



Bruselj, 30.9.2015  
COM(2015) 468 final

**SPOROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU, SVETU, EVROPSKEMU  
EKONOMSKO-SOCIALNEMU ODBORU IN ODBORU REGIJ**

**Aksijski načrt o oblikovanju unije kapitalskih trgov**

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

## Vsebina

UVOD .....	3
1. SPODBUJANJE RASTI – FINANCIRANJE ZA INOVACIJE, ZAGONSKA PODJETJA IN PODJETJA, KI NE KOTIRAJO NA BORZI.....	8
1.1. Financiranje zagonske faze .....	8
1.2. Zgodnja faza širitve .....	9
1.3. Podpora za MSP, ki potrebujejo financiranje.....	10
1.4. Skladi, iz katerih se dajejo posojila .....	12
1.5. Prodaje zaprtemu krogu vlagateljev .....	12
2. OLAJŠEVANJE VSTOPA PODJETIJ NA JAVNE TRGE IN NJIHOVEGA ZBIRANJA KAPITALA NA TEH TRGIH.....	14
3. DOLGOROČNE NALOŽBE, NALOŽBE V INFRASTRUKTURO IN TRAJNOSTNE NALOŽBE .....	17
3.1. Izboljšanje naložbenega okolja prek regulativnega okvira .....	17
3.2. Podpora dolgoročnega in infrastrukturnega financiranja .....	18
3.3. Izkoriščanje financiranja za zagotovitev okoljske trajnosti .....	19
3.4. Poziv k predložitvi dokazov o obstoječem regulativnem okviru .....	19
4. SPODBUJANJE MALIH IN INSTITUCIONALNIH NALOŽB .....	20
4.1. Mali vlagatelji .....	20
4.2. Institucionalni vlagatelji .....	22
5. SPODBUJANJE BANČNIH ZMOGLJIVOSTI ZA PODORO ŠIRŠEGA GOSPODARSTVA.....	24
6. SPODBUJANJE ČEZMEJNIH NALOŽB .....	26
6.1. Pravna gotovost in tržna infrastruktura za čezmejne naložbe .....	26
6.2. Odprava nacionalnih ovir za čezmejne naložbe .....	27
6.3. Spodbujanje finančne stabilnosti in konvergence nadzora .....	29
6.4. Spodbujanje mednarodnih naložb .....	30
7. NASLEDNJI KORAKI IN SPREMLJANJE.....	31

## UVOD

Najpomembnejša prednostna naloga Komisije je krepitev gospodarstva Evrope in spodbujanje naložb za ustvarjanje delovnih mest. Naložbeni načrt v znesku 315 milijard EUR, ki se polno izvaja manj kot leto dni, odkar je Komisija nastopila funkcijo, bo pomagal zagnati ta proces. Za dolgoročno okrepitev naložb so potrebni trdnejši kapitalski trgi. Ti bi zagotovili nove vire financiranja podjetij, spodbudili več možnosti za varčevalce in povečali odpornost gospodarstva. Zato je predsednik Juncker kot eno od ključnih prednostnih nalog določil vzpostavitev pravega enotnega kapitalskega trga – unijo kapitalskih trgov za vseh 28 držav članic.

Prosti pretok kapitala je bil eno od temeljnih načel, na katerih je bila zgrajena EU. Kljub napredku, doseženem v zadnjih 50 letih, so evropski kapitalski trgi še vedno razmeroma slabo razviti in razdrobljeni. Evropsko gospodarstvo je tako veliko kot ameriško, medtem ko evropski trgi lastniških vrednostnih papirjev predstavljajo manj kot polovico ameriških, trgi dolžniških vrednostnih papirjev pa manj kot tretjino. Vrzel med državami članicami je celo večja od vrzeli med Evropo in ZDA. Bolj integrirani kapitalski trgi bodo omogočili večjo učinkovitost in podprli zmožnost Evrope za financiranje rasti.

Unija kapitalskih trgov bo okrepila tretji steber naložbenega načrta za Evropo. Zagotovila bo koristi vsem 28 državam članicam, poleg tega pa bo tudi v oporo ekonomski in monetarni uniji, saj bo podprla ekonomsko konvergenco in pomagala ublažiti ekonomske šoke v euroobmočju, kot je navedeno v poročilu petih predsednikov o dokončanju ekonomske in monetarne unije.

Trdnejši kapitalski trgi bodo dopolnjevali trdno evropsko tradicijo bančnega financiranja in bodo:

- **sprostili več naložb iz EU in ostalih delov sveta:** unija kapitalskih trgov bo pomagala zagotoviti kapital v Evropi in ga usmeriti v vsa podjetja, vključno z MSP, ter infrastrukturne in dolgoročne trajnostne projekte, ki ga potrebujejo za razširitev in ustvarjanje delovnih mest. Gospodinjstvom bo zagotovila boljše možnosti za doseganje ciljev glede upokojitve;
- **bolje povezali financiranje z naložbenimi projekti po EU:** države članice z majhnimi trgi in velikim potencialom rasti lahko veliko pridobijo z boljšim usmerjanjem kapitala in naložb v svoje projekte. Države članice z bolj razvitimi kapitalskimi trgi bodo imele koristi od okrepljenih čezmejnih naložb in možnosti varčevanja;
- **zagotovili stabilnejši finančni sistem:** integrirani finančni in kapitalski trgi lahko državam članicam, zlasti tistim v euroobmočju, pomagajo pri porazdelitvi učinka šokov. Z omogočanjem širšega nabora virov financiranja bi pripomogli k porazdelitvi finančnih tveganj, s čimer bi bili državljani in podjetja EU v prihodnje manj občutljivi na omejevanje kreditiranja. Poleg tega razvitejši trgi lastniških vrednostnih papirjev v primerjavi s povečano zadolženostjo omogočajo več dolgoročnih naložb;
- **poglobili finančno integracijo in povečali konkurenco:** večja čezmejna porazdelitev tveganja, večji in likvidnejši trgi ter raznoliki viri financiranja bodo poglobili finančno integracijo, znižali stroške in povečali konkurenčnost Evrope.

Enostavno povedano, unija kapitalskih trgov bo okrepila povezavo med prihranki in rastjo. Zagotovila bo več možnosti ter boljše donose za varčevalce in vlagatelje (investitorje). Podjetjem bo ponujala več možnosti financiranja v različnih fazah njihovega razvoja.

## **Zakaj je to vredno storiti?**

Nekaj primerov ponazarja možne koristi. Evropska MSP prejmejo prek kapitalnih trgov v primerjavi z ZDA petkrat manj sredstev. Če bi bili naši trgi tveganega kapitala tako globoki kot trgi v ZDA, bi bilo med letoma 2009 in 2014 za financiranje podjetij na voljo več kot 90 milijard EUR sredstev. Če bi se listinjenja EU lahko varno obnovila na povprečne ravni izdajanja pred krizo, bi lahko banke zasebnemu sektorju zagotovile dodaten znesek kredita v višini več kot 100 milijard EUR. In če bi se listinjenja MSP ponovno vrnila na polovico najvišje stopnje pred krizo, bi se lahko s tem ustvarilo 20 milijard EUR dodatnih sredstev. Velike so tudi potrebe po naložbah – ocenjeno je na primer, da bo za prehod EU na nizkoogljično gospodarstvo vsako leto potrebnih 200 milijard EUR naložb<sup>1</sup>.

Unija kapitalnih trgov bi morala EU približati razmeram, ki bi na primer omogočale, da lahko MSP pridobijo financiranje enako enostavno kot velika podjetja, da so stroški naložb in dostop do naložbenih produktov podobni po vsej EU, da je pridobivanje financiranja na kapitalnih trgih vedno enostavnejše in da pridobivanja financiranja v drugi državi članici ne omejujejo nepotrebne pravne ali nadzorniške ovire.

## **Akcijski načrt za unijo kapitalnih trgov**

Po posvetovanjih, ki so se začela februarja, je Komisija prejela 700 odgovorov. Povratne informacije na splošno zagovarjajo pomembnost oblikovanja unije kapitalnih trgov, Evropski parlament<sup>2</sup> in Svet<sup>3</sup> pa sta odločno podprla izvajanje načela postopnosti in se strinjata, da se je treba osredotočiti na vprašanja, opredeljena v okviru našega posvetovanja.

Ne obstaja en sam ukrep, s katerim bi se vzpostavila unija kapitalnih trgov, temveč bo sprejetih več ukrepov, katerih skupni učinek bo velik. Komisija bo sprejela ukrepe za odpravo ovir med denarjem vlagateljev in možnostmi za naložbe ter premagala prepreke, zaradi katerih podjetja ne pridejo do vlagateljev. Poskrbela bo za čim bolj učinkovit sistem usmerjanja teh sredstev na nacionalni in čezmejni ravni.

Ker bi lahko tesnejše povezovanje kapitalnih trgov in postopno odpravljanje preostalih nacionalnih ovir povzročila nova tveganja za finančno stabilnost, bomo podprli ukrepe za povečanje konvergence nadzora, da bodo regulatorji kapitalnih trgov ravnali enotno, in okrepili razpoložljiva orodja za preudarno obravnavanje sistemskih tveganj. Komisija bo na podlagi povratnih informacij in lastne analize sprejela nadaljnje ukrepe na naslednjih prednostnih področjih:

## **Zagotovitev več možnosti financiranja za evropska podjetja in MSP**

Ovire, ki evropskim podjetjem preprečujejo pridobitev financiranja s strani kapitalnih trgov, so prisotne na vseh ravneh lestvice financiranja in na javnih trgih. Te ovire omejujejo majhna podjetja pri pridobivanju financiranja na podlagi lastniškega in dolžniškega kapitala. Komisija bo:

---

<sup>1</sup> PRIMES, ocena učinka do leta 2030.

<sup>2</sup> Resolucija Evropskega parlamenta o oblikovanju unije kapitalnih trgov (2015/2634(RSP)).

<sup>3</sup> [Sklepi Sveta Evropske unije](#) o uniji kapitalnih trgov z dne 19. junija.

- posodobila direktivo o prospektu, da se podjetjem omogoči cenejše javno zbiranje sredstev, pregledala regulativne ovire za majhna podjetja, ki kotirajo na trgih lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev, ter podprla dejavnosti kotiranja malih podjetij prek evropskih svetovalnih shem;
- uvedla sveženj ukrepov za podporo financiranja na podlagi tveganega in lastniškega kapitala v EU, vključno z mobilizacijo zasebnih naložb na podlagi sredstev EU prek vseevropskih skladov skladov, zakonodajno reformo in spodbujanjem dobre prakse na področju davčnih spodbud;
- spodbudila inovativne oblike financiranja podjetij, kot so množično financiranje, prodaja zaprtemu krogu vlagateljev in skladi, iz katerih se dajejo posojila, hkrati pa zagotovila varstvo vlagateljev in finančno stabilnost ter
- proučila načine, kako vzpostaviti vseevropski pristop za boljšo povezanost MSP z različnimi viri financiranja.

### **Zagotovitev ustreznega regulativnega okolja za dolgoročne in trajnostne naložbe in financiranje evropske infrastrukture**

Da bi Evropa ohranila in povečala konkurenčnost, potrebuje velik obseg novih dolgoročnih trajnostnih naložb. Javna podpora v obliki ukrepov, kot je naložbeni načrt za Evropo v znesku 315 milijard EUR, je lahko v pomoč, vendar so za spodbuditev dolgoročnih zasebnih naložb potrebni nadaljnji ukrepi. Komisija bo:

- hitro pregledala umeritve (kalibracije) iz direktive Solventnost II, tako da bodo bolj izražale resnična tveganja naložb v infrastrukturo, in nato pregledala obravnavanje izpostavljenosti bank infrastrukturi v skladu z uredbo o kapitalskih zahtevah ter
- ocenila skupni učinek preteklih regulativnih reform za zagotovitev skladnosti in doslednosti v okviru pobude Komisije o boljši zakonodaji in na podlagi dela, ki ga je Evropski parlament leta 2013 začel v zvezi s skladnostjo zakonodaje EU na področju finančnih storitev.

### **Povečanje naložb in možnosti za male in institucionalne vlagatelje**

Prihranki prebivalstva, s katerimi neposredno ali posredno razpolagajo upravitelji premoženja, zavarovalnice, ki ponujajo življenjsko zavarovanje, in pokojninski skladi, so ključni za sprostitev kapitalskih trgov. V okviru posvetovanja je bilo ugotovljeno, da lahko malim vlagateljem, ki varčujejo za prihodnost, pri pravih naložbah pomagajo večje zaupanje vlagatelja, preglednost, gotovost in izbira. Delovanje evropskega sektorja upravljanja premoženja je na splošno dobro, vendar si je treba še bolj prizadevati za okrepitev čezmejnega opravljanja plačilnih storitev z enotnim dovoljenjem (t. i. passporting) in čezmejne konkurence. Komisija bo:

- proučila načine za povečanje izbire in konkurence na področju čezmejnih maloprodajnih finančnih storitev in zavarovanja v okviru zelene knjige, ki bo objavljena pozneje letos. Ocenila bo tudi regulativni okvir za naložbe malih vlagateljev, pri čemer bo obravnavala zlasti izboljšanje preglednosti ter kakovosti in razpoložljivosti naložbenega svetovanja ob upoštevanju povečanega zagotavljanja spletnih storitev;

- proučila načine za povečanje možnosti za pokojninsko varčevanje in vzpostavila trg EU za osebne zasebne pokojnine, ki bi jih ponudniki pokojninskega zavarovanja lahko izbrali pri ponujanju zasebnih pokojnin po EU; in
- izdala učinkovit evropski potni list sklada, s katerim se odpravijo čezmejne provizije in ovire, da bi se povečala konkurenca in izbira potrošnikov.

