



COMISIA
EUROPEANĂ

Bruxelles, 18.2.2015
COM(2015) 63 final

CARTE VERDE

Crearea unei uniuni a piețelor de capital

{SWD(2015) 13 final}

Introducere

Prioritatea Comisiei, prioritatea Europei, o reprezintă locurile de muncă și creșterea economică. Pentru ca în Europa să se înregistreze din nou creștere economică, provocarea noastră este de a debloca investițiile în întreprinderile și infrastructura Europei. Pachetul de investiții în valoare de 315 miliarde EUR va contribui la demararea acestui proces. Însă, pentru a consolida investițiile pe termen lung, este necesar să creăm o piață unică veritabilă a capitalurilor, o uniune a piețelor de capital pentru toate cele 28 de state membre.

Spre deosebire de alte părți ale lumii, întreprinderile europene depind în continuare în foarte mare măsură de bănci pentru a-și asigura finanțarea și relativ mai puțin de piețele de capital. Piețele de capital mai solide ar fi complementare sursei de finanțare reprezentate de bănci și:

- ar debloca mai multe investiții pentru toate întreprinderile, în special pentru IMM-uri, și pentru proiectele de infrastructură;
- ar atrage în UE mai multe investiții din restul lumii; și
- ar asigura o mai mare stabilitate a sistemelor financiare, prin deschiderea unei game mai largi de surse de finanțare.

În esență, sarcina noastră este de a identifica modalitățile de stabilire a unei corelații între investitori și deponenți, pe de o parte, și creșterea economică, pe de altă parte. Uniunea piețelor de capital nu se va realiza prin intermediul unei măsuri unice. Vor fi însă mai multe etape, unele modeste dacă sunt analizate izolat, dar al căror impact cumulat va fi semnificativ. Este necesar să identificăm și să înlăturăm barierele care se interpun între mijloacele bănești ale investitorilor și oportunitățile de investiții și să depășim obstacolele care nu permit întreprinderilor să ajungă la investitori. De asemenea, trebuie ca sistemul de direcționare a acestor fonduri, lanțul de investiții, să fie cât mai eficient posibil, atât la nivel național, cât și la nivel transfrontalier.

De ce merită să facem acest lucru? Câteva exemple ilustrează beneficiile potențiale. Finanțarea pe care întreprinderile mijlocii, motoarele creșterii în multe țări, o obțin de pe piețele de capital este de cinci ori mai mare în SUA decât în UE. Dacă piețele noastre de capital de risc ar fost la fel de aprofundate, în perioada 2008 - 2013, ar fi fost disponibile fonduri în valoare de 90 miliarde EUR pentru a finanța întreprinderile. Dacă securitizările IMM-urilor s-ar putea situa din nou, în condiții de siguranță, chiar și numai la jumătatea nivelurilor din 2007, comparativ cu situația actuală, acestea ar putea reprezenta o finanțare suplimentară de aproximativ 20 de miliarde EUR.

Este adevărat că multe dintre aspectele vizate, cum ar fi legislația privind insolvența și valorile mobiliare sau regimurile fiscale, au fost discutate de mai mulți ani. Necesitatea de a înregistra progrese este însă mai imperioasă decât niciodată. Va fi un proiect pe termen lung, care necesită eforturi susținute pe parcursul mai multor ani, însă acest lucru nu ar trebui să ne împiedice să realizăm progrese rapide. De aceea, în lunile următoare:

- vom elabora propuneri care să promoveze securitizarea de înaltă calitate și eliberarea bilanțurilor bancare în vederea acordării de împrumuturi;

- vom revizui Directiva privind prospectul pentru a permite firmelor, în special celor mai mici, să atragă fonduri și să ajungă mai ușor la investitorii transfrontalieri;
- vom începe activitatea de îmbunătățire a disponibilității informațiilor privind creditele IMM-urilor, astfel încât să fie mai ușor pentru investitori să investească în aceste întreprinderi;
- vom colabora cu sectorul pentru a pune în aplicare un regim paneuropean al plasamentelor private, astfel încât să se încurajeze investițiile directe în întreprinderile mai mici; și
- vom sprijini utilizarea de noi fonduri europene de investiții pe termen lung, astfel încât investițiile să fie direcționate în infrastructură și alte proiecte pe termen lung.

Prezenta carte verde marchează începutul unei perioade de consultare cu durata de trei luni. Dorim să aflăm punctul de vedere al parlamentarilor, al statelor membre, al celor care lucrează pe piețele de capital și al tuturor grupurilor preocupate de locurile de muncă, de creșterea economică și de protejarea intereselor cetățenilor europeni. Acest feedback ne va ajuta să elaborăm un plan de acțiune în vederea instituirii, până în 2019, a elementelor de temelie ale unei uniuni a piețelor de capital pe deplin funcțională.

Direcția pe care trebuie să o urmăm este clară: să instituim o piață unică pentru capitaluri „de jos în sus”, identificând barierele și eliminându-le una câte una, suscitând un nou elan și contribuind la alimentarea unui sentiment tot mai mare de încredere pentru a investi în viitorul Europei. Libera circulație a capitalurilor a fost unul dintre principiile fundamentale care au stat la temelia Uniunii Europene. La peste cincizeci de ani de la Tratatul de la Roma, trebuie să profităm de oportunitatea de a transforma această viziune în realitate.

Secțiunea 1: crearea unei uniuni a piețelor de capital

Principiul liberei circulații a capitalurilor a fost înscris în Tratatul de la Roma, în urmă cu peste cincizeci de ani. Este una dintre libertățile fundamentale ale Uniunii Europene și ar trebui să se afle în centrul pieței unice. Totuși, în ciuda progreselor care au fost înregistrate, în prezent, piețele de capital sunt în continuare fragmentate și sunt organizate în mod obișnuit după criteriile naționale. În urma unei perioade de aprofundare, gradul de integrare a piețelor financiare la nivelul întregii UE a scăzut de la declanșarea crizei, băncile și investitorii retrăgându-se pe piețele naționale.

În comparație cu alte jurisdicții, în Europa, finanțarea pe baza pieței de capital este relativ subdezvoltată. Piețele europene ale titlurilor de capital, de creanță și de altă natură joacă un rol mai puțin important în finanțarea creșterii, iar întreprinderile europene depind în continuare în mare măsură de bănci, ceea ce face ca economiile noastre să fie vulnerabile la contractarea creditării bancare. De asemenea, încrederea investitorilor este slabă, iar economisirile realizate în Europa ar putea să nu fie întotdeauna utilizate în modul cel mai productiv. Nivelurile investițiilor europene se situează cu mult sub nivelul istoric obișnuit, iar piețele europene de capital sunt mai puțin competitive la nivel global.

Pentru a sprijini revenirea sustenabilă la creșterea economică și crearea de locuri de muncă, alături de alte reforme ale mediului de afaceri, piețele de capital trebuie să joace un rol mai important în canalizarea finanțării către economie. În practică, aceasta înseamnă să se garanteze că barierele în calea circulației capitalurilor între investitori și cei care au nevoie de finanțare sunt identificate și înlăturate, indiferent dacă barierele respective sunt specifice unui stat membru sau dacă au caracter transfrontalier.

Crearea unei uniuni a piețelor de capital este o inițiativă cheie în programul de lucru al Comisiei. Aceasta ar asigura o mai mare diversificare a surselor de finanțare a economiei și ar reduce costul de atragere a capitalului, în special în cazul IMM-urilor. Un nivel mai ridicat de integrare a piețelor de capital, în special a piețelor de valori, ar consolida capacitatea economiei europene de absorbție a șocurilor și ar facilita un nivel mai ridicat al investițiilor, fără creșterea gradului de îndatorare. Cu ajutorul infrastructurii de piață și al intermediarilor eficienți, uniunea piețelor de capital ar trebui să consolideze fluxul de capital de la investitori la proiectele de investiții europene, contribuind la o mai bună alocare a riscului și a capitalului la nivelul UE și, în cele din urmă, la o rezistență mai mare a Europei la șocurile viitoare.

Prin urmare, Comisia Europeană și-a luat angajamentul de a institui, până în anul 2019, elementele de temelie ale unei uniuni a piețelor de capital integrate și bine reglementate, care să cuprindă toate statele membre, în vederea maximizării beneficiilor pe care piețele de capital și instituțiile financiare nebancare le pot aduce economiei în ansamblul său.

Uniunea piețelor de capital ar trebui să permită UE să se regăsească mai aproape de situația în care, de exemplu, IMM-urile pot atrage finanțare la fel de ușor ca și întreprinderile mari; costurile investițiilor și accesul la investiții converg în întreaga UE; obținerea de finanțare prin intermediul piețelor de capital este din ce în ce mai simplă; și cererile de finanțare dintr-un alt stat membru nu se lovesc de obstacole juridice sau de supraveghere inutile. Aceste modificări vor contribui la reducerea dependenței de finanțarea bancară, însă băncile, în calitate de creditori pentru o parte semnificativă a economiei și de intermediari pe piețele de capital, vor rămâne în centrul uniunii piețelor de capital și vor avea în continuare un rol esențial în economia europeană.

Nu toate aceste provocări sunt noi, însă necesitatea de creștere economică în UE face ca rezolvarea acestora să devină imperioasă. Se creează astfel dinamismul necesar pentru obținerea de progrese. Scopul prezentei cărți verzi este de a lansa această dezbatere la nivelul UE și la nivel național, implicând colegiitorii, alte instituții ale UE, parlamentele naționale și toate părțile interesate, în identificarea posibilelor măsuri pe termen scurt și lung în vederea atingerii acestor obiective.

Uniunea piețelor de capital va fi diferită de uniunea bancară: aprofundarea piețelor de capital necesită măsuri care vor fi distincte de elementele-cheie ale uniunii bancare. Cu toate acestea, atenția pe care uniunea bancară o acordă eliminării legăturii dintre băncile care nu își mai pot onora obligațiile și entitățile suverane din zona euro va oferi o platformă de stabilitate care va sta la baza dezvoltării unei uniuni a piețelor de capital la care să participe toate statele membre ale UE. În mod similar, piețele de capital bine integrate vor contribui la reziliența uniunii economice și monetare.

Următoarele principii esențiale ar trebui să stea la baza uniunii piețelor de capital:

- maximizarea avantajelor piețelor de capital pentru economie, locuri de muncă și creștere economică;
- crearea unei piețe unice a capitalului pentru toate cele 28 de state membre, prin înlăturarea barierelor din calea investițiilor transfrontaliere în cadrul UE și prin încurajarea legăturilor mai solide cu piețele de capital globale;
- crearea uniunii pe fundamentele solide ale stabilității financiare, cu un cadru de reglementare unic pentru serviciile financiare, care este pus în aplicare în mod eficient și consecvent;
- garantarea unui nivel eficace de protecție a consumatorilor și a investitorilor; și
- contribuția la atragerea investițiilor din întreaga lume și la creșterea competitivității UE.

1.1 Crearea unei uniuni a piețelor de capital

Instituirea unei uniuni a piețelor de capital este un proiect pe termen lung. A început deja activitatea de definire a unui cadru unic de reglementare, un număr mare de reforme esențiale¹ fiind în etapa de punere în aplicare. Abordarea Comisiei se va baza pe o evaluare a priorităților restante, atât din punctul de vedere al impactului probabil, cât și al fezabilității, susținută de o analiză economică, o evaluare a impactului și o consultare temeinice.

