR 12 triljonu apmērā, kas var palīdzēt finansēt ieguldījumus. Jaunais uzraudzības režīms, kas no 2016. gada 1. janvāra tiks piemērots **apdrošinātājiem**, Maksātspēja II¹⁴, ļaus uzņēmumiem vairāk ieguldīt ilgtermiņa aktīvos, likvidējot valstu ierobežojumus attiecībā uz to aktīvu portfeļa sastāvu¹⁵. Turklāt Komisija ir nodrošinājusi, ka standarta formula, lai aprēķinātu apdrošinātāju kapitāla prasības, nerada šķēršļus ilgtermiņa ieguldījumiem un ilgtermiņa saistību saskaņošanai ar ilgtermiņa aktīviem¹⁶. Kaut arī šie centieni tika atzinīgi novērtēti, daži ir pieprasījuši īpašu režīmu ieguldījumiem infrastruktūrā saistībā ar kapitāla prasību kalibrēšanu apdrošinātājiem un bankām. Ir jāturpina darbs, lai apzinātu zemāka riska infrastruktūras parāda instrumentu un/vai pašu kapitāla ieguldījumus, lai, iespējams, pārskatītu uzraudzības noteikumus un izveidotu infrastruktūras apakšgrupas.

Pensiju nodrošināšanas fondētām shēmām ir aizvien lielāka nozīme dažās dalībvalstīs. Šādas shēmas, saprātīgi pārvaldītas tādā veidā, kas atspoguļo to sabiedrisko funkciju, var sniegt ieguldījumu pensiju sistēmu ilgtspējā un pietiekamībā un ir aizvien nozīmīgāki ieguldītāji Eiropas ekonomikā. Jauni noteikumi par aroda pensijām, kas pašlaik tiek apspriesti, varētu likvidēt šķēršļus pensiju shēmām, vairāk ieguldot ilgtermiņa aktīvos. Turklāt apmaiņa ar labāko praksi varētu arī palielināt valstu sistēmu savietojamību.

Attiecībā uz privātām pensijām pakalpojumu sniedzējiem tiek piemēroti dažādi ES tiesību akti. Tas rada jautājumu par to, vai standartizēta produkta ieviešana, piemēram, izmantojot Eiropas mēroga vai „29.” režīmu, likvidējot šķēršļus pārrobežu piekļuvei, varētu stiprināt privāto pensiju nodrošinājuma vienoto tirgu. Visām izmaiņām būtu jānodrošina efektīvs patērētāju aizsardzības līmenis, vienlaikus uzlabojot segumu un izveidi, un uzkrājumu atbilstīga drošība.

Kā tradicionāliem banku aizdevumiem vai parāda vai pašu kapitāla vērtspapīru emisijai alternatīvam finansējuma veidam **privātajam kapitālam un riska kapitālam** ir būtiska nozīme Eiropas ekonomikā. Tomēr riska kapitāla tirgiem bieži vien var būt nepietiekams mērogs; tas attiecas ne vien uz fondu biržām, kas specializējas strauji augošu uzņēmumu finansēšanā, bet arī uz riska kapitāla ieguldījumu jaunu uzņēmumu darbības uzsākšanas vai attīstības stadijā vai augsto tehnoloģiju uzņēmumos. Pastāv arī lielas atšķirības riska kapitāla

¹³ Direktīva 2011/61/ES un grozījumi Direktīvā 2003/41/EK, Direktīvā 2009/65/EK, Regulā (EK) Nr. 1060/2009 un Regulā (ES) Nr. 1095/2010.

¹⁴ Direktīva 2009/138/EK.

¹⁵ Atsevišķi banku prudenciālā regulējuma jomā Komisijas deleģētais akts par likviditātes seguma rādītāju (LRC) nodrošina papildu stimulus ieguldījumiem infrastruktūrā un MVU, kas veicinātu ieguldījumus MVU.

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

tirgu attīstībā starp dalībvalstīm: aptuveni 90 % no visiem riska kapitāla fondu pārvaldniekiem ir koncentrēti astoņās dalībvalstīs¹⁷.

Dažās dalībvalstīs riska kapitāla fondiem ir problēmas sasniegt mērogu, kas tiem ir vajadzīgs portfeļa riska diversificēšanai. Šķiet, ka galvenie iemesli tam ir neesoša pašu kapitāla ieguldījumu kultūra, informācijas trūkums, sadrumstalots tirgus un lielas izmaksas.

Cenšoties veicināt riska kapitāla nodrošinājumu kapitāla līdzdalības vai aizdevumu veidā ar zināmiem nosacījumiem jaunizveidotiem uzņēmumiem un sociālai uzņēmējdarbībai, ES 2013. gadā ieviesa *EuVECA* (Eiropas riska kapitāla fondu)¹⁸ un *EuSEF* (Eiropas sociālās uzņēmējdarbības fondu)¹⁹ regulas. Ieviešana līdz šim ir bijusi labvēlīga, bet pastāv iespējas turpmākai izaugsmei. Iespējams, pastāv virkne šķēršļu, kas kavē plašāku ieviešanu. Īpašas bažas tika paustas par to, ka pārvaldnieki, kuru portfelis pārsniedz EUR 500 miljonus, nevar pieteikties izveidot un vadīt šādu fondu un nevar izmantot šos apzīmējumus, lai tirgotu fondus Eiropas Savienībā. Tirgus dalībnieku loka paplašināšana varētu potenciāli palielināt pieejamo *EuVECA* un *EuSEF* skaitu.