### **Povečanje posojilne zmožnosti bank**

Banke bodo kot posojilodajalci velikemu delu gospodarstva in posredniki na kapitalskih trgih imele osrednjo vlogo v uniji kapitalskih trgov. Banke imajo trdne lokalne odnose in znanje: bančna posojila bodo poleg kapitalskih trgov še naprej glavni vir financiranja za veliko podjetij. Komisija bo:

- obnovila preprosta, pregledna in standardizirana evropska listinjenja za sprostitev zmogljivosti bilanc stanja bank ter zagotovitev dostopa do naložbenih priložnosti dolgoročnim vlagateljem;
- proučila možnost, da bi vse države članice imele koristi od lokalnih kreditnih zadrug, da bi delovale zunaj področja uporabe predpisov o kapitalskih zahtevah EU za banke;
- ocenila, ali bi bilo treba vzpostaviti vseevropski okvir za krite obveznice in na kakšen način, pri čemer bi ta okvir temeljil na dobro delujočih nacionalnih ureditvah, in proučila izvedljivost podobnih orodij financiranja za posojila MSP.

### **Odprava čezmejnih ovir in razvoj kapitalskih trgov za vseh 28 držav članic**

Kljub napredku pri razvoju enotnega kapitalskega trga v zadnjih desetletjih, je še vedno veliko ovir za čezmejne naložbe. Te vključujejo ovire, ki izhajajo iz nacionalne zakonodaje, kot je zakonodaja o insolventnosti, davčna zakonodaja in zakonodaja na področju vrednostnih papirjev, ter ovire, ki izhajajo iz razdrobljene tržne infrastrukture. Zato bomo:

- izvedli posvetovanje o ključnih insolvenčnih ovirah in pripravili zakonodajno pobudo o insolventnosti podjetij, ki bo obravnavala najpomembnejše ovire za prosti pretok kapitala in temeljila na dobro delujočih nacionalnih ureditvah;
- obravnavali negotovost v zvezi z lastništvom vrednostnih papirjev ter si prizadevali za izboljšanje ureditev za kliring in poravnavo čezmejnih transakcij vrednostnih papirjev;
- podprli razvoj kapitalskih trgov v vseh 28 državah članicah v okviru evropskega semestra in z zagotavljanjem podpore, prilagojene posameznim državam članicam, za okrepitev upravne zmogljivosti prek podporne službe Komisije za strukturne reforme;
- sodelovali z evropskimi nadzornimi organi pri razvoju in izvajanju strategije za okrepitev konvergence nadzora ter opredelili področja, na katerih se lahko s kolektivnejšim pristopom izboljša delovanje enotnega trga za kapital;
- upoštevali prihodnji pregled Evropskega odbora za sistemska tveganja (ESRB) in mednarodno delo za zagotovitev, da imajo nacionalni in evropski makrobonitetni organi na voljo orodja za ustrezen odziv na razvoj na kapitalskih trgih.

V tem akcijskem načrtu so določeni osnovni elementi za vzpostavitev dobro delujoče in integrirane unije kapitalskih trgov, ki zajema vse države članice, do leta 2019. Ta projekt je dolgoročen, vendar bomo ukrepali hitro. Komisija bo leta 2017 ocenila dosežke in ponovno ocenila prednostne naloge.

Usmeritev je jasna: treba je vzpostaviti enotni trg za kapital od spodaj navzgor, opredeliti ovire in jih eno za drugo odpraviti, ustvariti občutek zagona in okrepiti zaupanje v vlaganje v prihodnost Evrope. Prosti pretok kapitala je bil eno od temeljnih načel, na katerih je bila zgrajena EU. Več kot 50 let po Rimski pogodbi imamo priložnost, da to vizijo uresničimo – izkoristimo jo.

## **1. SPODBUJANJE RASTI – FINANCIRANJE ZA INOVACIJE, ZAGONSKA PODJETJA IN PODJETJA, KI NE KOTIRAJO NA BORZI**

Nova zagonska podjetja so ključna za spodbujanje rasti v gospodarstvu. Mala in srednja podjetja (MSP) v EU zaposlujejo 2 od vsakih 3 oseb in ustvarijo 58 centov vsakega eura dodane vrednosti<sup>4</sup>. Podjetniki z obetavnimi poslovnimi načrti morajo biti zmožni zagotoviti financiranje, da bi uresničili svoje zamisli. Uspešna podjetja bodo potrebovala dostop do financiranja pod privlačnimi pogoji, da bi zagotovila sredstva za svojo širitev. Vendar so kanali financiranja za rastoča podjetja, ki si prizadevajo zbrati lastniški kapital ali ki iščejo druge oblike posojil zunaj bančnega sistema, v Evropi slabo razviti. To zlasti velja za MSP v Evropi, ki več kot 75 % zunanjega financiranja pridobijo z bančnimi posojili. Uspešna unija kapitalskih trgov bo povečala razpon možnosti financiranja za rastoča podjetja. Te možnosti bi morale obstajati in biti na voljo podjetnikom v vseh 28 državah članicah in na vseh ravneh „lestvice financiranja“.

### **1.1. Financiranje zagonske faze**

Trdne lokalne mreže in odnosi bankam omogočajo zagotavljanje večine zunanjega financiranja za evropska MSP. Poleg tega se v zadnjih letih pojavlja vse več možnosti nebančnega financiranja za pomoč podjetjem. Te vključujejo platforme za posojanje denarja in platforme donatorjev, trgovanje z računi med podjetji, medsebojno posojanje ter množično financiranje na podlagi naložb ali podporo poslovnih angelov.

V nekaterih državah članicah se na primer hitro razvija množično financiranje. Vzpostavljenih je že več kot 500 platform, ki v EU zagotavljajo različne storitve<sup>5</sup>. Glede na to, da se te dejavnosti izvajajo predvsem lokalno, si države članice, v katerih se dejavnosti množičnega financiranja najbolj izvajajo, prizadevajo pojasniti pogoje tega novega poslovnega modela. Platforme za množično financiranje na podlagi vrednostnih papirjev se lahko odobrijo v skladu z Direktivo o trgih finančnih instrumentov ter lahko pridobijo potni list za izvajanje zakonsko urejenih storitev in dejavnosti po vsej EU<sup>6</sup>. Trenutno ni vzpostavljen okvir EU, ki izrecno ureja množično financiranje na podlagi posojil. EU mora vzpostaviti natančno ravnotežje med cilji varstva vlagateljev in nadaljnjim širjenjem

---

<sup>4</sup> Evropska komisija (2014), Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery (Letno poročilo o evropskih MSP: delna in negotova oživitve), str. 24.

<sup>5</sup> Ocena temelji na podatkih iz leta 2014 iz 22 držav članic EU. Vir: Crowdsurfer Ltd in Ernst & Young LLP, Crowdfunding: Mapping EU markets and events study (Množično financiranje: študija o razporejanju trgov EU in dogodkov), 2015.

<sup>6</sup> Če je platforma za množično financiranje odobrena kot naložbeno podjetje in je skladna z ustreznimi zahtevami direktive MiFID.

množičnega financiranja. Prezgodnje zakonsko urejanje bi lahko oviralo in ne spodbudilo rast tega hitro rastočega in inovativnega kanala financiranja. Komisija je vzpostavila forum deležnikov množičnega financiranja, da bi podprla razvoj politike na tem področju, in začela študijo, da bi zbrala in analizirala podatke o trgih množičnega financiranja v EU ter ocenila učinek nacionalne zakonodaje. Na podlagi že opravljenega dela<sup>7</sup> bo objavila poročilo o razvoju evropskega množičnega financiranja.

**Komisija bo ocenila nacionalne ureditve in dobro prakso ter spremljala razvoj sektorja za množično financiranje. Po tej oceni se bo Komisija odločila, kako bi se lahko najbolje omogočil razvoj tega novega kanala financiranja po vsej Uniji.**

Vlagatelji, imenovani poslovni angeli, so pogosto izkušeni poslovneži, ki so zagonskim podjetjem pripravljene ponuditi finančno in drugo podporo. Postajajo vse pomembnejši vir lastniškega kapitala v začetni in zgodnji fazi oblikovanja podjetja. Zneski naložb evropskih poslovnih angelov ostajajo majhni<sup>8</sup> – 357 milijonov EUR leta 2013, pri čemer je bila več kot polovica vložena v le treh državah članicah EU (Združenem kraljestvu, Španiji in Franciji)<sup>9</sup>. Evropa potrebuje močnejšo mrežo poslovnih angelov, ki lahko delujejo preko meja EU. Komisija bo še naprej podpirala čezmejno povezovanje v mrežo in krepitev zmogljivosti za poslovne angele, pri čemer se bo zlasti osredotočila na Srednjo in Vzhodno Evropo, da bi se razvile čezmejne platforme, ki bi povezovale poslovne angele z inovativnimi MSP in olajševale ujemajoče financiranje.

## 1.2. Zgodnja faza širitve

Hitro rastoča podjetja z visokim potencialom rasti, ampak omejenim obratnim kapitalom, se lahko v ključnih trenutkih širitve soočijo z vrzeli v financiranju. Zgolj prekoračitve na tekočem računu ali kratkoročne kreditne možnosti pogosto ne morejo zadovoljiti teh potreb. Na podlagi odgovorov v okviru posvetovanja je bilo ugotovljeno, da je finančni sistem EU najmanj učinkovit v fazi financiranja širitve. Ker bi lahko ta podjetja postala prihodnji veliki delodajalci, so lahko zamujene priložnosti za družbo EU zelo velike<sup>10</sup>.

Tvegani kapital ima ključno vlogo pri podpori rasti in zagotavljanju možnosti, da lahko podjetniki pridobijo sredstva v Evropi in tujini. Tvegani kapital je običajno dolgoročni (lastniški) kapital na voljo prek skladov, ki združujejo udeležbo vlagateljev in razpršijo tveganje. Vendar skladi tveganega kapitala EU ostajajo sorazmerno majhni. Povprečen evropski sklad tveganega kapitala, ki znaša približno 60 milijonov EUR, predstavlja le

<sup>7</sup> Evropski organ za vrednostne papirje in trge, Opinion and Advice on investment-based crowdfunding (Mnenje in svetovanje v zvezi z množičnim financiranjem na podlagi naložb), ESMA/2014/1378 in ESMA/1560, 18.12.2014; Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding (Mnenje Evropskega bančnega organa o množičnem financiranju na podlagi posojil), EBA/Op/2015/03, 26.3.2015.

<sup>8</sup> Vseh naložb poslovnih angelov ni mogoče neposredno izmeriti. Nekatere ocene kažejo, da so skupne naložbe angelov v nekaterih evropskih državah z dobro razvitimi trgi angelov morda večje od naložb tveganega kapitala – glej poročilo OECD (2011), Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors (Financiranje hitro rastočih podjetij: vloga poslovnih angelov).

<sup>9</sup> Vir: Zbirka statističnih podatkov Evropske mreže poslovnih angelov za leto 2014. Podatki so na voljo za 21 držav članic.

<sup>10</sup> Podatki iz 15 držav OECD za obdobje 2001–2011 dokazujejo, da imajo mlada podjetja ključno vlogo pri ustvarjanju delovnih mest. Mlada podjetja sistematično ustvarjajo več delovnih mest, kot jih ukinejo. Mlada podjetja z manj kot 50 uslužbenci predstavljajo približno 11 % zaposlenosti in so na splošno odgovorna za več kot 33 % ustvarjanja delovnih mest v poslovnem sektorju, medtem ko njihov delež upadanja delovnih mest znaša okoli 17 %. (Vir: OECD (2013), Science, Technology and Industry Scoreboard (Pregled stanja na področju znanosti, tehnologije in industrije)).



polovico takšnega sklada v ZDA, pri čemer je približno 90 % naložb tveganega kapitala v EU osredotočenega v le osmih državah članicah<sup>11</sup>. Delitev tveganja s strani javnega sektorja lahko pripomore k povečanju obsega skladov tveganega kapitala v Evropi in njihovi razširitvi v vseh 28 državah članicah ter spodbuja naložbe zasebnega sektorja in tako podpira povečanje njihovega obsega, razpršenosti in geografskega dosega. Spodbujanje skladov skladov lahko zlasti prispeva k povečanju zasebnih naložb v tvegani kapital s privabljanjem institucionalnih vlagateljev.

Zakonodaja EU je poskusila določiti regulativne pogoje za uspešno delovanje sektorja tveganega kapitala v EU. Uredba o evropskih skladih tveganega kapitala (EuVECA)<sup>12</sup> in uredba o evropskih skladih za socialno podjetništvo (EuSEF)<sup>13</sup> zlasti določata pogoje, pod katerimi se lahko ti skladi tržijo institucionalnim posameznikom in posameznikom z visoko neto vrednostjo v EU. Vendar sta potna lista evropskih skladov tveganega kapitala in evropskih skladov za socialno podjetništvo trenutno na voljo le upraviteljem manjših skladov, ki upravljajo portfelje sredstev v vrednosti manj kot 500 milijonov EUR. S spremembo teh predpisov bi se lahko povečala učinkovitost potnih listov, tako da bi se na primer upraviteljem večjih skladov omogočilo vzpostavljanje in trženje evropskih skladov tveganega kapitala in evropskih skladov za socialno podjetništvo, s čimer bi se znižal prag naložb, da bi se privabilo več vlagateljev ter pospešilo čezmejno trženje in naložbe.