Pe baza rezultatelor prezentei consultări, Comisia va încerca să identifice acțiunile care sunt necesare pentru a atinge următoarele obiective:

- îmbunătățirea **accesului la finanțare** pentru toate întreprinderile din Europa (în special pentru IMM-uri) și pentru proiectele de investiții, cum ar fi infrastructura;
- **creșterea și diversificarea surselor de finanțare** din partea investitorilor din UE și din întreaga lume; și

¹ De exemplu legislația privind piețele instrumentelor financiare (MIFID II), abuzul de piață (MAR/MAD), administratorii de fonduri de investiții alternative (DAFIA), infrastructura pieței europene (EMIR) și depozitarii centrali pentru instrumente financiare (CSDR).

- asigurarea unei **funcționări mai eficace și mai eficiente a piețelor**, prin punerea în legătură a investitorilor cu cei care au nevoie de finanțare la un cost mai scăzut, atât în interiorul statelor membre, cât și la nivel transfrontalier.

Comisia organizează ample consultări cu privire la natura problemelor, eventualele măsuri și prioritatea acestora. Este posibil ca nu întotdeauna legislația să fie răspunsul de politică adecvat la aceste provocări, iar în multe cazuri piața va trebui să ofere soluții. Demersurile fără caracter legislativ și asigurarea aplicării eficiente a legislației privind concurența și piața unică ar putea oferi cea mai bună cale de urmat în alte domenii. Comisia va sprijini soluțiile promovate de piață atunci când sunt susceptibile de a fi eficace, iar modificările legislative numai atunci când sunt necesare.

Prezentul document este structurat după cum urmează. **Secțiunea 2** descrie modul în care piețele europene de capital sunt structurate în prezent și oferă o analiză preliminară a unora dintre barierele în calea unor piețe de capital mai profunde și mai integrate. O analiză detaliată este inclusă în documentul de lucru însoțitor al serviciilor Comisiei. **Secțiunea 3** urmărește obținerea unor puncte de vedere cu privire la prioritățile de politică pe care intenționăm să le realizăm în viitorul imediat, plecând de la Comunicarea Comisiei „*Un Plan de investiții pentru Europa*”², inclusiv aspecte precum punerea în aplicare a Regulamentului privind fondurile europene de investiții pe termen lung (FEITL), securitizarea de înaltă calitate, informațiile privind creditele IMM-urilor, plasamentele private și revizuirea Directivei privind prospectul. **Secțiunea 4** urmărește obținerea unor puncte de vedere cu privire la barierele în calea accesului la finanțare, extinderea surselor de finanțare și asigurarea funcționării mai eficace a piețelor, precum și cu privire la domeniile în care activitatea poate fi dusă mai departe, ca urmare a feedbackului primit. Printre obstacolele în calea fluxurilor transfrontaliere de capital se numără aspecte cum ar fi legislația în domeniile insolvenței, dreptului întreprinderilor, fiscalității și titlurilor de valoare, în cazul cărora este necesar să se efectueze o analiză suplimentară și să se obțină feedback pentru a identifica amploarea provocărilor în fiecare domeniu, precum și soluțiile adecvate și gradul de prioritate.

Printr-o mai mare deschidere a piețelor naționale pentru investitori, emitenți și intermediari, prin promovarea liberei circulații a capitalului și a schimbului de bune practici, uniunea piețelor de capital ar trebui, de asemenea, să fie percepută ca o modalitate de a contribui la dezvoltarea piețelor la nivel național. Având în vedere nivelurile diferite de dezvoltare a piețelor de capital în UE și existența unor provocări specifice în diferite state membre, răspunsurile de politică pot necesita acțiuni adaptate corespunzător la nivel național, care să se bazeze, *inter alia*, pe recomandările specifice fiecărei țări formulate de Comisie în contextul semestrului european. Comisia invită statele membre să efectueze consultări cu privire la provocările specifice în ceea ce privește dezvoltarea piețelor lor de capital și să includă concluziile lor în cadrul dezbaterii.

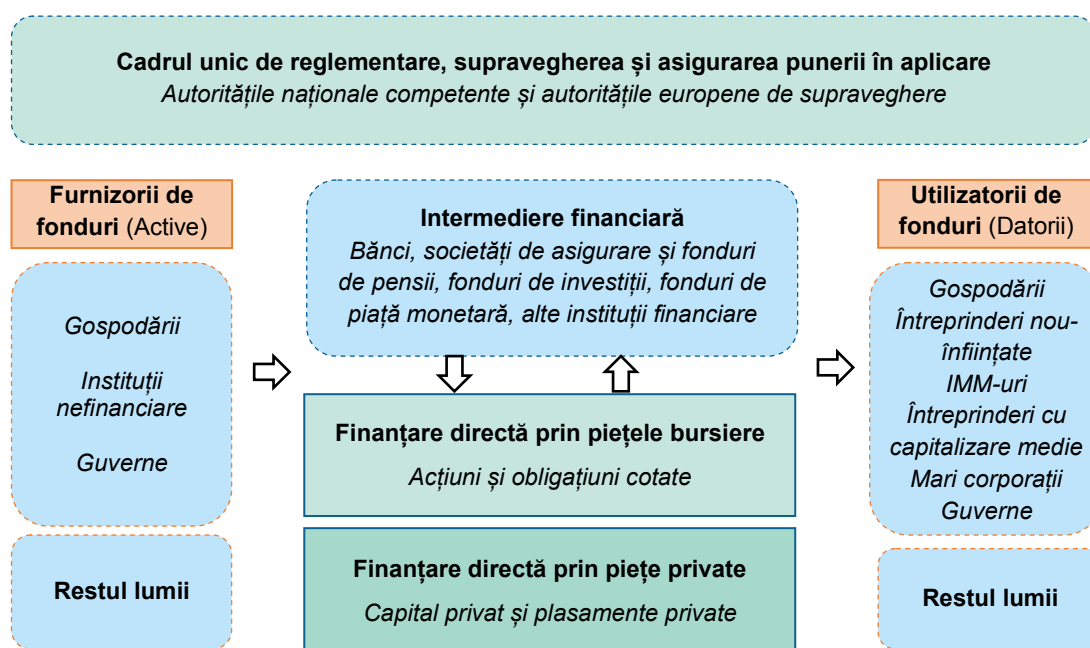
² COM(2014) 903 final, 26.11.2014.

Secțiunea 2: provocări actuale pe piețele europene de capital

2.1 Situația actuală a piețelor de capital din Europa

Pe lângă creditarea bancară directă, piețele de capital sunt principalul mecanism prin intermediul căruia potențialii investitori îi pot identifica pe cei care caută finanțare și oferă o gamă de surse de finanțare diversificate pentru economie. Graficul 1 oferă o imagine simplă a fluxului de fonduri într-o economie. În timp ce piețele de capital asigură preponderent finanțare directă, acestea sunt, de asemenea, strâns corelate cu intermediarii financiari care canalizează adesea fondurile de la deponenți la investitori.

Graficul 1. Prezentare stilizată a piețelor de capital în sistemul financiar mai amplu

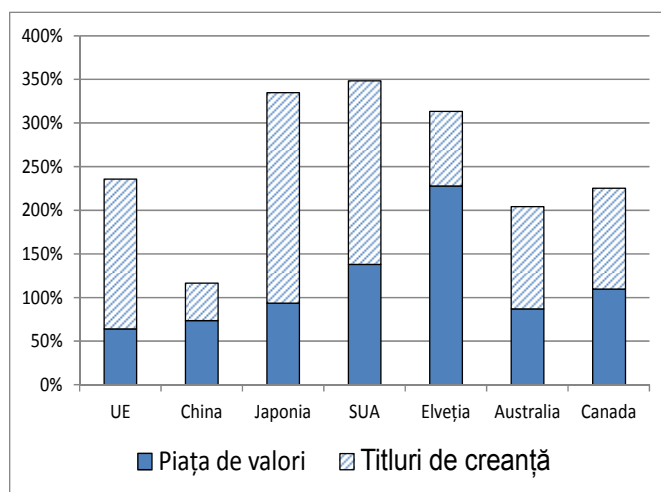


Piețele de capital s-au extins în UE în ultimele decenii. De exemplu, capitalizarea totală a pieței de valori din UE a fost de aproximativ 8,4 bilioane EUR (în jur de 65 % din PIB) la sfârșitul anului 2013, comparativ cu 1,3 bilioane EUR în 1992 (22 % din PIB). Valoarea totală a titlurilor de creanță în curs depășea 22,3 bilioane EUR (171 % din PIB) în 2013, în comparație cu 4,7 bilioane EUR (74 % din PIB) în 1992³.

Cu toate acestea, în comparație cu alte jurisdicții, piețele sunt în continuare slab dezvoltate. Piețele bursiere din SUA sunt de două ori mai mari decât cele din UE (ca procent din PIB), iar cele din Elveția sunt de trei ori și jumătate mai mari decât în UE (a se vedea graficul 2).

³ Pachetul statistic ECMI pentru 2014.

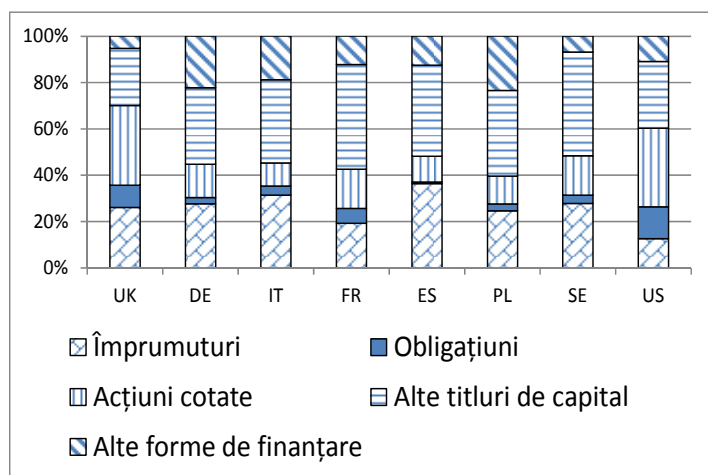
Graficul 2: Capitalizarea pieței de valori și titlurile de creanță (% din PIB)



Piețele de capital privat din SUA sunt, de asemenea, de aproximativ două ori mai mari decât cele din UE, în timp ce piețele plasamentelor private pentru obligațiuni sunt de până la trei ori mai mari în Statele Unite. În același timp, există mari diferențe între statele membre ale UE în ceea ce privește dezvoltarea pieței de capital. De exemplu, capitalizarea pieței bursiere interne a depășit 121 % din PIB în Regatul Unit, comparativ cu mai puțin de 10 % în Letonia, Cipru și Lituania.

Sursă: pachetul statistic ECMI.

Graficul 3. Modalitățile de finanțare ale întreprinderilor (în % din totalul datoriiilor)



În mod tradițional, Europa a depins mai mult de finanțarea bancară, împrumuturile bancare având un rol mult mai important în finanțarea sectorului întreprinderilor decât emiterea de titluri de creanță pe piață (graficul 3). Cumulat, acest grad mai ridicat de dependență de creditarea bancară vulnerabilizează economia europeană, în special IMM-urile, atunci când împrumuturile bancare se contractă, așa cum s-a întâmplat în timpul crizei financiare.

Sursă: Eurostat, OCDE. Notă: împrumuturile includ împrumuturile bancare și împrumuturile între întreprinderi.

Accesul la piețele de capital diferă foarte mult la nivel de întreprinderi și de state membre ale UE. S-a înregistrat o creștere semnificativă în ceea ce privește emiterea de obligațiuni corporative de către societățile nefinanciare în UE, fapt care reflectă, parțial, condițiile de piață favorabile pentru emitenții de obligațiuni, ca urmare a ratelor scăzute ale dobânzilor. Cu toate acestea, obligațiunile au fost emise în principal de firmele mari și nu de întreprinderile mici și mijlocii (IMM-uri). Emisiunile de obligațiuni s-au concentrat, de asemenea, pe piețele

mai mari și nu pe piețele unde întreprinderile s-au confruntat cu cele mai grave probleme de finanțare.

