



Bruxelles, 30.9.2015
COM(2015) 468 final

**COMUNICARE A COMISIEI CĂTRE PARLAMENTUL EUROPEAN, CONSILIU,
COMITETUL ECONOMIC ȘI SOCIAL EUROPEAN ȘI COMITETUL
REGIUNILOR**

Plan de acțiune privind edificarea unei Uniuni a piețelor de capital

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

Cuprins

INTRODUCERE.....	3
1. DRUMUL CĂTRE CREȘTERE – FINANȚARE PENTRU INOVARE, SOCIETĂȚI NOU-ÎNFIINȚATE ȘI SOCIETĂȚI NECOTATE.....	8
1.1. Finanțarea fazei de demarare.....	8
1.2. Prima fază de extindere	10
1.3. Sprijinirea IMM-urilor care solicită finanțare	11
1.4. Fonduri care emit credite.....	12
1.5. Plasamente private.....	13
2. FACILITAREA INTRĂRII SOCIETĂȚILOR PE PIEȚELE PUBLICE ȘI A MOBILIZĂRII DE CAPITAL.....	14
3. INVESTIȚII PE TERMEN LUNG, INFRASTRUCTURĂ ȘI INVESTIȚII SUSTENABILE.....	17
3.1. Îmbunătățirea mediului de investiții prin intermediul cadrului de reglementare	17
3.2. Sprijinirea investițiilor pe termen lung și a finanțării proiectelor de infrastructură	18
3.3. Mobilizarea finanțării pentru a asigura sustenabilitatea ecologică	19
3.4. Apel la contribuții privind cadrul de reglementare existent.....	19
4. PROMOVAREA INVESTIȚIILOR INSTITUȚIONALE ȘI DE RETAIL	21
4.1. Investitori individuali	21
4.2. Investitorii instituționali	23
5. STIMULAREA CAPACITĂȚII BĂNCILOR DE A SPRIJINI ECONOMIA ÎN SENS LARG	25
6. FACILITAREA INVESTIȚIILOR TRANSFRONTALIERE.....	27
6.1. Securitatea juridică și infrastructura de piață pentru investiții transfrontaliere	27
6.2. Eliminarea barierelor naționale din calea investițiilor transfrontaliere.....	28
6.3. Promovarea stabilității financiare și a convergenței în materie de supraveghere.....	30
6.4. Facilitarea investițiilor internaționale.....	31
7. MONITORIZARE ȘI ETAPELE URMĂTOARE	33

INTRODUCERE

Prioritatea absolută a Comisiei este de a consolida economia Europei și de a stimula investițiile, cu scopul de a crea noi locuri de muncă. Planul de investiții în valoare de 315 miliarde EUR, în vigoare și operațional la mai puțin de un an de la începutul mandatului actualei Comisii, va contribui la demararea acestui proces. Pentru a consolida investițiile pe termen lung, avem nevoie de piețe de capital mai puternice, care ar oferi noi surse de finanțare pentru întreprinderi, ar contribui la multiplicarea opțiunilor oferite deponenților și ar face ca economia să fie mai rezilientă. Din acest motiv, președintele Juncker a inclus printre principalele sale priorități necesitatea creării unei piețe unice veritabile a capitalurilor, o uniune a piețelor de capital pentru toate cele 28 de state membre.

Libera circulație a capitalurilor a fost unul dintre principiile fundamentale pe care a fost construită Uniunea Europeană. În ciuda progreselor înregistrate în ultimii 50 de ani, piețele de capital din Europa continuă să fie relativ subdezvoltate și fragmentate. Economia europeană este la fel de mare ca economia Statelor Unite ale Americii, dar piețele de capital din Europa reprezintă mai puțin de jumătate raportat la cele americane, iar piețele datoriilor, mai puțin de o treime. Decalajul dintre statele membre este chiar și mai mare decât cel dintre Europa și SUA. Piețele de capital mai bine integrate vor genera câștiguri de eficiență și vor sprijini capacitatea Europei de a finanța creșterea economică.

Uniunea piețelor de capital va consolida cel de al treilea pilon al Planului de investiții pentru Europa și va oferi beneficii pentru toate cele 28 de state membre; în același timp, ea va sprijini Uniunea economică și monetară prin susținerea convergenței economice și prin contribuția la absorbția șocurilor economice din zona euro, după cum se arată în raportul celor cinci președinți cu privire la finalizarea Uniunii economice și monetare.

Consolidarea piețelor de capital va completa tradiția puternică a Europei în domeniul finanțării bancare și va duce la:

- **Deblocarea mai multor investiții din UE și din restul lumii:** Uniunea piețelor de capital va contribui la mobilizarea capitalului în Europa și la direcționarea acestuia către toate societățile, inclusiv IMM-urile, proiectele de infrastructură și proiectele sustenabile pe termen lung care au nevoie de finanțare pentru dezvoltare și crearea de locuri de muncă. Ea va oferi totodată familiilor mai multe opțiuni în ceea ce privește planurile legate de pensie.
- **O mai bună conectare între finanțare și proiectele de investiții la nivelul UE:** Statele membre cu piețe mici, dar cu potențial ridicat de creștere au mult de câștigat de pe urma unei mai bune direcționări către proiectele lor a capitalului și a investițiilor. Statele membre cu economii de piață mai dezvoltate vor beneficia de investiții transfrontaliere și de posibilități de economisire mai substanțiale.
- **Un sistem financiar mai stabil:** piețele financiare și de capital integrate pot ajuta statele membre, în special pe cele din zona euro, să distribuie între ele impactul șocurilor. Oferind acces la o gamă mai largă de surse de finanțare, sistemul va contribui la distribuția riscurilor financiare, ceea ce înseamnă că cetățenii și societățile din UE vor fi mai puțin vulnerabile în fața contracțiilor bancare. Pe lângă aceasta, existența unor piețe de capital mai dezvoltate, spre deosebire de creșterea gradului de îndatorare, permite dezvoltarea investițiilor pe termen lung.
- **O integrare financiară aprofundată și o concurență mai puternică:** distribuția extinsă a riscurilor la nivel transfrontalier, piețele mai active și mai lichide, precum și sursele

diversificate de finanțare vor accentua integrarea financiară, vor reduce costurile și vor duce la creșterea competitivității europene.

Cu alte cuvinte, uniunea piețelor de capital va consolida legătura dintre fondurile economisite și creștere și va oferi mai multe opțiuni și randamente mai mari pentru deponenți și investitori, iar întreprinderile vor beneficia de mai multe posibilități de finanțare în toate etapele dezvoltării lor.

De ce merită realizat acest proiect?

Iată câteva exemple care ilustrează potențialele beneficii. În comparație cu SUA, IMM-urile europene primesc de cinci ori mai puține fonduri de pe piețele de capital. Dacă piețele noastre de capital de risc ar fi fost la fel de active, în perioada 2009 - 2014 ar fi fost disponibile fonduri în valoare de peste 90 de miliarde EUR pentru finanțarea societăților. Dacă securitizările din UE ar putea fi relansate - în condiții de siguranță - și ar atinge nivelurile medii ale emisiunilor anterioare crizei, băncile ar fi în măsură să furnizeze sectorului privat credite suplimentare de peste 100 de miliarde EUR, iar dacă securitizarea IMM-urilor ar fi reintrodusă la jumătate din nivelul maxim atins în timpul crizei, ar putea genera fonduri suplimentare de 20 de miliarde EUR. Nevoile de investiții sunt, de asemenea, mari; de exemplu, se estimează că pentru tranziția UE către o economie cu emisii reduse de carbon vor fi necesare investiții de 200 de miliarde EUR pe an¹.

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 societățile mari, costurile investițiilor și accesul la produsele de investiții converg în întreaga UE, obținerea de finanțare prin intermediul piețelor de capital este un proces din ce în ce mai simplu, iar demersurile de obținere a finanțării în alt stat membru nu sunt blocate de obstacole juridice inutile sau de măsuri de supraveghere care nu sunt necesare.

Un plan de acțiune pentru o uniune a piețelor de capital

În urma consultărilor care au început în luna februarie, Comisia a primit peste 700 de răspunsuri. Practic toate reacțiile primite au susținut importanța edificării unei uniuni a piețelor de capital; la rândul lor, Parlamentul European² și Consiliul³ și-au confirmat sprijinul ferm pentru o abordare graduală, subliniind că aspectele identificate în cadrul consultării sunt exact cele pe care trebuie să se concentreze eforturile Comisiei.

Uniunea piețelor de capital nu se va realiza prin intermediul unei măsuri unice. Vor exista însă mai multe etape, al căror impact cumulativ va fi semnificativ. Comisia va lua măsuri pentru a înlătura barierele care există între capitalul investitorilor și oportunitățile de investiții și pentru a depăși obstacolele care nu permit întreprinderilor să ajungă la investitori. Sistemul de canalizare a acestor fonduri va fi făcut cât se poate de eficient, atât la nivel național, cât și la nivel transfrontalier.

Deoarece integrarea accentuată a piețelor de capital și eliminarea treptată a barierelor naționale rămase ar putea genera noi riscuri la adresa stabilității financiare, vom sprijini acțiuni destinate să amplifice convergența în materie de supraveghere, astfel încât autoritățile însărcinate cu reglementarea pieței de capital să acționeze într-un mod unitar și să consolideze instrumentele disponibile pentru a gestiona riscurile sistemice cu prudență. Pe baza reacțiilor primite și a propriei noastre analize, Comisia va lua măsuri în următoarele domenii prioritare:

Mai multe opțiuni de finanțare pentru întreprinderile și IMM-urile europene

Întreprinderile din Europa întâmpină obstacole în obținerea finanțării de pe piețele de capital în toate etapele ciclului de finanțare și pentru piețele publice. Aceste obstacole limitează

¹ PRIMES, evaluarea impactului 2030.

² Rezoluția Parlamentului European referitoare la crearea unei uniuni a piețelor de capital [2015/2634 (RSP)]

³ [Concluziile Consiliului UE](#) din 19 iunie privind o uniune a piețelor de capital.

societățile mai mici în ceea ce privește mobilizarea de finanțare prin participare la capital și prin îndatorare. Comisia:

- va moderniza directiva privind prospectul astfel încât să fie reduse costurile suportate de întreprinderi în efortul de a mobiliza finanțare de pe piață, va reanaliza alte acte legislative care constituie obstacole de natură să împiedice listarea micilor întreprinderi pe piețele de acțiuni și pe piețele datoriilor și va susține activitățile de listare ale micilor întreprinderi prin intermediul structurilor consultative europene;
- va lansa un pachet de măsuri de susținere a capitalului de risc și a finanțării prin participare la capital în UE, inclusiv utilizând resursele UE drept catalizator al investițiilor private prin intermediul fondurilor de fonduri paneuropene, prin reforme ale legislației și promovarea bunelor practici în ceea ce privește stimulentele fiscale;
- va promova forme inovatoare de finanțare a întreprinderilor, cum ar fi finanțarea participativă, plasamentele private și fondurile care emit credite, asigurând, în același timp, protecția investitorilor și stabilitatea financiară; și
- va analiza modalitățile prin care să pună la punct o abordare paneuropeană menită să conecteze mai bine IMM-urile cu o serie de surse de finanțare.

Un mediu de reglementare adecvat pentru investițiile pe termen lung și sustenabile și finanțarea infrastructurii Europene

Europa are nevoie de un volum semnificativ de noi investiții sustenabile pe termen lung pentru a menține și crește competitivitatea. Sprijinul public prin măsuri precum planul de investiții pentru Europa în valoare de 315 miliarde EUR poate fi de ajutor, dar sunt necesare măsuri suplimentare pentru a debloca investiții private pe termen lung. Comisia:

- va revizui rapid dispozițiile directivei „Solvabilitate II”, pentru ca aceasta să reflecte mai bine riscul real asociat investițiilor în infrastructură, după care va revizui tratamentul expunerilor bancare în raport cu infrastructura prevăzută de Regulamentul privind cerințele de capital; și
- va evalua impactul cumulat al reformelor legislative precedente, în vederea asigurării coerenței și consecvenței, ca parte a inițiativei Comisiei privind o mai bună legiferare și pe baza activității demarate în Parlamentul European din 2013 în ceea ce privește coerența legislației UE în domeniul serviciilor financiare.

Mai multe investiții și opțiuni pentru investitorii individuali și instituționali

Economiile persoanelor fizice deținute direct sau indirect prin administratorii de active, societățile de asigurări de viață și fondurile de pensii sunt esențiale pentru deblocarea piețelor de capital. Consultarea a evidențiat faptul că, pentru investitorii individuali (*retail investors*) care economisesc pentru viitor, încrederea sporită, transparența, siguranța și posibilitatea de a alege constituie elemente care contribuie la realizarea unor investiții corecte. Sectorul european al administrării activelor funcționează bine în general, dar sunt necesare mai multe eforturi pentru consolidarea procedurii de „pașaport” și pentru intensificarea concurenței transfrontaliere. Comisia:

- va analiza, printr-o carte verde care va fi publicată în cursul acestui an, posibile moduri de a oferi mai multe posibilități de alegere și de a stimula concurența în domeniul serviciilor financiare transfrontaliere cu amănuntul și în domeniul asigurărilor. Ea va evalua, de

asemenea, cadrul de reglementare pentru investițiile cu amănuntul, acordând o atenție deosebită îmbunătățirii transparenței, calității și disponibilității consultanței în materie de investiții, în contextul intensificării activității online;

- va examina modalitățile de a oferi o gamă mai amplă de opțiuni în ceea ce privește economisirea pentru pensie și va crea o piață a pensiilor private personale în UE pentru care furnizorii de pensii să poată opta atunci când oferă pensii private în întreaga Uniune; și
- va crea un veritabil pașaport european al fondurilor, care să elimine comisioanele și alte bariere transfrontaliere, pentru a intensifica concurența și pentru a le oferi consumatorilor o gamă mai largă de opțiuni.