Za podporo financiranja na podlagi lastniškega kapitala se lahko uporabijo tudi davčne spodbude, zlasti za inovativna in zagonska podjetja<sup>14</sup>. Komisija bo proučila, kako lahko nacionalne davčne spodbude za tvegani kapital in poslovne angele pospešijo naložbe v MSP in zagonska podjetja ter spodbudijo dobro prakso v državah članicah.

**Komisija bo financiranje tveganega kapitala in MSP v okviru naložbenega načrta dopolnila z obsežnim svežnjem ukrepov za podporo financiranja na podlagi tveganega in rizičnega kapitala v EU. Ta sveženj bo vključeval spremembo zakonodaje na področju evropskih skladov tveganega kapitala in evropskih skladov za socialno podjetništvo ter predloge za vrsto vseevropskih skladov skladov tveganega kapitala in skladov na večdržavni ravni, podprtih iz proračuna EU, da bi se mobiliziral zasebni kapital. Ta obsežen sveženj bo vključeval tudi spodbujanje dobre prakse na področju davčnih spodbud.**

Javni organi lahko tudi podprejo finančne institucije pri vzpostavljanju skladov za rast podjetij, da bi se spodbudil lastniški kapital v MSP. Z izmenjavo dobre prakse med državami članicami o vzpostavljanju skladov za rast podjetij bi se koristi teh shem razširile na več MSP. Komisija bo v sodelovanju z državami članicami in bonitetnimi nadzorniki podprla razvoj skladov za rast podjetij, ki jih vodi industrija, za podporo lastniškega kapitala v MSP.

### **1.3. Podpora za MSP, ki potrebujejo financiranje**

Informacijska vrzel med MSP in vlagatelji lahko ovira nebančno financiranje. Zlasti stroški iskanja preprečujejo potencialnim vlagateljem, da bi poiskali in ocenili privlačna podjetja, v katera bi lahko vložili. Na eni strani je treba mala podjetja, ki potrebujejo financiranje, bolje

---

<sup>11</sup> Vir: Evropsko združenje zasebnega lastniškega in tveganega kapitala.

<sup>12</sup> Uredba (EU) št. 345/2013.

<sup>13</sup> Uredba (EU) št. 346/2013.

<sup>14</sup> Smernice Komisije o državni pomoči za tvegano financiranje pojasnjuje pogoje, pod katerimi lahko države članice vzpostavijo sheme za spodbujanje tveganega kapitala, 2014/C 19/04.

seznaniti s tržnimi možnostmi financiranja, ki so jim na voljo, na drugi strani pa je treba povečati prepoznavnost podjetij za morebitne lokalne in vseevropske vlagatelje.

Prvi korak je seznanitev MSP z razpoložljivimi tržnimi možnostmi financiranja na podlagi različnih vladnih in tržnih pristopov. Ta komunikacija bi se lahko začela tako, da bi banke pojasnile MSP razloge za zavrnitev zahtevanega kredita<sup>15</sup>, kar je lahko v nekaterih primerih dejstvo, da so na voljo druge, ustrežnejše možnosti financiranja.

Povečuje se razpoložljivost svetovalne podpore prek številnih zasebnih in javnih shem v nekaterih državah članicah<sup>16</sup>. Komisija bo spodbujala izmenjavo dobre prakse, da bi se v vseh državah članicah spodbudila razpoložljivost učinkovitih virov informacij in podpore za MSP, ki potrebujejo tržno financiranje.

Ta lokalna ali nacionalna infrastruktura za obveščanje o novih možnostih financiranja bi lahko bila temeljni element informacijskega sistema, ki povezuje morebitne ponudnike zunanjega financiranja z MSP po Evropi, ki potrebujejo financiranje. S čezmejnimi povezavami bi se lahko povezali obstoječi nacionalni sistemi, s čimer bi se združili vlagatelji in MSP z vse Evrope. Sistem, ki bi povezoval nacionalne strukture, bi ohranjal znanje na lokalni ravni, ki je pomembno v sektorju MSP, ter MSP omogočil, da dajo vlagateljem na evropski ravni na voljo sklop temeljnih finančnih in kreditnih podatkov. Da bi lahko tak sistem zagotovil dodano vrednost, bi bila potrebna ustrezna primerljivost ključnih podatkov, da bi imeli morebitni vlagatelji v EU točen in zanesljiv vpogled v finančni položaj MSP. Sodelovanje MSP v tem sistemu in zagotavljanje kakršnih koli informacij bi bilo prostovoljno. Pri nedavnem vzporejanju<sup>17</sup> kreditnih informacij o MSP, ki ga je izvedla Komisija, je bila ugotovljena visoka stopnja raznolikosti v EU v zvezi s tem, katere informacije se izmenjujejo, kdo jih izmenjuje, kako se izmenjujejo in kdo ima dostop do njih. Standardizacijo kreditnih podatkov bo olajšala nova spletna zbirka podatkov AnaCredit o posojilih podjetjem, ki jo bo vzpostavila ECB in bo začela delovati leta 2018.

**Komisija bo pripravila celovito strategijo za odpravo informacijskih ovir, ki MSP in morebitnim vlagateljem preprečujejo opredelitev možnosti financiranja ali naložbenih možnosti, pri čemer bo:**

- **sodelovala z Združenjem evropskih bank in poslovnimi organizacijami pri strukturiranju povratnih informacij bank, ki so zavrnilo vloge MSP za posojilo;**
- **sodelovala z Evropsko podjetniško mrežo pri pripravi zemljevida obstoječih lokalnih ali nacionalnih podpornih in svetovalnih zmogljivosti v EU, da bi se spodbudila dobra praksa pri zagotavljanju pomoči MSP, ki bi lahko imela koristi od alternativnih možnosti financiranja;**
- **gradila na delu ECB in držav članic ter raziskala, kako razviti ali podpreti vseevropske informacijske sisteme, ki povezujejo nacionalne sisteme, da bi se združila MSP, ki potrebujejo financiranje, in ponudniki financiranja, ter po potrebi sprejela nadaljnje ukrepe.**

---

<sup>15</sup> Kot je določeno v členu 431(4) najnovejše uredbe o kapitalskih zahtevah.

<sup>16</sup> Nekateri primeri so Aktiespararna (Švedska), Médiateur du Credit (Francija), Better Business Finance (Združeno kraljestvo), Investomierz (Poljska), Industrie- und Handelskammern (Nemčija).

<sup>17</sup> Glej European Financial Stability and Integration Report (Poročilo o finančni stabilnosti in povezanosti v Evropi), april 2015, poglavje 7.

#### 1.4. Skladi, iz katerih se dajejo posojila

Veliki institucionalni vlagatelji ali investicijski skladi lahko vlagajo v srednja podjetja ali jim neposredno dajo posojila (včasih v partnerstvu z bankami), s čimer zagotovijo dodatno raznolikost kreditnega posredništva in povečajo možnosti financiranja. Glede na nekatere ocene iz konca leta 2014 je v malo več kot dveh letih 36 različnih posojilodajalcev izvedlo več kot 350 transakcij. Obseg poslov, ki so jih sklenili skladi za neposredna posojila v Evropi, se je med letoma 2013 in 2014 povečal za 43 %. Trenutno je zabeleženih 40 aktivnih skladov za neposredna posojila (leta 2012 jih je bilo sporočenih 18), dodatnih 81 novih skladov na trgu pa namerava zbrati približno 70 milijard EUR<sup>18</sup>. Ti skladi bi se lahko izkazali za pomemben prihodnji vir nebančnih posojil.

Evropski skladi tveganega kapitala in evropski dolgoročni investicijski skladi (EDIS)<sup>19</sup> lahko v omejenem obsegu dajejo posojila. Nekatere države članice so v svoje nacionalne pravne okvire uvedle tudi posebej prilagojene ureditve za določitev pogojev, pod katerimi lahko alternativni investicijski skladi dajejo posojila. Zato morajo skladi, ki delujejo čezmejno, v zvezi s svojimi dejavnostmi dajanja posojil izpolnjevati različne zahteve. Pojasnitev obravnavanja skladov, iz katerih se dajejo posojila, v regulativnem okviru bi lahko olajšala čezmejni razvoj, hkrati pa bi zagotovila, da so ustrezno zakonsko urejeni z vidika varstva vlagateljev in finančne stabilnosti.

**Komisija bo v sodelovanju z državami članicami in evropskimi nadzornimi organi ocenila potrebo po usklajenem pristopu k dajanju posojil iz skladov in argumente za prihodnji okvir EU.**

#### 1.5. Prodaje zaprtemu krogu vlagateljev

Evropska podjetja so vse bolj zainteresirana za zbiranje kapitala (običajno več kot 20 milijonov EUR) prek trgov za „prodajo zaprtemu krogu vlagateljev“ z izdajanjem dolžniških instrumentov institucionalnim ali drugim izkušenim vlagateljem. Ta kanal financiranja zaradi omejenega števila in vrste vlagateljev pomeni manj obremenjujoče regulativne zahteve<sup>20</sup>. Prodaje zaprtemu krogu vlagateljev so se v Evropi leta 2014 povečale za približno 30 %, in sicer s 13 milijard EUR leta 2013 na 17 milijard EUR leta 2014<sup>21</sup>. Vendar so še večji obseg sredstev zbrala evropska podjetja s prodajo zaprtemu krogu vlagateljev na trgih ZDA. Poleg tega je evropska prodaja zaprtemu krogu vlagateljev omejena na majhno število držav. Ob upoštevanju vsega skupaj se zdi, da bi se lahko ta kanal v Evropi dodatno razvil. Komisija je predhodno ugotovila, da omejeni standardizirani postopki in dokumentacija ovirajo nadaljnji razvoj. Zato v celoti podpira delo Združenja mednarodnih kapitalskih trgov (ICMA)<sup>22</sup> in nemško ureditev lastne menice<sup>23</sup> v zvezi s temi vprašanji ter si bo prizadevala upoštevati dobre prakse in jih z ustreznimi pobudami spodbujala po vsej EU.

---

<sup>18</sup> Vir: AIMA, Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment (Financiranje gospodarstva: vloga upraviteljev alternativnih naložb v zvezi z nebančnimi posojili), maj 2015.

<sup>19</sup> Uredba o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih, PE-CONS 97/14, 20.3.2015.

<sup>20</sup> 52 % poslov prodaje zaprtemu krogu vlagateljev, razen poslov, sklenjenih na nemškem trgu lastne menice, kotira na trgih. Vir: S&P First European Private Placement League Table, 2015 (Prvi evropski razvrstitveni seznam prodaje zaprtemu krogu vlagateljev S&P).

<sup>21</sup> Vir: S&P.

<sup>22</sup> ICMA je februarja 2015 objavila vseevropski priročnik za podjetja o prodaji zaprtemu krogu vlagateljev (Pan-European Corporate Private Placement Guide). Ta priročnik spodbuja uporabo standardizirane dokumentacije, ki sta jo pripravili Loan Market Association (zveza trgov posojil, za katero se uporablja

---

angleško pravo) in delovna skupina Euro-PP (za katero se uporablja francosko pravo). Ta pobuda se osredotoča le na dolgove podjetij.

- <sup>23</sup> Nemško zavarovalništvo je na primer razvilo preprosto ureditev, ki jo je priznal nemški zvezni urad za finančni nadzor in ki zavarovalnicam omogoča, da enostavno izračunajo vnaprej določen sklop finančnih kazalnikov za oceno kreditne kakovosti in oceno skladnosti s kapitalskimi zahtevami za naložbe v prodajo zaprtemu krogu vlagateljev.

## 2. OLAJŠEVANJE VSTOPA PODJETIJ NA JAVNE TRGE IN NJIHOVEGA ZBIRANJA KAPITALA NA TEH TRGIH

Javne ponudbe dolžniških ali lastniških instrumentov so glavni način financiranja za srednja in velika podjetja, ki si prizadevajo zbrati več kot 50 milijonov EUR. Omogočajo dostop do najširše izbire ponudnikov financiranja ter vlagateljem lastniškega kapitala in poslovnim angelom zagotavljajo možnost izstopa. Javni trgi so ključni za napredovanje hitro rastočih srednjih podjetij v uveljavljene svetovne akterje. V zvezi s podjetji, ki na primer kotirajo na trgu AIM<sup>24</sup>, je bila v letu po prvi javni ponudbi<sup>25</sup> zabeležena povprečna 37-odstotna rast prihodkov in 20-odstotna rast zaposlenosti. Zato so učinkoviti javni trgi ključni člen v verigi financiranja.

Čeprav so se evropski javni trgi lastniških in dolžniških vrednostnih papirjev v zadnjih desetletjih zelo razvili, še vedno zaostajajo za drugimi razvitimi gospodarstvi. Poleg tega se razmere med državami članicami EU zelo razlikujejo. Delni razlog za to so razlike v velikosti podjetij in njihovih potrebah po financiranju ter nagnjenost k nadaljnjemu družinskemu lastništvu in nadziranju podjetij<sup>26</sup>. V okviru posvetovanja o uniji kapitalskih trgov pa je bila izpostavljena tudi močno razširjena zaskrbljenost, da regulativno okolje EU morda ni ugodno za nadaljnji razvoj teh kanalov financiranja. Nedavno poročilo projektne skupine EU za prve javne ponudbe na primer ocenjuje, da samo stroški plačil za uvrstitev v ponudbo pri prvih javnih ponudbah, katerih znesek posla je manjši od 6 milijonov EUR, predstavljajo 10–15 % vrednosti posla. Za primerjavo, ta plačila pri večjih poslih (50–100 milijonov EUR) predstavljajo 5–8 %<sup>27</sup>. Veliko MSP trenutno meni, da ti začetni (in stalni) stroški za uvrstitev v ponudbo prevladajo nad koristmi uvrstitve na borzo<sup>28</sup>. Z zmanjšanjem vstopnih stroškov bi se lahko več podjetjem omogočilo zbiranje kapitala na javnih trgih<sup>29</sup>.