Publiskam finansējumam var būt liela nozīme, un reģionālās iestādes ir riska kapitāla nozīmīgas finansētājas vairākās dalībvalstīs. ES finanšu instrumenti, piemēram, Konkurētspējas un inovāciju pamatprogramma (*CIP*), Eiropas strukturālie un investīciju fondi (*ESIF*)²⁰ un uz pašu kapitālu balstīts finansējums, ko atbalsta struktūrfondu programmas, ir veiksmīgi mobilizējuši riska kapitālu MVU vajadzībām. Uz to tiks balstītas ES MVU konkurētspējas programma (*COSME*)²¹ un "Apvārnis 2020" programmas. Turklāt 2014. gada jūlijā tika grozīti valsts atbalsta noteikumi, lai attiecīgā gadījumā nodrošinātu lielāku valsts intervenci riska finansējuma tirgus attīstībā un uzlabotu MVU un mazu vai novatorisku uzņēmumu ar vidēji lielu kapitālu piekļuvi²². Problēma ir, kā palielināt riska kapitāla fondu apjomu un kā publiskā un privātā sektora finansējums kopā varētu to veicināt.

Izejas iespēju trūkums ieguldītājiem var būt šķērslis arī riska kapitāla finansējuma attīstībai. Komisija ir ieinteresēta uzzināt, vai var veikt pasākumus nolūkā radīt labāku vidi komercenģeļiem²³, riska kapitālam un sākotnējiem publiskajiem piedāvājumiem, lai nodrošinātu labākas izejas stratēģijas ieguldītājiem un veicinātu riska kapitāla piedāvājumu jaunizveidotiem uzņēmumiem.

Bankas, iespējams, joprojām būs galvenie dalībnieki kapitāla tirgos tāpat kā emitenti, ieguldītāji un starpnieki, un tām joprojām būs svarīga nozīme kredītu starpniecībā, pateicoties to lomai finansēšanā un informācijas sniegšanā. Tajā pašā laikā rodas jaunas tehnoloģijas un uzņēmējdarbības modeļi, piemēram, vienādranga aizdevumi vai citu veidu nebanku tiešie aizdevumi, cenšoties piedāvāt finansējumu MVU un jaunizveidotiem uzņēmumiem. Komisija vēlas saņemt viedokļus par to, vai pastāv nopietni šķēršļi ienākšanai tirgū šo pakalpojumu sniegšanai un palielināšanai papildus banku aizdevumiem.

¹⁷ Apvienotā Karaliste, Vācija, Zviedrija, Dānija, Somija, Nīderlande, Francija un Spānija.

¹⁸ Regula (ES) Nr. 345/2013.

¹⁹ Regula (ES) Nr. 346/2013.

²⁰ Regula (ES) Nr. 1303/2013.

²¹ Regula (ES) Nr. 1287/2013.

²² 2014/C 19/04.

²³ Komerceņģeļi ir individuāli ieguldītāji, parasti ar uzņēmējdarbības pieredzi, kas nodrošina kapitālu jaunizveidotiem uzņēmumiem.

Jautājumi

10) Kādi politikas pasākumi varētu stimulēt institucionālos ieguldītājus piesaistīt un ieguldīt vairāk līdzekļu un aktīvu plašākā klāstā, jo īpaši ilgtermiņa projektos, MVU un novatoriskos un strauji augošos jaunizveidotos uzņēmumos?

11) Kādus pasākumus varētu veikt, lai samazinātu fondu pārvaldnieku izmaksas, kas rodas, veidojot un tirgojot fondus Eiropas Savienībā? Kādi šķēršļi pastāv fondiem, kas gūst labumu no apjomradītiem ietaupījumiem?

12) Vai darbam pie īpašas prakses ieguldījumiem infrastruktūrā vajadzētu būt vēršam uz atsevišķām skaidri identificējamām aktīvu apakšgrupām? Ja jā, tad kurām no tām Komisijai būtu jāpiešķir prioritāte, turpmāk pārskatot uzraudzības noteikumus, piemēram, CRDIV/CRR un Maksātspēja II?

13) Vai standartizēta produkta ieviešana vai pārrobežu piekļuvei pastāvošo šķēršļu likvidēšana stiprinātu pensiju nodrošināšanas vienoto tirgu?

14) Vai izmaiņas EuVECA un EuSEF regulās atvieglotu lielāku ES fondu pārvaldniekiem šo veidu fondu vadību? Kādas citas izmaiņas, ja vispār, būtu jāveic, lai palielinātu šo veidu fondu skaitu?

15) Kā ES var turpmāk attīstīt privāto kapitālu un riska kapitālu kā alternatīvu finansējuma avotu ekonomikai? Jo īpaši kādi pasākumi varētu veicināt riska kapitāla fondu apjomu un palielināt izejas iespējas riska kapitāla ieguldītājiem?

16) Vai pastāv šķēršļi, lai droši palielinātu banku un nebanku tiešos aizdevumus uzņēmumiem, kuriem ir vajadzīgas finanses?

Privāto ieguldījumu veicināšana

Eiropas Savienībā privāto ieguldītāju vēlme ieguldīt tieši kapitāla tirgos parasti ir neliela, galvenokārt novirzīta caur kolektīviem institucionāliem ieguldījumiem. Tomēr Eiropas mājsaimniecībām ir ievērojami uzkrājumi bankas kontos, kurus dažos gadījumos varētu izmantot efektīvāk. Noguldījumu likmju samazināšanās var sniegt stimulus mājsaimniecībām novirzīt vairāk finanšu līdzekļu no bankām uz tirgus vērtspapīriem.