Deși în perioada de dinainte de criză piețele de capital din UE au devenit mai integrate din perspectiva deținerii transfrontaliere de instrumente financiare, criza a evidențiat faptul că o parte a acestei integrări era determinată de fluxurile bancare angro pe bază de datorii, susceptibile a suferi modificări bruște în situații de șoc. Piețele titlurilor de capital din UE sunt în continuare caracterizate de o preferință pentru piața națională, ceea ce înseamnă că riscurile și beneficiile potențiale nu sunt distribuite la nivel transfrontalier. De asemenea, deținerile transfrontaliere de titluri de creanță se mențin la un nivel mai scăzut decât ar fi de așteptat în cadrul unei piețe pe deplin integrate. Nici piețele naționale cele mai performante din UE nu au o dimensiune critică, ceea ce implică o bază a investitorilor mai mică și o ofertă mai limitată de instrumente financiare.

2.2 Provocările și oportunitățile legate de crearea unei uniuni a piețelor de capital

Există o serie de obstacole diverse în calea integrării și dezvoltării piețelor de capital din UE, care își au originea în factori de ordin istoric, cultural, economic și juridic, unii fiind adânc înrădăcinați și greu de depășit. Printre aceștia se numără, de exemplu, preferința istorică a întreprinderilor pentru anumite mijloace de finanțare, caracteristicile regimurilor de pensii, aplicarea regulilor prudențiale și obstacolele administrative, aspectele legate de guvernarea corporativă și dreptul societăților comerciale, lacunele privind datele și caracteristicile multor sisteme fiscale, precum și structurile de piață ineficiente. Chiar și pe piețele de capital bine integrate, unele dintre aceste diferențe vor persista. Pentru a beneficia de avantajele unei piețe unice pe deplin integrate pentru capitaluri, este necesar să se depășească în special provocările din următoarele trei domenii cheie.

În primul rând, în ceea ce privește cererea, este important să se acorde prioritate **îmbunătățirii accesului la finanțare, inclusiv la capitalul de risc, în special pentru IMM-uri (de exemplu, întreprinderi nou-înființate inovatoare care înregistrează o creștere rapidă)**. În timp, succesul va depinde de depășirea problemelor privind informațiile și a fragmentării segmentelor-cheie ale pieței, precum și de reducerea costurilor accesului la piețele de capital. Totodată, se întâmpină dificultăți specifice în ceea ce privește finanțarea proiectelor pe termen lung, inclusiv a investițiilor în infrastructură.

În al doilea rând, în ceea ce privește oferta, dezvoltarea piețelor de capital în UE va depinde de fluxul de fonduri pe care le vor atrage instrumentele pieței de capital. Prin **stimularea fluxului de investiții instituționale și de retail** în piețele de capital s-ar promova diversificarea surselor de finanțare. Dezvoltarea regimului de pensii private și ocupaționale în Europa ar putea duce la creșterea fluxului de fonduri către o gamă mai diversificată de nevoi de investiții prin instrumente ale pieței de capital și ar facilita tranziția către finanțarea asigurată pe piață. Consolidarea încrederii investitorilor de retail în piețele de capital și în intermediarii financiari ar putea crește fluxul economiilor deținute de gospodării către instrumentele pieței de capital, care sunt deținute acum, în mare măsură, sub formă de patrimoniu imobiliar și depozite bancare. Sporirea gradului de competitivitate și de atractivitate la nivel global a piețelor de capital europene în acest mod ar putea stimula, de asemenea, fluxurile de investiții.

În al treilea rând, obținerea unor piețe de capital mai mari, mai integrate și mai profunde va depinde de depășirea barierelor care fragmentează piețele și care împiedică dezvoltarea unor segmente de piață specifice. Prin **ameliorarea eficacității piețelor**, UE ar putea să obțină

beneficiile care derivă dintr-o dimensiune și o profunzime mai mare a pieței. Printre aceste beneficii se numără o concurență mai intensă, o ofertă mai bogată și costuri mai mici pentru investitori, precum și distribuția mai eficientă a riscurilor și partajarea mai bună a riscurilor. Piețele de capital mai integrate, în special pentru titlurile de capital, ar consolida capacitatea economiei europene de absorbție a șocurilor și ar permite creșterea investițiilor fără creșterea nivelului de îndatorare. Piețele de capital funcționale vor îmbunătăți alocarea capitalului în economie, vor facilita activitățile antreprenoriale, asumarea riscurilor și investițiile în infrastructură și în noile tehnologii.

Secțiunea 3: priorități pentru acțiunile imediate

Comisia a identificat o serie de domenii în care necesitatea de a înregistra progrese este recunoscută pe scară largă și care au potențialul de a aduce rapid beneficii. Prezenta secțiune descrie aceste posibilități și invită părțile interesate să își exprime punctul de vedere cu privire la elementele specifice ale fiecărui domeniu.

3.1 Reducerea barierelor în calea accesului la piețele de capital

Prospectul este un document detaliat în care se prezintă informații cu privire la societate, precum și la condițiile și riscurile unei investiții. Acesta reprezintă calea de acces la piețele de capital pentru întreprinderile care doresc să obțină finanțare, iar majoritatea întreprinderilor care doresc să emită titluri de creanță sau de capital trebuie să întocmească un prospect. Este esențial ca aceasta să nu acționeze ca o barieră inutilă la accesul pe piețele de capital. Comisia va **revizui actualul regim al prospectelor prin intermediul unei consultări publice specifice** lansate în paralel cu prezenta carte verde, astfel încât întreprinderile (inclusiv IMM-urile) să poată atrage capital mai ușor în întreaga UE⁴ și să se stimuleze dezvoltarea piețelor de creștere pentru IMM-uri. Revizuirea va analiza cazurile în care prospectul este necesar, raționalizând procesul de aprobare și simplificând informațiile incluse în prospecte.

3.2 Lărgirea bazei de investitori pentru IMM-uri

În perioada crizei, IMM-urile au fost afectate mai mult comparativ cu întreprinderile mai mari în ceea ce privește accesul la finanțare. În general, informațiile privind IMM-urile sunt limitate și, de obicei, sunt deținute de bănci, iar unele IMM-uri se confruntă cu dificultăți pentru a ajunge la baza mai largă a investitorilor nebancari care ar putea răspunde nevoilor lor de finanțare. Ameliorarea informațiilor privind creditele ar contribui la crearea unei **piețe a capitalurilor eficiente și sustenabile pentru IMM-uri**. Definiția unui set minim comun de informații comparabile pentru informarea cu privire la credit și pentru evaluarea creditului ar putea contribui la atragerea de finanțare pentru IMM-uri. De asemenea, informațiile standardizate privind calitatea creditului ar putea contribui la dezvoltarea unor instrumente financiare de refinanțare a împrumuturilor acordate IMM-urilor, cum ar fi securitizările pentru IMM-uri.

Activitatea de evaluare a bonității a început și s-a bucurat de sprijinul larg al statelor membre. Evaluarea bonității oferă investitorilor și împrumutătorilor informații privind bonitatea financiară a IMM-urilor. Cu toate acestea, în Europa, aproximativ 25 % din totalul întreprinderilor și aproximativ 75 % din întreprinderile administrate de proprietari nu au un punctaj de bonitate. Acțiunile avute în vedere în acest domeniu ar putea contribui la diversificarea finanțării întreprinderilor nou-înființate, inovatoare și care înregistrează o creștere rapidă. Ca o primă etapă, în 2015, Comisia intenționează să organizeze ateliere având ca temă informațiile privind creditele IMM-urilor pentru a continua această activitate.

3.3 Crearea unei piețe de securitizare sustenabile

Securitizarea, procesul prin care activele precum ipotecile sunt reunite astfel încât investitorii să investească în acestea, poate reprezenta un mecanism puternic pentru transferul riscurilor și

⁴ Parte a programului REFIT (Programul privind o reglementare adecvată și funcțională).

creșterea capacității bancare de creditare. Cu toate acestea, din perioada crizei, activitatea este în continuare afectată, în pofida ratelor de pierdere scăzute înregistrate de securitizările din Europa. În Europa, în 2014, securitizările s-au ridicat la aproximativ 216 miliarde EUR, comparativ cu 594 miliarde EUR în 2007⁵. **O piață sustenabilă a securitizărilor de înaltă calitate** în UE, care să aibă la bază instrumente de securitizare simple, transparente și standardizate, ar putea crea o legătură între bănci și piețele de capital.

Activitatea de asigurare a unei abordări prudențiale cuprinzătoare și consecvente pentru securitizările simple, transparente și standardizate a început deja odată cu actele delegate „solvabilitate II” și „rata de acoperire a necesarului de lichiditate”, recent publicate. Pe lângă aceste inițiative, băncile centrale, autoritățile de reglementare, autoritățile naționale și reprezentanții sectorului privat au pledat pentru o abordare mai cuprinzătoare pentru restabilirea securitizării în UE.

În cazul investitorilor, o inițiativă la nivelul UE ar trebui să asigure standarde ridicate, securitate juridică și comparabilitate între instrumentele de securitizare. Acest cadru ar trebui să îmbunătățească transparența, consecvența și disponibilitatea unor informații esențiale, în special în materie de împrumuturi acordate IMM-urilor, și să promoveze dezvoltarea piețelor secundare pentru a facilita emisiunile de titluri și investițiile. **În paralel cu prezenta carte verde, Comisia va organiza consultări cu privire la măsurile specifice în vederea atingerii acestor obiective.**

3.4 Stimularea investițiilor pe termen lung

Nivelul investițiilor în UE a scăzut semnificativ, comparativ cu vârful înregistrat în 2007, și se situează în continuare sub nivelul standard istoric. Comisia Europeană a anunțat deja un Plan de investiții care va debloca investiții publice și private în economie de cel puțin 315 miliarde EUR în următorii trei ani, prin instituirea noului Fond european pentru investiții strategice (FEIS)⁶, și a publicat o comunicare privind finanțarea pe termen lung a economiei europene, în care sunt prezentate o serie de măsuri menite să stimuleze investițiile. Cadrul de reglementare al Fondului de investiții pe termen lung (FEITL), finalizat recent, va permite investitorilor să își plaseze fondurile bănești în întreprinderi și proiecte de infrastructură pe termen lung. FEITL ar trebui să suscite mai ales interesul investitorilor precum societățile de asigurare sau fondurile de pensii care au nevoie de fluxuri de venituri stabile sau de creșterea capitalului pe termen lung.

Sunteți invitați să vă exprimați punctele de vedere cu privire la rolul pe care Comisia și statele membre l-ar putea avea în continuare pentru a sprijini recurgerea la FEITL, inclusiv eventuala extindere la FEITL a avantajelor disponibile în prezent în cazul regimurilor naționale.

3.5 Dezvoltarea piețelor europene ale plasamentelor private

Pentru întreprinderi, plasamentele private reprezintă o modalitate de atragere de fonduri prin care o întreprindere oferă titluri de valoare unei persoane sau unui grup restrâns de investitori în afara piețelor bursiere. Plasamentele private pot oferi întreprinderilor o modalitate mai

⁵ SIFMA/AFME European Structured Finance Data Tables (al 4-lea trimestru 2014).