Dezvoltarea capacității băncilor de a acorda împrumuturi

În calitate de creditori pentru o parte semnificativă a economiei și de intermediari pe piețele de capital,

băncile vor juca un rol central în cadrul UPC. Băncile dispun de expertiză și conexiuni locale puternice; ca atare, creditarea bancară va continua să fie principala sursă de finanțare pentru multe întreprinderi, în paralel cu piețele de capital. Comisia:

- va revitaliza securitizările simple, transparente și standardizate la nivel european pentru a degreva bilanțurile băncilor și a oferi acces la investiții pentru investitorii pe termen lung;
- va explora posibilitatea ca toate statele membre să beneficieze de cooperative locale de credit care funcționează în afara domeniului de aplicare al normelor UE privind cerințele de capital pentru bănci;
- va analiza dacă și în ce mod se poate realiza un cadru paneuropean al obligațiunilor garantate, pornind de la sistemele naționale care funcționează bine, și va analiza fezabilitatea unor instrumente similare de finanțare pentru împrumuturile destinate IMM-urilor.

Reducerea barierelor transfrontaliere și dezvoltarea piețelor de capital pentru toate cele 28 de state membre

În ciuda progreselor realizate în ultimele decenii în direcția dezvoltării unei piețe unice de capital, există încă multe obstacole care stau în calea investițiilor transfrontaliere. Acestea variază de la obstacole generate de legislațiile naționale, cum ar fi legislația privind insolvența, legislația fiscală și legislația din domeniul valorilor mobiliare, până la obstacole determinate de infrastructura fragmentată a pieței. Prin urmare, Comisia:

- va desfășura consultări cu privire la principalele obstacole în materie de insolvență și va elabora o inițiativă legislativă privind insolvența întreprinderilor, abordând cele mai importante bariere aflate în calea liberei circulații a capitalurilor și bazându-se pe sistemele naționale care funcționează bine;
- va aborda incertitudinile legate de deținerea de titluri de valoare și va ameliora în continuare mecanismele de compensare și decontare din cadrul tranzacțiilor transfrontaliere cu titluri de valoare;

- va promova dezvoltarea piețelor de capital în toate cele 28 de state membre, în cadrul semestrului european și prin sprijin personalizat oferit statelor membre pentru consolidarea capacității administrative prin intermediul serviciului de sprijin pentru reforme structurale al Comisiei;
- va colabora cu autoritățile europene de supraveghere (AES) pentru a elabora și a pune în aplicare o strategie de consolidare a convergenței în materie de supraveghere și pentru a identifica domenii în care o abordare cu un caracter colectiv mai pronunțat ar putea îmbunătăți funcționarea pieței unice de capital;
- pe baza viitoarei evaluări a Comitetului european pentru risc sistemic (CERS) și a lucrărilor desfășurate la nivel internațional, se va asigura că autoritățile naționale și europene de supraveghere macroprudențială dispun de instrumentele necesare pentru a reacționa în mod adecvat la evoluțiile de pe piețele de capital.

Acest plan de acțiune prezintă fundamentele pentru crearea, până în 2019, a unei uniuni a piețelor de capital funcționale și integrate, care să includă toate statele membre. Este vorba despre un proiect pe termen lung, dar vom acționa rapid. În 2017, Comisia va evalua realizările și va reevalua prioritățile.

Direcția de urmat este clară: să instituim o piață unică pentru capitaluri plecând de la bază către vârf, identificând barierele și eliminându-le una câte una, creând un nou elan și alimentând un sentiment tot mai puternic de încredere pentru a investi în viitorul Europei. Libera circulație a capitalurilor a fost unul dintre principiile fundamentale pe care a fost construită Uniunea Europeană. La peste cincizeci de ani de la Tratatul de la Roma, să profităm de această ocazie pentru a transforma viziunea de atunci în realitate.

1. DRUMUL CĂTRE CREȘTERE – FINANȚARE PENTRU INOVARE, SOCIETĂȚI NOU-ÎNFIINȚATE ȘI SOCIETĂȚI NECOTATE

Întreprinderile nou-înființate sunt esențiale pentru stimularea creșterii în economie. La nivelul UE, întreprinderile mici și mijlocii (IMM-urile) angajează 2 din 3 de persoane și produc 58 de cenți din fiecare euro de valoare adăugată generată⁴. Antreprenorii cu planuri de afaceri promițătoare trebuie să aibă capacitatea de a obține finanțare pentru a-și pune ideile în practică. Firmele de succes vor avea nevoie de acces la fonduri în condiții atractive pentru a-și finanța extinderea. Cu toate acestea, în Europa, canalele de finanțare aflate la dispoziția firmelor în expansiune care doresc să mobilizeze capital propriu sau care caută alte forme de credit în afara sistemului bancar sunt subdezvoltate. Acest lucru este în special valabil pentru IMM-urile europene, care primesc peste 75 % din finanțarea externă din împrumuturi bancare. O uniune a piețelor de capital (UPC) reușită ar trebui să lărgescă gama de posibilități de finanțare puse la dispoziția societăților care doresc să se dezvolte. De aceste posibilități ar trebui să beneficieze antreprenorii din toate cele 28 de state membre ale UE, în toate etapele ciclului de finanțare (așa-numita „scară rulantă a finanțării”).

1.1. Finanțarea fazei de demarare

Rețelele și conexiunile locale puternice ale băncilor le permit să furnizeze cea mai mare parte a finanțării externe pentru IMM-urile europene. În plus, în ultimii ani, în completarea acestora

⁴ Comisia Europeană (2014), Raportul anual privind IMM-urile europene: O redresare parțială și fragilă, p. 24.

au venit în ajutorul societăților tot mai multe opțiuni de finanțare nebankare, din ce în ce mai variate, de la platforme de împrumuturi și de donații, tranzacții între întreprinderi la nivel de facturi și creditare de la persoană la persoană (*peer-to-peer*), la finanțare participativă bazată pe investiții sau sprijin din partea investitorilor providențiali (*business angels*).

Spre exemplu, finanțarea participativă (*crowdfunding*) s-a dezvoltat rapid în unele state membre. În prezent există peste 500 de platforme care oferă astfel de servicii în UE⁵. Având în vedere dimensiunea predominant locală a acestor activități, statele membre care găzduiesc majoritatea activităților de finanțare participativă iau măsuri pentru a clarifica condițiile desfășurării acestui nou model de afaceri. Platformele de finanțare participativă pe bază de titluri de valoare pot fi autorizate în temeiul Directivei privind piețele instrumentelor financiare (MiFID) și beneficiază de pașaport pentru a presta servicii și a desfășura activități reglementate în întreaga UE⁶. În prezent, nu există un cadru la nivelul UE care să reglementeze în mod explicit finanțarea participativă bazată pe creditare. UE ar trebui să mențină un echilibru atent între obiectivele de protecție a investitorilor și expansiunea continuă a finanțării participative. Reglementarea prematură ar putea împiedica, în loc să stimuleze, dezvoltarea acestui canal de finanțare inovator și cu creștere rapidă. Comisia a instituit un forum al părților interesate din domeniul finanțării participative pentru a sprijini elaborarea de politici în acest domeniu și a lansat un studiu cu scopul de a colecta și analiza date privind piețele finanțării participative pe întreg teritoriul UE și pentru a evalua impactul legislațiilor naționale. Pe baza activității existente⁷, Comisia va publica un raport privind dezvoltarea finanțării participative europene.

Comisia va analiza regimurile și bunele practici naționale și va monitoriza evoluția sectorului finanțării participative. Pe baza acestei evaluări, Comisia va decide cu privire la modalitățile optime de dezvoltare a acestui nou canal de finanțare în întreaga Uniune.

Investitorii providențiali sunt deseori oameni de afaceri cu experiență, dispuși să ofere sprijin financiar și de altă natură întreprinderilor nou-înființate. Ei au devenit o sursă din ce în ce mai importantă de capital în etapele preliminare și inițiale de înființare a societăților. Sumele furnizate de acești investitori la nivel european rămân reduse⁸ – 357 de milioane EUR în 2013, din care mai mult de jumătate s-au concentrat doar în 3 state membre ale UE (Regatul Unit, Spania și Franța)⁹. Europa are nevoie de o rețea mai puternică de investitori providențiali, în măsură să funcționeze dincolo de frontierele UE. Comisia va continua să sprijine formarea de rețele transfrontaliere și consolidarea capacităților pentru investitorii providențiali, cu un accent deosebit pe țările din Europa Centrală și de Est, pentru a dezvolta platforme transfrontaliere care să conecteze investitorii providențiali și IMM-urile inovatoare și să faciliteze cofinanțarea.

⁵ Estimare bazată pe date provenind din 22 de state membre ale UE în 2014. Sursa: Crowdsurfer Ltd and Ernst & Young LLP, „*Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*”, 2015.

⁶ În cazul în care o platformă de finanțare participativă este autorizată ca societate de investiții și respectă cerințele prevăzute de MiFID.

⁷ Autoritatea Europeană pentru Valori Mobiliare și Piețe, Aviz și Recomandări privind finanțarea participativă bazată pe investiții, ESMA/2014/1378, respectiv ESMA/1560, 18.12.2014; Avizul Autorității bancare europene cu privire la finanțarea participativă bazată pe creditare, ABE/Op/2015/03, 26.3.2015.

⁸ Nu toate investițiile de tip „investitori providențiali” sunt direct măsurabile. Conform anumitor estimări, în unele țări europene unde există piețe dezvoltate pentru investitorii providențiali, totalul acestor investiții l-ar putea depăși pe cel al investițiilor fondurilor de capital de risc — a se vedea OCDE (2011), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors* (Finanțarea întreprinderilor cu creștere accelerată: rolul investitorilor providențiali).

⁹ Sursa: Culegerea statisticilor EBAN 2014. Sunt disponibile date pentru 21 de state membre.

1.2. Prima fază de extindere

Firmele cu expansiune rapidă care au un potențial ridicat de creștere, dar dispun de un capital circulant limitat se pot confrunta cu deficite de finanțare în momente critice pentru dezvoltarea lor. În lipsa altor mijloace, descoperirile de cont sau facilitățile de împrumut pe termen scurt nu pot face față acestor necesități. Răspunsurile la consultare au identificat finanțarea extinderii ca fiind etapa în care sistemul financiar al UE are cele mai mari curențe. Deoarece aceste firme au potențialul de a crește și de a deveni mari angajatori, oportunitățile ratate pentru societatea europeană pot fi considerabile¹⁰.

Capitalul de risc joacă un rol esențial în sprijinirea creșterii economice, oferindu-le antreprenorilor opțiunea de a mobiliza finanțare atât din Europa, cât și din străinătate. Capitalul de risc este, în general, capital (propriu) pe termen lung, canalizat prin intermediul unor fonduri care reunesc participații ale investitorilor și diversifică riscul. În UE, însă, fondurile de capital de risc sunt în continuare relativ mici. Cu aproximativ 60 de milioane EUR, un fond european mediu de capital de risc reprezintă doar jumătate dintr-un fond similar din Statele Unite, iar circa 90 % din investițiile de capital de risc din UE sunt concentrate în doar 8 state membre¹¹. Partajarea riscurilor la nivelul sectorului public poate contribui la dezvoltarea fondurilor de capital de risc din Europa și a ponderii acestui sector în toate cele 28 de state membre, acționând totodată ca un catalizator pentru investițiile din sectorul privat și ajutând la promovarea amplorii, diversificării și acoperirii geografice. Promovarea fondurilor de fonduri ar putea ajuta, în special, la extinderea investițiilor private în capitalul de risc prin atragerea investitorilor instituționali.

Legislația UE a încercat să stabilească condițiile de reglementare pentru o activitate eficientă în sectorul capitalului de risc la nivelul UE. În particular, Regulamentul privind fondurile europene cu capital de risc (EuVECA)¹² și Regulamentul privind fondurile europene de antreprenoriat social (EuSEF)¹³ definesc condițiile în care aceste fonduri pot fi comercializate pentru clienții instituționali și persoanele cu disponibilități financiare ridicate în întreaga UE. Cu toate acestea, pașapoartele EuVECA și EuSEF sunt disponibile în prezent numai pentru operatori ai unor fonduri mai mici care administrează portofolii de active în valoare de sub 500 de milioane EUR. Anumite modificări aduse acestor regulamente ar putea spori eficacitatea pașapoartelor. De exemplu, administratorilor unor fonduri mai mari li s-ar putea oferi posibilitatea de a crea și comercializa fonduri EuVECA și EuSEF, s-ar putea reduce pragul investițiilor pentru a atrage mai mulți investitori și s-ar putea accelera comercializarea și investițiile transfrontaliere.