Tādi kopieguldījumu fondu produkti kā PVKIU ir populāri instrumenti privātiem ieguldītājiem ieguldīšanai kapitāla tirgos. Neraugoties uz to, tiešās privātās dalības PVKIU rādītājs joprojām ir salīdzinoši zems: 2013. gadā privātās mājsaimniecības veidoja tikai 26 % no ieguldījumu fondu īpašumtiesībām eurozonā²⁴. Lai nodrošinātu plašāku izvēli starp ieguldījumu fondu produktiem un lielāku konkurenci, Komisija būtu ieinteresēta uzzināt viedokļus par veidiem, kā varētu palielināt pārrobežu privāto dalību PVKIU.

Privātie ieguldītāji vēlēties ieguldīt kapitāla tirgos tikai tad, ja viņi uzticas tiem, kā arī finanšu starpniekiem, kuri darbojas šajos tirgos, un uzskata, ka viņi var droši saņemt lielākus ienākumus no uzkrājumiem. Ieguldītāju uzticības atjaunošana ir galvenais pienākums un

²⁴ *Fact Book 2014*, Eiropas Fondu un aktīvu vadības asociācija.

izaicinājums finanšu nozarei. Finanšu lietpratības stiprināšana arī dotu iespēju patērētājiem efektīvāk un vieglāk izvēlēties finanšu produktus un salīdzināt produktus. Pastāv vairākas valstu programmas finanšu lietpratības un izglītības uzlabošanai, kā arī ES projekts "Consumer Classroom". Dažos gadījumos varētu būt noderīgi arī standartizētāki vai vienkāršāki finanšu produkti, kas ir pieejami dažās dalībvalstīs.

Regulējums un uzraudzība var palīdzēt veidot ieguldītāju uzticību. Eiropas Vērtspapīru un tirgu iestādei (EVTI) un Eiropas Apdrošināšanas un aroda pensiju iestādei (EAAPI) ir piešķirtas lielākas pilnvaras attiecībā uz ieguldītāju aizsardzību ar *MIFID II*²⁵ un citām regulām. Saskaņā ar neseno Komisijas pārskatu par Eiropas uzraudzības iestādēm (EUI)²⁶ to pilnvaras patērētāju/ieguldītāju aizsardzības jomā vajadzības gadījumā varētu precizēt un palielināt.

Pārrobežu konkurences veicināšana privāto finanšu pakalpojumu jomā varētu nodrošināt lielāku izvēli, zemākas cenas un labākus pakalpojumus. Finanšu pakalpojumi, ko sniedz ar elektroniskiem un mobiliem instrumentiem, var dot ieguldījumu šajā ziņā, ja var novērst bažas par to, kā izvairīties no krāpšanas, uzlaušanas un nelikumīgi iegūtu līdzekļu legalizācijas, vienlaikus saglabājot lietošanas ērtumu klientiem. Komisija sāks sagatavošanas darbu saistībā ar to, kā privāto finanšu pakalpojumu vienotais tirgus var sniegt vairāk ieguvumu patērētājiem.

Jautājumi

17) Kā varētu palielināt pārrobežu privāto dalību PVKIU?

18) Kā Eiropas uzraudzības iestādes var sniegt vēl lielāku ieguldījumu, lai nodrošinātu patērētāju un ieguldītāju aizsardzību?

19) Kādi politikas pasākumi varētu palielināt privātos ieguldījumus? Ko vēl varētu darīt, lai apmācītu un aizsargātu ES pilsoņus, kas piekļūst kapitāla tirgiem?

20) Vai pastāv valstu labākā prakse, ar ko var dalīties, izstrādājot vienkāršus un pārredzamus ieguldījumu produktus patērētājiem?

Starptautisko ieguldījumu piesaiste

Eiropas kapitāla tirgiem jābūt atvērtiem un konkurētspējīgiem pasaules mērogā, pienācīgi reglamentētiem un integrētiem, lai piesaistītu ārvalstu ieguldījumus, kas nozīmē augstu ES standartu saglabāšanu, lai nodrošinātu tirgus integritāti, finanšu stabilitāti un ieguldītāju aizsardzību. Ņemot vērā kapitāla tirgu globālo raksturu, ir svarīgi, lai kapitāla tirgu savienība tiek veidota, ņemot vērā plašāku globālo kontekstu.

Lai gan bruto kapitāla plūsmu pēckrīzes samazināšanās ietekmēja visus reģionus, Eiropas Savienībā (un jo īpaši eurozonā) bruto kapitāla ienākošās un izejošās plūsmas ir samazinājušās visvairāk procentos no IKP. Visas bruto kapitāla ieplūdes komponentes

²⁵ Direktīva 2014/65/ES un groza Direktīvu 2002/92/EK un Direktīvu 2011/61/ES.

²⁶ COM(2014) 509.

(portfeļa ieguldījumi, ārvalstu tiešie ieguldījumi un banku starpniecība) 2013. gadā bija mazākas nekā 2007. gadā.

Saskaņā ar Starptautiskā Valūtas fonda (SVF) datiem 2013. gada beigās pārrobežu portfeļa ieguldījumu kopējais apjoms pasaulē bija EUR 25 triljoni. Pārrobežu portfeļa ieguldījumu kopējais apjoms starp ES dalībvalstīm bija EUR 9,6 triljoni, bet portfeļa ieguldījumi no valstīm ārpus ES sasniedza EUR 5 triljonus. Tāpēc joprojām pastāv plašas iespējas piesaistīt papildu pašu kapitāla un parāda vērtspapīru ieguldījumu no trešām valstīm.