⁶ Propunere de Regulament al Parlamentului European și al Consiliului privind Fondul european de investiții strategice și de modificare a Regulamentelor (UE) nr. 1291/2013 și (UE) nr. 1316/2013, COM(2015)10.

eficiență din punctul de vedere al costurilor de a atrage fonduri și **lărgesc disponibilitatea finanțării** pentru societățile mijlocii și mari și, eventual, pentru proiectele de infrastructură.

De mai mulți ani, întreprinderile europene mijlocii accesează piața de plasamente private din SUA, atrăgând fonduri în valoare de 15,3 miliarde USD în 2013⁷. De la declanșarea crizei financiare, plasamentele private au dobândit rapid un bun renume în Europa, iar unele state membre și-au dezvoltat piețe ale plasamentelor private. În special, în 2013, piețele interne ale plasamentelor private din Germania și Franța au furnizat împrumuturi în valoare de aproximativ 15 miliarde EUR. Diferențele dintre legislațiile naționale privind insolvența și lipsa unor proceduri, documente și informații standardizate cu privire la bonitatea financiară a emitenților reprezintă bariere în calea dezvoltării piețelor paneuropene.

Ca un prim pas înspre dezvoltarea piețelor europene ale plasamentelor private, un consorțiu de organisme din sector a stabilit un ghid de piață privind practicile de piață comune, principiile și documentația standardizată pentru plasamentele private, compatibile cu o diversitate de cadre juridice. Ghidul a fost publicat recent și primele emisiuni ar trebui să aibă loc în curând. Comisia salută această abordare inițiată de piață, care ar putea contribui la facilitarea creării, în scurt timp, a unei piețe europene de plasamente private.

Întrebări

- 1) *În afara celor cinci domenii prioritare identificate pentru acțiunile pe termen scurt, căror alte domenii ar trebui să li se mai acorde prioritate?*
- 2) *Ce alte măsuri legate de disponibilitatea și standardizarea **informațiilor privind creditele IMM-urilor** ar putea contribui la o piață mai aprofundată a finanțării IMM-urilor și a întreprinderilor nou-înființate, precum și la o bază mai largă a investitorilor?*
- 3) *Ce sprijin se poate acorda **FEITL** pentru a încuraja recurgerea la aceste fonduri?*
- 4) *Pentru a sprijini dezvoltarea piețelor de **plasamente private** este necesar ca UE să ia și alte măsuri pe lângă susținerea eforturilor pieței de a conveni asupra unor standarde comune?*

⁷ A se vedea raportul ICMA pe trimestrul 3 al anului 2014.

Secțiunea 4: măsuri de dezvoltare și integrare a piețelor de capital

Pentru a obține beneficiile unei piețe unice a capitalurilor pe deplin integrate, este necesar să se depășească în special provocările din următoarele trei domenii cheie:

- îmbunătățirea **accesului la finanțare** pentru toate întreprinderile din Europa (în special pentru IMM-uri) și pentru proiectele de investiții, cum ar fi infrastructura;
- **creșterea și diversificarea surselor de finanțare** din partea investitorilor din UE și din întreaga lume; și
- asigurarea unei **funcționări mai eficiente a piețelor**, corelând investitorii cu cei care au nevoie de finanțare mai eficientă și la un cost mai scăzut, atât în interiorul statelor membre, cât și la nivel transfrontalier.

4.1 Îmbunătățirea accesului la finanțare

În cele din urmă, dată fiind dimensiunea și importanța piețelor acțiunilor și obligațiunilor, buna funcționare a acestora va fi esențială pentru a asigura o uniune a piețelor de capital eficiente și cel mai larg acces la finanțare. Cu toate acestea, există fricțiuni importante în fluxul de finanțare, în special pentru întreprinderile mai mici sau mijlocii și pentru proiectele pe termen mai lung, cum ar fi infrastructura, ambele fiind esențiale pentru sporirea capacității de producție și a creșterii economice. Aceste probleme de finanțare sunt deosebit de pronunțate în statele membre care au fost cel mai afectate de criză.

IMM-urile au depins dintotdeauna, în principal, de finanțarea bancară. În timpul crizei, deciziile băncilor în materie de acordare a creditelor au devenit în mod inevitabil mai selective, atât din cauza constrângerilor legate de bilanțul băncilor, cât și din cauza probabilității mai mari de incapacitate de plată a debitorilor. În timp ce piețele de capital pot completa rolul băncilor în acordarea de împrumuturi IMM-urilor, diversitatea acestora și informațiile insuficiente privind creditele IMM-urilor fac ca împrumuturile bazate pe relația cu clientul să fie mai bine adaptate.

Cu toate acestea, sursele de finanțare alternative pot avea un rol important, în special pentru **întreprinderile nou-înființate și întreprinderile mici, dar care înregistrează o creștere rapidă și care își desfășoară activitatea în sectoare inovatoare**. De obicei, aceste întreprinderi au niveluri scăzute ale fluxurilor de numerar și depind de finanțare externă pentru a-și extinde afacerea. Întreprinderile care au active necorporale semnificative care nu pot fi utilizate drept garanție pentru obținerea de credite bancare întâmpină adesea dificultăți în a obține acces la finanțarea bancară și la alte instrumente de finanțare, de exemplu leasing și factoring, sau se confruntă cu o situație în care aceste tipuri de finanțare sunt insuficiente.

Accesul la piețele de capital este costisitor nu numai pentru IMM-uri, ci și pentru **societățile de dimensiune medie** care vor recurge probabil mai mult decât IMM-urile la aceste piețe pentru a atrage fonduri. Emisiunile de titluri de capital și de titluri de creanță implică costuri fixe importante ocazionate de obligația de diligență și de cerințele de reglementare. Printre aceste costuri se numără costurile de publicare a informațiilor solicitate de investitori sau de autoritățile de reglementare, îndeplinirea altor cerințe de guvernare corporativă și solicitarea unor ratinguri externe. Totodată, este posibil ca din motive de ordin comercial, întreprinderile care se află într-un stadiu incipient al dezvoltării să nu dorească să dezvăluie informații

detaliat despre planul lor de afaceri. Aceste întreprinderi pot fi reticente să renunțe la control sau să facă obiectul unei supravegheri externe mai atente. Aceste caracteristici împiedică adesea întreprinderile mici și mijlocii să obțină acces la piețele titlurilor de capital și titlurilor de creanță cotate, făcându-le să se îndrepte în principal spre piețele private ale titlurilor de capital și ale titlurilor de creanță care sunt, în general, mai puțin standardizate, mai complexe și adesea mai costisitoare.

În general, **întreprinderile mari** dispun de dimensiunea suficientă pentru a acoperi costurile fixe ocazionate de recurgerea la piețele de capital și sunt suficient de mari pentru ca fiecare emisiune să fie suficient de importantă pentru a atrage atenția subscriitorilor, investitorilor și analiștilor. Cu toate acestea, deși în ultimii ani emisiunea de obligațiuni corporative a crescut în mod semnificativ, compensând în parte reducerea creditării bancare, emiterea de acțiuni cotate s-a menținut la un nivel modest în Europa. Piețele mai eficiente și mai eficiente pot contribui la reducerea costurilor de acces la aceste piețe și ar aduce beneficii tuturor întreprinderilor.

În fine, pentru a-și menține competitivitatea, UE are nevoie de o cantitate semnificativă de **noi investiții în infrastructură**. Cu toate acestea, fluxul de fonduri pentru astfel de proiecte este limitat de viziunea pe termen scurt, de obstacolele de reglementare și de alți factori. De asemenea, multe proiecte de infrastructură au caracteristici de bunuri publice, ceea ce implică faptul că doar finanțarea privată nu este adecvată pentru a se obține nivelul optim al investițiilor. În timp ce FEIS va aduce o contribuție importantă la stimularea investițiilor în proiectele de infrastructură⁸, Comisia este interesată să afle punctele de vedere cu privire la alte mijloace de a realiza acest obiectiv.

Abordarea problemelor legate de informații

În Europa, majoritatea IMM-urilor abordează băncile numai atunci când doresc să obțină finanțare. Deși aproape 13 % dintre cereri sunt respinse, motivul este că, adesea, acestea nu corespund profilurilor de risc acceptate de bănci, chiar dacă sunt viabile. Uneori băncile îndrumă IMM-urile către furnizori alternativi de finanțare, însă acest lucru nu se întâmplă întotdeauna: câteodată, nici băncile, nici IMM-urile nu cunosc suficient alternativele existente. Băncile ar putea fi încurajate să furnizeze un feedback mai bun IMM-urilor ale căror cereri de credit sunt respinse și să aducă la cunoștință posibilitățile alternative de finanțare pentru IMM-urile al căror credit a fost refuzat.

Standardele internaționale de raportare financiară (IFRS) au avut un rol esențial în promovarea unui limbaj contabil unic în UE, facilitând accesul marilor întreprinderi din UE cotate la bursă la piețele de capital globale. Cu toate acestea, impunerea standardelor IFRS complete în cazul întreprinderilor mai mici, în special al celor care doresc să aibă acces la locuri de tranzacționare specifice, ar reprezenta o sursă de costuri suplimentare. Dezvoltarea unui standard contabil simplificat, comun și de înaltă calitate, adaptat la societățile înscrise în anumite locuri de tranzacționare⁹, ar putea reprezenta un pas înainte în ceea ce privește transparența și comparabilitatea și, dacă este aplicat în mod proporțional, ar putea fi de folos acelor întreprinderi care doresc să devină mai atractive pentru investitorii transfrontalieri.

⁸ În contextul investițiilor în infrastructură, fondurile structurale și de investiții europene (fondurile ESI) pot avea, de asemenea, un rol important, dacă sunt îndeplinite criteriile de eligibilitate relevante.

⁹ Cum ar fi sistemele multilaterale de tranzacționare (MTF).

Standardul ar putea deveni o caracteristică a piețelor de creștere pentru IMM-uri și ar putea fi folosit la scară mai largă.

Transparența în ceea ce privește proiectele de infrastructură sau rezervele de proiecte ar putea duce la creșterea atractivității acestora pentru investițiile private și ar putea să ajute autoritățile de reglementare să adopte un regim prudential mai bine adaptat la investițiile în infrastructură. Raportul grupului operativ pentru investiții din decembrie 2014 a sugerat crearea unui site internet central la nivelul UE care să includă linkuri către proiectele/rezervele de proiecte ale statelor membre și informații cu privire la proiectele UE (de exemplu, în cadrul Mecanismului pentru interconectarea Europei și a fondurilor structurale și de investiții europene). Pe baza raportului grupului operativ pentru investiții, Comisia a propus crearea unei rezerve de proiecte de investiții europene în vederea facilitării accesului investitorilor la informații cu privire la oportunitățile de investiții din întreaga UE și a maximizării participării investitorilor la finanțare¹⁰. Se va crea un site internet special și vor fi elaborate standarde comune de prezentare a informațiilor. Crearea unei astfel de rezerve de proiecte se va baza pe activitatea care a început deja în unele state membre.

Standardizarea ca mecanism de lansare a piețelor

Deși standardizarea comportă și dezavantaje, unele piețe pot fi lansate printr-un set comun de norme de piață, prin asigurarea transparenței cu privire la caracteristicile produselor și prin activități consecutive de supraveghere și de asigurare a punerii în aplicare a normelor. Un anumit grad de standardizare poate atrage mai mulți investitori și poate spori profunzimea și lichiditatea pieței. Acest lucru este valabil în special în cazul statelor membre mai mici, unde piețele nu pot atinge dimensiunea minimă de eficiență dacă s-ar limita la fondurile de capital naționale. În cazul în care standardele comune nu sunt necesare sau sunt dificil de realizat, eforturile de politică pot fi îndreptate în schimb către stabilirea celor mai bune practici în întreaga UE pentru promovarea dezvoltării anumitor instrumente financiare.