Stimulentele fiscale pot fi, de asemenea, utilizate pentru a sprijini finanțarea prin participare la capital, în special pentru societățile inovatoare și pentru cele nou-înființate¹⁴. Comisia va studia modul în care stimulentele fiscale naționale pentru capitalul de risc și investitorii

¹⁰ Datele pentru perioada 2001-2011 provenind de la 15 țări din OCDE arată că întreprinderile tinere joacă un rol esențial în crearea locurilor de muncă. Firmele tinere creează sistematic mai multe locuri de muncă decât desființează. În special, firmele tinere cu mai puțin de 50 de angajați creează în jur de 11 % din noile locuri de muncă și, în general, oferă peste 33 % din numărul total de locuri de muncă create în întreprinderi, în timp ce ponderea lor la nivelul pierderii de locuri de muncă este de aproximativ 17 %. [Sursa: OCDE (2013), *Science, Technology and Industry Scoreboard*].

¹¹ Sursa: *European Private Equity & Venture Capital Association*.

¹² Regulamentul (UE) nr. 345/2013.

¹³ Regulamentul (UE) nr. 346/2013.

¹⁴ Orientările Comisiei în domeniul ajutoarelor de stat referitoare la finanțarea riscului clarifică condițiile în care statele membre pot institui sisteme de promovare a capitalului de risc, 2014/C 19/04.

providențiali pot să încurajeze investițiile în IMM-uri și întreprinderi nou-înființate și să promoveze bunele practici în statele membre.

În completarea finanțării oferite pentru fondurile cu capital de risc și IMM-uri în cadrul planului de investiții, Comisia va prezenta un pachet cuprinzător de măsuri în sprijinul finanțării cu capital de risc și capital speculativ în UE. Acesta va include modificarea legislației EuVECA și EuSEF, precum și propuneri referitoare la o serie de fonduri de fonduri paneuropene de capital de risc și fonduri multinaționale, finanțate din bugetul UE pentru a mobiliza capital privat. Acest pachet amplu va include, de asemenea, promovarea bunelor practici în ceea ce privește stimulentele fiscale.

Autoritățile publice pot ajuta, la rândul lor, instituțiile financiare să înființeze fonduri de investiții pentru creșterea întreprinderilor, pentru a promova finanțarea IMM-urilor prin capitaluri proprii. Schimbul de bune practici între statele membre cu privire la modalitățile de înființare a unor fonduri pentru creșterea întreprinderilor ar oferi beneficiile acestor sisteme unei game extinse de IMM-uri. Comisia va colabora cu statele membre și cu autoritățile de supraveghere prudentială pentru a sprijini dezvoltarea unor fonduri pentru creșterea întreprinderilor, impulsionate de sectorul de profil, cu scopul de a susține finanțarea IMM-urilor.

1.3. Sprijinirea IMM-urilor care solicită finanțare

Lipsa de informații în relațiile dintre IMM-uri și investitorii pot fi un obstacol în calea finanțării nebankare. În mod concret, costurile aferente căutărilor împiedică potențialii investitori să identifice și să evalueze societățile atractive pentru investiții. Este necesar, pe de o parte, ca întreprinderile mici care au nevoie de finanțare să fie mai conștiente de posibilitățile disponibile pe piață și, pe de altă parte, ca întreprinderile să aibă mai multă vizibilitate în fața potențialilor investitori locali și paneuropeni.

Primul pas este ca IMM-urile să fie informate în legătură cu sursele de finanțare disponibile în cadrul pieței, printr-o gamă de mecanisme instituite la inițiativa autorităților publice și a pieței. Această comunicare ar putea începe prin explicarea de către bănci a motivelor pentru care refuză acordarea de credite pentru IMM-uri¹⁵; în unele cazuri, acest lucru se întâmplă pentru că există alte opțiuni de finanțare mai potrivite.

În unele state membre sunt tot mai prezente servicii de consiliere disponibile prin intermediul unor programe publice și private¹⁶. Comisia va facilita schimbul de bune practici pentru a promova surse eficiente de informații și de sprijin în toate statele membre pentru IMM-urile aflate în căutare de finanțare.

Această infrastructură locală sau națională destinată comunicării cu privire la noile posibilități de finanțare ar putea servi drept element constitutiv al unui sistem de informații care i-ar pune pe posibili furnizori de finanțare externă în legătură cu IMM-urile aflate în căutare de finanțare din întreaga Europă. Legăturile transfrontaliere ar putea conecta sistemele naționale existente, reunind astfel investitorii și IMM-urile din Europa. Un sistem care să facă legătura între structurile naționale ar valorifica în continuare cunoștințele de la nivel local, importante în sectorul IMM-urilor, și ar permite acestor întreprinderi să pună la dispoziția investitorilor,

¹⁵ Conform prevederilor de la articolul 431 alineatul (4) din Regulamentul privind cerințele de capital, după cele mai recente modificări.

¹⁶ Printre exemple se numără Aktiespararna (Suedia), Médiateur du Credit (Franța), Better Business Finance (Regatul Unit), Investomierz (Polonia), Industrie-und Handelskammern (Germania).

la nivel european, un set de date esențiale de natură financiară și legate de credite. Pentru ca un astfel de sistem să aibă valoare adăugată, una dintre condiții ar fi să existe o comparabilitate suficientă a datelor-cheie, astfel încât investitorii potențiali din UE să aibă o imagine precisă și fiabilă cu privire la situația financiară a IMM-urilor. Participarea IMM-urilor la acest sistem și furnizarea informațiilor s-ar face în mod voluntar. O analiză recentă a informațiilor privind creditele IMM-urilor¹⁷, efectuată de Comisie, a evidențiat o mare diversitate la nivelul UE în ceea ce privește tipul de informații partajate, entitățile care le partajează, modalitățile utilizate în acest scop și entitățile care au acces la astfel de informații. Standardizarea datelor privind creditele va fi facilitată de noua bază de date AnaCredit a BCE privind creditele întreprinderilor, care va fi disponibilă online în 2018.

Comisia va aplica o amplă strategie pentru depășirea barierelor informaționale care împiedică IMM-urile și investitorii potențiali să identifice posibilitățile de finanțare sau de investiții; aceasta va consta în:

- **colaborarea cu federațiile bancare și organizațiile de întreprinderi europene pentru a structura feedback-ul oferit de băncile care resping cererile de credit ale IMM-urilor;**
- **colaborarea cu Rețeaua întreprinderilor europene (Enterprise Europe Network) pentru a cartografia capacitățile locale sau naționale de sprijin și consultanță existente în UE, în vederea promovării bunelor practici privind susținerea IMM-urilor care ar putea beneficia de opțiuni alternative de finanțare;**
- **pe baza lucrărilor desfășurate de BCE și în statele membre, analiza modalităților prin care se pot dezvolta sau sprijini sisteme de informații paneuropene care să asigure o legătură între sistemele naționale, pentru a pune în legătură IMM-urile aflate în căutare de finanțare și furnizorii de finanțare, precum și adoptarea de măsuri suplimentare, dacă este necesar.**

1.4. Fonduri care emit credite

Marii investitori instituționali sau fondurile de investiții pot investi sau pot genera direct împrumuturi (uneori în parteneriat cu băncile) pentru întreprinderile mijlocii, oferind astfel încă o modalitate de diversificare a intermedierei de credite și de extindere a posibilităților de finanțare. Potrivit unor estimări, la sfârșitul anului 2014 fuseseră realizate peste 350 de tranzacții de către 36 de creditori alternativi, și aceasta în ceva mai mult de doi ani. Volumul tranzacțiilor efectuate în Europa de fondurile de creditare directă a crescut cu 43 % între 2013 și 2014. În prezent, există 40 de fonduri active de creditare directă (față de 18 în 2012); în paralel, un număr de 81 de alte fonduri de pe piață intenționează să atragă aproximativ 70 de miliarde EUR¹⁸. Aceasta ar putea deveni în viitor o sursă importantă de creditare nebancaară.

EuVECA și fondurile europene de investiții pe termen lung (FEITL)¹⁹ pot, într-o măsură limitată, să genereze împrumuturi. Unele state membre au introdus, de asemenea, regimuri speciale în cadrele lor juridice naționale, pentru a stabili condițiile în care fondurile de investiții alternative pot genera credite. Datorită acestei situații, fondurile care desfășoară

¹⁷ A se vedea „Raportul privind stabilitatea și integrarea financiară europeană” (*European Financial Stability and Integration Report*), aprilie 2015, capitolul 7.

¹⁸ Sursa: AIMA, *Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment*, (Finanțarea economiei: Rolul administratorilor de active alternative în mediul de creditare nebancaară), mai 2015.

¹⁹ Regulamentul privind fondurile europene de investiții pe termen lung, PE-CONS 97/14, 20.3.2015.

activități transfrontaliere trebuie să respecte cerințe diferite pentru activitățile lor de generare de credite. Clarificările aduse cadrului de reglementare în ceea ce privește tratamentul fondurilor care emit credite ar putea facilita dezvoltarea transfrontalieră, garantând, totodată, că acestea sunt reglementate în mod corespunzător din perspectiva protecției investitorilor și a stabilității financiare.

Comisia va colabora cu statele membre și cu AES pentru a evalua necesitatea unei abordări coordonate în ceea ce privește generarea creditelor de către fonduri și argumentele în favoarea unui viitor cadru la nivelul UE.

1.5. Plasamente private

Societățile europene manifestă un interes din ce în ce mai mare față de utilizarea piețelor „plasamentelor private” pentru mobilizarea de capital (de regulă, de peste 20 de milioane EUR) prin emiterea de instrumente de datorie pentru investitori instituționali sau alți investitori cu experiență. Datorită numărului și tipului restrâns de investitori, acest canal de finanțare impune cerințe normative mai puțin constrângătoare²⁰. În Europa, plasamentele private au crescut cu aproximativ 30 % în 2014, de la 13 miliarde EUR în 2013 la 17 miliarde EUR în 2014²¹. Societățile europene au mobilizat însă un volum și mai mare de fonduri prin plasamente private pe piețele americane. Totodată, plasamentele private europene se limitează la un număr mic de țări. Luate împreună, aceste considerații sugerează faptul că există potențial pentru ca acest canal să se dezvolte în continuare în Europa. Comisia a identificat anterior standardizarea limitată a documentației și a procedurilor ca fiind bariera în calea dezvoltării viitoare. Prin urmare, Comisia sprijină în totalitate activitatea International Capital Market Association (ICMA)²² și a sistemului *Schuldscheine* din Germania²³ în ceea ce privește aceste chestiuni și va încerca să se inspire din bunele practici existente și să le promoveze în întreaga UE prin intermediul unor inițiative adecvate.

²⁰ 52 % din tranzacțiile cu plasamente private, fără a le include pe cele de pe piața *Schuldscheine* din Germania, sunt efectuate de întreprinderi cotate. Sursa: S&P First European Private Placement League Table, 2015.

²¹ Sursa: S&P

²² În februarie 2015, ICMA a publicat Ghidul plasamentelor private ale întreprinderilor paneuropene (*Pan-European Corporate Private Placement Guide*). Acest ghid promovează utilizarea documentației standardizate produse de Loan Market Association (reglementată de legislația engleză) și de Euro-PP Working Group (reglementat de legislația franceză). Această inițiativă se concentrează exclusiv pe datoriile întreprinderilor.

²³ De exemplu, sectorul de asigurări din Germania a elaborat un sistem simplu, recunoscut de Autoritatea Federală de Supraveghere Financiară (BaFin), care oferă întreprinderilor de asigurare posibilitatea de a calcula cu ușurință un set predefinit de indicatori financiari pentru a evalua bonitatea financiară, precum și respectarea cerințelor de capital pentru investițiile prin plasamentele private.

2. FACILITAREA INTRĂRII SOCIETĂȚILOR PE PIEȚELE PUBLICE ȘI A MOBILIZĂRII DE CAPITAL

Ofertele publice de instrumente de datorie sau capital reprezintă principala cale de finanțare pentru societățile mari și mijlocii care caută să obțină capital de peste 50 de milioane EUR. Aceste oferte oferă acces la un număr maxim de furnizori de fonduri, precum și o posibilitate de retragere pentru fondurile de capital privat și pentru investitorii providențiali. Piețele bursiere sunt esențiale pentru tranziția societăților de talie mijlocie cu creștere puternică la nivelul de actori recunoscuți pe plan internațional. De exemplu, societățile cotate pe piața AIM (Alternative Investment Market)²⁴ au înregistrat, în medie, o creștere a cifrei de afaceri de 37 % și o rată de creștere a angajărilor de 20 % în anul de după oferta publică inițială (IPO)²⁵. Așadar, piețele bursiere eficiente reprezintă o verigă esențială în cadrul lanțului de finanțare.