ES starptautiskajai tirdzniecības un ieguldījumu politikai²⁷ ir svarīga nozīme, sniedzot atbalstu starptautiskajiem ieguldījumiem. Starptautiskie tirdzniecības un ieguldījumu nolīgumi liberalizē kapitāla apriti, reglamentē piekļuvi tirgum un ieguldījumus, tostarp finanšu pakalpojumu sniegšanu, un var palīdzēt sasniegt gan pienācīgu ieguldītāju aizsardzības līmeni Eiropā, gan vienlīdzīgus konkurences apstākļus Eiropas Savienībā²⁸. Turklāt Komisija veicina starptautisko darbu pie kapitāla brīvas aprites, tostarp, piemēram, pie ESAO kodeksiem kapitāla aprites liberalizācijai.

Būtu jāveicina ES ieguldījumu fondu un citu ieguldījumu instrumentu tiešā tirdzniecība trešās valstīs. To varētu panākt, samazinot šķēršļus ES finanšu iestāžu un pakalpojumu piekļuvē trešo valstu tirgiem, tostarp vajadzības gadījumā ar tirgu atvēršanu pārrobežu aktīvu pārvaldībai turpmākajos tirdzniecības nolīgumos.

Ņemot vērā šīs tendences, Komisija vēlas uzzināt viedokļus par pasākumiem, ko varētu veikt, lai palielinātu ES tirgu pievilcību starptautiskajiem investoriem.

Jautājumi

21) Vai ir papildu darbības finanšu pakalpojumu reglamentācijas jomā, kuras varētu veikt, lai nodrošinātu, ka ES ir starptautiski konkurētspējīga un pievilcīga vieta ieguldījumiem?

22) Kādus pasākumus var veikt, lai sekmētu ES uzņēmumu piekļuvi ieguldītājiem un kapitāla tirgiem trešās valstīs?

4.3. Tirgus efektivitātes uzlabošana – starpnieki, infrastruktūra un plašāks tiesiskais regulējums

Vienots noteikumu kopums, īstenošana un konkurence

Vienota noteikumu kopuma izstrāde pēdējos gados ir bijis būtisks solis ceļā uz saskaņotāku tiesisko regulējumu kapitāla tirgiem, kuros uzņēmumi var konkurēt pārrobežu mērogā vienlīdzīgos konkurences apstākļos. Vienota noteikumu kopuma panākumi ir atkarīgi arī no noteikumu efektīvas īstenošanas un konsekventas piemērošanas. Joprojām pastāv daži svarīgi ES tiesību akti, kas atļauj pievienot prasības, tā sauktā “pārmērīgā reglamentēšana”, ko veic

²⁷ COM (2010) 343.

²⁸ ES cenšas arī nodrošināt tirdzniecības un ieguldījumu nolīgumos atbilstošas garantijas, lai nodrošinātu atbilstošu aizsardzību tādās jomās kā drošība, veselība, vides aizsardzība un kultūras daudzveidība.

dalībvalstis, un ir radušās arī problēmas ar noteikumu atšķirīgu interpretāciju. Komisija sadarbībā ar dalībvalstīm un Eiropas uzraudzības iestādēm veic darbu, lai nodrošinātu ES finanšu tiesību aktu pareizu īstenošanu un piemērošanu uz vietas.

Konkurencei ir būtiska nozīme, lai nodrošinātu, ka patērētāji saņem labākās preces un pakalpojumus par atbilstošām cenām un ka ieguldījumu plūsmas tiek novirzītas visproduktīvākajiem izlietojumiem. Iespēju robežās būtu jālikvidē šķēršļi konkurentu ienākšanai tirgū un jānodrošina piekļuve finanšu tirgus infrastruktūrai. Lai atbalstītu efektīvākus un labi funkcionējošus kapitāla tirgus, Komisija pēdējos gados ir izmeklējusi vairākas lietas, izmantojot savas pilnvaras konkurences jomā. Komisija turpinās nodrošināt konkurences tiesību stingru piemērošanu, lai izvairītos no konkurences ierobežojumiem vai izkropļojumiem, kas ietekmē integrētu un labi funkcionējošu kapitāla tirgu rašanos.

Kapitāla brīvas aprites princips būtu jāpiemēro arī, lai likvidētu nepamatotus šķēršļus ieguldījumu plūsmām Eiropas Savienībā. Piemēram, prasības, kuras uzņēmējas dalībvalstis noteikušas tirgus dalībniekiem ar Eiropas tirdzniecības pasi, ko piešķirusi to piederības dalībvalsts, dažos gadījumos varētu būt nepamatots šķērslis kapitāla brīvai aprītei. Stabilāks, pārredzamāks un paredzamāks regulējums ieguldītājiem varētu palīdzēt veidot uzticību un uzlabot vienotā tirgus kā vietas, kur ieguldīt ilgtermiņā, pievilcību.

Uzraudzības konverģence

Lai gan tiesiskais regulējums kapitāla tirgiem lielā mērā ir saskaņots, arī reformu izdošanās ir atkarīga no noteikumu īstenošanas un konsekventas piemērošanas. Eiropas uzraudzības iestādēm ir izšķiroša nozīme konverģences veicināšanā. Komisija nesen publicēja ziņojumu par Eiropas uzraudzības iestāžu un Eiropas finanšu uzraudzības sistēmas (EFUS) darbību²⁹, kurā tika konstatētas vairākas jomas, kurās varētu veikt iespējamus uzlabojumus īstermiņā un vidējā termiņā. Komisija turpinās pārskatīt Eiropas uzraudzības iestāžu funkcionēšanu un darbību, kā arī to pārvaldību un finansēšanu.