Za podjetja, ki potrebujejo sredstva, je vstopnica na javne trge prospekt. Prospekti so zakonsko zahtevani dokumenti, ki vsebujejo vse informacije o podjetju, ki jih vlagatelji potrebujejo, da se lahko na njihovi podlagi odločijo glede morebitne naložbe. Zahteve glede prospektov so bile usklajene, da bi se lahko primerjale naložbene možnosti v vsej EU. Vendar je priprava teh dokumentov draga in zahtevna, zlasti za MSP, dokumenti pa običajno obsegajo več sto strani. Z vidika vlagateljev so ti dokumenti lahko zapleteni in preveč podrobni, pri čemer težko opredelijo informacije, ki so ključne za naložbo.

**Komisija bo posodobila direktivo o prospektu<sup>30</sup>. Pri tem bo spremenila zahtevo, kdaj je prospekt potreben, racionalizirala zahtevane informacije in postopek odobritve ter**

<sup>24</sup> Večstranski sistem trgovanja (MTF) londonske borze, namenjen MSP.

<sup>25</sup> Improving the market performance of business information regarding SMEs (Izboljšanje uspešnosti trgov v zvezi s poslovnimi informacijami glede MSP), ECSIP Consortium, 2013.

<sup>26</sup> Družinska podjetja so leta 2009 predstavljala več kot 60 % vseh evropskih podjetij. Vir: Evropska komisija, Final Report of Expert Group – overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies (Končno poročilo strokovne skupine – pregled vprašanj glede družinskih podjetij: raziskave, mreže, ukrepi politike in obstoječe študije).

<sup>27</sup> Poročilo o prvih javnih ponudbah v EU, ki ga je objavila evropska projektna skupina za prve javne ponudbe (evropski izdajatelji, Evropsko združenje zasebnega lastniškega in tveganega kapitala (EVCA) ter Evropsko združenje borz (FESE)), 23. marca 2015.

<sup>28</sup> Demarignyjevo poročilo, An EU-listing Small Business Act (Zakon o malih podjetjih, ki kotirajo na borzi v EU), marec 2010.

<sup>29</sup> Nedavna študija podjetja Oxera je pokazala, da povprečni stroški vlagateljev, ki želijo pridobiti informacije o naložbah, znašajo v ZDA 58 USD, v EU pa 430 EUR.

<sup>30</sup> V okviru programa Komisije REFIT za poenostavitev in zmanjšanje regulativnega bremena.

**vzpostavila resnično sorazmerno ureditev, na podlagi katere bodo MSP pripravila prospekt in dostopala do kapitalskih trgov. Komisija bo tudi proučila vprašanje, kako podpreti MSP pri procesu kotiranja prek evropskih svetovalnih shem, kot je na primer Evropsko svetovalno vozlišče za naložbe.**

Poleg prospekta se je treba pri javnem zbiranju kapitala soočiti s številnimi drugimi izzivi. Zagonski trgi MSP, uvedeni z direktivo MiFID II, bodo od leta 2017 predstavljali odskočno desko za nova podjetja za pripravo na morebitno kotiranje na večji borzi. Vzpostavitev tega namenskega trga bi lahko bila zlasti pomembna za razvoj lokalnih trgov ali mladih izdajateljev. Da bi se kar najbolje izkoristile ugodnosti teh namenskih platform za unijo kapitalskih trgov, bo Komisija z izvajanjem direktive MiFID II zagotovila, da zahteve v zvezi z njimi vzpostavljajo ustrezno ravnotežje med zagotavljanjem zadostnega varstva vlagateljev in preprečevanjem nepotrebnega upravnega bremena.

Dostop do hitro rastočih podjetij na javnih borzah je za vlagatelje lahko zelo privlačen zaradi morebitnih donosov in koristi razpršenosti. Lahko pa jih odvrtačajo slabši viri informacij in manjša likvidnost<sup>31</sup>. Odgovori v okviru posvetovanja so pomanjkanje raziskav o MSP s strani analitikov vlagateljev<sup>32</sup> in dodatne zahteve glede poročanja izpostavili kot glavna izziva za MSP, ki si prizadevajo kotirati na javnih borzah. Veliko MSP, ki lahko trgujejo v večstranskih sistemih trgovanja (MTF), poroča o finančnih informacijah le na podlagi nacionalnih računovodskih standardov, ki zaradi pomanjkanja primerljivosti morda ne izpolnjujejo potreb mednarodnih vlagateljev. Skupaj z Upravnim odborom za mednarodne računovodske standarde (IASB) bo tudi proučila možnost razvoja prostovoljne prilagojene računovodske rešitve, ki bi se lahko uporabila za podjetja, vključena v trgovanje na zagonskih trgih MSP.

**Komisija bo pregledala regulativne ovire za mala podjetja pri vključevanju v trgovanje na javnih trgih in bo tesno sodelovala z novimi zagonskimi trgi MSP v skladu z direktivo MiFID II za zagotovitev, da regulativno okolje za te trge inkubatorje ustreza svojemu namenu.**

Za večja podjetja so podjetniške obveznice ključni mehanizem za pridobitev obsežnejšega dolžniškega financiranja. Ker so bile obrestne mere v preteklosti nizke, se je skupno izdajanje podjetniških obveznic, denominiranih v eurih, s strani nefinančnih podjetij med letoma 2008 in 2014 skoraj podvojilo, in sicer je znašalo 340 milijard EUR<sup>33</sup>.

Kljub rekordni primarni izdaji so nekateri udeleženci na trgu izrazili zaskrbljenost glede omejene likvidnosti na sekundarnih trgih, kar otežuje nadaljnje kupovanje in prodajo teh instrumentov. Omejena likvidnost bi lahko povzročila višje nelikvidnostne premije in stroške izposojanja. S poslabšanjem kreditnih pogojev bi se lahko za nekatera podjetja hitro otežil dostop do trgov dolžniških vrednostnih papirjev.

**Komisija bo pregledala delovanje trgov podjetniških obveznic v EU, pri čemer se bo osredotočila zlasti na vprašanje, kako bi se lahko izboljšala likvidnost trga, na morebitni**

---

<sup>31</sup> Glej študijo Komisije: [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](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).

<sup>32</sup> APG je v okviru posvetovanja na primer navedla, da 50 % MSP, ki kotirajo na amsterdamski, bruseljski, pariški in lizbonski borzi, nimajo koristi od nobenih finančnih raziskav, pri čemer 16 % MSP pokriva le en analitik.

<sup>33</sup> Vir: Bloomberg.

## **učinek zakonodajnih reform, tržni razvoj in prostovoljno standardizacijo dokumentacije o ponudbi.**

Zagotovitev stalnih informacij o lastniških instrumentih od leta 2017 in o finančnih instrumentih, podobnih lastniškimi, od leta 2018, kot je določeno v direktivi MiFID II, bo regulatorjem in udeležencem na trgu olajšala pridobitev boljšega pregleda trga, s čimer se bo povečala privlačnost kapitalskih trgov EU za naložbe. Komisija bo še naprej spremljala razvoj dogodkov na tem področju.

Razlike v davčni obravnavi različnih finančnih instrumentov lahko ovirajo učinkovito financiranje kapitalskih trgov. Prednostna davčna obravnava dolžniških instrumentov, ki izhaja iz možnosti odbitja plačil obrestnih mer, škoduje drugim finančnim instrumentom, zlasti lastniškimi. Z obravnavanjem te davčne olajšave bi se spodbudile večje naložbe v lastniške instrumente, v podjetjih pa bi se zagotovil trdnejši lastniški kapital. Poleg tega bi se zagotovile očitne koristi v zvezi s finančno stabilnostjo, saj bi bila podjetja s trdnejšim lastniškim kapitalom manj dovzetna za šoke. To zlasti velja za banke.

**Komisija bo v okviru širšega dela, ki se opravlja na podlagi skupne konsolidirane osnove za davek od dohodkov pravnih oseb (CCCTB), v zvezi s čimer bo nov predlog pripravljen leta 2016, proučila načine za obravnavanje pristranskosti v zvezi z dolžniškimi in lastniškimi instrumenti.**

### **3. DOLGOROČNE NALOŽBE, NALOŽBE V INFRASTRUKTURO IN TRAJNOSTNE NALOŽBE**

Evropa potrebuje obsežne nove dolgoročne in trajnostne naložbe, da bi ohranila in povečala svojo konkurenčnost ter se preusmerila v nizkoogljično gospodarstvo, gospodarno z viri. Unija kapitalskih trgov bo podprla vlagatelje pri dobro obveščenih naložbenih odločitvah in spremljanju ustreznih tveganj.

#### **3.1. Izboljšanje naložbenega okolja prek regulativnega okvira**

Regulativni okvir je pomemben dejavnik pri odločitvah vlagateljev, zlasti glede dolgoročnih naložb. Veliki institucionalni vlagatelji so običajni ponudniki teh sredstev. Zavarovalnice, pokojninski skladi in na novo vzpostavljeni dolžniški skladi lahko imajo koristi od stabilnega pritoka prihodkov iz dolga za infrastrukturo, ki se ujemajo z obveznostmi z daljšim rokom zapadlosti. Poleg nacionalnih spodbujevalnih bank tudi nekatere druge banke dejavno sodelujejo pri financiranju infrastrukture.

Do nedavnega je čezmejne naložbe v infrastrukturo oviralo to, da niso obstajali skupno priznani instrumenti za zbiranje kapitala in vlaganje. Nedavno sprejeta uredba o evropskih dolgoročnih investicijskih skladih (EDIS), ki se bo začela uporabljati decembra 2015, vzpostavlja nov instrument za čezmejno financiranje za takšne dolgoročne projekte (npr. energetska, prometna in komunikacijska infrastruktura; industrijski objekti in objekti za opravljanje storitev ter stanovanjski objekti). Uredba o EDIS združuje prednosti čezmejnega potnega lista z možnostjo zbiranja dolgoročnega kapitala od manjših vlagateljev (lokalni pokojninski načrti, občine, pokojninski načrti podjetij itd.), vključno z malimi vlagatelji<sup>34</sup>. Uredba bo upraviteljem premoženja zagotovila novo priložnost, da vlagateljem omogočijo dostop do veliko širšega obsega premoženja, vključno z infrastrukturo, kot je bilo sicer mogoče v okviru predhodnega regulativnega okvira. Nacionalne davčne obravnave bodo pomembne za začetek izvajanja EDIS, pri čemer Komisija poziva države članice, da jim zagotovijo enako davčno obravnavo kot podobnim nacionalnim shemam.

Pomembno regulativno vprašanje zadeva odsotnost jasnega in ustrezno umerjenega izračuna regulativnega kapitala, ki bi ga morali imeti institucionalni vlagatelji za naložbe v infrastrukturo. Komisija bo predlagala opredelitev naložb v infrastrukturo, ki zagotavlja predvidljive dolgoročne denarne tokove in katere tveganja lahko zavarovalnice ustrezno opredelijo, obvladajo in spremljajo. Ta skupna opredelitev bo omogočala, da se infrastruktura obravnava kot namenski razred premoženja in da se izvedejo prilagoditve regulativnega okvira, kjer je to upravičeno.

Tudi banke so še vedno pomembne pri dajanju ali zagotavljanju posojil za infrastrukturne projekte. Komisija je julija 2015 objavila posvetovalni dokument o morebitnem učinku uredbe o kapitalskih zahtevah (CRR)<sup>35</sup> in direktive o kapitalskih zahtevah (CRD IV)<sup>36</sup> na bančna posojila gospodarstvu, ki vključuje pregled kapitalskih zahtev bank za dolgoročno in infrastrukturno financiranje. Cilj je zagotoviti boljše razumevanje učinka novih predpisov na

---

<sup>34</sup> Upravitelji, ki so odobreni v skladi z direktivo AIFMD in prebivajo v EU, lahko te sklade usmerjajo v naložbe v dolgoročno in nelikvidno premoženje ali premoženje, ki ga je težko prodati, kot so infrastrukturni projekti in MSP, ki potrebujejo večletno stalno financiranje. Po drugi strani je v zvezi s tem premoženjem verjetna višja nelikvidnostna premija ali stabilnejši donosi, ki nadomestijo nezmožnost vlagateljev, da bi dobili denar pred vnaprej določenim datumom.

<sup>35</sup> Uredba (EU) št. 575/2013.

<sup>36</sup> Direktiva 2013/36/EU.



kapitalske zahteve glede razpoložljivosti financiranja infrastrukture in drugih naložb, ki podpirajo trajnostno dolgoročno rast.

**Da bi Komisija olajšala financiranje infrastrukture in trajnostne dolgoročne naložbe v Evropi, je predložila pregledane umeritve iz direktive Solventnost II za zagotovitev, da se zavarovalnice regulativno obravnavajo na način, ki bolje odraža tveganje naložb v infrastrukturo in naložb skladov EDIS. Komisija bo zaključila pregled uredbe o kapitalskih zahtevah in po potrebi spremenila umeritve za infrastrukturo.**

### **3.2. Podpora dolgoročnega in infrastrukturnega financiranja**

Zaradi razsežnosti krize in narave obnove je v gospodarstvu EU nastala velika vrzel vlaganja v infrastrukturo. Evropska investicijska banka (EIB) ocenjuje, da bi lahko skupne potrebe po naložbah v infrastrukturo v EU v obdobju do leta 2020 dosegle 2 bilijona EUR<sup>37</sup>.