Dezvoltarea unei **piețe** mai bine **integrate la nivel european a obligațiunilor garantate** ar putea contribui la finanțarea băncilor, eficientă din punctul de vedere al costurilor, și ar oferi investitorilor o gamă mai largă de oportunități de investiții. Succesul obligațiunilor garantate în calitate de instrumente de finanțare este strâns corelat cu dezvoltarea cadrelor juridice naționale specifice. În 2015, Comisia va efectua o consultare cu privire la beneficiile și posibila structură a unui cadru UE al obligațiunilor garantate și va prezenta opțiuni de politică în vederea unei mai bune integrări a piețelor de obligațiuni garantate, pe baza experienței dobândite din cadrele naționale care funcționează bine. De asemenea, Comisia va analiza dacă investitorii ar trebui să primească mai multe informații cu privire la garanția care stă la baza obligațiunilor garantate și a altor datorii structurate, după modelul cerințelor de prezentare a informațiilor privind împrumuturile în cazul instrumentelor financiare structurate.

În pofida recente creșteri a emisiunilor de **obligațiuni corporative**, gradul lor de standardizare și de transparență a prețurilor este scăzut. Deși în ultimii ani, în unele state membre au apărut noi platforme de tranzacționare electronică a obligațiunilor destinate investitorilor de retail, lipsa standardizării poate limita dezvoltarea locurilor de tranzacționare a obligațiunilor și a unei piețe secundare lichide. Un grad mai ridicat de standardizare a emisiunilor de titluri de creanță corporative ar putea facilita dezvoltarea unei piețe secundare mai lichide pentru obligațiunile corporative. Comisia este interesată să afle punctele de vedere

¹⁰ A se vedea COM(2015) 10 final, articolul 9.

privind posibilitatea de a analiza în continuare oportunitatea dezvoltării unei piețe a titlurilor de creanță corporative standardizată și dacă aceasta se poate realiza mai bine prin inițiativa pieței sau prin intervenția de reglementare.

O altă nouă categorie de investiții care are potențialul de a spori accesul la finanțare o reprezintă **investițiile de mediu, sociale și de guvernanță corporativă**, ca de exemplu obligațiunile ecologice. Veniturile obținute din obligațiunile ecologice sunt direcționate înspre proiecte și activități care promovează acțiunile climatice sau alte obiective legate de durabilitatea mediului. Creșterea rapidă înregistrată pe această piață este asistată de un proces de standardizare promovat de piață care ia în considerare criteriile de selecție a obligațiunilor ecologice elaborate, printre altele, de Banca Mondială, Banca Europeană de Investiții și Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare. În prezent, participanții la piață elaborează orientări facultative cunoscute drept „Principii ale obligațiunilor ecologice” care recomandă transparență și promovează integritatea în dezvoltarea pieței de obligațiuni ecologice, prin clarificarea abordării privind emiterea de obligațiuni ecologice.

Facilitarea dezvoltării de mijloace alternative de finanțare

Deși caracterul online al mecanismelor precum împrumuturile *inter pares* și multifinanțarea (*crowdfunding*) ar sugera potențialul important al acestora de a contribui la finanțarea economiei dincolo de frontierele naționale, se constată în practică o activitate transfrontalieră sau paneuropeană limitată. Ca o continuare a Comunicării privind multifinanțarea¹¹, Comisia colectează informații privind abordările sectorului în materie de publicare de informații și abordările statelor membre în materie de reglementare. Rezultatele preliminare arată că abordările naționale diferite în aceste domenii pot încuraja activități de multifinanțare la nivel local, fără a fi neapărat compatibile între ele în context transfrontalier.

Întrebări

- 5) Ce alte măsuri ar putea contribui la creșterea accesului la finanțare și la direcționarea fondurilor către cei care au nevoie de ele?*
- 6) Ar trebui luate măsuri pentru a promova o mai mare lichiditate pe piețele obligațiunilor corporative, cum ar fi standardizarea? Dacă da, ce măsuri sunt necesare? Pot fi acestea realizate de către piață sau este nevoie de reglementare?*
- 7) Este necesară acțiunea UE pentru a facilita dezvoltarea investițiilor de mediu, sociale și de guvernanță standardizate, transparente și responsabile, inclusiv a obligațiunilor ecologice, în afară de sprijinirea elaborării orientărilor de către piață?*
- 8) Este oportun să se elaboreze la nivelul UE un standard de contabilitate comun pentru întreprinderile mici și mijlocii cotate la sistemele multilaterale de tranzacționare (MTF)? Acest standard ar trebui să devină o caracteristică a piețelor de creștere pentru IMM-uri? Dacă da, în ce condiții?*
- 9) Există bariere în calea dezvoltării de platforme de multifinanțare sau de finanțare inter pares reglementate adecvat, inclusiv la nivel transfrontalier? Dacă da, cum ar trebui ele abordate?*

¹¹ COM(2014) 172.

4.2 Dezvoltarea și diversificarea ofertei de finanțare

Dimensiunea piețelor de capital depinde în ultimă instanță de fluxul de economii către instrumentele pieței de capital. Așadar, pentru ca piețele de capital să prospere, acestea trebuie să **atrage investitori instituționali, de retail și internaționali**.

Stimularea investițiilor instituționale

Pe piețele de capital, investitorii instituționali pe termen lung au dobândit un rol semnificativ. Cu toate acestea, barierele de reglementare și alți factori pot limita fluxul de investiții instituționale pe termen lung către proiectele pe termen lung, inclusiv investițiile în infrastructură.

Administrând active în valoare de peste 17 bilioane EUR, **sectorul european al gestiunii de patrimoniu** îndeplinește un rol fundamental în direcționarea fondurilor investitorilor către economie. Acest succes se explică în mare parte prin efectul direct al cadrelor privind fondurile de investiții din Europa. Cadrul OPCVM (organisme de plasament colectiv în valori mobiliare)¹² pentru fondurile mutuale este un standard internațional recunoscut, în timp ce Directiva privind administratorii fondurilor de investiții alternative (DAFIA)¹³ a creat un cadru în care administratorii investițiilor alternative europene își pot desfășura activitatea.

În prezent, costurile de reglementare aferente instituirii fondurilor, obținerii statutului de administrator autorizat și tranzacționării transfrontaliere a fondurilor variază între statele membre. Prin reducerea costurilor aferente instituirii fondurilor și, în general, a costurilor de comercializare transfrontalieră, s-ar reduce barierele la intrare și s-ar mări concurența. În fața noilor concurenți intrați pe piață, este, de asemenea, important ca fondurile să se poată extinde și să valorifice economiile de scară. Comisia este interesată să afle punctele de vedere cu privire la măsurile de politică care ar putea să îi stimuleze pe investitorii instituționali să mobilizeze și să investească sume mai mari într-o gamă mai largă de active, cum ar fi proiectele pe termen lung, întreprinderile nou-înființate și IMM-urile.

De asemenea, sectorul **pensiilor și cel al asigurărilor** dețin active importante în valoare de aproximativ 12 bilioane EUR, care pot contribui la finanțarea investițiilor. Noul regim prudential care se va aplica **asigurătorilor** începând cu 1 ianuarie 2016, Directiva Solvabilitate II¹⁴, va permite întreprinderilor să investească mai mult în active pe termen lung, prin eliminarea restricțiilor naționale privind componența portofoliului lor de active¹⁵. Totodată, Comisia s-a asigurat că formula standard de calculare a cerințelor de capital ale asigurătorilor nu impune obstacole în calea investițiilor pe termen lung și a corelării datoriilor pe termen lung cu activele pe termen lung¹⁶. În timp ce acest efort a fost salutat, unele părți interesate au solicitat un tratament adaptat pentru investițiile în infrastructură, din perspectiva calibrării cerințelor de capital aplicabile asigurătorilor și

¹² Directiva 2014/91/UE.

¹³ Directiva 2011/61/UE, de modificare a Directivelor 2003/41/CE și 2009/65/CE și a Regulamentelor (CE) nr. 1060/2009 și (UE) nr. 1095/2010.

¹⁴ Directiva 2009/138/CE.

¹⁵ Distinct, în domeniul reglementării prudenciale bancare, actul delegat al Comisiei privind rata de acoperire a necesarului de lichiditate oferă mai multe stimulente pentru investițiile în infrastructură și IMM-uri care ar facilita investițiile în IMM-uri.

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

băncilor. Sunt necesare demersuri suplimentare pentru a identifica investițiile în infrastructură, sub formă de titluri de creanță și/sau titluri de capital, care prezintă un risc redus, în vederea unei posibile revizui a normelor prudentiale și a creării de subclase de infrastructură.

Sistemele de pensii cu capitalizare joacă un rol tot mai important în unele state membre. Aceste sisteme, administrate prudent și într-un mod care reflectă funcția lor societală, pot contribui la sustenabilitatea și adecvarea sistemelor de pensii și constituie tot mai mult investitori importanți în economia europeană. Noile norme privind pensiile ocupaționale care sunt discutate în prezent ar putea înlătura barierele care împiedică sistemele de pensii să investească mai mult în active pe termen lung. De asemenea, schimbul de bune practici ar putea duce, totodată, la creșterea compatibilității sistemelor naționale.

În ceea ce privește pensiile personale, furnizorii acestora fac obiectul mai multor acte legislative ale UE. Întrebarea este dacă introducerea unui produs standardizat, de exemplu prin intermediul unui regim paneuropean sau „al celui de al 29-lea” regim, care să înlătore obstacolele din calea accesului transfrontalier, ar putea consolida piața unică în ceea ce privește oferta de pensii personale. Orice modificare trebuie să garanteze un nivel eficace de protecție a consumatorilor, îmbunătățind în același timp acoperirea și cererea, și să asigure securitatea corespunzătoare a economiilor.

Capitalul privat și capitalul de risc joacă un rol important în economia europeană, dat fiind că reprezintă o modalitate alternativă de finanțare la împrumuturile bancare tradiționale sau la emiterea de titluri de creanță sau de capital. Adesea însă este posibil ca piețele de capital de risc să nu aibă anvergura necesară. În această situație se află nu numai bursele specializate în finanțarea întreprinderilor care înregistrează o creștere puternică, ci și cele pentru investițiile cu capital de risc în întreprinderile nou-înființate sau aflate în faza de extindere sau în întreprinderile din sectorul înaltelor tehnologii. La nivelul statelor membre, dezvoltarea piețelor de capital de risc variază semnificativ: aproximativ 90 % din toți administratorii de fonduri de capital de risc sunt concentrați în opt state membre¹⁷.

În unele state membre, fondurile de capital de risc întâmpină dificultăți în atingerea dimensiunii de care au nevoie pentru diversificarea riscului de portofoliu. Lipsa unei culturi a investițiilor în titluri de capital, lipsa informațiilor, o piață fragmentată și costurile ridicate par să se numere printre principalele motive care explică această situație.

În încercarea de a promova furnizarea de capital de risc sub formă de participații la capital sau de împrumuturi acordate în anumite condiții întreprinderilor nou-înființate și întreprinderilor sociale, în 2013, UE a instituit regulamentul privind EuVECA (fondurile europene cu capital de risc)¹⁸ și regulamentul privind EuSEF (fondurile europene de antreprenoriat social)¹⁹. Recursul la aceste fonduri, până în prezent, este încurajator, însă mai este loc de îmbunătățiri. Este posibil să existe o serie de bariere care împiedică recursul pe o scară mai largă la aceste fonduri. Un motiv de îngrijorare aparte care a fost invocat este faptul că administratorii al căror portofoliu depășește 500 de milioane EUR nu pot solicita instituirea și operarea unui astfel de fond și nici nu pot utiliza aceste denumiri pentru comercializarea fondurilor pe teritoriul UE. Extinderea gamei de participanți pe piață ar putea determina creșterea numărului de fonduri EuVECA și EuSEF disponibile.