Eiropas uzraudzības iestādēm ir svarīga loma, turpinot sekmēt lielāku uzraudzības konverģenci, pievēršot lielāku uzmanību salīdzinošai izvērtēšanai un piemērotiem turpmākiem pasākumiem un palielinot to izmantošanu. Turklāt strīdu izšķiršanas izmantošana tur, kur tā ir vajadzīga, un izmeklēšanas pilnvaras attiecībā uz iespējamiem ES tiesību aktu pārkāpumiem varētu veicināt ES tiesību aktu konsekventu īstenošanu un piemērošanu vienotajā tirgū.

Vēl varētu apsvērt Eiropas uzraudzības iestāžu lomu šajā sakarībā. Ja valstu uzraudzības režīmi var radīt atšķirīgus ieguldītāju aizsardzības līmeņus, šķēršļus pārrobežu darbībām un atturēt uzņēmumus meklēt finansējumu citās dalībvalstīs, Eiropas uzraudzības iestādēm var būt papildu loma konverģences palielināšanā.

Datu un pārskatu sniegšana

Kopīgu datu un pārskatu sniegšanas izstrāde Eiropas Savienībā varētu palīdzēt atbalstīt ciešāku kapitāla tirgus integrāciju. Piemēram, akciju tirgos “konsolidētu datu sistēma” ir būtiska, lai nodrošinātu pēctirdzniecības informācijas kvalitāti, pieejamību un savlaicīgumu. Ja tirgus virzītie centieni izrādītos nepietiekami, lai izveidotu konsolidētu datu sistēmu, kas ir

²⁹ COM(2014) 509.

viegli pieejama un izmantojama tirgus dalībniekiem saskaņā ar komerciāli pamatotiem noteikumiem, var būt jāapsver citi risinājumi, tostarp konsolidētu datu sistēmas ekspluatācijas uzticēšana komerciālai struktūrai. Komisija centīsies nodrošināt arī to, ka konsolidētas informācijas izplatīšana saskaņā ar komerciāli pamatotiem noteikumiem notiek netraucēti.

Efektīvākas pieejas uzraudzības un tirgus pārskatu sniegšanai, iesaistot valstu iestādes vai EVTI, piemēram, attiecībā uz kopīgām IT pieejām dažām pārskatu sniegšanas prasībām, arī varētu būt noderīgas tirgus dalībniekiem. Atzinīgi tiktu vērtēti viedokļi par to, vai un kāds turpmāks darbs ir vajadzīgs, lai uzlabotu datu un pārskatu sniegšanu Eiropas Savienībā.

Tirgus infrastruktūra un vērtspapīru tiesību akti

Tirgus infrastruktūra un vērtspapīru tiesību akti – “cauruļvadi”, kas novirza ieguldījumus, un tiesību akti, saskaņā ar kuriem tos aplūko, – ir galvenie noteicošie faktori efektivitātei un vieglumam, ar kādu var veikt ieguldījumu. Tiesiskais regulējums, kas attiecas uz tirgus infrastruktūru, ir īstenošanas procesā, ar tiesību aktiem, lai nodrošinātu centrālo darījumu partneru (CDP) un centrālo vērtspapīru depozitāriju (CVD) un Eurosistēmas vadītā *Target2Securities (T2S)* projekta stabilitāti. Kā norādīts Komisijas darba programmā, Komisija plāno nākt klajā ar tiesību akta priekšlikumu, lai izveidotu Eiropas regulējumu sistēmiski svarīgu finanšu iestāžu, piemēram, centrālo darījumu partneru, sanācijai un neregulējumam. Tomēr ir daži aspekti saistībā ar tirgus infrastruktūru, kas atbalsta tirdzniecību, kur pastāv iespējas veikt turpmākus uzlabojumus.

Nodrošinājums ir būtiska finanšu sistēmas daļa, jo tas ir pamatā daudziem darījumiem tirgū un rada drošības tīklu problēmu gadījumā. Nodrošinājuma plūsma Eiropas Savienībā pašlaik ir ierobežota, liedzot tirgiem darboties efektīvi. Kopš finanšu krīzes pieprasījums pēc nodrošinājuma ir palielinājies, ko virza tirgus pieprasījums pēc vairāk nodrošināta finansējuma, kā arī jaunas reglamentējošas prasības, piemēram, kā izklāstīts Eiropas tirgus infrastruktūras regulā (ETIR)³⁰ un Kapitāla prasību regulā (KPR)³¹. Palielinoties pieprasījumam pēc nodrošinājuma, pastāv risks, ka tie paši vērtspapīri tiek atkārtoti izmantoti, lai atbalstītu vairākus darījumus, kā tas bija pirms krīzes, un notiek darbs starptautiskā mērogā šo jautājumu izskatīšanai. Tiek gaidīti viedokļi par to, vai būtu jāveic darbs, lai veicinātu pienācīgi regulētu nodrošinājuma plūsmu Eiropas Savienībā.