Cu toate că piețele europene de acțiuni și piețele datoriilor s-au dezvoltat considerabil în ultimele decenii, ele sunt în continuare în urma altor economii dezvoltate. Totodată, există diferențe mari între statele membre ale UE, situație datorată în parte dimensiunilor și necesităților de finanțare diferite ale întreprinderilor, precum și preferințelor pentru menținerea proprietății și controlului familial asupra întreprinderilor.²⁶ Cu toate acestea, consultarea privind UPC a mai evidențiat preocupări generalizate cu privire la faptul că mediul legislativ al UE ar putea să nu fie propice dezvoltării în continuare a acestor canale de finanțare. De exemplu, recentul raport al grupului de lucru al UE privind IPO estimează că, pentru ofertele publice inițiale cu valori mai mici de 6 milioane EUR, doar costul taxelor de listare este de 10-15 % din valoarea operațiunii. Prin comparație, pentru tranzacțiile mai mari (50-100 de milioane EUR), aceste taxe sunt de aproximativ 5-8 %²⁷. În prezent, multe IMM-uri consideră că aceste costuri inițiale (și cele ulterioare) aferente listării sunt prea mari în raport cu beneficiile cotării la bursă²⁸. Reducerea costurilor de intrare ar putea permite unui număr mai mare de societăți să atragă capital de pe piețele publice²⁹.

Pentru întreprinderile aflate în căutare de fonduri, accesul la piețele publice presupune crearea unui prospect. Prospectele sunt documente obligatorii din punct de vedere juridic, care prezintă toate informațiile referitoare la o societate de care au nevoie investitorii pentru a lua în cunoștință de cauză decizia de a investi sau nu. Cerințe privind prospectele au fost armonizate pentru a permite compararea posibilităților de investiții la nivelul UE. Elaborarea lor este însă costisitoare și complicată, în special pentru IMM-uri, și, în general, prospectele cuprind sute de pagini. Pentru investitori, aceste documente pot fi complexe și excesiv de detaliate, iar informațiile vitale pentru investiții pot fi greu de desprins.

²⁴ Un sistem multilateral de tranzacționare din cadrul Bursei de Valori din Londra dedicat IMM-urilor.

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

²⁶ În 2009, întreprinderile familiale reprezentau peste 60 % din totalul societăților europene. Sursa: Comisia Europeană, Raport final al grupului de experți intitulat *Overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies* (Prezentare generală a aspectelor relevante legate de întreprinderile familiale: cercetare, rețele, măsuri strategice și studii existente).

²⁷ Raport al UE privind IPO publicat de grupul de lucru european privind IPO (Emitenții europeni, EVCA și FESE), 23 martie 2015.

²⁸ Raportul Demarigny, *An EU-listing Small Business Act*, martie 2010.

²⁹ Conform unui recent studiu Oxera, costul mediu pentru investitorii care caută informații cu privire la o investiție este de 58 USD în SUA, față de 430 EUR în UE.

Comisia va moderniza Directiva privind prospectul³⁰. Modificările se vor referi la situațiile în care este necesar un prospect, la simplificarea informațiilor solicitate și la procesul de aprobare, creându-se un sistem cu adevărat proporțional pentru elaborarea unui prospect de către IMM-uri și pentru accesul acestora la piețele de capital. De asemenea, Comisia va explora modalitățile de sprijinire a IMM-urilor în procesul de listare la bursă, prin intermediul unor structuri consultative europene, cum ar fi, de exemplu, Platforma europeană de consiliere în materie de investiții.

În afară de prospect, există și alte provocări în ceea ce privește mobilizarea de capital de pe piețele publice. Piețele de creștere pentru IMM-uri, introduse prin MiFID II, vor oferi, începând cu 2017, o bază de pornire pentru noile societăți care doresc să se pregătească pentru includerea pe o piață bursieră mai mare. Crearea unei astfel de piețe speciale poate fi deosebit de importantă pentru dezvoltarea piețelor locale sau a micilor emitenți. Pentru ca UPC să profite din plin de avantajele oferite de aceste platforme dedicate, Comisia se va asigura, prin punerea în aplicare a MiFID II, că cerințele aplicabile acestora oferă un echilibru corect între garantarea unui nivel suficient de protecție a investitorilor și evitarea unor obligații administrative inutile.

Pentru investitori, accesul la IMM-uri cu creștere puternică pe piețele publice poate constitui un punct de atracție datorită potențialelor câștiguri și avantaje în materie de diversificare. Cu toate acestea, ei pot fi descurajați de sursele de informare modeste și lichiditatea scăzută³¹. Răspunsurile la consultare au evidențiat faptul că două dintre provocările majore ale IMM-urilor care încearcă să intre la bursă sunt lipsa unor studii ale analiștilor din domeniul investițiilor referitoare la IMM-uri³² și cerințele de raportare suplimentare. Multe IMM-uri admise la tranzacționare în cadrul sistemelor multilaterale de tranzacționare raportează informații financiare numai pe baza standardelor naționale de contabilitate, care nu sunt întotdeauna suficiente pentru a răspunde necesităților investitorilor internaționali din cauza lipsei de comparabilitate. De asemenea, Comisia va analiza împreună cu Consiliul pentru standarde internaționale de contabilitate (IASB) posibilitatea de a elabora o soluție contabilă adaptată, pe bază voluntară, care ar putea fi utilizată pentru societățile admise la tranzacționare pe piețele de creștere pentru IMM-uri.

Prin urmare, Comisia va reanaliza obstacolele în materie de reglementare care împiedică întreprinderile mici să fie admise la tranzacționare pe piețele publice și să colaboreze îndeaproape cu noile piețe de creștere pentru IMM-uri în temeiul MiFID II, pentru a se asigura că mediul de reglementare a acestor piețe-incubator este adecvat scopului urmărit.

Pentru întreprinderile mai mari, obligațiunile corporative reprezintă un mecanism esențial pentru finanțarea prin împrumut pe o scară mai largă. Datorită în parte unor niveluri istorice scăzute ale ratelor dobânzii, emisiunile totale de obligațiuni corporative denumite în euro

³⁰ În cadrul programului REFIT al Comisiei de simplificare și reducere a obligațiilor în materie de reglementare.

³¹ A se vedea studiul Comisiei: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs

³² De exemplu, APG a declarat că 50 % din IMM-uri cotate la Euronext Amsterdam, Bruxelles, Paris și Lisabona nu beneficiază de niciun studiu financiar, iar de 16 % dintre ele se ocupă câte un singur analist.

ale corporațiilor nefinanciare aproape s-au dublat între 2008 și 2014, ajungând la 340 miliarde EUR³³.

În ciuda acestor niveluri record de emisiuni primare, anumiți participanți de pe piață și-au exprimat îngrijorarea cu privire la lichiditatea limitată de pe piețele secundare, care îngreunează vânzarea și cumpărarea acestor instrumente. Lichiditatea limitată s-ar putea traduce, de asemenea, prin prime de lipsă de lichiditate mai mari și prin costuri mai ridicate ale împrumuturilor. În cazul în care condițiile de creditare s-ar deteriora, unele societăți ar putea întâmpina rapid dificultăți în ceea ce privește accesul la piețele datoriilor.

Comisia va revizui funcționarea piețelor obligațiunilor corporative din UE, punând accentul pe modul în care poate fi îmbunătățită lichiditatea pieței, pe impactul potențial al reformelor în materie de reglementare, pe evoluțiile pieței și pe standardizarea voluntară a documentației aferente ofertelor.

Instituirea unui sistem centralizat de raportare pentru instrumentele de capitaluri proprii începând din 2017 și pentru instrumentele financiare asimilabile începând din 2018, în conformitate cu cerințele MiFID II, va permite autorităților de reglementare și participanților la piață să obțină mai ușor o imagine mai bună asupra pieței, fapt care ar trebui să sporească atractivitatea piețelor de capital din UE ca destinații pentru investiții. Comisia va continua să monitorizeze evoluțiile în acest domeniu.

Din cauza diferențelor existente în ceea ce privește tratamentul fiscal aplicat diferitelor instrumente financiare, eficiența finanțării pe piața de capital poate avea de suferit. Tratatul fiscal preferențial al datoriei, constând în deductibilitatea plăților de dobândă, este în detrimentul altor instrumente financiare, în special al instrumentelor de capitaluri proprii. Corectarea acestor diferențe de tratament fiscal ar încuraja investițiile de capital și ar crea o bază mai puternică de capitaluri proprii în cadrul societăților. De asemenea, există avantaje evidente în ceea ce privește stabilitatea financiară, deoarece societățile cu o bază mai solidă de capital ar fi mai puțin vulnerabile în fața șocurilor. Acest lucru este valabil în special pentru bănci.

În cadrul lucrărilor mai ample desfășurate în prezent cu privire la baza fiscală consolidată comună a societăților (CCCTB), care se vor solda cu o propunere în 2016, Comisia va analiza modalitățile posibile de abordare a problemei tratamentului fiscal inegal, prin care se privilegiază datoria și se defavorizează capitalul propriu.

³³ Sursa: Bloomberg.

3. INVESTIȚII PE TERMEN LUNG, INFRASTRUCTURĂ ȘI INVESTIȚII SUSTENABILE

Europa are nevoie de un volum important de noi investiții sustenabile pe termen lung, pentru a-și menține și dezvolta competitivitatea și pentru a trece la o economie cu emisii scăzute de dioxid de carbon și eficiență din punct de vedere al resurselor. Uniunea piețelor de capital va sprijini investitorii la luarea de decizii în cunoștință de cauză cu privire la investiții și la monitorizarea riscurilor aferente.

3.1. Îmbunătățirea mediului de investiții prin intermediul cadrului de reglementare

Cadrul de reglementare este un factor important în procesul decizional al investitorilor, în special pentru investițiile pe termen lung. Marii investitori instituționali sunt furnizori naturali de astfel de fonduri. Societățile de asigurări, fondurile de pensii și fondurile de datorii nou-create pot beneficia de fluxuri de venituri stabile provenind din datoriile legate de infrastructură corespunzătoare unor pasive pe termen mai lung. De asemenea, unele bănci sunt participanți activi la finanțarea infrastructurii, alături de băncile naționale de promovare economică.

Până de curând, investițiile transfrontaliere în infrastructură au fost îngreunate de lipsa unor vehicule general recunoscute pentru mobilizarea de capital și investiții. Recent adoptatul regulament privind fondul european de investiții pe termen lung (FEITL), care va începe să se aplice din decembrie 2015, creează un nou vehicul de finanțare transfrontalier pentru astfel de proiecte pe termen lung (implicând, de exemplu, infrastructura din domeniile energiei, al transporturilor și al comunicațiilor, infrastructurile industriale și pentru servicii, precum și sectorul locuințelor). Regulamentul privind FEITL combină avantajele unui pașaport transfrontalier cu posibilitatea de a mobiliza capital pe termen lung de la micii investitori (planuri de pensii locale, municipalități, planuri de pensii ale întreprinderilor etc.), inclusiv de la investitorii individuali³⁴. Regulamentul le va permite administratorilor de active să le ofere investitorilor acces la o gamă mult mai largă de active, inclusiv de infrastructură, decât ar fi fost posibil în baza cadrului de reglementare anterior. Tratamentele fiscale naționale vor juca un rol important în succesul fondurilor europene de investiții pe termen lung, iar Comisia îndeamnă statele membre să le acorde același tratament fiscal ca cel acordat în cadrul sistemelor naționale similare.

Un aspect critic în materie de reglementare se referă la absența unui calcul distinct și bine calibrat al bazei de capital pe care investitorii instituționali ar trebui să o dețină în raport cu investițiile în infrastructură. Comisia va propune o definiție a investițiilor în infrastructură care oferă fluxuri de numerar previzibile pe termen lung și ale căror riscuri pot fi corect identificate, gestionate și monitorizate de către asigurători. Această definiție comună va permite ca infrastructura să fie tratată ca o clasă aparte de active și va oferi posibilitatea unor ajustări ale cadrului de reglementare, acolo unde acest lucru se justifică.

De asemenea, băncile rămân în continuare importante în ceea ce privește furnizarea sau facilitarea unor împrumuturi pentru proiecte de infrastructură. În iulie 2015, Comisia a publicat un document de consultare privind potențialul impact al Regulamentului privind

³⁴ Administratorii autorizați în conformitate cu Directiva AFIA și având sediul în UE pot gestiona aceste fonduri pentru a investi în active pe termen lung nelichide sau dificil de vândut, cum ar fi proiectele de infrastructură și IMM-urile care au nevoie de finanțare stabilă pentru un anumit număr de ani. În schimb, aceste active vor oferi, probabil, o „primă de lipsă de lichiditate”, constând în randamente mai mari sau mai stabile, care să compenseze incapacitatea investitorilor de a-și primi banii înainte de o dată prestabilită.

cerințele de capital (CRR)³⁵ și al Directivei privind cerințele de capital (CRD IV)³⁶ asupra activităților bancare de creditare a economiei, care include o reexaminare a cerințelor de capital ale băncilor pentru finanțarea proiectelor pe termen lung și de infrastructură. Obiectivul este acela de a ajunge la o mai bună înțelegere a impactului noilor norme privind cerințele de capital asupra disponibilității finanțării investițiilor în infrastructură și a altor investiții care susțin creșterea economică pe termen lung.