Institucionalni in drugi zasebni vlagatelji so lahko pomemben vir financiranja naložb v infrastrukturo, saj lahko te naložbe zagotovijo stabilne donose in sorazmerno trdno preteklo uspešnost servisiranja dolgov<sup>38</sup>. Videti je, da se ti vlagatelji vse bolj nagibajo k naložbam v infrastrukturne projekte. Pri najbolj ambiciozno zastavljenih, dolgoročnih in preobrazbenih projektih je za zagon pogosto potrebna javna intervencija<sup>39</sup>.

Evropski sklad za strateške naložbe (EFSI) bo v okviru naložbenega načrta med letoma 2015 in 2017 v EU mobiliziral 315 milijard EUR novih, dodatnih naložb, od katerih jih bo 240 milijard EUR vloženi v infrastrukturo in inovativne projekte. Evropski portal naložbenih projektov bo nosilec projekta s sedežem v EU omogočil, da se povežejo z morebitnimi vlagatelji ter z njimi izmenjajo svoje naložbene projekte in zamisli, Evropsko svetovalno vozlišče za naložbe (EIAH) pa bo vzpostavilo enotno vstopno točko za smernice in nasvete za podporo infrastrukturnih naložb v EU.

Nov Evropski sklad za strateške naložbe (EFSI) skupaj z evropskimi strukturnimi in investicijskimi skladi (skladi ESI), kadar je to mogoče, zagotavlja številne možnosti financiranja in porazdelitve tveganja na podlagi inovativnih finančnih instrumentov, kot so investicijske platforme ali skladi. Z uporabo struktur investicijskih skladov, po možnosti tudi v obliki EDIS, ki lahko zbirajo kapital od malih vlagateljev, ali investicijskih platform v okviru EFSI se lahko združijo javna in zasebna sredstva ter zagotovijo boljše možnosti v smislu tveganja in donosa.

Komisija in Evropska investicijska banka (EIB) bosta v zvezi z EFSI zagotovili smernice o zahtevah za strukture sofinanciranja, da bi bile te upravičene do podpore iz sklada. Poleg tega bo v okviru EIAH na voljo tehnična pomoč za vlagatelje, ki želijo raziskati uporabo teh struktur. Komisija je tudi pripravljena sodelovati z zasebnimi vlagatelji, da bi podprla združevanje zasebnih sredstev in sredstev EU z namenom povečanja financiranja infrastrukturnih naložb in trajnostne rasti.

---

<sup>37</sup> Glej delovni dokument EIB, 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe* (Zasebno financiranje in vlaganje v infrastrukturo v Evropi), str. 11.

<sup>38</sup> Globalna študija o stopnjah neplačil in poplačljivosti med letoma 1983 in 2012, ki jo je izvedla agencija Moody's, je pokazala, da 10-letna skupna stopnja neplačil za infrastrukturni sektor znaša 6,6 %. Ta stopnja je nižja kot pri projektih, financiranih z bančnimi posojili. Poleg tega je tudi stopnja poplačljivosti neporavnanih posojil za infrastrukturo visoka (do 80 %).

<sup>39</sup> Leta 2013 so na primer skupne naložbe v javno infrastrukturo za EU-28 znašale 450 milijard EUR, pri čemer so javne naložbe predstavljale 90 %, zasebne (vključno z javno-zasebnimi partnerstvi) pa približno 10 % (delovni dokument EIB 2013/02, str. 7).

### **3.3. Izkoriščanje financiranja za zagotovitev okoljske trajnosti**

Učinkoviti finančni trgi lahko vlagateljem pomagajo pri dobro obveščenih naložbenih odločitvah ter analizi in določitvi cene dolgoročnih tveganj in priložnosti, ki izhajajo iz prehoda na trajnostno in podnebju prijazno gospodarstvo. Ta preusmeritev naložb lahko prispeva k doseganju ciljev podnebne in energetske politike do leta 2030 ter izpolnjevanju obveznosti EU v zvezi s cilji trajnostnega razvoja. Zlasti nedavni pojav okoljskih in socialnih obveznic ter obveznic za upravljanje lahko prispeva k usmerjanju kapitala k trajnostnim naložbam: leta 2014 se je eksponentno povečalo izdajanje zelenih obveznic – 35 milijard EUR v primerjavi z 8 milijardami EUR leta 2013 in manj kot 1 milijardo EUR leta 2012. Hitro rast na tem trgu podpira tržno spodbujena standardizacija, ki upošteva merila za izbiro projektov, ki so jih pripravile mednarodne finančne institucije, kot so Svetovna banka, Evropska investicijska banka ter Evropska banka za obnovo in razvoj (EBRD). Udeleženci na trgu razvijajo tudi prostovoljne smernice, znane kot „načela zelenih obveznic“, za spodbujanje preglednosti in integritete pri razvoju trga zelenih obveznic ter pojasnitev upravičenosti do izdaje kot „zelenih obveznic“. Komisija bo še naprej ocenjevala in podpirala ta in drug razvoj okoljskih in socialnih naložb in naložb v upravljanje ter spremljala potrebo po standardih EU za zelene obveznice, da bi pomagala zagotoviti vlagateljem koristi dolgoročnejšega trajnostnega pristopa k naložbenim odločitvam.

### **3.4. Poziv k predložitvi dokazov o obstoječem regulativnem okviru**

EU je v okviru mednarodnega soglasja sprejela bistvene ukrepe za obnovitev finančne stabilnosti in zaupanja javnosti v finančni sistem. Pomembno je, da zakonodaja EU vzpostavi pravo ravnotežje med zmanjševanjem tveganja in omogočanjem rasti ter ne ustvarja novih nepredvidenih ovir. Ob upoštevanju tega Komisija vzporedno s tem akcijskim načrtom začne celovit pregled kumulativnega učinka in skladnosti finančne zakonodaje, sprejete v odziv na finančno krizo. Namen tega pregleda je oceniti splošno skladnost obstoječega okvira. Ker so bili v zadnjih letih sprejeti različni deli zakonodaje, ki drug na drugega medsebojno vplivajo na več ravneh, obstaja tveganje, da bi njihov skupni učinek povzročil nekatere nepredvidene posledice, ki pri posameznih sektorskih pregledih morda niso ugotovljene. Regulativna doslednost, skladnost in gotovost so ključni dejavniki pri odločanju vlagateljev. Če se predložijo jasni dokazi, ki utemeljujejo specifične in ciljne spremembe, lahko to dodatno prispeva k izboljšanju okolja vlagateljev in doseganju ciljev unije kapitalskih trgov.

**Komisija na podlagi dela Evropskega parlamenta in mednarodnih organov, kot sta Odbor za finančno stabilnost in Baselski odbor za bančni nadzor, danes objavlja poziv k predložitvi dokazov za oceno medsebojnega delovanja med predpisi in skupnega učinka finančne reforme na naložbeno okolje.**

#### 4. SPODBUJANJE MALIH IN INSTITUCIONALNIH NALOŽB

Cilj unije kapitalskih trgov je zagotoviti boljšo uporabo evropskih prihrankov, da bi se povečala učinkovitost povezovanja varčevalcev in posojilojemalcev ter izboljšala uspešnost gospodarstva EU<sup>40</sup>. Vlagatelji lahko na podlagi večjega zaupanja in gotovosti sprejmejo prave naložbene odločitve. Splošno je priznано, da morajo mali vlagatelji zaradi vse daljše pričakovane življenjske dobe in spreminjajočih se demografskih značilnosti varčevati več, da bi zadovoljili svoje pokojninske potrebe. Hkrati veliko institucionalnih vlagateljev, ki poslujejo v okolju z nizkimi obrestnimi merami, ne more najti ustreznih naložb, ki bi zagotovile donos, potreben za izpolnjevanje njihovih obveznosti.

##### 4.1. Mali vlagatelji

Mali vlagatelji v Evropi imajo danes na bančnih računih velike prihranke, vendar manj neposredno sodelujejo na kapitalskih trgih kot v preteklosti. Neposredno lastništvo delnic s strani evropskih gospodinjstev se je z 28 % leta 1975 znižalo na 10–11 % od leta 2007<sup>41</sup>, delež malih vlagateljev med vsemi delničarji pa je več kot za polovico manjši kot je bil v sedemdesetih letih 20. stoletja. Za odpravo ovir za male vlagatelje, ki varčujejo prek kapitalskih trgov, so potrebni konkurenčni finančni trgi, ki lahko zagotovijo izbiro, da lahko stranke primerjajo produkte in najdejo najustreznejše instrumente za varčevanje po konkurenčnih cenah. Da bi se dodatno spodbudila preglednost naložbenih produktov za male vlagatelje, bo Komisija pozvala evropske nadzorne organe, da obravnavajo preglednost dolgoročnih naložbenih produktov za male vlagatelje in pokojninskih produktov ter analizirajo dejansko neto donosnost in provizije, kot je določeno v členu 9 uredb o vzpostavitvi evropskih nadzornih organov.

**Komisija bo do konca leta 2015 objavila zeleno knjigo o maloprodajnih finančnih storitvah in zavarovanju, katere namen bo zbrati mnenja v zvezi s tem, kako povečati izbiro, konkurenco in čezmejno ponudbo maloprodajnih finančnih produktov, ter v zvezi z učinkom digitalizacije na maloprodajne finančne storitve.**

Ker mali vlagatelji le občasno kupujejo naložbene produkte, težko pridobijo ustrezno znanje ali izkušnje o kapitalskih trgih<sup>42</sup>. Čeprav je obnovitev zaupanja malih vlagateljev v kapitalske trge predvsem odgovornost finančnega sektorja, bi zakonska ureditev in nadzor lahko prispevala k določitvi „pravil igre“.

Boljše obveščanje in svetovanje sta pogoja za spodbuditev malih vlagateljev, da se vrnejo k tržnemu financiranju. Prvi korak temelji na preglednosti. Na primerljiv in pregleden način je treba zagotoviti dostop do smiselnih in visokokakovostnih informacij o vseh naložbenih produktih, vključno s ključnimi značilnostmi produktov (npr. stroški, morebitni donosi in tveganja). EU je v zadnjih letih dosegla velik napredek pri izboljšanju zahtev o razkritju v vseh sektorjih. Na podlagi različnih zakonodajnih ukrepov so bile uvedene nove zahteve o

<sup>40</sup> Glej na primer poročilo Oliverja Wymana (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing* (Resnična finančna kriza: zakaj finančno posredništvo ne deluje); poročilo projektne skupine za prve javne ponudbe, *Rebuilding IPOs in Europe* (Oživitev prvih javnih ponudb v Evropi), 23. marec 2015.

<sup>41</sup> OEE, IODS (2012): Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012 (Kdo ima v lasti evropsko gospodarstvo? Razvoj lastništva podjetij v EU, ki kotirajo na borzi, med letoma 1970 in 2012).

<sup>42</sup> Leta 2013 je le 35 % malih vlagateljev zaupalo ponudnikom investicijskih storitev, da bodo spoštovali predpise s področja varstva potrošnikov. Evropska komisija (2013), raziskava spremljanja trga, 2010–2013.

razkritju<sup>43</sup>. Nekateri od podrobnih izvedbenih predpisov se še vedno pripravljajo in se bodo začeli postopno izvajati v prihodnjih letih. Za zagotovitev, da nedavne zakonodajne reforme dosegajo svoje cilje, bi lahko celovita ocena učinkovitosti tega novega področja o razkritju prispevala k zagotovitvi doslednosti, opredelitvi morebitnih vrzeli ali nepotrebnih podvajanj in bi po potrebi služila kot podlaga za racionalizacijo zahtev.

Za boljšo mobilizacijo prihrankov, usmerjenih prek kapitalskih trgov, je treba malim vlagateljem zagotoviti tudi enostaven dostop do več primernih in stroškovno učinkovitih naložbenih produktov ter do cenovno dostopnega in neodvisnega svetovanja. Nekateri odgovori v okviru posvetovanja so poudarili, da prevzemanje večjih tveganj v zvezi s tržnimi naložbami malim vlagateljem zaradi visokih provizij za posredništvo in prodajo trenutno zagotavlja le omejene koristi. Zakonodaja iz direktive MiFID II, uredbe o paketnih naložbenih produktih za male vlagatelje in zavarovalnih naložbenih produktih ter direktive o prodaji zavarovalnih produktov uvaja pomembne spremembe predpisov, ki urejajo naložbeno svetovanje in razkritje informacij o produktu. Prehod na spletno prodajo naložbenih produktov in pojav novih finančno-tehnoloških rešitev pomenita priložnost za nadaljnji razvoj svetovalnih storitev in platform za spletno prodajo z odprtim dostopom. Pomembno bo zagotoviti, da se bo vzporedno s temi spremembami izvedla kritična ocena naložbenih rešitev in rezultatov, ki se predlagajo malim vlagateljem.

**Komisija bo izvedla celovito oceno evropskih trgov naložbenih produktov za male vlagatelje, vključno z distribucijskimi verigami in naložbenim svetovanjem, pri čemer bo upoštevala strokovne prispevke. V okviru ocene se bodo opredelili načini za izboljšanje okvira politike in posredniških kanalov, da bi se malim vlagateljem omogočil dostop do ustreznih produktov pod stroškovno učinkovitimi in poštenimi pogoji. Pri oceni se bo proučilo, kako bi se moral razvijati okvir politike, da bi izkoristil nove možnosti, ki jih zagotavljajo spletne storitve in finančno-tehnološke rešitve.**

Evropska gospodinjstva se pri učinkovitem varčevanju za ustrezne pokojnine<sup>44</sup> soočajo s številnimi izzivi z vidika podaljševanja življenjske dobe, davčnih pritiskov na ravni posamezne države in dolgotrajno nizkih obrestnih mer. Komisija v zvezi s tem podpira razvoj kolektivnih in individualnih pokojninskih načrtov, s katerimi bi se dopolnili javni pokojninski sistemi.