Lai gan ir panākts ievērojams progress to noteikumu saskaņošanā, kas nepieciešami vērtspapīru tirgu pārredzamībai un integritātei, **tiesību akti par ieguldītāju tiesībām uz vērtspapīriem dalībvalstīs atšķiras**. Rezultātā ieguldītājiem ir grūtības novērtēt kapitāla ieguldījumu risku dažādās dalībvalstīs. Diskusijas par šo jautājumu sākās pirms vairāk nekā desmit gadiem, sākot ar Otro *Giovaninni* ziņojumu 2003. gadā. Tomēr šis jautājums ir sarežģīts, jo tas attiecas uz īpašuma, līgumu, uzņēmumu un maksātspējas tiesību aktiem, kā arī tiesību aktiem par vērtspapīru turēšanu un tiesību normu kolīziju. Pretēji viedokļi ir, ka saskaņošana ES līmenī un vienota ES vērtspapīru definīcija nebūtu nepieciešama. Turklāt tiek apgalvots, ka *Target 2 Securities* darbības sākšana 2015. gada vidū novērsīs juridiskos un operacionālos riskus saistībā ar vērtspapīru nodošanu un turēšanu dažādās jurisdikcijās, samazinās izmaksas un varētu palielināt pārrobežu ieguldījumus. Ņemot vērā šos ierobežojumus, tiktu atzinīgi vērtēti viedokļi par to, vai ir iespējamas un vēlamas kādas

³⁰ Regula (ES) Nr. 648/2012.

³¹ Regula (ES) Nr. 575/2013, un ar ko groza Regulu (ES) Nr. 648/2012.

mērķtiecīgas izmaiņas tiesību aktos par vērtspapīru īpašumtiesību noteikumiem, kas varētu būtiski veicināt integrētākus kapitāla tirgus Eiropas Savienībā.

Vēl viens svarīgs aspekts, izstrādājot Eiropas mēroga tirgu vērtspapīrošanai un finanšu nodrošinājuma līgumiem, kā arī citām darbībām, piemēram, faktoringam, ir panākt lielāku juridisko noteiktību prasījumu pārrobežu nodošanai un šādas nodošanas prioritāro secību, jo īpaši, piemēram, maksātnespējas lietās. Komisija 2015. gadā publicēs ziņojumu, kurā apzinātas problēmas un iespējamie risinājumi.

Bankām ir būtiska nozīme ne tikai kreditēšanā, bet arī kapitāla tirgu starpniecībā, īpaši nodrošinot likviditāti ar tirgus uzturēšanu. Dažos pētījumos ir pazīmes par likviditātes samazināšanos dažos tirgus segmentos, bet arī tas, ka pirms krīzes likviditātes cena, iespējams, bija par zemu. Likviditātes samazināšanos daži attiecina uz vajadzīgu tirgus korekciju, kā arī tirgus uzticības samazināšanos pēc krīzes, un citi – uz globāliem pēckrīzes reglamentējošiem pasākumiem. Komisija vēlas uzzināt viedokļus par to, kā panākt labākas cenas un stabilas likviditātes nosacījumus, jo īpaši par to, vai varētu veikt pasākumus, lai atbalstītu likviditāti neaizsargātos segmentos, un vai pastāv šķēršļi jaunu tirgus dalībnieku ienākšanai, kam var būt nozīme, lai pircēji un pārdevēji atrastu viens otru.

Uzņēmējdarbības tiesības, korporatīvā pārvaldība, maksātnespēja un nodokļi

ES tiesību akti **korporatīvās pārvaldības** jomā pastāv (piemēram, par korporatīvās pārvaldības ziņojumiem³², par akcionāru tiesību pārrobežu izmantošanu³³), bet korporatīvā pārvaldība bieži vien ietilpst valsts tiesību aktos un standartos. Pēc finanšu krīzes tika veikta ES korporatīvās pārvaldības regulējuma pārskatīšana, izmantojot divas apspriedes³⁴. Akcionāru tiesību direktīvas notiekošās pārskatīšanas mērķis ir iedrošināt institucionālos ieguldītājus un aktīvu pārvaldītājus sniegt vairāk ilgtermiņa kapitālu uzņēmumiem.

Mazākuma akcionāru tiesību aizsardzība uzlabo korporatīvo pārvaldību un uzņēmumu pievilcību ārvalstu ieguldītāju acīs, jo tie bieži vien var būt mazākuma ieguldītāji. Vēl viens pareizas korporatīvās pārvaldības aspekts ir uzņēmumu valžu efektivitāte uzņēmumu vadītāju kontrolēšanas ziņā. Tā kā uzņēmumu valdes aizsargā ieguldītāju intereses, efektīvas un labi funkcionējošas uzņēmumu valdes arī ir būtiskas, lai piesaistītu ieguldījumus.

Lai arī ir vairākas direktīvas par uzņēmējdarbības tiesībām³⁵, uzņēmumi joprojām saskaras ar būtiskiem šķēršļiem **pārrobežu mobilitātei un pārstrukturēšanai**. Turpmākas reformas uzņēmējdarbības tiesību jomā var palīdzēt pārvarēt šķēršļus uzņēmumu pārrobežu dibināšanai un darbībai.

Atšķirīgas valstu **tiesību kolīziju normas** par uzņēmuma iekšējo darbību var radīt juridisku nenoteiktību, jo tās var radīt situāciju, kurā uzņēmumam vienlaikus piemēro dažādu dalībvalstu tiesību aktus, piemēram, gadījumos, kad uzņēmums ir reģistrēts vienā dalībvalstī, bet darbojas galvenokārt no citas dalībvalsts.

Lai arī diskusija par materiālo **maksātnespējas tiesību aktu** saskaņošanu ir bijusi lēna aptuveni pēdējos 30 gados, ņemot vērā tās sarežģītību, ir panākts ievērojams progress tiesību

³² Direktīva 2006/46/EK.

³³ Direktīva 2007/36/EK.

³⁴ COM(2010) 284 un COM(2011) 164.