¹⁷ Regatul Unit, Germania, Suedia, Danemarca, Finlanda, Țările de Jos, Franța și Spania.

¹⁸ Regulamentul (UE) nr. 345/2013.

¹⁹ Regulamentul (UE) nr. 346/2013.

Finanțarea acordată de sectorul public poate avea, de asemenea, un rol în acest sens, autoritățile regionale fiind finanțatori importanți ai capitalului de risc în mai multe state membre. Instrumentele financiare ale UE, cum ar fi Programul-cadru pentru competitivitate și inovare (CIP), fondurile structurale și de investiții europene (fondurile ESI)²⁰ și finanțarea pe bază de titluri de capital sprijinită prin programele fondurilor structurale, au mobilizat cu succes capital de risc pentru IMM-uri. Programul UE pentru competitivitatea IMM-urilor (COSME)²¹ și programul „Orizont 2020” se vor baza pe această reușită. De asemenea, în iulie 2014, normele privind ajutoarele de stat au fost modificate pentru a permite un grad mai mare de intervenție a statului, dacă este cazul, în dezvoltarea unei piețe a finanțării de risc și în îmbunătățirea accesului IMM-urilor și a întreprinderilor mici sau inovatoare cu capitalizare medie²². Provocarea constă în găsirea unei modalități de a majora anvergura fondurilor de capital de risc, precum și a modului în care fondurile publice și private ar putea contribui la aceasta.

Lipsa posibilităților de ieșire pentru investitori ar putea constitui, de asemenea, un obstacol în calea dezvoltării finanțării cu capital de risc. Comisia dorește să afle dacă se pot lua măsuri pentru a crea un mediu mai bun pentru investitorii providențiali²³, capitalul de risc și ofertele publice inițiale, astfel încât să se asigure strategii mai bune de ieșire pentru investitori și să se stimuleze oferta de capital de risc destinată întreprinderilor nou-înființate.

Băncile vor rămâne probabil principalii actori și participanți pe piețele de capital, în calitate de emitenți, investitori și intermediari, și vor avea în continuare un rol important în intermedierea creditelor, dat fiind rolul lor în acordarea de finanțare și în furnizarea de informații. În același timp, apar noi tehnologii și modele de afaceri, ca de exemplu creditarea *inter pares* sau alte tipuri de creditare directă nebanară, care urmăresc să ofere finanțare IMM-urilor și întreprinderilor nou-înființate. Comisia este interesată să afle punctele de vedere privind existența unor bariere importante la intrarea pe piață, care împiedică furnizarea și extinderea acestor servicii în paralel cu creditarea bancară.

Întrebări

10) Ce măsuri de politică i-ar putea stimula pe investitorii instituționali să mobilizeze și să investească sume mai mari într-o gamă mai largă de active, în special în proiecte pe termen lung, în IMM-uri și în întreprinderi nou-înființate inovatoare și cu ritm rapid de creștere?

11) Ce măsuri s-ar putea lua pentru a reduce costurile suportate de administratorii de fonduri pentru înființarea și comercializarea fondurilor în întreaga UE? Care sunt barierele care împiedică fondurile să beneficieze de economii de scară?

12) Activitatea privind tratamentul adaptat al investițiilor în infrastructură ar trebui să vizeze anumite subclase de active clar identificabile? Dacă da, căror subclase ar trebui Comisia să

²⁰ Regulamentul (UE) nr. 1303/2013.

²¹ Regulamentul (UE) nr. 1287/2013.

²² 2014/C 19/04

²³ Investitorii providențiali sunt investitori individuali, care au de obicei experiență de afaceri și care furnizează capital pentru întreprinderile nou-înființate.

le acorde prioritate în viitoarele revizuirii ale normelor prudențiale precum CRDIV/CRR și Solvabilitate II?

13) Introducerea unui produs standardizat sau eliminarea obstacolelor existente în calea accesului transfrontalier ar consolida piața unică a pensiilor?

14) Modificarea regulamentelor EuVECA și EuSEF ar înlesni administrarea acestor tipuri de fonduri de către administratorii mai mari de fonduri din UE? Ce alte modificări sunt necesare, dacă este cazul, pentru a crește numărul acestor tipuri de fonduri?

15) Cum poate UE să dezvolte în continuare fondurile de capital privat și de capital de risc ca surse alternative de finanțare pentru economie? În special, ce măsuri ar putea stimula anvergura fondurilor de capital de risc și consolida posibilitățile de ieșire pentru investitorii în capitalul de risc?

16) Există impedimente în calea sporirii, în condiții de siguranță, atât a împrumuturilor bancare, cât și a celor nebancale directe pentru întreprinderile care au nevoie de finanțare?

Stimularea investițiilor de retail

Interesul investitorilor de retail de a investi direct în piețele de capital este, în general, redus în cadrul UE, fiind direcționat, în principal, prin investițiile instituționale colective. Cu toate acestea, gospodăriile europene dețin economii importante în conturile bancare care, în unele cazuri, ar putea fi utilizate într-un mod mai productiv. Scăderea ratelor dobânzii la depozitele bancare poate oferi gospodăriilor stimulente pentru a-și deplasa o parte mai importantă din patrimoniul financiar din bănci pe piețele titlurilor de capital.

Produsele fondurilor mutuale, precum OPCVM, sunt vehicule populare la care investitorii de retail recurg pentru a investi în piețele de capital. În pofida acestui fapt, rata de participare directă a sectorului de retail la OPCVM se menține la un nivel relativ scăzut: gospodăriile private au reprezentat doar 26 % din titularii de fonduri de investiții în zona euro în 2013²⁴. Pentru a asigura o gamă mai largă de produse ale fondurilor de investiții și o concurență mai mare, Comisia ar fi interesată să afle punctele de vedere cu privire la modalitățile în care participarea transfrontalieră a sectorului de retail la OPCVM ar putea fi sporită.

Investitorii de retail vor dori să investească în piețele de capital doar dacă au încredere în acestea, precum și în intermediarii financiari care operează pe aceste piețe și dacă cred că pot să obțină un randament mai ridicat din economiile lor. Restabilirea încrederii investitorilor este o responsabilitate esențială și o provocare semnificativă pentru sectorul financiar. Îmbunătățirea cunoștințelor financiare le-ar permite, totodată, consumatorilor să aleagă produse financiare mai eficiente și mai ușor, precum și să compare produsele. Pentru a ameliora educația și cunoștințele financiare au fost instituite o serie de programe naționale, precum și proiectul UE „Consumer Classroom”. În unele cazuri, ar putea fi, de asemenea, utile produse financiare mai standardizate sau mai simple, care sunt disponibile în unele state membre.

Reglementarea și supravegherea pot contribui la consolidarea încrederii investitorilor. Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe (ESMA) și Autoritatea Europeană de

²⁴ Fact Book 2014, European Fund and Asset Management Association.

Asigurări și Pensii Ocupaționale (EIOPA) au dobândit, prin intermediul MiFID II²⁵ și al altor regulamente, competențe sporite în materie de protecție a investitorilor. Astfel cum se menționează în revizuirea efectuată recent de către Comisie cu privire la autoritățile europene de supraveghere²⁶, mandatele acestora în materie de protecție a consumatorilor/investitorilor ar putea fi clarificate și consolidate, atunci când este necesar.

Consolidarea concurenței transfrontaliere în sectorul serviciilor financiare de retail ar putea duce la o ofertă mai largă, la prețuri mai mici și la servicii mai bune. Serviciile financiare oferite prin intermediul instrumentelor electronice și mobile au potențialul de a contribui la aceasta, în condițiile în care se pot lua măsuri pentru a răspunde preocupărilor legate de protecția împotriva fraudei, piratării și spălării banilor, menținând-se totodată ușurința de utilizare pentru clienți. Comisia va începe activitatea pregătitoare cu privire la modul în care piața unică a serviciilor financiare de retail poate oferi mai multe avantaje consumatorilor.

Întrebări

17) Cum poate fi sporită participarea transfrontalieră a segmentului de retail la OPCVM?

18) Cum pot autoritățile europene de supraveghere să contribuie într-o mai mare măsură la asigurarea protecției consumatorilor și a investitorilor?

19) Ce măsuri de politică ar putea crește investițiile de retail? Ce altceva s-ar putea face pentru a conferi un grad mai mare de autonomie cetățenilor UE și pentru a-i proteja atunci când accesează piețele de capital?

20) În ceea ce privește dezvoltarea de produse de investiții simple și transparente pentru consumatori, există bune practici naționale care pot fi prezentate?

Atragerea investițiilor internaționale

Piețele europene de capital trebuie să fie deschise și competitive la nivel mondial, bine reglementate și integrate pentru a atrage investiții străine, ceea ce înseamnă menținerea de standarde UE ridicate pentru a garanta integritatea pieței, stabilitatea financiară și protecția investitorilor. Având în vedere natura globală a piețelor de capital, este important ca uniunea piețelor de capital să se dezvolte luând în considerare contextul global mai amplu.

În timp ce, în perioada următoare crizei, în toate regiunile fluxurile brute de capital s-au redus, Uniunea Europeană (și în special zona euro) a cunoscut cea mai semnificativă reducere a volumului intrărilor și ieșirilor brute de capital, ca procent din PIB. Toate componentele intrărilor brute de capital (investițiile de portofoliu, investițiile străine directe și împrumuturile intermediare de bănci) au fost mai reduse în 2013 decât în 2007.

Potrivit datelor Fondului Monetar Internațional (FMI), la sfârșitul anului 2013, stocul totalul global al portofoliilor de investiții transfrontaliere era de 25 de bilioane EUR. Stocul total al

²⁵ Directiva 2014/65/UE de modificare a Directivei 2002/92/CE și a Directivei 2011/61/UE.

²⁶ COM(2014) 509 final.

portofoliilor de investiții transfrontaliere între statele membre ale UE era de 9,6 bilioane EUR, în timp ce investițiile de portofoliu din afara UE erau de aproximativ 5 bilioane EUR. Prin urmare, pot fi atrase mult mai multe investiții sub formă de titluri de capital și de creanță din țările terțe.

Politica UE privind comerțul și investițiile internaționale²⁷ are un rol important în sprijinirea investițiilor internaționale. Acordurile comerciale și de investiții internaționale liberalizează circulația capitalurilor, reglementează accesul pe piață și investițiile, inclusiv prestarea de servicii financiare, și pot contribui la obținerea atât a unui nivel adecvat de protecție pentru investitori în Europa, cât și a unor condiții de concurență echitabile pe întreg teritoriul UE²⁸. În plus, Comisia contribuie la activitatea internațională privind libera circulație a capitalurilor, inclusiv, de exemplu, cu privire la codurile OCDE de liberalizare a mișcărilor de capital.

Ar trebui înlesnită comercializarea directă a fondurilor de investiții și a altor instrumente de investiții ale UE în țările terțe. Acest lucru s-ar putea realiza prin reducerea barierelor pe care le întâmpină instituțiile și serviciile financiare ale UE în ceea ce privește accesul la piețele țărilor terțe, inclusiv, dacă este cazul, prin deschiderea piețelor pentru gestionarea activelor transfrontaliere în viitoarele acorduri comerciale.

În lumina acestor tendințe, Comisia dorește să afle punctele de vedere privind măsurile care ar putea fi luate pentru a asigura o mai mare atractivitate a piețelor UE pentru investitorii internaționali.