Finančni sistem EU mora ljudi podpreti pri tem, da poskrbijo za svoje osebno pokojninsko varčevanje. To lahko doseže z ukrepi politike, usmerjenimi v spodbujanje razvoja individualnih pokojninskih načrtov (tretji steber) v Evropi in odpravljanje ovir v zvezi s tem.

Učinkovit enotni trg za osebna pokojninska zavarovanja tretjega stebra trenutno ne obstaja. Popoln razvoj velikega in konkurenčnega trga za osebna pokojninska zavarovanja ovira cel kup predpisov na ravni EU in nacionalni ravni<sup>45</sup>. Tržna razdrobljenost preprečuje ponudnikom osebnih pokojninskih zavarovanj, da bi maksimirali ekonomije obsega, razpršitev tveganja in inovacije, kar zmanjšuje možnost izbire in povečuje stroške varčevalcev za pokojnino.

---

<sup>43</sup> Direktiva 2014/91/EU; Uredba (EU) št. 1286/2014; Direktiva 2014/65/EU; direktiva o prodaji zavarovalnih produktov, 10747/15; Direktiva 2009/138/ES in predlog Komisije za uredbo o poročanju o poslih financiranja vrednostnih papirjev in njihovi preglednosti, COM/2014/040 final.

<sup>44</sup> The 2015 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU (Poročilo o ustreznosti pokojnin iz leta 2015: trenutna in prihodnja ustreznost prihodkov starejših v EU), v pripravi.

<sup>45</sup> Pregled obstoječega tržnega in regulativnega okvira je na voljo v posvetovalnem dokumentu organa EIOPA o oblikovanju standardiziranega vseevropskega produkta osebnega pokojninskega zavarovanja z dne 3. julija 2015.

Prostovoljno evropsko osebno pokojninsko zavarovanje bi lahko zagotovilo regulativno predlogo, ob upoštevanju ustrezne ravni varstva potrošnikov, ki bi jo ponudniki pokojninskih zavarovanj lahko uporabili pri ponujanju produktov po EU. Večji evropski trg za pokojnine tretjega stebra bi tudi podpiral razpoložljivost sredstev za institucionalne vlagatelje in naložbe v realno gospodarstvo.

**Komisija bo ocenila argumente za okvir politike za vzpostavitev uspešnega evropskega trga za enostavna, učinkovita in konkurenčna osebna pokojninska zavarovanja ter opredelila, ali je za ta trg potrebno sprejeti zakonodajo EU.**

#### **4.2. Institucionalni vlagatelji**

Institucionalni vlagatelji, zlasti zavarovalnice, ki ponujajo življenjsko zavarovanje, in pokojninski skladi, so običajno dolgoročni vlagatelji. Vendar v zadnjih letih vse manj vlagajo v dolgoročne projekte in podjetja. Lastništvo delnic s strani zavarovalnic in pokojninskih skladov se je z več kot 25 % tržne kapitalizacije delniškega trga EU leta 1992 konec leta 2012 zmanjšalo na 8 %<sup>46</sup>. Zdaj velik delež njihovega portfelja običajno predstavlja sorazmerno majhen razpon sredstev. EU bi morala podpreti institucionalne vlagatelje, da bi jim omogočila izpostavljenost dolgoročnim sredstvom in MSP, pri čemer bi ohranjali skrbno in preudarno upravljanje sredstev in obveznosti.

Bonitetna ureditev prek umeritve kapitalskih zahtev vpliva na željo institucionalnih vlagateljev po vlaganju v določeno premoženje. Komisija bo uvedla tveganju bolj prilagojene umeritve za infrastrukturo in EDIS (glej poglavje 3) ter za enostavne in pregledne produkte listinjenja (glej poglavje 5). Poleg teh ukrepov je bila v okviru povratnih informacij pri posvetovanju bonitetna obravnava zasebnega lastniškega kapitala in zasebno plasiranega dolga v skladu z direktivo Solventnost II izpostavljena kot ovira za naložbe v te razrede premoženja.

**Komisija bo ocenila, ali so spremembe utemeljene, in v primeru, da so, pripravila spremembe, ki bi se lahko predlagale v okviru pregleda direktive Solventnost II.**

Investicijski skladi so svoj delež lastništva na delniških trgih EU z manj kot 10 % v devetdesetih letih 20. stoletja leta 2012 zvišali na 21 %. V zadnjih letih postajajo tudi vse pomembnejši imetniki podjetniških obveznic. Ti skladi so med najbolj dejavnimi čezmejnimi vlagatelji, vendar je tržna razdrobljenost še vedno prevladujoča težava v evropskem sektorju upravljanja premoženja. Veliko sodelujočih v posvetovanju je navedlo, da čezmejno dejavnost teh skladov ovirajo številni dejavniki, vključno z diskriminatorno davčno obravnavo, raznolikimi nacionalnimi zahtevami glede trženja skladov in provizijami za čezmejno obveščanje. Z odpravo neutemeljenih ovir bi se upravitelje skladov spodbudilo k obsežnejšemu čezmejnemu trženju njihovih skladov, stroški vlagateljev pa bi se znižali.

**Komisija bo zbrala dokaze o glavnih ovirah za čezmejno distribucijo investicijskih skladov. To bo vključevalo zlasti nesorazmerne zahteve glede trženja, provizije in druge upravne ureditve, ki jih nalagajo države gostiteljice in davčno okolje. Na podlagi zbranih dokazov si bo Komisija prizadevala odpraviti ključne ovire, pri čemer bo po potrebi uporabila zakonodajna sredstva.**

---

<sup>46</sup> Vir: Final Report: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012 (Končno poročilo: Kdo ima v lasti evropsko gospodarstvo? Razvoj lastništva podjetij v EU, ki kotirajo na borzi, med letoma 1970 in 2012), Observatoire de l'Épargne Européenne in Insead OEE Data Services, avgust 2013.



## 5. SPODBUJANJE BANČNIH ZMOGLJIVOSTI ZA PODORO ŠIRŠEGA GOSPODARSTVA

Banke bodo kot posojilodajalci velikemu delu gospodarstva in posredniki na kapitalskih trgih imele pomembno vlogo v uniji kapitalskih trgov in v širšem evropskem gospodarstvu. Imajo trdne lokalne odnose in znanje, kar za veliko malih podjetij pomeni, da bodo bančna posojila še naprej pomemben vir financiranja. Za druga podjetja bo dostop do bančnih posojil še naprej pomemben z vidika raznolikosti njihovih možnosti financiranja. Zato Komisija vzporedno z delom, ki ga opravlja v zvezi z unijo kapitalskih trgov, pregleduje zakonsko ureditev bank, da bi zagotovila čim večje ravnotežje med obvladovanjem tveganja in omogočanjem rasti<sup>47</sup>.

Za podporo rasti manjših podjetij so pomembne trdne lokalne mreže. V nekaterih državah članicah delujejo kreditne zadrage, v okviru katerih se lahko na primer MSP medsebojno financirajo na nepridobitni osnovi. Spodbujajo lahko tudi izmenjavo strokovnega znanja med člani. Uporaba izpopolnjene in zapletene zakonodajne ureditve bančništva lahko včasih predstavlja nesorazmerno oviro za kreditne zadrage in druge nepridobitne zadrage, ki služijo MSP. To lahko zlasti velja, če so majhne in se ukvarjajo predvsem s sprejemanjem sredstev članov in razporejanjem teh sredstev med člani, tako da so tveganja za širši finančni sistem omejena.

**V nekaterih državah članicah so kreditne zadrage že izvzete iz regulativnega okvira direktive o kapitalskih zahtevah. Za zagotovitev enakih konkurenčnih pogojev bi morale imeti vse države članice koristi od kreditnih zadrug, v zvezi s katerimi se uporabljajo nacionalni regulativni zaščitni ukrepi, sorazmerni s tveganji, ki jih te zadrage pomenijo. Komisija bo v ta namen proučila možnost, da bi vse države članice odobrile kreditne zadrage, ki delujejo zunaj okvira EU za kapitalske zahteve za banke.**

Listinjenje lahko poveča razpoložljivost kreditov in zniža stroške financiranja. Kot orodje financiranja lahko prispeva k precej raznoliki osnovi financiranja. Deluje lahko tudi kot pomembno orodje za prenos tveganja, da bi se izboljšala učinkovitost kapitala in razporedilo tveganje glede na povpraševanje.

Po krizi so trgi listinjenja EU še vedno močno oslabljeni, saj jim škodijo pomisleki v zvezi s postopkom listinjenja in s tem povezana tveganja. Čeprav so se te slabosti pojavile predvsem prek listinjenj na podlagi drugorazrednih hipotekarnih posojil v ZDA<sup>48</sup>, se je poznejša zakonodajna reforma nanašala na vsa listinjenja. Nihče ne namerava razveljaviti reform EU, ki obravnavajo tveganja, značilna za zelo zapletena in nepregledna listinjenja, vendar je obnova listinjenja pomembna za zagotovitev, da lahko listinjenje prevzame vlogo učinkovitega kanala financiranja za širše gospodarstvo in mehanizma za razpršitev tveganj. Komisija v okviru naložbenega načrta že zagotavlja finančno podporo operacijam listinjenja. Danes sprejeti novi zakonodajni predlogi bodo še učinkovitejši. Boljše bodo razlikovali enostavne, pregledne in standardizirane (STS) produkte, da se podpre zaupanje vlagateljev in zmanjšajo obremenitve v zvezi s skrbnim pregledom. Na podlagi nasveta EBA bo Komisija predlagala tudi ustreznejše bonitetne zahteve glede naložb bank in zavarovalnic v enostavne, pregledne in standardizirane produkte. Ta sveženj ukrepov bi moral prispevati k sprostitvi

<sup>47</sup> [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf).

<sup>48</sup> Na višku krize najmanj uspešni produkti listinjenja v EU, ocenjeni z AAA, niso bili odplačani v 0,1 % primerov. Enaki produkti v ZDA niso bili odplačani v 16 % primerov. Bolj tvegano listinjenje v EU (ocenjeno z BBB) je bilo prav tako zelo uspešno, pri čemer najmanj uspešni razredi na višku krize niso bili odplačani v 0,2 % primerov. Stopnja neplačil vrednostnih papirjev v ZDA, ocenjenih z BBB, pa je dosegla 62 %. Vir: EBA.

zmogljivosti bilanc stanja bank ter povečanju njihove zmožnosti posojanja širšemu gospodarstvu in prispevanja h graditvi dolgoročneje baze vlagateljev.

**Komisija danes objavlja predlog za okvir EU za enostavno, pregledno in standardizirano listinjenje, skupaj z novimi bonitetnimi umeritvami za banke v uredbi o kapitalskih zahtevah. Takoj ko bo sprejet enostaven, pregleden in standardiziran okvir, bodo sprejete enakovredne umeritve za zavarovalnice na podlagi spremembe delegiranega akta za direktivo Solventnost II, tako da bo vključeval enostavna, pregledna in standardizirana merila.**

Krite obveznice so še eno orodje financiranja, ki je v nekaterih državah članicah zelo pomembno. Vendar je trg kritih obveznic trenutno razdrobljen po nacionalnih mejah. Razlike med pravnimi okviri in nadzorniškimi praksami držav članic, ki so sprejele namenske zakone o kritih obveznicah, omejujejo možnosti za tržno standardizacijo pri praksah obveznosti odkupa in razkritja. To lahko ovira globino trga, likvidnost in dostop vlagateljev, zlasti na čezmejni ravni. Okvir EU za bolj integriran trg kritih obveznic bi lahko prispeval k zmanjšanju stroškov financiranja za banke, ki izdajajo krite obveznice, zlasti v nekaterih državah članicah.

**Komisija bo danes objavila posvetovanje o razvoju vseevropskega okvira za krite obveznice, ki bo temeljil na dobro delujočih nacionalnih ureditvah, ne da bi posegal vanje, ter na visoko kakovostnih standardih in dobri tržni praksi. V okviru posvetovanja se bodo zbirala tudi mnenja o uporabi podobnih struktur za podporo posojilom MSP.**



## 6. SPODBUJANJE ČEZMEJNIH NALOŽB

Kljub velikemu napredku v zadnjih desetletjih pri razvoju enotnega kapitalskega trga, je še vedno veliko dolgotrajnih in globoko zakoreninjenih ovir za čezmejne naložbe. Te vključujejo ovire, ki izhajajo iz nacionalne zakonodaje – zakonodaje na področju insolventnosti zavarovanja s premoženjem in vrednostnih papirjev – ter ovire v zvezi s tržno infrastrukturo, davčnimi omejitvami in spremembami regulativnega okolja, ki ogrožajo predvidljivost predpisov za neposredne naložbe. Čezmejna delitev tveganja v EU je od začetka krize oslabela, pri čemer so se v istem obdobju zmanjšale tudi naložbe iz držav zunaj EU.

Z odpravo nekaterih dolgotrajnih ovir, ki vlagateljem preprečujejo diverzifikacijo njihovih geografskih portfeljev, bi se zbiralcem kapitala, vlagateljem in gospodarstvu EU kot celoti zagotovile velike koristi. Bolj integrirani kapitalski trgi EU bi tudi povečali privlačnost držav članic EU za naložbe vlagateljev iz tretjih držav.