Pentru a facilita finanțarea infrastructurii și a investițiilor pe termen lung în Europa, Comisia propune revizuirea anumitor calibrări ale cadrului Solvabilitate II pentru a garanta că societățile de asigurări sunt supuse unui tratament de reglementare care reflectă mai bine riscul investițiilor în infrastructură și în FEITL. Comisia va finaliza revizuirea CRR și va aduce modificări ale calibrărilor referitoare la infrastructură, dacă este cazul.

3.2. Sprijinirea investițiilor pe termen lung și a finanțării proiectelor de infrastructură

Amploarea crizei și natura redresării au generat în economia UE un mare decalaj la nivelul investițiilor în infrastructură. Banca Europeană de Investiții (BEI) estimează că nevoile totale cumulate în materie de investiții în infrastructură din UE s-ar putea ridica la o valoare de până la 2 mii de miliarde EUR pentru perioada de până în 2020³⁷.

Investitorii instituționali și alți investitori privați pot reprezenta o sursă importantă de finanțare pentru investițiile în infrastructură, deoarece aceste investiții pot oferi randamente stabile și un istoric al creditului relativ convingător³⁸. Există semne că acești investitori sunt din ce în ce mai interesați să investească în proiecte de infrastructură. În cazul celor mai ambițioase proiecte pe termen lung care presupun transformări, este adesea necesară intervenția publică pentru demararea procesului³⁹.

În cadrul planului de investiții, Fondul european pentru investiții strategice (FEIS) va mobiliza 315 miliarde EUR sub formă de investiții suplimentare în UE în perioada 2015-2017, din care 240 de miliarde EUR vor fi direcționate către proiecte de infrastructură și inovare. Portalul european pentru proiecte de investiții le va oferi promotorilor de proiecte din UE posibilitatea să stabilească conexiuni și să le împărtășească investitorilor potențiali ideile și proiectele lor de investiții. Totodată, Platforma europeană de consiliere în materie de investiții (EIAH) va constitui un ghișeu unic pentru îndrumare și consiliere în vederea sprijinirii investițiilor în infrastructură din UE.

Noul Fond european pentru investiții strategice (FEIS), alături, atunci când este posibil, de fondurile structurale și de investiții (fondurile ESI), permite o varietate de opțiuni de finanțare

³⁵ Regulamentul (UE) nr. 575/2013.

³⁶ Directiva 2013/36/UE.

³⁷ A se vedea documentul de lucru al BEI, 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, pagina 11.

³⁸ Un studiu global realizat de Moody's în perioada 1983-2012 cu privire la ratele de neplată și de recuperare arată că rata cumulată de nerambursare pe 10 ani pentru sectorul infrastructurii este de 6,6 %. Acest nivel este mai scăzut decât cel corespunzător proiectelor finanțate prin împrumuturi bancare. În plus, rata de recuperare pentru împrumuturile de infrastructură nerambursate este, la rândul său, ridicată (până la 80 %).

³⁹ De exemplu, în 2013, valoarea totală a investițiilor în infrastructurile publice din UE-28 a fost de 450 de miliarde EUR. Din această sumă, investițiile publice au reprezentat 90 %, iar investițiile private (inclusiv parteneriate public-privat) aproximativ 10 %; Documentul de lucru al BEI 2013/02, pagina 7.

și de partajare a riscului prin utilizarea unor instrumente financiare inovatoare, cum ar fi platformele sau fondurile de investiții. Utilizarea structurilor de fonduri de investiții, eventual inclusiv sub forma fondurilor europene de investiții pe termen lung, care pot mobiliza capital de la investitorii de retail, sau a platformelor de investiții în cadrul FEIS permite combinarea resursele publice și private și conduce la îmbunătățirea raportului risc- randament.

În ceea ce privește FEIS, Comisia și Banca Europeană de Investiții (BEI) vor oferi orientări cu privire la cerințele pe care trebuie să le respecte structurile de co-investiții pentru a putea beneficia de sprijin din partea fondului. În plus, va fi disponibilă asistență tehnică în cadrul EIAH pentru investitorii care doresc să exploreze utilizarea unor astfel de structuri. În afară de aceasta, Comisia este pregătită să colaboreze cu investitorii privați pentru a sprijini gruparea resurselor private și a resurselor UE, cu scopul de a oferi un volum mai mare de finanțare pentru investițiile în infrastructură și creștere durabilă.

3.3. Mobilizarea finanțării pentru a asigura sustenabilitatea ecologică

Existența unor piețe financiare eficiente poate ajuta investitorii să ia decizii în cunoștință de cauză și să analizeze și să evalueze riscurile și oportunitățile pe termen lung rezultând din trecerea la o economie sustenabilă, care ține cont de implicațiile schimbărilor climatice. Această schimbare în materie de investiții poate contribui la realizarea obiectivelor politicii privind clima și energia pentru 2030 și la respectarea angajamentelor UE privind obiectivele de dezvoltare durabilă. În mod concret, obligațiunile de mediu, sociale și de guvernanta (ESG) recent apărute pot ajuta la direcționarea capitalului către investiții durabile. Anul 2014 a cunoscut o creștere exponențială a emisiunilor de obligațiuni ecologice — 35 de miliarde EUR, în comparație cu 8 miliarde EUR în 2013 și cu mai puțin de 1 miliard EUR în 2012. Creșterea rapidă de pe această piață este favorizată de standardizarea efectuată la inițiativa pieței, care ține cont de criteriile de selecție a proiectelor elaborate de instituții financiare internaționale, cum ar fi Banca Mondială, BEI și Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare (BERD). Participanții de pe piață elaborează, totodată, orientări voluntare, cunoscute sub numele de „principii privind obligațiunile ecologice” (*Green Bond Principles*), în scopul de a promova transparența și integritatea în dezvoltarea pieței obligațiunilor ecologice și pentru a aduce clarificări privind desemnarea emisiunii ca fiind o emisiune de „obligațiuni ecologice”. Comisia va continua să evalueze și să sprijine evoluția investițiilor ESG și să monitorizeze necesitatea unor standarde pentru obligațiunile ecologice la nivelul UE, cu scopul de a ajuta investitorii să beneficieze de o abordare sustenabilă, pe termen mai lung, în ceea ce privește deciziile de investiții.

3.4. Apel la contribuții privind cadrul de reglementare existent

UE a luat măsuri esențiale, bazându-se pe un consens internațional, pentru restabilirea stabilității financiare și a încrederii publice în sistemul financiar. Este important ca legislația UE să ofere un echilibru corect între reducerea riscului și stimularea creșterii, fără a crea involuntar noi bariere. Având în vedere acest lucru, Comisia lansează, în paralel cu prezentul plan de acțiune, o reexaminare cuprinzătoare care vizează impactul cumulat și coerența legislației financiare adoptate ca răspuns la criza financiară. Scopul acestei reexaminări este de a evalua coerența generală a cadrului existent. Ca urmare a diferitelor acte legislative adoptate de-a lungul ultimilor ani și a numeroaselor interacțiuni între acestea, există riscul ca impactul lor colectiv să aibă unele consecințe nedorite, care ar putea să nu reiasă din evaluările sectoriale luate separat. Consecvența în materie de reglementare, coerența și certitudinea sunt factori esențiali pentru investitori în procesul de luare a deciziilor. Dacă s-ar furniza dovezi clare care să justifice modificări specifice și precise, aceasta ar contribui la ameliorarea mediului pentru investiții și la îndeplinirea obiectivelor CMU.

Pe baza lucrărilor Parlamentului European și ale organismelor internaționale, precum Consiliul pentru stabilitate financiară și Comitetul de la Basel pentru supraveghere bancară, Comisia lansează astăzi un apel pentru furnizarea de informații care să permită evaluarea interacțiunilor dintre norme, precum și impactul cumulat al reformei financiare asupra mediului de investiții.

4. PROMOVAREA INVESTIȚIILOR INSTITUȚIONALE ȘI DE RETAIL

UPC urmărește o mai bună utilizare a economiilor europenilor, îmbunătățirea eficienței cu care sunt puși în legătură deponenții și creditorii, precum și creșterea performanțelor economiei UE⁴⁰. Mai multă siguranță și o mai mare încredere din partea investitorilor îi pot ajuta pe aceștia să ia deciziile corecte în materie de investiții. Este general acceptat faptul că, în urma creșterii speranței de viață și a schimbărilor demografice, investitorii individuali trebuie să economisească mai mult pentru pensii. În același timp, numeroși investitori instituționali nu pot găsi, într-un mediu cu rate scăzute ale dobânzilor, suficiente investiții care să genereze randamentele necesare în vederea îndeplinirii angajamentelor asumate.

4.1. Investitori individuali

În prezent, investitorii individuali (*retail investors*) din Europa au economii semnificative în conturi bancare, dar sunt mai puțin direct implicați în piețele de capital decât în trecut. Deținerea directă de acțiuni de către gospodăriile europene a scăzut de la 28 % în 1975 la 10-11 % începând cu 2007⁴¹, iar proporția investitorilor individuali la nivelul acționarilor reprezintă mai puțin de jumătate din nivelul anilor '1970. Pentru a îndepărta obstacolele care îi împiedică pe investitorii individuali să economisească prin intermediul pieței de capital, este nevoie de piețe financiare competitive, care să poată oferi alternative, permițându-le clienților să compare produsele și să identifice cele mai adecvate instrumente de economii la prețuri competitive. Pentru a promova în continuare transparența în ceea ce privește produsele cu amănuntul, Comisia va solicita autorităților europene de supraveghere (AES) să lucreze la transparența produselor de pensii și cu amănuntul pe termen lung și să efectueze o analiză a performanței nete reale și a tarifelor, astfel cum se prevede la articolul 9 din regulamentele privind AES.

Până la sfârșitul anului 2015, Comisia va publica o carte verde privind serviciile financiare și asigurările cu amănuntul, care va viza obținerea unor opinii referitoare la modalitățile de diversificare a opțiunilor, a concurenței și a gamei de produse financiare transfrontaliere cu amănuntul, precum și la impactul digitalizării asupra serviciilor financiare cu amănuntul.

Întrucât ei sunt doar ocazional cumpărători de produse de investiții, investitorilor individuali le este greu să acumuleze cunoștințe sau experiență relevantă pe piețele de capital⁴². Reinstaurarea încrederii investitorilor individuali în piețele de capital este, în primul rând, responsabilitatea sectorului financiar, însă reglementarea și supravegherea pot contribui, la rândul lor, la stabilirea „regulilor jocului”.

O mai bună informare și o mai bună consiliere sunt condiții prealabile pentru ca investitorii individuali să fie încurajați să revină pe piețele financiare. Un prim pas este asigurarea transparenței. Accesul la informații de calitate și utile ar trebui furnizat într-un mod transparent și comparabil pentru diferite produse de investiții, inclusiv cu privire la

⁴⁰ De exemplu: a se vedea raportul Oliver Wyman (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing*; raportul grupului de lucru privind IPO, *Rebuilding IPOs in Europe*, 23 martie 2015.

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

⁴² În 2013, doar 35 % dintre investitorii individuali aveau încredere că furnizorii de servicii de investiții respectă normele de protecție a consumatorilor. Comisia Europeană (2013), *Studiu de monitorizare a pieței, 2010-2013*.

principalele caracteristici ale produselor (de exemplu costuri, riscuri și beneficii posibile). În ultimii ani, UE a făcut progrese semnificative în ceea ce privește îmbunătățirea cerințelor de informare în toate sectoarele. Prin diferite măsuri legislative⁴³ au fost introduse noi cerințe privind informarea. Unele dintre normele de aplicare sunt încă în curs de elaborare și vor intra în vigoare progresiv în anii următori. Pentru a se garanta că reformele legislative recente își ating scopul, o evaluare amplă a eficacității acestui nou cadru pentru transparența informațiilor ar contribui la asigurarea consecvenței, la identificarea eventualelor decalaje sau suprapuneri inutile și ar servi drept bază, acolo unde este necesar, pentru eficientizarea cerințelor.

Pentru a mobiliza mai bine economiile canalizate prin intermediul piețelor de capital, investitorii individuali ar trebui să aibă de asemenea acces la o gamă de produse de investiții adecvate și rentabile și la servicii de consiliere abordabile și independente. Unele răspunsuri la consultare au subliniat faptul că, din cauza comisioanelor mari de distribuție și intermediere, investitorii individuali au în prezent beneficii limitate în raport cu asumarea riscurilor mai ridicate asociate investițiilor pe piață. Dispozițiile prevăzute de MiFID II, de regulamentul privind produsele de investiții individuale structurate și bazate pe asigurări (PRIIP) și de directiva privind distribuția de asigurări (IDD) aduc modificări importante în ceea ce privește normele care reglementează serviciile de consultanță în investiții și transparența informațiilor referitoare la produse. Tranziția către distribuția online de produse de investiții și apariția unor noi soluții tehnologice în domeniul financiar reprezintă o oportunitate pentru dezvoltarea de noi servicii de consiliere și platforme de distribuție online cu „acces deschis”. Este important să se asigure faptul că aceste schimbări sunt însoțite de o evaluare critică a soluțiilor de investiții propuse investitorilor individuali și a rezultatelor obținute.