Întrebări

21) *În domeniul reglementării serviciilor financiare, ar putea fi întreprinse acțiuni suplimentare care să asigure că UE este competitivă pe plan internațional și că este un loc atractiv pentru a investi?*

22) *Ce măsuri se pot lua pentru a facilita accesul întreprinderilor din UE la piețele de capital și investitorii din țările terțe?*

4.3 Ameliorarea eficacității piețelor - intermediari, infrastructuri și cadrul juridic general

Cadrul unic de reglementare, asigurarea aplicării legislației și concurența

Elaborarea, în ultimii ani, a unui cadru unic de reglementare a reprezentat o etapă importantă către un cadru de reglementare mai armonizat pentru piețele de capital, care permite întreprinderilor să concureze la nivel transfrontalier în condiții echitabile de concurență. Succesul cadrului unic de reglementare depinde, de asemenea, de punerea în aplicare eficientă și de asigurarea aplicării coerente a normelor. Există încă unele acte legislative esențiale ale UE care permit statelor membre să adauge unele cerințe, așa-numita „suprareglementare”,

²⁷ COM(2010) 343.

²⁸ UE dorește, de asemenea, să includă în acordurile sale comerciale și de investiții garanții adecvate pentru a asigura protecția corespunzătoare în domenii precum siguranța, sănătatea, protecția mediului sau diversitatea culturală.

precum și unele cazuri de interpretare divergentă a normelor. Comisia, în cooperare cu statele membre și cu autoritățile europene de supraveghere, depune eforturi astfel încât legislația UE în domeniul financiar să fie aplicată în mod corect și să se asigure respectarea acesteia pe teren.

Concurența îndeplinește un rol esențial în garantarea, pentru consumatori, a unor prețuri adecvate la cele mai bune produse și servicii și a faptului că fluxurile de investiții sunt direcționate spre uzurile cele mai productive. Acolo unde este posibil, barierele la intrare pentru concurenți ar trebui să fie eliminate și ar trebui să se asigure accesul la infrastructura pieței financiare. Pentru a asigura eficacitatea sporită și buna funcționare a piețelor de capital, Comisia a recurs la competențele sale în materie de concurență în mai multe cazuri. În continuare, Comisia se va asigura că legislația în domeniul concurenței este aplicată cu rigurozitate pentru a se evita restricționarea sau denaturarea concurenței care afectează apariția unor piețe de capital integrate și funcționale.

De asemenea, ar trebui să se asigure aplicarea principiului liberei circulații a capitalului, astfel încât să se abordeze barierele nejustificate în calea fluxurilor de investiții. De exemplu, cerințele impuse de către statele membre gazdă operatorilor de piață care dispun de un pașaport european de comercializare emis de statul membru de origine ar putea constitui, în unele cazuri, un obstacol nejustificat în calea liberei circulații a capitalurilor. Un cadru mai stabil, transparent și previzibil pentru investitori ar putea contribui la consolidarea încrederii și a atractivității pieței unice ca destinație a investițiilor pe termen lung.

Convergența practicilor de supraveghere

Deși cadrele de reglementare pentru piețele de capital au fost în mare parte armonizate, succesul reformelor depinde, de asemenea, de punerea în aplicare și de asigurarea respectării normelor. Autoritățile europene de supraveghere au un rol esențial în promovarea convergenței. Comisia a publicat recent un raport privind funcționarea autorităților europene de supraveghere și a Sistemului european de supraveghere financiară (SESF)²⁹, în care s-au identificat o serie de domenii în care s-ar putea aduce îmbunătățiri pe termen scurt și mediu. Comisia va examina în continuare modul de funcționare a autorităților europene de supraveghere, precum și guvernanta și finanțarea acestora.

Autoritățile europene de supraveghere au un rol important în promovarea, în continuare, a unui grad mai ridicat de convergență în materie de supraveghere, punând accentul mai mult pe evaluarea *inter pares* și promovând utilizarea acesteia, precum și a măsurilor de monitorizare corespunzătoare. De asemenea, posibilitatea de a recurge la mecanisme de soluționare a litigiilor în cazul în care acest lucru este necesar și competențele de investigare în legătură cu presupusele încălcări ale dreptului UE ar putea facilita aplicarea și transpunerea consecventă a legislației UE în cadrul întregii piețe unice.

S-ar putea acorda mai multă atenție rolului asumat, în acest context, de autoritățile europene de supraveghere. Dat fiind că regimurile naționale de supraveghere pot duce la niveluri diferite de protecție a investitorilor, pot crea bariere în calea operațiunilor transfrontaliere și pot descuraja întreprinderile care solicită finanțare în alte state membre, autoritățile europene de supraveghere pot juca, de asemenea, un rol în creșterea convergenței.

²⁹ COM(2014) 509.

Date și raportare

Dezvoltarea de date și rapoarte comune la nivelul UE ar putea contribui la sprijinirea unei integrări mai strânse a pieței de capital. De exemplu, existența pe piețele de valori a unui „sistem centralizat de raportare” este esențială pentru a se asigura calitatea, disponibilitatea și transmiterea la timp a informațiilor după tranzacționare. În cazul în care eforturile depuse de piață se dovedesc a fi insuficiente pentru realizarea unui sistem centralizat de raportare care să fie ușor de accesat și de utilizat de către participanții la piață pe o bază comercială rezonabilă, se poate acorda atenție identificării unor soluții alternative, inclusiv încredințarea operării sistemului centralizat de raportare unei entități comerciale. De asemenea, Comisia va încerca să se asigure că difuzarea informațiilor consolidate în condiții comerciale rezonabile se desfășoară fără impedimente.

Abordările mai eficiente în ceea ce privește raportarea privind supravegherea și piața, în care sunt implicate autoritățile naționale sau ESMA, de exemplu, abordările comune în materie de tehnologie a informației pentru anumite cerințe de raportare, ar putea fi, de asemenea, utile participanților pe piață. Sunteți invitați să vă exprimați punctele de vedere privind necesitatea și tipul de măsuri suplimentare în vederea îmbunătățirii datelor și a activității de raportare în UE.

Infrastructura pieței și dreptul în materie de valori mobiliare

Infrastructura pieței și dreptul în materie de valorile mobiliare, și anume „rețeaua” care direcționează investițiile și cadrul juridic care le reglementează, sunt principalele elemente care determină eficiența și ușurința cu care se pot realiza investiții. Instituirea cadrului de reglementare aplicabil infrastructurilor pieței este în curs și include acte legislative menite să asigure soliditatea contrapărților centrale și a depozitarilor centrali pentru instrumente financiare, precum și proiectul Target2Securities (T2S) desfășurat de Eurosistem. Astfel cum s-a anunțat în programul de lucru al Comisiei, aceasta intenționează să prezinte o propunere legislativă de creare a unui cadru european pentru redresarea și rezoluția instituțiilor financiare de importanță sistemică, precum contrapărțile centrale. Cu toate acestea, unele aspecte referitoare la infrastructurile de piață care sprijină tranzacționarea pot fi îmbunătățite în continuare.

Garanțiile reale sunt o parte esențială a sistemului financiar, deoarece stau la baza unui număr mare de tranzacții de pe piață și oferă o plasă de siguranță în cazul în care există probleme. Fluiditatea garanțiilor reale pe întreg teritoriul UE este în prezent limitată, fapt care împiedică piețele să funcționeze eficient. De la începutul crizei financiare, cererea de garanții reale a crescut, stimulată de cererea pieței pentru finanțări mai sigure, precum și de noile cerințe de reglementare, astfel cum sunt prezentate în Regulamentul privind infrastructura pieței europene (EMIR)³⁰ și în Regulamentul privind cerințele de capital (CRR)³¹. În contextul în care cererea de garanții reale este în creștere, există riscul de reutilizare a acelorași valori mobiliare pentru a sprijini tranzacții multiple, așa cum se întâmpla înainte de criză. Aceste aspecte sunt în curs de a fi analizate la nivel internațional. Sunteți invitați să vă exprimați punctele de vedere referitoare la necesitatea unor activități de facilitare a fluxurilor de garanții reale, reglementate adecvat în întreaga UE.

³⁰ Regulamentul (UE) nr. 648/2012.

³¹ Regulamentul (UE) nr. 575/2013 de modificare a Regulamentului (UE) nr. 648/2012.

De asemenea, deși s-au înregistrat progrese semnificative în armonizarea normelor necesare pentru transparența și integritatea piețelor de valori mobiliare, **legislația privind drepturile investitorilor în ceea ce privește valorile mobiliare diferă de la un stat membru la altul.** Drept urmare, investitorii întâmpină dificultăți în evaluarea riscului investițiilor de capital în diferite state membre. Acest aspect face obiectul unor discuții de mai bine de zece ani, și anume de la al doilea raport Giovaninni din 2003. Acest subiect este, totuși, complex deoarece implică aspecte legate de dreptul în materie de proprietate, contracte, societăți comerciale și insolvență, precum și de legislația privind deținerea de titluri de valoare și normele conflictuale. Potrivit unor puncte de vedere divergente, armonizarea la nivelul UE și o definiție unică a titlurilor de valoare la nivelul UE nu ar fi necesare. În plus, se susține că odată cu lansarea, la mijlocul anului 2015, a proiectului Target 2 Securities se vor elimina riscurile legale și operaționale asociate transferului și deținerii de valori mobiliare în mai multe jurisdicții, se vor reduce costurile și ar putea crește investițiile transfrontaliere. În lumina acestor constrângeri, sunteți invitați să vă exprimați punctele de vedere privind fezabilitatea și dezideratul aducerii de modificări bine definite la legislația privind normele de deținere a valorilor mobiliare care ar putea contribui semnificativ la piețe de capital mai integrate în cadrul UE.

Un alt aspect important al dezvoltării unei piețe paneuropene a securitizării și a contractelor de garanție financiară, precum și a altor activități, ca de exemplu factoringul, este asigurarea unui grad mai mare de securitate juridică în cazurile transfrontaliere de transfer de creanțe și stabilirea ordinii de prioritate a acestor transferuri, în special în cazuri precum insolvența. În 2015, Comisia va publica un raport în care vor fi identificate problemele și soluțiile posibile.

Băncile joacă un rol esențial nu numai în ceea ce privește creditarea, ci și intermedierea pe piața de capital, în special prin furnizarea de lichidități prin activitatea de formare a pieței. Unele studii identifică tendințe de scădere a lichidității pe unele segmente ale pieței, precum și o subevaluare a prețului lichidității în perioada premergătoare crizei. Unii pun reducerea lichidității pe seama unei corecții de piață necesare, precum și a diminuării încrederii pieței în perioada de după criză, în timp ce alții explică această reducere prin măsurile de reglementare adoptate la nivel mondial ca urmare a crizei. Comisia dorește să afle punctele de vedere cu privire la modul în care se poate stabili mai bine prețul lichidității și la condițiile de asigurare a robusteții lichidității, în special dacă s-ar putea lua măsuri de sprijinire a lichidității în segmentele vulnerabile și dacă există bariere la intrare pentru noii participanți pe piață care pot îndeplini un rol în corelarea cumpărătorilor cu vânzătorii.

Dreptul societăților comerciale, guvernarea corporativă, insolvența și impozitarea

În domeniul **guvernării corporative** există legislație a UE (de exemplu declarațiile privind guvernarea corporativă³², exercitarea transfrontalieră a drepturilor acționarilor³³), însă guvernarea corporativă este adesea de resortul dreptului și standardelor interne. În perioada ulterioară crizei financiare s-a efectuat o revizuire a cadrului de guvernare corporativă al UE, prin intermediul a două consultări³⁴. Revizuirea în curs a directivei privind drepturile acționarilor are scopul de a încuraja investitorii instituționali și administratorii de active să furnizeze întreprinderilor mai mult capital pe termen lung.