### 6.1. Pravna gotovost in tržna infrastruktura za čezmejne naložbe

Učinkovita in varna infrastruktura po trgovanju je ključni element dobro delujočih kapitalskih trgov. Zaskrbljenost, ki je najbolj izstopala v odgovorih v okviru posvetovanja, se nanaša na to, da lastništva vrednostnih papirjev trenutno ni mogoče določiti s pravno gotovostjo, kadar imata izdajatelj vrednostnih papirjev in vlagatelj sedež v različnih državah članicah in/ali vrednostne papirje hranijo finančne institucije v različnih državah članicah. Takšni primeri so vse pogostejši. Veliko ljudi, ki so se odzvali na zeleno knjigo, je pozvalo k določbam za pojasnitev, katera nacionalna zakonodaja se uporablja za določeno čezmejno transakcijo z vrednostnimi papirji. Komisija namerava v ta namen okrepiti in razširiti obstoječe predpise na tem področju. Posodobitev zakonodaje je še pomembnejša z vidika pričakovanega povečanja čezmejnih transakcij z vrednostnimi papirji, ki ga bo spodbudila uvedba platforme Target2-Securities (T2S).

Poleg tega razlike v nacionalni obravnavi posledic odstopa dolžniških terjatev tretji osebi<sup>49</sup> otežujejo uporabo teh instrumentov kot čezmejnega zavarovanja s premoženjem, vlagatelji pa težje določijo ceno tveganja naložb v dolžniške instrumente. Ta pravna negotovost onemogoča gospodarsko pomembne finančne posle, kot so listinjenja, v zvezi s katerimi je potrebno zanesljivo upravljanje zavarovanja s premoženjem.

**Komisija bo začela z zgodnjim ciljno usmerjenim delom na področju negotovosti v zvezi z lastništvom vrednostnih papirjev. Na podlagi nadaljnega posvetovanja in ocene učinka bo tudi predlagala enotne predpise, ki bodo omogočili, da se s pravno gotovostjo določi, katero nacionalno pravo se uporablja za posledice odstopa terjatev tretji osebi.**

V zadnjih letih so se z zakonodajo EU, na primer z uredbo o infrastrukturi evropskega trga (EMIR)<sup>50</sup>, uredbo o centralnih depotnih družbah (CSDR)<sup>51</sup> in direktivo MiFID II, odpravile številne ovire za čezmejni kliring in poravnavo vrednostnih papirjev. Vendar na potrgovalnem področju potekajo velike spremembe, saj je veliko določb, ki bodo šele začele veljati, enotna platforma za poravnavo T2S pa je bila vzpostavljena nedavno. Te spremembe so povzročile prestrukturiranje infrastrukture po trgovanju, hkrati pa spodbudile inovativne tržne prakse, zlasti na področju upravljanja zavarovanja s premoženjem. Spremljati je treba trge, da se

<sup>49</sup> Kadar prvotni upnik prenese dolžniško terjatev na drugo osebo.

<sup>50</sup> Uredba (EU) št. 648/2012.

<sup>51</sup> Uredba (EU) št. 909/2014.

zagotovi usklajenost zakonodaje s temi spreminjajočimi se praksami, hkrati pa je treba skrbeti, da se varnost in učinkovitost sistema po trgovanju ne zmanjšata.

Kljub temu napredku so še vedno prisotne ovire za učinkovit čezmejni kliring in poravnavo, vključno z nekaterimi ovirami, ki so bile pred več kot desetletjem opredeljene v poročilu skupine Giovannini<sup>52</sup>. Veliko teh ovir izhaja iz razlik v nacionalnem pravu lastninskih razmerij in insolvenčnem pravu ter iz nacionalnega prava na področju imetja vrednostnih papirjev, ki se močno razlikuje z vidika pravne narave premoženja. Te razlike so lahko razlog za negotovost v zvezi s tem, kdo je lastnik vrednostnega papirja v primeru neplačila in čigave pravice imajo prednost v primeru insolventnosti. Negotovost v zvezi s tako pomembnimi vprašanji pa lahko pomeni velika pravna tveganja, na primer za izvršljivost zavarovanja s premoženjem, ter lahko ogrozi odpornost čezmejne poravnave in tokov zavarovanja s premoženjem.

**Da bi Komisija podprla učinkovitejše in odpornejše sisteme po trgovanju in trge zavarovanja s premoženjem, bo po izvajanju nedavne zakonodaje in razvoju na področju tržne infrastrukture opravila širši pregled napredka, ki je bil dosežen pri odpravljanju ovir za čezmejni kliring in poravnavo, opredeljenih v poročilu skupine Giovannini.**

## **6.2. Odprava nacionalnih ovir za čezmejne naložbe**

Doslednost pri uporabi, izvajanju in izvrševanju pravnega in nadzorniškega okvira je ključna za prosti pretok kapitala in vzpostavitev enakih konkurenčnih pogojev. Zdaj, ko obstaja veliko finančnih določb EU za olajšanje čezmejnih naložb, je treba preusmeriti pozornost na učinkovito izvajanje in izvrševanje. Ovire lahko izhajajo iz nacionalne zakonodaje ali upravne prakse. Nekatere se nanašajo na nacionalno čezmerno prenašanje minimalnih predpisov EU, druge pa lahko izhajajo iz raznolike uporabe predpisov EU. Nekatere ovire predstavljajo nacionalni ukrepi, sprejeti na področjih, ki niso urejena z zakonodajo EU ali na katerih pristojnost ostaja na nacionalni ravni.

V zvezi z ovirami, ki niso obravnavane v okviru drugih ukrepov, tudi prek konvergence nadzora, bo Komisija sodelovala z državami članicami, da bi jih opredelila in odpravila na podlagi pristopa sodelovanja. Komisija bo:

- vzpostavila mrežo z 28 nacionalnimi kontaktnimi točkami in se vključila v dvostranske razprave o potencialu nacionalnih ukrepov za odpravo ovir;
- na podlagi dela v okviru mreže razvila dobro prakso, pregled rezultatov, priporočila in smernice.

**Komisija bo v sodelovanju z državami članicami opredelila in si prizadevala za odpravo neutemeljenih nacionalnih ovir za prosti pretok kapitala, ki izhajajo med drugim iz neustreznega izvajanja ali pomanjkanja konvergence pri razlagi enotnega pravilnika in iz nacionalne zakonodaje ter preprečujejo dobro delujočo unijo kapitalskih trgov, pri čemer bo do konca leta 2016 objavila poročilo.**

Konvergenca postopkov v primeru insolventnosti in prestrukturiranja bi povečala pravno gotovost čezmejnih vlagateljev in spodbudila pravočasno prestrukturiranje uspešnih podjetij v finančnih težavah. Sodelujoči v posvetovanju so se na splošno strinjali, da neučinkovitost in

---

<sup>52</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf)

različnost insolvenčnega prava vlagateljem otežuje oceno kreditnega tveganja, zlasti pri čezmejnih naložbah.

Svetovna banka v poročilu Doing Business Report iz leta 2015 razvršča države članice glede na trdnost njihovih okvirov za insolventnost na lestvici od 0 do 16. Enostavno povprečje EU je 11,6, kar je 5 % manj od povprečja OECD za države z visokimi prihodki (12,2). Nekatere države članice dosegajo manj kot 8 točk.

Komisija je leta 2014 objavila priporočilo<sup>53</sup> o novem pristopu k poslovnemu neuspehu in insolventnosti, ki države članice spodbuja k izvajanju zgodnjih postopkov prestrukturiranja in zagotavljanju drugih priložnosti za podjetja. V priporočilu so določena skupna načela za nacionalne insolvenčne postopke za podjetja v težavah ter ukrepi, usmerjeni v skrajšanje postopkov za MSP in zmanjšanje njihovih stroškov (npr. uporaba standardnih obrazcev, uporaba sredstev za komuniciranje na daljavo). Čeprav je jasno, da se je priporočilo v državah članicah, ki izvajajo reforme na področju insolventnosti, izkazalo za koristno oporo, je ocena Komisije pokazala, da se tudi v državah članicah, ki so uvedle reforme, izvaja le delno<sup>54</sup>.

**Komisija bo predlagala zakonodajno pobudo o insolventnosti podjetij, vključno z zgodnjim prestrukturiranjem in drugo priložnostjo, pri čemer bo upoštevala izkušnje, pridobljene s priporočilom. Namen pobude bo obravnavati najpomembnejše ovire za prosti pretok kapitala, pri čemer se bo opirala na dobro delujoče nacionalne ureditve.**

Pri sprejemanju odločitev o čezmejnih naložbah je zelo pomemben dejavnik tudi davek. Kot zlasti pomembni v zvezi z unijo kapitalskih trgov sta bili opredeljeni dve posebni davčni oviri za čezmejne naložbe. Veliko vlagateljev je poudarilo, da so pri čezmejnih naložbah kaznovani, saj morajo plačati svoje domače davke, poleg tega pa se zanje uporabljajo lokalni davčni odtegljaji, za katere je skoraj nemogoče zahtevati vračilo. Težava izhaja iz različnih nacionalnih pristopov pri uporabi davčnih odtegljajev in zapletenosti postopkov za uveljavljanje oprostitve teh davkov. Čezmejne naložbe ovira tudi morebitno diskriminatorno obdavčevanje pokojninskih skladov in zavarovalnic, ki ponujajo življenjsko zavarovanje.

**Da bi Komisija spodbudila države članice k sprejetju sistemov oprostitve davčnega odtegljaja pri viru ter uvedbi hitrih in standardiziranih postopkov vračila, bo spodbujala dobro prakso in v sodelovanju z državami članicami pripravila kodeks ravnanja v zvezi z načeli oprostitve davčnega odtegljaja. Izvedla bo tudi študijo o diskriminatornih davčnih ovirah za čezmejne naložbe zavarovalnic, ki ponujajo življenjsko zavarovanje, in pokojninskih skladov ter po potrebi sprožila postopke za ugotavljanje kršitev.**

Trenutno je med državami članicami EU sklenjenih približno 200 bilateralnih investicijskih pogodb, ki določajo različne standarde obravnavanja čezmejnih naložb na enotnem trgu in so nezdržljive z zakonodajo EU. Komisija je zoper te bilateralne investicijske pogodbe med državami članicami EU nedavno pravno ukrepala. Komisija bo v sodelovanju z državami članicami proučila, ali so potrebni dodatni ukrepi za nadaljnjo okrepitev zaščitnih ukrepov za čezmejne vlagatelje in pri tem tudi za povečanje privlačnosti enotnega trga za naložbe.

---

<sup>53</sup> C(2014) 1500 final z dne 12. marca 2014.

<sup>54</sup> Vrednotenje izvajanja priporočila o novem pristopu k poslovnemu neuspehu in insolventnosti ([http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm)).

### 6.3. Spodbujanje finančne stabilnosti in konvergence nadzora

Unija kapitalskih trgov bo s spodbujanjem bolj raznolikih kanalov financiranja pomagala povečati odpornost finančnega sistema EU<sup>55</sup>. Hkrati je potrebna previdnost v zvezi s tveganji za finančno stabilnost, ki izhajajo iz kapitalskih trgov. EU je v zadnjih letih izvedla številne reforme, da bi zagotovila večjo preglednost, dobro delovanje in trdnost kapitalskih trgov, vključno z zmanjšanjem tveganj na trgih izvedenih finančnih instrumentov na podlagi uredbe EMIR, uvedbo varnejših in preglednejših predpisov o trgovanju v okviru direktive MiFID ter zagotovitvijo, da so vsi drugi upravitelji skladov v EU zakonsko urejeni na podlagi direktive AIFMD. Dodatne reforme potekajo prek uredbe o poslih financiranja vrednostnih papirjev (SFTR)<sup>56</sup>, predloga o skladih denarnega trga ter prihodnjega zakonodajnega predloga o sanaciji in reševanju centralne nasprotne stranke. Odbor za finančno stabilnost prednostno obravnava delo, katerega namen je razumevanje in obravnavanje ranljivosti, povezanih s subjekti, ki na kapitalskih trgih opravljajo dejavnosti, podobne bančnim. Z zagotovitvijo globalnega regulativnega pristopa k sistemskim tveganjem, ki bi se lahko pojavila, bi se podprla finančna stabilnost in spodbudile čezmejne naložbe.

**Komisija bo v sodelovanju z Odborom za finančno stabilnost in evropskimi nadzornimi organi ter Evropskim odborom za sistemska tveganja (ESRB) ocenila morebitna tveganja za finančno stabilnost, ki izhajajo iz tržnega financiranja. Izvajalo se bo nadaljnje analitično delo, na primer za boljše razumevanje vprašanj tržne likvidnosti in povezanosti finančnega sistema, ter da se oceni, ali je treba razviti dodatne makrobonitetne instrumente. Komisija bo v okviru prihodnjega pregleda ESRB sprejela kakršne koli potrebne spremembe makrobonitetnega okvira.**

Kar zadeva nadzor, so bile povratne informacije pri posvetovanju v zvezi s strukturo, ki jo je EU vzpostavila po finančni krizi leta 2011, pozitivne. Čeprav je bil dosežen napredek pri vzpostavljanju Evropskega sistema finančnega nadzora in uvajanju enotnega pravilnika, so sodelujoči v posvetovanju poudarili tudi pomembnost zagotovitve konvergence nadzora ter doslednega izvajanja in uporabe zakonodaje EU na področju finančnih storitev – to vprašanje je bilo izpostavljeno tudi v poročilu petih predsednikov o dokončanju evropske ekonomske in monetarne unije.