³⁵ Piemēram, Padomes Regula (EK) Nr. 2157/2001 un Direktīva 2005/56/EK.

kolīziju normu jomā attiecībā uz pārrobežu maksātspējas procedūru³⁶. Tomēr pamatā esošie valstu maksātspējas regulējumi joprojām atšķiras pēc to pamatiezīmēm un efektivitātes.³⁷ Šo atšķirību samazināšana varētu veicināt Eiropas mēroga pašu kapitāla un parāda vērtspapīru tirgu rašanos, tādējādi samazinot nenoteiktību ieguldītājiem, kuriem jānovērtē riski vairākās dalībvalstīs. Turklāt noteikumu trūkums vai nepietiekamība, kas ļauj veikt parāda agrīnu pārstrukturēšanu daudzās dalībvalstīs, “otrās iespējas” noteikumu neesība un formālas maksātspējas procedūras pārmērīgais ilgums un izmaksas var radīt zemu atgūšanas rādītājus kreditoriem un atturēt ieguldītājus. Lai panāktu progresu maksātspējas jomā, Komisija pieņēma Ieteikumu par jaunu pieeju neveiksmīgai darījumdarbībai un maksātspējai³⁸, kurā tā mudina dalībvalstis ieviest agrīnas pārstrukturēšanas procedūras un “otrās iespējas” noteikumus. Ieteikumā dalībvalstis arī aicinātas apsvērt principu piemērošanu patērētāju pārmērīgām parādsaistībām un bankrotam. Ieteikuma novērtējumu paredzēts veikt 2015. gadā.

Nodokļu režīmu atšķirības dalībvalstīs var kavēt vienotā kapitāla tirgus attīstību. Piemēram, tās var radīt šķēršļus pārrobežu ieguldījumiem, piemēram, pensijām un dzīvības apdrošināšanai. Kā turpmāku pasākumu pēc Baltās grāmatas par pensijām³⁹ Komisija veica pētījumu par diskriminējošiem noteikumiem saistībā ar pensiju un dzīvības apdrošināšanas kapitālu, iemaksām un maksājumiem. Komisija vajadzības gadījumā attiecīgi rīkosies, ja vēlākā posmā tiks konstatēti diskriminējoši noteikumi un diskriminējoši nodokļu noteikumi par pārrobežu ieguldījumiem, ko dzīvības apdrošināšanas sabiedrības un pensiju fondi veic nekustamajā īpašumā. Tiek turpināts darbs arī pie **ieturamā nodokļa atvieglojumu procedūras vienkāršošanas** saistībā ar pēctirdzniecību.

Papildus nodokļu režīmam attiecībā uz dažādiem tirgus dalībniekiem dažādās dalībvalstīs pastāv arī nodokļu režīma atšķirības attiecībā uz dažādiem finansējuma veidiem, kas var radīt izkropļojumus. Piemēram, nodokļu režīma atšķirības attiecībā uz parāda un pašu kapitāla finansējumu varētu palielināt uzņēmumu paļāvību parāda vērtspapīru un bankas finansējumam. Turklāt atšķirības starp dalībvalstīm parāda un pašu kapitāla definīcijā un to attiecīgajā nodokļu režīmā, tostarp attiecībā uz regulējošiem kapitāla instrumentiem, var kavēt vienlīdzīgus konkurences apstākļus, sadrumstalot tirgus un radīt iespējas peļņas novirzīšanai.

Visbeidzot, jaunizveidotiem uzņēmumiem ir īpaši grūti piesaistīt finansējumu, jo tiem trūkst nodrošinājuma un pierādītas pieredzes, kas var nodrošināt noteiktību finansējuma sniedzējiem. Tomēr jaunizveidoti uzņēmumi, visticamāk, nodrošinās inovācijas, kas izkonkurē lielu esošu uzņēmumu stāvokli tirgū. Eiropas Komisijas neseno pasūtītā pētījumā⁴⁰ secināts, ka **nodokļu atvieglojumi pētniecības un izstrādes izdevumiem** jauniem novatoriskiem uzņēmumiem ir efektīva prakse.

Tehnoloģija

Svarīgs kapitāla tirgu integrācijas virzītājspēks ir jauno tehnoloģiju straujā attīstība, kas devušas ieguldījumu, piemēram, elektronisko tirdzniecības platformu, ātrās datorizētās

³⁶ 2015. gadā Regula (EK) Nr. 1346/2000 par maksātspējas procedūrām tiks aizstāta ar uzlabotu tiesību instrumentu.

³⁷ Komisijas dienestu darba dokuments (2014) 61 *final*.

³⁸ Komisijas Ieteikums C(2014) 1500.

³⁹ Baltā grāmata “Atbilstīgu, drošu un noturīgu pensiju programma” tika pieņemta 2012. gada 16. februārī, pamatojoties uz 2010. gada Zaļās grāmatas apspriedi. Baltajā grāmatā ir apkopotas problēmas saistībā ar pensiju sistēmu atbilstību un noturību un ierosināti dažādi politikas pasākumi ES līmenī.

⁴⁰ CPB (2014), "Study on R&D tax incentives", Taxation papers No 52.

tirdzniecības un tā saukto “FinTech” uzņēmumu attīstībā. “FinTech” var definēt kā novatorisku finanšu pakalpojumu un kapitāla pieejamības apvienojumu, izmantojot jaunas (ciparu) tehnoloģijas, piemēram, kolektīvo finansēšanu. Saskaņā ar jaunāko ziņojumu kopš 2008. gada globālais ieguldījums *FinTech* uzņēmumos ir trīskāršojies līdz gandrīz USD 3 miljardiem 2013. gadā; šī tendence turpināsies, un globālais ieguldījums palielināsies līdz pat USD 8 miljardiem līdz 2018. gadam⁴¹.