³² Directiva 2006/46/CE.

³³ Directiva 2007/36/CE.

³⁴ COM(2010) 284 și COM(2011) 164.

Protejarea **drepturilor acționarilor minoritari ameliorează guvernanta corporativă și atractivitatea întreprinderilor pentru investitorii străini**, care adesea pot fi investitori minoritari. Un alt aspect al unei guvernante corporative este eficiența structurilor de conducere în ceea ce privește exercitarea controlului asupra administratorilor întreprinderii. Întrucât structurile de conducere ale întreprinderilor protejează interesele investitorilor, structurile de conducere eficiente și funcționale sunt, de asemenea, esențiale pentru atragerea investițiilor.

În pofida mai multor directive privind dreptul societăților comerciale³⁵, întreprinderile se confruntă în continuare cu obstacole importante în calea **mobilității și a restructurărilor transfrontaliere**. Continuarea reformelor privind dreptul societăților comerciale ar putea fi utilă pentru depășirea barierelor în calea stabilirii și funcționării transfrontaliere a societăților comerciale.

Diferențele dintre **normele conflictuale** naționale cu privire la funcționarea internă a unei întreprinderi pot duce la incertitudine juridică, întrucât se poate crea o situație în care o întreprindere face obiectul legislațiilor din diferite state membre în același timp, de exemplu, în cazul în care o întreprindere este constituită într-un stat membru, dar își desfășoară activitatea în principal din alt stat membru.

Deși în ultimii 30 ani s-au înregistrat progrese modeste în discuțiile legate de armonizarea **legislației de fond în materie de insolvență**, din cauza complexității acestui aspect, în ceea ce privește normele conflictuale în materie de proceduri transfrontaliere de insolvență s-au înregistrat progrese semnificative³⁶. Cu toate acestea, există în continuare divergențe între cadrele naționale de bază în materie de insolvență, în ceea ce privește caracteristicile de bază și eficacitatea acestora³⁷. Reducerea acestor divergențe ar putea contribui la apariția unor piețe paneuropene ale titlurilor de capital și de creanță, reducându-se incertitudinea în cazul investitorilor care trebuie să evalueze riscurile în mai multe state membre. În plus, lipsa sau caracterul inadecvat al normelor care permit restructurarea timpurie a datoriilor în multe state membre, lipsa dispozițiilor legate de „a doua șansă”, precum și durata și costurile excesive ale procedurilor oficiale de insolvență pot duce la rate scăzute de recuperare pentru creditorii și pot descuraja investitorii. În vederea obținerii de progrese în materie de insolvență, Comisia a adoptat o recomandare privind o nouă abordare a eșecului în afaceri și a insolvenței³⁸ în care îndeamnă statele membre să instituie proceduri timpurii de restructurare și dispoziții privind „a doua șansă”. De asemenea, recomandarea invită statele membre să ia în considerare aplicarea acestor principii în cazul supraîndatorării și falimentului consumatorilor. O evaluare a recomandării este planificată pentru 2015.

Diferențele între **regimurile fiscale** ale statelor membre pot împiedica dezvoltarea unei piețe unice a capitalului. De exemplu, acestea pot crea obstacole în calea investițiilor transfrontaliere, cum ar fi pensiile și asigurările de viață. Ca o acțiune ulterioară Cărții albe privind pensiile³⁹, Comisia a efectuat un studiu privind normele discriminatorii referitoare la capitalul, contribuțiile și plățile aferente produselor de pensii și de asigurări de viață. Comisia

³⁵ De exemplu Regulamentul (CE) nr. 2157/2001 și Directiva 2005/56/CE.

³⁶ Regulamentul 1346/2000 privind procedurile de insolvență va fi înlocuit în 2015 de un instrument juridic îmbunătățit.

³⁷ Documentul de lucru al serviciilor Comisiei, (2014) 61 final.

³⁸ Recomandarea Comisiei C(2014) 1500.

³⁹ Cartea albă „O agendă pentru pensii adecvate, sigure și viabile” a fost adoptată la 16 februarie 2012, pe baza consultării privind Cartea verde din 2010. Cartea albă trece în revistă provocările legate de adecvarea și sustenabilitatea sistemelor de pensii și propune o serie de măsuri de politică la nivelul UE.

va lua măsurile care se impun în cazul în care se constată, într-o etapă ulterioară, că există norme discriminatorii și norme fiscale discriminatorii cu privire la investițiile transfrontaliere în bunuri imobiliare realizate de societățile de asigurări de viață și de fondurile de pensii. Continuă, de asemenea, activitatea de **simplificare a procedurilor de reducere a impozitului reținut la sursă în ceea ce privește post-tranzacționarea.**

Pe lângă tratamentul fiscal în cazul diverșilor participanți la piață la nivelul statelor membre, există, de asemenea, diferențe în ceea ce privește tratamentul fiscal al diferitelor tipuri de finanțare, ceea ce poate crea denaturări. De exemplu, diferențele în ceea ce privește tratamentul fiscal al finanțării sub formă de datorie și al finanțării bazate pe titluri de capital ar putea crește dependența întreprinderilor de finanțarea prin îndatorare și de finanțarea bancară. În plus, diferențele care există între statele membre în ceea ce privește definirea datoriei și a capitalului și tratamentul fiscal aferent, inclusiv în ceea ce privește instrumentele de capital reglementar, pot afecta condițiile de concurență echitabile, pot fragmenta piețele și pot crea oportunități pentru transferul profiturilor.

În fine, întreprinderile nou-înființate întâmpină în mod special dificultăți deoarece nu dispun de garanții reale și nu au un istoric care să ofere certitudine celor care oferă finanțare. Este însă probabil ca întreprinderile nou-înființate să vină cu inovări care contestă poziția pe piață a întreprinderilor tradiționale de mari dimensiuni. Concluzia unui studiu recent solicitat de Comisia Europeană⁴⁰ este că îndreptarea **stimulentelor fiscale pentru cheltuielile de C-D** către întreprinderile tinere și inovatoare este o practică eficientă.

Tehnologii

Un stimulent important al integrării piețelor de capital este dezvoltarea rapidă a noilor tehnologii care au contribuit, de exemplu, la dezvoltarea platformelor de tranzacționare electronice, la tranzacționarea de înaltă frecvență și la așa-numitele întreprinderi „FinTech”. Conceptul de „FinTech” poate fi definit ca o combinație de servicii financiare inovatoare și disponibilitatea capitalului prin intermediul utilizării noilor tehnologii (digitale), cum ar fi multifinanțarea. Potrivit unui raport recent, din 2008, investițiile globale în întreprinderile FinTech s-au triplat, ajungând la aproape 3 miliarde USD în 2013; se estimează că această tendință va continua, investițiile globale urmând să atingă nivelul de 8 miliarde USD până în 2018⁴¹.

Dreptul european și național al societăților nu a ținut pasul cu dezvoltarea tehnologică, de exemplu **neintegrând** suficient **avantajele digitalizării**. Schimburile de informații între întreprinderi, acționari și autoritățile publice se efectuează încă, adesea, pe suport de hârtie. De exemplu, în numeroase întreprinderi, acționarii nu pot încă să își exprime votul prin mijloace electronice și nu există posibilitatea înregistrării online a întreprinderilor la nivel european. Utilizarea tehnologiilor moderne în aceste domenii ar putea contribui la reducerea costurilor și a sarcinii și ar asigura totodată o comunicare mai eficientă, în special într-un context transfrontalier.

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

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

Întrebări

23) Există mecanisme de îmbunătățire a funcționării și eficienței piețelor care nu au fost incluse în prezentul document, în special în ceea ce privește funcționarea și lichiditatea pieței de acțiuni și de obligațiuni?

24) În opinia dumneavoastră., există domenii în care cadrul unic de reglementare nu este suficient dezvoltat?

25) Considerați că prerogativele autorităților europene de supraveghere de a asigura supravegherea coerentă sunt suficiente? Ce măsuri suplimentare privind supravegherea la nivelul UE ar contribui semnificativ la dezvoltarea unei uniuni a piețelor de capital?

26) Având în vedere experiența din trecut, există modificări precise la normele privind deținerea de titluri de valoare care ar putea contribui la piețe de capital mai integrate în cadrul UE?

27) Ce măsuri s-ar putea lua pentru a îmbunătăți fluxul transfrontalier de garanții reale? Ar trebui să se efectueze demersuri pentru a îmbunătăți caracterul executoriu la nivel transfrontalier al garanțiilor reale și al acordurilor de compensare cu exigibilitate imediată?

28) Care sunt principalele obstacole în calea unor piețe integrate ale capitalurilor care decurg din dreptul societăților comerciale, inclusiv din guvernanta corporativă? Există măsuri specifice care ar putea contribui la depășirea acestora?

29) Ce aspecte specifice ale legislației în materie de insolvență ar trebui să fie armonizate pentru a sprijini apariția unei piețe paneuropene a capitalului?

30) Ce obstacole existente în materie de impozitare ar trebui analizate ca o chestiune prioritară pentru a contribui la piețe de capital mai integrate în cadrul UE și la o structură de finanțare mai robustă la nivel de întreprindere și prin ce instrumente?

31) Cum poate UE să sprijine cel mai bine dezvoltarea pe piață a unor noi tehnologii și modele de afaceri, în folosul unor piețe de capital integrate și eficiente?

32) Există alte aspecte care nu au fost identificate în această carte verde, care, în opinia dumneavoastră, necesită acțiuni pentru realizarea unei uniuni a piețelor de capital? Dacă da, care sunt acestea și ce formă ar putea lua aceste acțiuni?

SECȚIUNEA 5: următoarele etape

Pe baza rezultatelor acestei consultări, Comisia va lua în considerare acțiunile prioritare necesare pentru a institui, până în 2019, elementele de temelie ale unei uniuni a piețelor de capital integrate, bine reglementate, transparente și lichide pentru toate cele 28 de state membre. Pe lângă sprijinirea inițiativelor propuse de piață, atunci când este posibil, acțiunea UE ar putea lua forma unor măsuri fără caracter legislativ, a legislației, a măsurilor de asigurare a respectării legislației în materie de concurență și a procedurilor privind constatarea neîndeplinirii obligațiilor, precum și a recomandărilor specifice fiecărei țări adresate statelor membre în contextul semestrului european. Statele membre sunt încurajate să analizeze dacă există bariere și obstacole create de legislațiile și de practicile naționale și care ar fi modalitățile cele mai potrivite pentru a le depăși.

Părțile interesate sunt invitate să trimită răspunsurile lor la întrebările din prezenta carte verde până la data de 13 mai 2015 prin intermediul **chestionarului online**:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm În cursul procesului de consultare, Comisia Europeană:

- va colabora cu Parlamentul European pentru a obține feedback direct de la membrii săi;
- invită statele membre să organizeze consultări și evenimente cu publicul și cu parlamentele naționale în vederea promovării dezbaterii cu privire la uniunea piețelor de capital la nivel național; și
- va organiza în mod transparent și echilibrat ateliere pentru a-i consulta pe cei cu cunoștințe tehnice specifice (cum ar fi mediul academic, participanții pe piață) astfel încât să se obțină un punct de vedere informat cu privire la chestiuni specifice.

Comisia va organiza o conferință în vara anului 2015 pentru a încheia consultarea. Ulterior, în cursul anului 2015, va fi publicat un plan de acțiune privind uniunea piețelor de capital.