Zakonodaja na področju kapitalskih trgov, ki je bila sprejeta v zadnjih letih, dodeljuje evropskim nadzornim organom pomembno vlogo na več področjih. Zlasti je bilo v okviru posvetovanj predlagano, da organ ESMA prevzame vidnejšo vlogo pri krepitvi konvergence nadzora kar zadeva zakonodajo na področju kapitalskih trgov in poročanje o razmerah na trgu ter zagotovi skladno uporabo enotnega pravilnika po vsej EU. Prizadevanje iz preteklih let za oblikovanje enotnega pravilnika za kapitalske trge bi moralo zagotoviti bolj integrirane in učinkovite kapitalske trge. Z večanjem finančne integracije se bo moral organ ESMA bolj osredotočiti na doseganje konvergence rezultatov nadzora po vsej EU, vključno z računovodstvom, da bi se zagotovil dobro delujoč enotni trg. Organ ESMA bi se lahko bolj osredotočil na opredelitev, podporo in spodbujanje dobre prakse, da bi se zagotovila učinkovitost nadzornih tehnik držav članic in primerljivi rezultati po vsej EU. V zvezi s tem bi moral organ ESMA bolj sistematično in učinkovito uporabljati orodja, ki jih ima na voljo,

<sup>55</sup> Govor V. Constância, podpredsednika ECB.

<sup>56</sup> Kot je določeno v uredbi SFTR, bo Komisija na podlagi rezultatov dela zadevnih mednarodnih forumov ter s pomočjo ESMA, EBA in ESRB leta 2017 poročala Evropskemu parlamentu in Svetu o napredku mednarodnih prizadevanj za zmanjšanje tveganj v zvezi s posli financiranja z vrednostnimi papirji, vključno s priporočili Odbora za finančno stabilnost glede odbitkov od poslov financiranja z vrednostnimi papirji, katerih kliring se ne izvaja centralno, in njihovi ustreznosti za evropske trge.

zlasti tematske medsebojne strokovne preglede in medsebojne strokovne preglede med državami.

**Komisija bo v sodelovanju z organom ESMA razvila in izvajala strategijo za okrepitev konvergence nadzora ter opredelila področja, na katerih se lahko z bolj integriranim pristopom izboljša delovanje enotnega kapitalskega trga. V sodelovanju z organom ESMA si bo Komisija prizadevala tudi za povečanje učinkovitosti sprejemanja odločitev v zvezi s tematskimi medsebojnimi strokovnimi pregledi in medsebojnimi strokovnimi pregledi med državami. Leta 2016 bo Komisija objavila belo knjigo o upravljanju in financiranju evropskih nadzornih organov.**

**Unija kapitalskih trgov je klasičen projekt enotnega trga v korist vseh 28 držav članic. Komisija bo kapitalskim trgovom pomagala zagotoviti njihov polni potencial, tako da bo prek podporne službe za strukturne reforme razvila strategijo za zagotavljanje tehnične pomoči državam članicam, ki jo potrebujejo, da bi se povečale določene zmogljivosti nacionalnih kapitalskih trgov.**

#### **6.4. Spodbujanje mednarodnih naložb**

Kapitalski trgi EU bodo morali za uspešno delovanje zagotoviti odprtost in konkurenčnost na svetovni ravni ter pritegniti mednarodne vlagatelje k dodatnim kapitalskim in dolžniškim naložbam. Unija kapitalskih trgov bo prispevala k povečanju privlačnosti kapitalskih trgov EU za mednarodne vlagatelje, tako da bo odpravila pravne in upravne stroške za čezmejne posle ter povečala konvergenco rezultatov nadzora po vsej Evropi. Glede na globalno naravo kapitalskih trgov mora unija kapitalskih trgov upoštevati širši globalni kontekst in zagotoviti, da evropski kapitalski trgi ostanejo sestavni del mednarodnega finančnega sistema. Komisija bo v okviru mednarodnih forumov, kot sta Odbor za finančno stabilnost in IOSCO, še naprej tesno sodelovala z državami članicami EU in tretjimi državami pri oblikovanju podobnih odzivov politike, da bi se podprl razvoj globalnih kapitalskih trgov. Poleg tega si bo prizadevala vzpostaviti okvire za regulativno sodelovanje na področju finančnih storitev s ključnimi tretjimi državami, da bi se okrepila integracija kapitalskih trgov.

Politika EU na področju mednarodne trgovine in naložb ima pomembno vlogo pri podpiranju mednarodnih naložb. Mednarodni trgovinski in naložbeni sporazumi omogočajo liberalizacijo pretoka kapitala, urejajo dostop do trga in naložb, vključno z zagotavljanjem finančnih storitev, ter lahko pomagajo doseči ustrezno raven varstva in enake konkurenčne pogoje za vlagatelje. Komisija bo tudi še naprej prispevala k mednarodnem delu na področju prostega pretoka kapitala, vključno v zvezi s kodeksi OECD o liberalizaciji pretoka kapitala.

## 7. NASLEDNJI KORAKI IN SPREMLJANJE

V tem akcijskem načrtu so določeni prednostni ukrepi, ki so potrebni za spodbujanje naložb v vseh državah članicah in po vsej EU ter boljšo povezanost prihrankov z rastjo. Predlagani ukrepi se bodo pripravili na podlagi ustreznega posvetovanja in ocene učinka različnih možnosti za doseganje ciljev.

Za uspešno sprejetje in izvajanje teh ukrepov bo potrebno neprekinjeno in usklajeno prizadevanje. Ta projekt zadeva vseh 28 držav članic, zato bo Komisija z njimi in z Evropskim parlamentom tesno sodelovala pri nadaljnji obravnavi teh predlogov.

Da se na samem začetku ustvari zagon, bodo že danes objavljeni konkretni predlogi, ki jim bodo kmalu sledili še drugi. Prvi ukrepi vključujejo celovit sveženj o listinjenju s posodobljenimi umeritvami za uredbo o kapitalskih zahtevah, opredelitvijo infrastrukture in pregledanimi umeritvami za direktivo Solventnost II ter predlog za pregled direktive o prospektu. Na drugih področjih bo morda potrebno dodatno posvetovanje z zainteresiranimi stranmi. Vzporedno s tem bo Komisija pospešila razprave z državami članicami o vprašanjih, kot so davki in insolventnost, da bi se zagotovil srednje- do dolgoročni napredek.

Uspešnost unije kapitalskih trgov bo odvisna tudi od udeležencev na trgu. Finančni posredniki morajo prispevati k obnovitvi zaupanja svojih strank in h krepitvi zaupanja v kapitalske trge v Evropi. Ta akcijski načrt vključuje tržno spodbujene pobude, Komisija pa poziva zadevne strani, da dajo prednost napredku na teh področjih.

Poleg tega si bo Komisija še naprej prizadevala odkriti glavne neučinkovitosti in ovire za globlje kapitalske trge v Evropi ter opredeliti najboljši način, kako jih odpraviti, pri tem pa bo ohranjala velik poudarek na varstvu vlagateljev in tržnem nadzoru.

Komisija bo poleg letnih poročil leta 2017 izvedla celovito oceno stanja kot podlago za sprejemanje odločitev o kakršnih koli dodatnih ukrepih, ki bi morda bili potrebni.

Komisija bo Evropskemu parlamentu in državam članicam redno poročala o napredku.

## Priloga 1: Seznam ukrepov in okvirni časovni raspored

<b>Financiranje za inovacije, zagonska podjetja in podjetja, ki ne kotirajo na borzi</b>		
<b>Podpora financiranja na podlagi tveganega in lastniškega kapitala</b>	Predlog o vseevropskih skladih skladov tveganega kapitala in skladih na večdržavni ravni	Drugo četrtnetleje leta 2016
	Pregled zakonodaje na področju evropskih skladov tveganega kapitala in evropskih skladov za socialno podjetništvo	Tretje četrtnetleje leta 2016
	Študija o davčnih spodbudah za tvegani kapital in poslovne angele	2017
<b>Odprava informacijskih ovir za naložbe v MSP</b>	Okrepitev povratnih informacij bank, ki so zavrnile vloge MSP za posojilo	Drugo četrtnetleje leta 2016
	Priprava zemljevida obstoječih lokalnih ali nacionalnih podpornih in svetovalnih zmogljivosti v EU, da bi se spodbudila dobra praksa	2017
	Raziskava, kako razviti ali podpreti vseevropske informacijske sisteme	2017
<b>Spodbujanje inovativnih oblik financiranja podjetij</b>	Poročanje o množičnem financiranju	Prvo četrtnetleje leta 2016
	Razvoj usklajenega pristopa k dajanju posojil iz skladov in ocena argumentov za prihodnji okvir EU	Četrto četrtnetleje leta 2016
<b>Olajševanje vstopa podjetij na javne trge in njihovega zbiranja kapitala na teh trgih</b>		
<b>Povečanje dostopa do javnih trgov</b>	Predlog o posodobitvi direktive o prospektu	Četrto četrtnetleje leta 2015
	Pregled regulativnih ovir za vključevanje MSP v trgovanje na javnih trgih in zagonskih trgih MSP	2017
	Pregled evropskih trgov podjetniških obveznic, osredotočen na vprašanje, kako izboljšati tržno likvidnost	2017
<b>Podpora financiranja na podlagi lastniškega kapitala</b>	Obnavljanje pristranskosti v zvezi z dolžniškimi in lastniškimi instrumenti v okviru zakonodajnega predloga o skupni konsolidirani osnovi za davek od dohodkov pravnih oseb	Četrto četrtnetleje leta 2016
<b>Dolgoročne naložbe, naložbe v infrastrukturo in trajnostne naložbe</b>		
<b>Podpora infrastrukturnih naložb</b>	Prilagoditev umeritev iz direktive Solventnost II za naložbe vlagateljev v infrastrukturo in evropske dolgoročne investicijske sklade	Tretje četrtnetleje leta 2015
	Pregled uredbe o kapitalskih zahtevah za banke, pri čemer se po potrebi spremenijo umeritve za infrastrukturo	V teku
<b>Zagotavljanje doslednosti pravilnika EU o finančnih storitvah</b>	Poziv k predložitvi dokazov o skupnemu učinku finančne reforme	Tretje četrtnetleje leta 2015

<b>Spodbujanje malih in institucionalnih naložb</b>		
<b>Povečanje izbire in konkurence na maloprodajnem trgu</b>	Zelena knjiga o maloprodajnih finančnih storitvah in zavarovanju	Četrto četrletje leta 2015
<b>Zagotavljanje pomoči malim vlagateljem pri sklepanju boljših poslov</b>	Ocena evropskih trgov naložbenih produktov za male vlagatelje	2018
<b>Podpora varčevanja za upokožitev</b>	Ocena argumentov za okvir politike za vzpostavitev evropskih osebnih pokojninskih zavarovanj	Četrto četrletje leta 2016
<b>Razširitev priložnosti za institucionalne vlagatelje in upravitelje skladov</b>	Ocena bonitetne obravnave zasebnega lastniškega kapitala in zasebno plasiranega dolga v skladu z direktivo Solventnost II  Posvetovanje o glavnih ovirah za čezmejno distribucijo investicijskih skladov	2018  Drugo četrletje leta 2016
<b>Spodbujanje bančnih zmogljivosti za podporo širšega gospodarstva</b>		
<b>Okrepitev lokalnih mrež za financiranje</b>	Proučitev možnosti, da bi vse države članice odobrile kreditne zadruge zunaj predpisov EU o kapitalskih zahtevah za banke	V teku
<b>Gradnja trgov listinjenja v EU</b>	Predlog o enostavnih, preglednih in standardiziranih listinjenjih ter pregled kapitalskih umeritev za banke	Tretje četrletje leta 2015
<b>Podpora financiranja širšega gospodarstva s strani bank</b>	Posvetovanje o okviru EU za krite obveznice in podobnih strukturah za posojila MSP	Tretje četrletje leta 2015
<b>Spodbujanje čezmejnih naložb</b>		
<b>Odprava nacionalnih ovir za čezmejne naložbe</b>	Poročanje o nacionalnih ovirah za prosti pretok kapitala	Četrto četrletje leta 2016
<b>Izboljšanje tržne infrastrukture za čezmejne naložbe</b>	Ciljno ukrepanje v zvezi s predpisi o lastništvu vrednostnih papirjev in posledicami odstopa terjatev tretji osebi  Pregled napredka, ki je bil dosežen pri odpravljanju ovir, opredeljenih v poročilu skupine Giovannini	2017  2017
<b>Spodbujanje konvergence insolvenčnih postopkov</b>	Zakonodajna pobuda o insolventnosti podjetij, ki bo obravnavala najpomembnejše ovire za prosti pretok kapitala	Četrto četrletje leta 2016
<b>Odprava čezmejnih</b>	Dobra praksa in kodeks ravnanja za postopke oprostive davčnega odtegljaja pri viru	2017



<b>davčnih ovir</b>	Študija o diskriminativnih davčnih ovirah za čezmejne naložbe pokojninskih skladov in zavarovalnic, ki ponujajo življenjsko zavarovanje	2017
<b>Okrepitev konvergence nadzora in večanje zmogljivosti kapitalnega trga</b>	Strategija za konvergenco nadzora, da bi se izboljšalo delovanje enotnega kapitalnega trga  Bela knjiga o financiranju in upravljanju evropskih nadzornih organov  Razvoj strategije za zagotavljanje tehnične pomoči državam članicam, da bi se podprla zmogljivost kapitalnih trgov	V teku  Drugo četrletje leta 2016  Tretje četrletje leta 2016
<b>Okrepitev zmogljivosti za ohranjanje finančne stabilnosti</b>	Pregled makrobonitetnega okvira EU	2017