Eiropas un valstu uzņēmējdarbības tiesības nav gājušas kopsolī ar tehnoloģisko attīstību, piemēram, nepietiekami **integrējot digitalizācijas radītās priekšrocības**. Informācijas apmaiņa starp uzņēmumiem, akcionāriem un valsts iestādēm bieži vien vēl ir papīra formātā. Piemēram, daudzos uzņēmumos akcionāri joprojām nevar balsot elektroniski, un nav Eiropas mēroga uzņēmumu reģistrēšanas tiešsaistē. Modernu tehnoloģiju izmantošana šajās jomās varētu palīdzēt samazināt izmaksas un slogu, kā arī nodrošināt efektīvāku saziņu, jo īpaši pārrobežu kontekstā.

Jautājumi

23) *Vai pastāv šajā dokumentā neminēti mehānismi, lai uzlabotu tirgu darbību un efektivitāti, jo īpaši pašu kapitāla un obligāciju tirgus darbības un likviditātes jomās?*

24) *Vai, jūsaprāt, ir jomas, kurās vienotais noteikumu kopums joprojām ir nepietiekami attīstīts?*

25) *Vai domājat, ka Eiropas uzraudzības iestāžu pilnvaras, lai nodrošinātu konsekventu uzraudzību, ir pietiekamas? Kādi papildu pasākumi attiecībā uz ES līmeņa uzraudzību būtiski palīdzētu izveidot kapitāla tirgu savienību?*

26) *Nemot vērā iepriekšējo pieredzi, vai ir mērķtiecīgas izmaiņas vērtspapīru īpašumtiesību noteikumos, kuras varētu veicināt integrētākus kapitāla tirgus Eiropas Savienībā?*

27) *Kādus pasākumus varētu veikt, lai uzlabotu nodrošinājuma pārrobežu plūsmu? Vai būtu jāveic darbs, lai uzlabotu nodrošinājuma juridisko izpildāmību un noslēguma ieskaita pasākumus pārrobežu mērogā?*

28) *Kādi ir integrētu kapitāla tirgu galvenie šķēršļi, kas izriet no uzņēmējdarbības tiesībām, tostarp korporatīvās pārvaldības? Vai ir mērķtiecīgi pasākumi, kas varētu palīdzēt tos pārvarēt?*

29) *Kādi konkrēti maksātnespējas tiesību aktu aspekti būtu jāsaskaņo, lai atbalstītu Eiropas kapitāla tirgus izveidi?*

30) *Kādi šķēršļi pastāv ap nodokļiem, kuri būtu jāizskata prioritārā kārtā, lai veicinātu integrētākus kapitāla tirgus Eiropas Savienībā un stabilāku finansējuma struktūru uzņēmumu līmenī, un ar kādiem instrumentiem?*

31) *Kā ES var vislabāk atbalstīt jaunu tehnoloģiju un uzņēmējdarbības modeļu attīstību, lai veicinātu integrētus un efektīvus kapitāla tirgus?*

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

32) *Vai ir kādi citi jautājumi, kas nav apzināti šajā zaļajā grāmatā, kuriem, jūsuprāt, ir vajadzīga rīcība, lai panāktu kapitāla tirgu savienību? Ja jā, tad kādi un kāda veida rīcība tā varētu būt?*

5. IEDAĻA. TURPMĀKĀ RĪCĪBA

Pamatojoties uz šīs apspriedes rezultātiem, Komisija apsvērs prioritārās darbības, kas vajadzīgas, lai līdz 2019. gadam ieviestu pamatelementus integrētai, labi regulētai, pārredzamai un likvīdai kapitāla tirgu savienībai visām 28 dalībvalstīm. Papildus atbalstam uz tirgu orientētām iniciatīvām, ja iespējams, ES rīcība varētu būt nelegislatīvi pasākumi, tiesību akti, konkurences tiesību aktu piemērošana un pārkāpumi, kā arī konkrētām dalībvalstīm adresēti ieteikumi saistībā ar Eiropas pusgadu. Dalībvalstis tiek aicinātas apsvērt, vai pastāv šķēršļi, ko rada valstu tiesību akti un prakse, un kā vislabāk tos pārvarēt.

Ieinteresētās personas tiek aicinātas sūtīt savas atbildes uz šajā zaļajā grāmatā uzdotajiem jautājumiem līdz 2015. gada 13. maijam, izmantojot **tiešsaistes anketu**:

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

Apspriedes procesa laikā Eiropas Komisija:

- sadarbosies ar Eiropas Parlamentu, lai saņemtu tiešas atsauksmes no tā locekļiem;
- aicina dalībvalstis rīkot apspriedes un pasākumus ar sabiedrību un valstu parlamentu deputātiem, lai veicinātu diskusiju par kapitāla tirgu savienību valsts līmenī; un
- pārredzami un līdzsvaroti organizēs seminārus, lai apspriestos ar tiem, kuriem ir īpašas tehniskās zināšanas (piemēram, akadēmisko aprindu pārstāvjiem, tirgus dalībniekiem), lai panāktu informētu viedokli par konkrētiem jautājumiem.

Komisija 2015. gada vasarā organizēs konferenci, lai noslēgtu apspriedi. Rīcības plānu par kapitāla tirgu savienību publicēs 2015. gadā.