Comisia va efectua o amplă evaluare a piețelor europene de produse de investiții de retail, inclusiv cu privire la canalele de distribuție și la consultanța în materie de investiții, bazându-se pe contribuții din partea unor experți. Evaluarea va identifica modalități de îmbunătățire a cadrului de politică și a canalelor de intermediere, astfel încât investitorii individuali să aibă acces la produse adaptate nevoilor lor în condiții echitabile și avantajoase. Se va examina totodată modul în care ar trebui să evolueze cadrul de politică pentru a beneficia de noile posibilități oferite de serviciile online și de tehnologiile din domeniul financiar.

Gospodăriile europene se confruntă cu o serie de provocări în încercarea de a economisi eficient pentru a beneficia de un nivel adecvat al pensiilor⁴⁴, în contextul creșterii longevității, al presiunilor fiscale la nivel național și al ratelor scăzute ale dobânzii, care persistă. În acest scop, Comisia sprijină elaborarea unor planuri de pensii individuale și colective pentru a completa sistemele publice de pensii.

Sistemul financiar al UE trebuie să sprijine cetățenii în efortul de a-și constitui ei înșiși economii pentru pensie. Acest lucru este posibil prin măsuri de stimulare și de eliminare a

⁴³ Directiva 2014/91/UE; Regulamentul (UE) nr. 1286/2014; Directiva 2014/65/UE; Directiva privind distribuția de asigurări (IDD), 10747/15; Directiva 2009/138/CE și propunerea Comisiei de regulament privind raportarea și transparența operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare (SFTR), COM/2014/040 final.

⁴⁴ Raportul pe 2015 privind caracterul adecvat al pensiilor: adecvarea actuală și viitoare a veniturilor la o vârstă înaintată în UE, care urmează să fie publicat.

obstacolelor care frânează dezvoltarea planurilor de pensii individuale („al treilea pilon”) în Europa.

În prezent, nu există o piață unică veritabilă pentru pensiile personale din cadrul „celui de-al treilea pilon”. Mozaicul de norme existente în UE și la nivel național reprezintă un obstacol în calea dezvoltării depline a unei piețe extinse și competitive a pensiilor personale⁴⁵. Fragmentarea pieței împiedică furnizorii de pensii personale să maximizeze economiile de scară, să diversifice riscurile și să inoveze, situație care limitează posibilitățile de alegere și duce la o creștere a costurilor suportate de persoanele care economisesc pentru pensie. O pensie personală europeană cu participare facultativă ar putea constitui un model în materie de reglementare, având la bază un nivel adecvat de protecție a consumatorilor, pe care furnizorii de pensii l-ar putea alege pentru a oferi produse la nivelul întregii UE. O piață europeană mai mare a produselor de pensii aparținând celui de-al „treilea pilon” ar susține, de asemenea, furnizarea de fonduri pentru investitorii instituționali și investițiile în economia reală.

Comisia va evalua necesitatea unui cadru de politici pentru crearea unei piețe europene funcționale pentru produse de pensii personale simple, eficiente și competitive și va stabili dacă este necesar să propună legislație la nivelul UE pentru sprijinirea acestei piețe.

4.2. Investitorii instituționali

Investitorii instituționali, în special societățile de asigurare de viață și fondurile de pensii, sunt în mod natural investitori pe termen lung. Cu toate acestea, în ultimii ani acești investitori și-au redus investițiile în societăți și proiecte pe termen lung. Cota de acțiuni deținute de societățile de asigurări și fondurile de pensii a scăzut de la peste 25 % din capitalizarea bursieră din UE în 1992 la 8 % la sfârșitul anului 2012⁴⁶. În prezent, o mare parte din portofoliul acestor investitori este de obicei reprezentat de o gamă restrânsă de active. UE ar trebui să sprijine investitorii instituționali pentru ca aceștia să își asume expuneri la active pe termen lung și la IMM-uri, menținând, în același timp, o gestionare sănătoasă și prudentă a activelor și pasivelor.

Prin calibrarea cerințelor de capital, reglementarea prudențială influențează apetitul investitorilor instituționali de a investi în anumite active. Comisia va introduce calibrări mai sensibile la risc pentru investițiile în infrastructură și fondurile europene de investiții pe termen lung (a se vedea capitolul 3), precum și în ceea ce privește produsele de securitizare simple și transparente (a se vedea capitolul 5). Pe lângă aceste măsuri, rezultatele consultării au evidențiat, de asemenea, faptul că tratamentul prudențial al capitalului privat și al plasamentelor private în instrumente de datorie conform cadrului Solvabilitate II constituie un impediment pentru investițiile în aceste clase de active.

Comisia va evalua dacă sunt necesare schimbări și, în caz afirmativ, va pregăti modificări care ar putea fi propuse în contextul revizuirii cadrului Solvabilitate II.

Cotele de deținere ale fondurilor de investiții pe piețele bursiere din UE au crescut de la mai puțin de 10 % în anii 1990 la 21 % în 2012. De asemenea, în ultimii ani, fondurile respective

⁴⁵ Documentul de consultare din 3/7/2015 propus de EIOPA cu privire la crearea unui produs paneuropean standardizat de pensii personale prezintă o imagine de ansamblu a pieței și a actualului cadru de reglementare.

⁴⁶ Surse: Raport final: *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012*, Observatoire de l'Épargne Européenne și Insead OEE Data Services, august 2013

au devenit deținători din ce în ce mai importanți de obligațiuni corporative. Aceste fonduri sunt printre cei mai activi investitori transfrontalieri, însă fragmentarea pieței rămâne o problemă răspândită în sectorul european al administrării activelor. Mulți participanți la consultare au evidențiat factorii care restricționează activitatea transfrontalieră a acestor fonduri, printre care tratamentul fiscal discriminatoriu, cerințele naționale diferite privind comercializarea fondurilor și tarifele pentru notificările transfrontaliere. Eliminarea barierelor nejustificate i-ar stimula pe administratorii fondurilor să se angajeze mai mult în comercializarea transfrontalieră a fondurilor lor și ar reduce costurile pentru investitori.

Comisia va colecta date privind principalele obstacole aflate în calea distribuției transfrontaliere a fondurilor de investiții. Printre acestea se numără, în special, cerințele de comercializare și taxele disproporționate, alte cerințe administrative impuse de țările gazdă și mediul fiscal. Pe baza informațiilor furnizate, Comisia va încerca să elimine principalele bariere, prin mijloace legislative dacă este necesar.

5. STIMULAREA CAPACITĂȚII BĂNCILOR DE A SPRIJINI ECONOMIA ÎN SENS LARG

În calitate de creditori pentru o parte considerabilă a economiei și de intermediari pe piețele de capital, băncile vor juca un rol important în cadrul sistemului UPC și în ansamblul economiei europene. Băncile au conexiuni și cunoștințe solide la nivel local, ceea ce înseamnă că pentru multe întreprinderi mici creditarea bancară va continua să fie o importantă sursă de finanțare. Pentru alte societăți, accesul la finanțarea bancară va fi în continuare important ca parte a diversificării opțiunilor de finanțare. În consecință, în paralel cu activitatea privind UPC, Comisia este în curs de a revizui normele care reglementează sectorul bancar, pentru a asigura un echilibru optim între gestionarea riscurilor și stimularea creșterii⁴⁷.

Pentru societățile mai mici, rețelele locale puternice sunt elemente importante pentru sprijinirea creșterii economice. În unele state membre funcționează cooperative de credit, în cadrul cărora, de exemplu, IMM-urile se pot finanța reciproc în regim nonprofit. Aceste structuri pot, totodată, să faciliteze schimbul de cunoștințe și bune practici între membri. Aplicarea unor norme bancare sofisticate și complexe poate constitui uneori un obstacol disproporționat pentru cooperativele de credit și pentru alte cooperative fără scop lucrativ care sprijină activitatea IMM-urilor. Acest lucru este în special valabil în cazul organizațiilor de mici dimensiuni care se axează în principal pe obținerea de fonduri de la alți membri și pe redistribuirea lor tot în rândul membrilor, ceea ce face ca riscurile pentru sistemul financiar în ansamblu să rămână limitate.

Cooperativele de credit din anumite state membre sunt deja excluse din domeniul de aplicare al CRD. Pentru a asigura condiții concurențiale echitabile, toate statele membre ar trebui să fie în măsură să beneficieze de cooperative de credit, care să intre sub incidența unor măsuri naționale de reglementare proporționale cu riscurile pe care le presupun. În acest scop, Comisia va explora posibilitatea ca toate statele membre să autorizeze cooperative de credit care să funcționeze în afara cadrului UE privind cerințele de capital aplicabil băncilor.

Securitzarea poate oferi mai multe posibilități de creditare, reducând în același timp costurile de finanțare. Ca instrument de finanțare, securitzarea poate contribui la o bază de finanțare diversificată și poate funcționa, totodată, ca un important instrument de transfer al riscului pentru îmbunătățirea eficienței capitalului și pentru a aloca riscul în funcție de cerere.

În urma crizei, piețele securitizărilor din UE continuă să aibă o activitate semnificativ diminuată, fiind afectate de preocupările legate de procesul de securitzare și de riscurile implicate. Cu toate că deficiențele din trecut s-au manifestat în principal prin intermediul securitizărilor bazate pe creditele *subprime* din Statele Unite⁴⁸, reformele în materie de reglementare lansate ca răspuns la criză s-au aplicat pentru toate securitizările. Nu se intenționează anularea reformelor UE care vizează reglementarea riscurilor inerente securitizărilor extrem de complexe și opace. Cu toate acestea, este important că securitzarea să fie repusă în discuție, pentru a putea acționa ca un canal de finanțare eficace pentru ansamblul economiei și ca mecanism de diversificare a riscurilor. În cadrul planului de

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

⁴⁸ La apogeul crizei, cele mai neperformante produse de securitzare din UE cu ratingul AAA s-au aflat în stare de nerambursare în 0,1 % din cazuri. Prin comparație, în SUA produsele echivalente au fost în stare de nerambursare în 16 % din cazuri. În UE s-au comportat bine inclusiv securitizările cu grad mai mare de risc (BBB), cele mai neperformante clase ajungând în stare de nerambursare în 0,2 % din cazuri în punctul culminant al crizei. În schimb, rata de nerambursare a securitizărilor BBB din SUA a atins nivelul de 62 %. Sursa: ABE.

investiții, Comisia oferă deja sprijin financiar pentru operațiunile de securitizare. Noile propuneri legislative adoptate astăzi vor face un nou pas în această direcție. Ele vor permite o mai bună diferențiere a produselor simple, transparente și standardizate (STS) în raport cu alte produse, pentru a cultiva încrederea investitorilor și pentru a reduce exigențele în materie de diligență. Bazându-se pe consilieri din partea ABE, Comisia va propune, de asemenea, cerințe prudențiale mai adecvate pentru investițiile băncilor și ale societăților de asigurare în produse STS. Acest pachet de măsuri va contribui la degrevarea bilanțurilor băncilor și la ameliorarea capacității acestora de a credita economia în ansamblu și de a sprijini crearea unei baze de investitori pe termen mai lung.

Comisia publică astăzi o propunere referitoare la un cadru al UE pentru produse de securitizare simple, transparente și standardizate (STS), precum și noi calibrări prudențiale pentru băncile care intră sub incidența CRR. Imediat ce va fi adoptat cadrul STS, vor urma calibrări echivalente pentru societățile de asigurare, efectuate printr-o modificare a actului delegat Solvabilitate II al cărei scop va fi încorporarea criteriilor STS.

Obligațiunile garantate reprezintă un alt instrument de finanțare deosebit de important în unele state membre. Cu toate acestea, piața obligațiunilor garantate este în prezent fragmentată la nivelul sistemelor naționale. Diferențele dintre cadrele juridice și practicile în materie de supraveghere ale statelor membre care au adoptat legislație specifică privind obligațiunile garantate limitează posibilitățile de standardizare a pieței în ceea ce privește practicile de subscriere și publicare a informațiilor. În consecință, pot apărea obstacole în calea dezvoltării pieței, a lichidității și a accesului investitorilor, în special la nivel transfrontalier. Un cadru UE pentru o piață a obligațiunilor garantate mai integrată ar putea contribui la reducerea costurilor de finanțare pentru băncile emitente de obligațiuni garantate, în special în anumite state membre.

Comisia publică astăzi o consultare privind dezvoltarea unui cadru paneuropean pentru obligațiuni garantate inspirat din sistemele naționale care funcționează bine, fără a perturba activitatea acestora, și bazat pe standarde de înaltă calitate și pe bunele practici de pe piață. Consultarea va urmări, de asemenea, exprimarea de opinii cu privire la utilizarea unor structuri asemănătoare pentru a sprijini împrumuturile acordate IMM-urilor.

6. FACILITAREA INVESTIȚIILOR TRANSFRONTALIERE

În ciuda progreselor semnificative înregistrate în ultimele decenii în direcția dezvoltării unei piețe unice de capital, în calea investițiilor transfrontaliere stau încă multe obstacole înrădăcinate și de lungă durată. Acestea variază de la obstacole care își au originea în legislația națională — privind insolvența, garanțiile și valorile mobiliare — la obstacole legate de infrastructura pieței, bariere fiscale și modificări ale mediului de reglementare care subminează previzibilitatea normelor pentru investițiile directe. Împărțirea riscurilor transfrontaliere la nivelul UE s-a diminuat de la începutul crizei, iar investițiile provenite din afara UE au scăzut, la rândul lor, în perioada respectivă.

Eliminarea unora dintre obstacolele de lungă durată care ar putea împiedica investitorii să-și diversifice portofoliile geografice ar aduce beneficii considerabile societăților aflate în căutare de capital, investitorilor și economiei UE în ansamblu. Existența unor piețe de capital mai integrate în UE ar spori, de asemenea, gradul de atractivitate al statelor membre ale UE ca destinație de investiții pentru investitorii din țări terțe.

6.1. Securitatea juridică și infrastructura de piață pentru investiții transfrontaliere

Infrastructurile post-tranzacționare sigure și eficiente sunt elemente esențiale pentru buna funcționare a piețelor de capital. Unul dintre motivele de îngrijorare reliefate în răspunsurile oferite în cadrul consultării este acela că în prezent nu se poate stabili cu certitudine juridică proprietatea asupra titlurilor de valoare atunci când emitentul și investitorul se află în state membre diferite și/sau atunci când titlurile de valoare sunt deținute de instituții financiare din state membre diferite. Aceste situații sunt din ce în ce mai frecvente. O mare parte dintre respondenții consultați prin intermediul cărții verzi au solicitat adoptarea de dispoziții care să clarifice ce legislație națională se aplică în cazul fiecărei tranzacții cu instrumente financiare transfrontaliere. În acest scop, Comisia intenționează să consolideze și să extindă normele existente în acest domeniu. O modernizare a legislației este cu atât mai importantă cu cât se preconizează o intensificare a tranzacțiilor transfrontaliere cu titluri de valoare stimulată de lansarea sistemului Target2-Securities (T2S).

În plus, diferențele în ceea ce privește tratamentul național al efectelor asupra terților ale cesionării creanțelor⁴⁹ complică utilizarea acestor instrumente ca garanțiilor transfrontaliere, iar investitorilor le este greu să evalueze riscul investițiilor în datorii. Această incertitudine juridică este în detrimentul unor operațiuni financiare importante din punct de vedere economic, cum ar fi securitizările, care necesită o gestionare riguroasă a garanțiilor.

Comisia va lua rapid măsuri cu privire la incertitudinile legate de proprietatea titlurilor de valoare. Pe baza unor noi consultări și evaluări ale impactului, Comisia va propune, de asemenea, norme uniforme pentru a determina cu certitudine juridică ce legislație națională se aplică în cazul efectelor asupra terților ale cesionării creanțelor.

În ultimii ani, legislația UE, de exemplu Regulamentul privind infrastructura pieței europene (EMIR)⁵⁰, Regulamentul privind depozitarea centrală de instrumente financiare (CSDR)⁵¹ și directiva MiFID II, a eliminat multe dintre obstacolele aflate în calea compensării și decontării transfrontaliere a titlurilor de valoare. Cu toate acestea, având în vedere numeroasele dispoziții care urmează să intre în vigoare și recenta înființare a platformei unice

⁴⁹ Atunci când creditorul inițial transferă un titlu de creanță altcuiva.

⁵⁰ Regulamentul (UE) nr. 648/2012.

⁵¹ Regulamentul (UE) nr. 909/2014.

de decontare T2S, peisajul post-tranzacționare trece prin schimbări importante. Aceste schimbări conduc la o restructurare a infrastructurii post-tranzacționare, încurajând, în același timp, practici de piață inovatoare, în special în materie de gestionare a garanțiilor. Piețele trebuie să fie monitorizate pentru a se garanta că legislația ține pasul cu aceste practici în schimbare, asigurându-se totodată că siguranța și eficiența sistemului de post-tranzacționare nu se diminuează.

În ciuda acestor progrese, există în continuare bariere care blochează funcționarea eficientă a operațiunilor transfrontaliere de compensare și decontare — inclusiv unele dintre cele identificate în Raportul Giovannini⁵² cu peste un deceniu în urmă. Multe dintre aceste obstacole își au originea în prevederile naționale diferite în materie de proprietate și insolvență, precum și în legislațiile naționale privind deținerea de titluri de valoare, care diferă considerabil în ceea ce privește natura juridică a activului. Aceste diferențe pot da naștere unor incertitudini cu privire la dreptul de proprietate asupra unui titlu de valoare în cazul în care apare o situație de neplată și cu privire la drepturile care au prioritate în caz de insolvență. Incertitudinile cu privire la astfel de chestiuni fundamentale prezintă riscuri juridice importante, de exemplu în ceea ce privește executarea garanțiilor, și pot compromite reziliența operațiunilor transfrontaliere de decontare și fluxurile de garanții.

Pentru a sprijini dezvoltarea unor sisteme de post-tranzacționare și a unor piețe ale garanțiilor mai eficiente și mai reziliente, Comisia va efectua o analiză mai amplă a progreselor realizate în efortul de a înlătura obstacolele care afectează operațiunile transfrontaliere de compensare și decontare identificate în raportul Giovannini, în urma punerii în aplicare a legislației recente și a evoluțiilor înregistrate la nivelul infrastructurii pieței.

6.2. Eliminarea barierelor naționale din calea investițiilor transfrontaliere

Consecvența în aplicarea, implementarea și controlul respectării cadrului juridic și de supraveghere este esențială pentru libera circulație a capitalurilor și crearea unor condiții de concurență echitabile. Având în vedere faptul că există deja un număr semnificativ de dispoziții financiare ale UE vizând facilitarea investițiilor transfrontaliere, atenția trebuie să se deplaseze către punerea efectivă în practică a normelor și asigurarea respectării acestora. Barierele existente pot proveni din legislația sau din practicile administrative naționale. Unele au legătură cu suprareglementarea la nivel național în raport cu normele minime ale UE, în timp ce altele ar putea proveni din aplicarea divergentă a normelor UE. Alte obstacole sunt generate de măsurile naționale adoptate în domenii în care nu există legislație a UE sau în care responsabilitatea rămâne la nivel național.

Pentru barierele care nu sunt abordate prin alte acțiuni, nici prin intermediul convergenței în materie de supraveghere, Comisia va colabora cu statele membre pentru a le identifica și înlătura utilizând o abordare bazată pe colaborare. Comisia:

- va crea o rețea de 28 de puncte de contact naționale și se va angaja în discuții bilaterale privind posibilitatea unor acțiuni la nivel național cu scopul de a elimina barierele;
- va elabora bune practici, tablouri de bord, recomandări și orientări pe baza activităților desfășurate în cadrul rețelei.

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

Comisia, în colaborare cu statele membre, va identifica, în încercarea de a oferi soluții, obstacolele naționale nejustificate din calea liberei circulații a capitalurilor, care rezultă, printre altele, din punerea în aplicare insuficientă, din lipsa de convergență în interpretarea cadrului unic de reglementare și din legislația națională, obstacole care împiedică buna funcționare a uniunii piețelor de capital, și va publica un raport până la sfârșitul anului 2016.

Convergența procedurilor de insolvență și de restructurare ar facilita o mai mare certitudine juridică pentru investitorii transfrontalieri și ar încuraja restructurarea rapidă a societăților viabile care se confruntă cu dificultăți financiare. Participanții la consultare au fost în general de acord că atât ineficiența legislațiilor în materie de insolvență, cât și diferențele între acestea îngreunează misiunea investitorilor de a evalua riscul de credit, în special în ceea ce privește investițiile transfrontaliere.

Raportul „Doing Business” al Băncii Mondiale din 2015 clasează țările în funcție de rigoarea cadrelor de insolvență pe o scară de la 0 la 16. Media simplă a UE este de 11,6, cu 5 % mai puțin decât media OCDE pentru țările cu venituri ridicate (12,2). Unele state membre au punctaje mai mici de 8.

În 2014, Comisia a publicat o recomandare⁵³ privind o nouă abordare a eșecului în afaceri și a insolvenței, care încurajează statele membre să pună în aplicare proceduri de restructurare timpurie și să acorde o „a doua șansă” antreprenorilor. Recomandarea stabilește principii comune pentru procedurile naționale de insolvență aplicate întreprinderilor aflate în dificultate, precum și măsuri menite să reducă durata și costurile procedurilor pentru IMM-uri (de exemplu utilizarea formularelor standard și utilizarea mijloacelor de comunicare la distanță). Deși este evident că recomandarea a furnizat o direcție utilă pentru statele membre care întreprind reforme în domeniul insolvenței, o evaluare efectuată de Comisie arată că ea a fost pusă în aplicare doar parțial, inclusiv în acele state membre care au lansat reforme⁵⁴.

Comisia va propune o inițiativă legislativă privind insolvența întreprinderilor, care include restructurarea timpurie și „a doua șansă”, bazându-se pe experiența acumulată în contextul recomandării. Inițiativa va urmări să abordeze cele mai importante obstacole care stau în calea liberei circulații a capitalurilor, pornind de la sistemele naționale care funcționează bine.

Fiscalitatea este, de asemenea, o chestiune de mare importanță pentru luarea deciziilor în materie de investiții transfrontaliere. Două bariere fiscale din calea investițiilor transfrontaliere au fost identificate ca fiind deosebit de relevante în contextul UPC. În primul rând, numeroși investitori au subliniat faptul că, în prezent, sunt penalizați atunci când fac investiții transfrontaliere prin aplicarea taxelor locale reținute la sursă care sunt aproape imposibil de recuperat, în plus față de taxa lor națională. Problema provine din abordările diferite la nivel național în ceea ce privește aplicarea taxelor reținute la sursă și din complexitatea procedurilor de solicitare a scutirii de aceste taxe. Totodată, taxarea potențial discriminatorie a fondurilor de pensii și a societăților de asigurări de viață reprezintă un alt obstacol în calea investițiilor transfrontaliere.

⁵³ COM(2014) 1500 final, 12.3.2014.

⁵⁴ Evaluarea punerii în aplicare a recomandării privind o nouă abordare a eșecului în afaceri și a insolvenței (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm)

Pentru a încuraja statele membre să adopte sisteme de scutire la sursă de taxele cu reținere la sursă și pentru a stabili proceduri de rambursare standardizate și rapide, Comisia va promova bunele practici și va dezvolta un cod de conduită împreună cu statele membre cu privire la principiile de scutire de taxele reținute la sursă. Totodată, Comisia va efectua un studiu privind obstacolele fiscale discriminatorii aflate în calea investițiilor transfrontaliere efectuate de către societățile de asigurare de viață și de fondurile de pensii și, dacă este necesar, va iniția proceduri de constatare a neîndeplinirii obligațiilor (infringement).

În prezent, există aproximativ 200 de tratate bilaterale de investiții între statele membre („TBI intra-UE”), care stabilesc diferite standarde pentru tratarea investițiilor transfrontaliere în cadrul pieței unice și care sunt incompatibile cu legislația UE. Recent, Comisia a inițiat o acțiune în justiție împotriva acestor TBI intra-UE. Comisia va colabora cu statele membre pentru a analiza dacă este nevoie de măsuri suplimentare pentru a le oferi mai multe garanții investitorilor transfrontalieri, sporind astfel atractivitatea pieței unice ca destinație de investiții.

6.3. Promovarea stabilității financiare și a convergenței în materie de supraveghere

Prin promovarea unor canale de finanțare mai diversificate, UPC va contribui la creșterea rezilienței sistemului financiar al UE⁵⁵. În același timp, este necesar să se mențină vigilența în ceea ce privește riscurile la adresa stabilității financiare care apar pe piețele de capital. În ultimii ani, UE a lansat o serie de reforme cu scopul de a spori transparența, reglementarea și soliditatea piețelor de capital: a redus riscurile din cadrul pieței instrumentelor financiare derivate prin intermediul EMIR, a introdus norme de tranzacționare mai sigure și mai transparente prin intermediul MiFID și a luat măsuri pentru ca toți administratorii de fonduri alternative din UE să fie reglementați, prin intermediul Directivei AFIA. Se preconizează noi reforme, puse în aplicare prin Regulamentul privind operațiunile de finanțare prin instrumente financiare (SFTR)⁵⁶, propunerea privind fondurile de piață monetară și viitoarea propunere legislativă privind redresarea și rezoluția contrapărților centrale. În cadrul lucrărilor desfășurate de Consiliul pentru Stabilitate Financiară, se acordă prioritate înțelegerii și tratării punctelor vulnerabile ale entităților care desfășoară activități similare celor bancare pe piețele de capital. O abordare normativă globală a potențialelor riscuri sistemice va sprijini stabilitatea financiară și în același timp va facilita investițiile transfrontaliere.

Comisia va colabora cu CSF, cu AES și cu Comitetul european pentru riscuri sistemice (CERS) pentru a evalua riscurile potențiale care amenință stabilitatea financiară generate de finanțarea bazată pe piață. Se vor desfășura noi activități de analiză, de exemplu pentru a se înțelege mai bine aspectele legate de lichiditatea pieței și de interconectarea din cadrul sistemului financiar și pentru a se evalua dacă ar trebui elaborate instrumente macroprudențiale suplimentare. Comisia va aduce orice modificări necesare cadrului de supraveghere macroprudențială în contextul revizuirii viitoare a CERS.

⁵⁵ Discursul Dlui V. Constâncio, vicepreședinte al BCE.

⁵⁶ După cum se prevede în SFTR, pe baza rezultatelor lucrărilor desfășurate de forurile internaționale relevante și cu sprijinul AEVMP, ABE și CERS, în 2017 Comisia va transmite Parlamentului European și Consiliului un raport privind progresele realizate în eforturile internaționale de a atenua riscurile asociate operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare, inclusiv în ceea ce privește recomandările CSF referitoare la marjele de ajustare aplicabile operațiunilor de finanțare prin instrumente financiare care nu sunt compensate la nivel central și la oportunitatea lor pentru piețele europene.

În ceea ce privește arhitectura de supraveghere instituită de UE în urma crizei financiare din 2011, reacțiile primite în cadrul consultării au fost pozitive. Deși s-au înregistrat progrese în ceea ce privește instituirea Sistemului european de supraveghere financiară și punerea în aplicare a unui cadru de reglementare unic, participanții la consultare au subliniat, de asemenea, importanța convergenței în materie de supraveghere și a implementării și aplicării consecvente a legislației UE din domeniul serviciilor financiare, aspect evidențiat și în raportul celor cinci președinți referitor la finalizarea uniunii economice și monetare a Europei.

Legislația privind piețele de capital adoptată în ultimii ani conferă AES un rol important într-o serie de domenii. Conform răspunsurilor primite în cadrul consultării, se dorește ca ESMA să joace un rol mai puternic în accentuarea convergenței în materie de supraveghere în cadrul reglementării pieței de capital și al raportării cu privire la piață și să asigure aplicarea consecventă a cadrului de reglementare unic pe întreg teritoriul UE. Eforturile depuse în ultimii ani în vederea instituirii unui cadru unic de reglementare pentru piețele de capital ar trebui să conducă la piețe de capital mai integrate și mai eficiente. O integrare financiară mai accentuată ar trebui să fie însoțită de mai multe eforturi din partea ESMA în direcția convergenței rezultatelor activităților de supraveghere în întreaga UE, inclusiv în materie de contabilitate, pentru a garanta că piața unică funcționează bine. ESMA ar putea să se axeze mai mult pe identificarea, sprijinirea și promovarea bunelor practici, pentru a asigura eficacitatea tehnicilor de supraveghere din statele membre și rezultate comparabile în întreaga UE. În acest context, ESMA ar trebui să utilizeze mai sistematic și mai eficient instrumentele de care dispune, în special evaluările *inter pares* tematice și naționale.

Comisia va colabora cu ESMA pentru a elabora și implementa o strategie de consolidare a convergenței în materie de supraveghere și pentru a identifica domenii în care o abordare mai integrată ar putea îmbunătăți funcționarea pieței unice de capital. Comisia va colabora, de asemenea, cu ESMA pentru a spori eficacitatea sistemului său de luare a deciziilor cu privire la evaluările *inter pares* tematice și naționale. În 2016, Comisia va publica o carte albă privind guvernanta și finanțarea AES.

UPC este un proiect clasic privind piața unică, în beneficiul tuturor celor 28 de state membre. Pentru a ajuta piețele de capital să își valorifice întregul potențial, Comisia va elabora, prin intermediul serviciilor de asistență în materie de reforme structurale, o strategie prin care să le ofere asistență tehnică statelor membre care au nevoie să consolideze anumite capacități ale piețelor naționale de capital.

6.4. Facilitarea investițiilor internaționale

Pentru a prospera, piețele de capital ale UE vor trebui să fie deschise și competitive la nivel global și capabile să atragă investiții de capitaluri proprii și de datorii suplimentare din partea investitorilor internaționali. Datorită UPC, piețele de capital din UE vor deveni mai atractive pentru investitorii internaționali, prin eliminarea costurilor juridice și administrative ale activităților transfrontaliere și prin accentuarea convergenței rezultatelor în materie de supraveghere în întreaga Europă. Având în vedere natura globală a piețelor de capital, uniunea piețelor de capital trebuie să țină seama de contextul global mai amplu și să garanteze că piețele europene de capital rămâne o parte integrantă a sistemului financiar internațional. Comisia va continua să colaboreze îndeaproape cu statele membre ale UE și cu țările terțe în cadrul forurilor internaționale, cum ar fi Consiliul pentru Stabilitate Financiară și IOSCO, pentru a elabora răspunsuri politice convergente în vederea sprijinirii dezvoltării piețelor globale de capital. În plus, Comisia va încerca să stabilească cadre de cooperare în materie de reglementare în domeniul serviciilor financiare cu țări terțe importante, pentru a consolida integrarea piețelor de capital.

Comerțul internațional al Uniunii Europene și politica de investiții joacă un rol important în sprijinirea investițiilor internaționale. Acordurile internaționale comerciale și de investiții liberalizează circulația capitalurilor, reglementează accesul la piață și investițiile, inclusiv în ceea ce privește furnizarea de servicii financiare, și pot contribui la atingerea unui nivel adecvat de protecție și la crearea unor condiții de concurență echitabile pentru investitori. Comisia va continua, de asemenea, să contribuie la activitatea internațională în domeniul liberei circulații a capitalurilor, inclusiv în contextul Codurilor OCDE de liberalizare a mișcărilor de capital.

7. MONITORIZARE ȘI ETAPELE URMĂTOARE

Acest plan de acțiune stabilește acțiunile prioritare necesare pentru a încuraja investițiile în toate statele membre și la nivelul UE și pentru a corela mai bine economiile cu creșterea economică. Pregătirea acțiunilor propuse va face obiectul unor consultări adecvate și al unei evaluări a impactului opțiunilor în vederea atingerii obiectivelor.

Adoptarea și implementarea cu succes a acestor măsuri va necesita un efort susținut și coordonat. Acesta este un proiect pentru toate cele 28 de state membre și, ca atare, Comisia va colabora îndeaproape cu acestea și cu Parlamentul European pentru a avansa în privința acestor propuneri.

Pentru a demara cât mai repede procesul, astăzi sunt anunțate câteva propuneri concrete, care vor fi urmate în curând de altele. Printre primele acțiuni se numără un pachet cuprinzător de măsuri referitoare la securitizare, cu calibrări actualizate pentru CRR, definiția infrastructurii și calibrări revizuite pentru Solvabilitate II, precum și o propunere de revizuire a directivei privind prospectul. În alte domenii, s-ar putea dovedi necesare noi consultări cu părțile interesate. În paralel, Comisia va facilita discuții cu statele membre cu privire la subiecte precum fiscalitatea și insolvența, pentru a permite realizarea de progrese pe termen mediu și lung.

Succesul UPC va depinde totodată de participanții de pe piață. Intermediarii financiari trebuie să contribuie la restabilirea încrederii clienților lor și la instaurarea unui climat de încredere pe piețele de capital din Europa. Planul de acțiune include inițiativele ale pieței, iar Comisia îndeamnă părțile relevante să acorde prioritate realizării de progrese în aceste domenii.

În plus, Comisia va continua să depună eforturi pentru a identifica principalele ineficiențe și obstacole care împiedică dezvoltarea piețelor de capital în Europa și pentru a găsi cele mai bune modalități de a depăși aceste probleme, păstrând, în același timp, un accent puternic asupra protecției investitorilor și asupra supravegherii pieței.

Pe lângă rapoartele anuale, Comisia va elabora în 2017 o analiză amplă a situației de fapt, ce va servi drept bază pentru a decide cu privire la eventuale măsuri suplimentare care ar putea fi necesare.

Comisia va informa periodic Parlamentul European și statele membre cu privire la progresele înregistrate.

Anexa 1: Lista acțiunilor și calendarul orientativ

Finanțare pentru inovare, societăți nou-înființate și societăți necotate		
Susținerea capitalului de risc și a finanțării prin participare la capital	Propunere referitoare la fondurile de fonduri paneuropene de capital de risc și fondurile multinaționale	T2 2016
	Revizuirea legislației EuVECA și EuSEF	T3 2016
	Studiu privind stimulentele fiscale pentru capitalul de risc și investitorii providențiali	2017
Depășirea barierelor informaționale care stau în calea investițiilor IMM-urilor	Consolidarea feedback-ului oferit de băncile care resping cererile de credit ale IMM-urilor	T2 2016
	Identificarea capacităților de sprijin și consiliere locale sau naționale la nivelul UE în vederea promovării bunelor practici	2017
	Examinarea modalităților de a dezvolta sau a sprijini sisteme paneuropene de informații	2017
Promovarea unor forme inovatoare de finanțare a întreprinderilor	Raport referitor la finanțarea participativă	T1 2016
	Dezvoltarea unei abordări coordonate în ceea ce privește generarea de împrumuturi de către fonduri și evaluarea argumentelor în favoarea unui viitor cadru al UE	T4 2016
Facilitarea intrării societăților pe piețele publice și a mobilizării de capital		
Consolidarea accesului la piețele publice	Propunere de modernizare a directivei privind prospectul	T4 2015
	Revizuirea obstacolelor în materie de reglementare care împiedică accesul IMM-urilor pe piețele publice și pe piețele de creștere pentru	2017
	Reexaminarea piețelor obligațiunilor corporative din UE, punând accentul pe modul în care poate fi îmbunătățită lichiditatea pieței	2017
Sprijinirea finanțării prin participare la capital	Soluționarea tratamentului fiscal diferențiat al datoriei și al capitalului propriu, în cadrul propunerii legislative privind baza fiscală consolidată comună a societăților	T4 2016
Investiții pe termen lung, infrastructură și investiții sustenabile		
Sprijinirea investițiilor în infrastructură	Ajustarea calibrărilor Solvabilitate II pentru investițiile societăților de asigurare în infrastructură și în fondurile europene de investiții pe termen lung	T3 2015
	Revizuirea CRR pentru bănci, cu modificări ale calibrărilor privind infrastructura, dacă este cazul	In derulare
Asigurarea coerenței cadrului de reglementare privind serviciile financiare din UE	Apel pentru furnizarea de informații privind impactul cumulat al reformei financiare	T3 2015
Promovarea investițiilor instituționale și de retail		
Diversificarea posibilităților de a alege și	Carte verde privind serviciile financiare și de asigurări cu amănuntul	T4 2015

intensificarea concurenței pe segmentul cu amănuntul		
Sprrijinirea investitorilor individuali să obțină condiții mai avantajoase	Evaluarea piețelor UE de produse de investiții de retail	2018
Sprrijinirea economiilor pentru pensie	Evaluarea argumentelor în favoarea unui cadru de politică pentru instaurarea unui sistem european de pensii personale	T4 2016
Extinderea posibilităților oferite investitorilor instituționali și administratorilor de fonduri	Evaluarea tratamentul prudențial al capitalului privat și al plasamentelor private în instrumente de datorie conform cadrului Solvabilitate II	2018
	Consultare privind principalele obstacole aflate în calea distribuției transfrontaliere a fondurilor de investiții	T2 2016
Stimularea capacității băncilor de a sprijini economia în sens larg		
Consolidarea rețelelor locale de finanțare	Explorarea posibilității ca toate statele membre să autorizeze cooperative de credit care să funcționeze în afara domeniului de aplicare al normelor UE privind cerințele de capital pentru bănci	In derulare
Dezvoltarea piețelor de securitizare în UE	Propunere cu privire la produsele de securitizare simple, transparente și standardizate (STS) și revizuirea calibrărilor în privința capitalului băncilor	T3 2015
Sprrijinirea finanțării bancare a economiei în general	Consultare privind instaurarea unui cadru la nivelul UE pentru obligațiunile garantate și a unor structuri similare pentru împrumuturile acordate IMM-urilor	T3 2015
Facilitarea investițiilor transfrontaliere		
Eliminarea barierelor naționale din calea investițiilor transfrontaliere	Raport privind barierele naționale care împiedică libera circulație a capitalurilor	T4 2016
Ameliorarea infrastructurii de piață pentru investiții transfrontaliere	Acțiuni specifice privind normele referitoare la proprietatea asupra titlurilor de valoare și efectele cesionării creanțelor asupra terților	2017
	Evaluarea progreselor realizate în ceea ce privește înlăturarea barierelor care există în continuare, identificate în raportul Giovannini	2017
Favorizarea convergenței procedurilor de insolvență	Inițiativă legislativă privind insolvența întreprinderilor, cu abordarea celor mai importante bariere aflate în calea liberei circulații a capitalurilor	T4 2016
Îndepărtarea obstacolelor fiscale	Bune practici și coduri de conduită pentru procedurile de scutire la sursă de taxele cu reținere la sursă	2017

transfrontaliere	Studiu privind obstacolele fiscale discriminatorii care împiedică investițiile transfrontaliere ale fondurilor de pensii și ale societăților de asigurări de viață	2017
Consolidarea convergenței în materie de supraveghere și a dezvoltării capacității pieței de capital	O strategie privind convergența în materie de supraveghere pentru a îmbunătăți funcționarea pieței unice de capital Carte albă privind guvernanța și finanțarea AES Elaborarea unei strategii pentru a oferi asistență tehnică statelor membre în vederea sprijinirii capacității piețelor de capital	In derulare T2 2016 T3 2016
Întărirea capacității de menținere a stabilității financiare	Revizuirea cadrului macroprudențial al UE	2017