



Bruselj, 15.3.2019
COM(2019) 136 final

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

**Unia kapitalskih trgov: napredek pri vzpostavljanju enotnega trga kapitala za močno
evropsko in monetarno unijo**

{SWD(2019) 99 final}

1. UVOD

Vzpostavitev unije kapitalskih trgov je bila ključna prednostna naloga Junckerjeve Komisije. Skoraj pet let pozneje je nesporno, da potrebujemo bolj povezane in globlje kapitalske trge. Voditelji EU so decembra 2018 pozvali k ambicioznemu napredku na področju unije kapitalskih trgov do pomladi 2019, kot je navedeno v poročilu Euroskupine voditeljem. Tudi Evropska centralna banka je večkrat poudarila potrebo po napredku pri uniji kapitalskih trgov¹.

Voditelji EU bodo na spomladanskem zasedanju Evropskega sveta 21. in 22. marca pri pripravi naslednje strateške agende prednostnih področij, ki se jim bodo namenili dolgoročnejsi ukrepi in večja pozornost EU, razpravljali o nadaljnjem razvoju enotnega trga, vključno z unijo kapitalskih trgov, industrijsko politiko in evropsko digitalno politiko.

Unija kapitalskih trgov je potrebna za dopolnitev bančne unije ter okrepitev ekonomske in monetarne unije ter mednarodne vloge eura². Tesnejše povezovanje kapitalskih trgov, skupaj z bolj povezanimi bančnimi sistemi, lahko prispeva k ohranjanju čezmejnih kapitalskih tokov in ohranja naložbe v državah članicah, ki se spopadajo z obsežnimi asimetričnimi makroekonomskimi pretresi. Ti mehanizmi delitve tveganj v zasebnem sektorju so zlasti pomembni za blaženje pretresov v posameznih državah v ekonomski in monetarni uniji ter prispevajo k zmanjševanju tveganj v finančnem sektorju. Nova pravila bodo na primer povečala zmožnost investicijskih podjetij v EU, da pomagajo podjetjem pri dostopu do financiranja na kapitalskih trgih, upravljanju sredstev in zagotavljanju likvidnosti trga, s čimer bodo olajšala delitev tveganj in naložbe po vsej EU.

Unija kapitalskih trgov je tudi pomemben projekt enotnega trga. Povečala bo dostop podjetij in državljanov do kapitalskih trgov, zlasti v manjših državah, tako da bo vzpostavila povezave med njihovimi lokalnimi ekosistemi kapitalskih trgov in večjimi skladi kapitala po EU. Unija kapitalskih trgov lahko z diverzifikacijo virov financiranja za podjetja v EU podpira naložbe v inovacije in tehnološki razvoj ter s tem spodbuja globalno konkurenčnost EU.

Zaradi novih pravil o perspektivah in zagonskih trgih MSP bodo podjetja na primer imela več možnosti za financiranja po vsej EU, vključno z uvrstitvijo na borzo v drugi državi članici. Nov pristop k preventivnemu prestrukturiranju bo podjetjem, sposobnim uspešnega poslovanja, pomagal, da se zgodaj prestrukturirajo in izognejo insolventnosti, poštenim podjetnikom pa bo dal drugo priložnost, da ustanovijo novo podjetje, namesto da bi jih kaznovali zaradi neuspeha pri prvem poslovnem poskusu. Novi vseevropski osebni pokojninski produkt in ukrepi za izboljšanje trga investicijskih skladov v EU bodo državljanom zagotovili nove možnosti za varčevanje in vlaganje. Na lokalnih trgih bodo nova pravila o kritih obveznicah bankam zagotovila stabilen in stroškovno učinkovit vir financiranja.

Dobro razvita unija kapitalskih trgov v EU je pomembna tudi z vidika svetovnih kapitalskih trgov in dodatno povečuje privlačnost EU kot cilja za tuje naložbe. To dopolnjuje agendo EU za prosto in pravično trgovino. Ureditev EU o enakovrednosti subjektom iz tretjih držav omogoča

¹ Glej na primer uvodni nagovor predsednika ECB Maria Draghija v odboru ECON Evropskega parlamenta v Bruslju dne 28. januarja 2019 (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190128~8b43137b4f.en.html>).

² Komisija je 25. januarja 2019 začela ciljno usmerjeno posvetovanje o trgih eura in deviznih trgih, kar je eden od ključnih nadaljnjih ukrepov iz sporočila Komisije iz decembra 2018 z naslovom „Krepitev mednarodne vloge eura“. Namen tega posvetovanja, ki se bo zaključilo 31. marca, je pridobiti mnenja zainteresiranih strani o vlogi eura na valutnih trgih in oceniti, ali se z eurom trguje učinkovito in na podlagi zadostne likvidnosti trga.

dostop do trgov EU na določenih področjih, kadar zanje veljajo enakovredni regulativni in nadzorni standardi v zadevni tretji državi. Hkrati bo morala unija kapitalskih trgov po izstopu Združenega kraljestva iz EU dodatno razviti svoje ključne funkcije za zagotavljanje in nadziranje storitev na kapitalskih trgih z ohranjanjem likvidnosti in preprečevanjem regionalne razdrobljenosti. Nova pravila za centralne nasprotne stranke bodo na primer zagotovila doslednejši in zanesljivejši nadzor centralnih nasprotnih strank v EU in tretjih državah. Evropski potrošniki, vlagatelji in podjetja bodo imeli zaradi reforme nadzorne strukture EU koristi tudi od močnejših in bolj povezanih finančnih trgov. Najsodobnejši okvir za boj proti pranju denarja bo zaščitil celovitost finančnih trgov EU. V prihodnosti bodo potrebni nadaljnji koraki za zagotovitev, da bo tržna infrastruktura dohajala vedno številčnejše transakcije, da bodo informacije dostopne in primerljive, pravice vlagateljev zaščitene in dovolj usklajene ter ne bo prihajalo do regulativne arbitraže ali tekmovanja v zniževanju nadzornih standardov.

Kapitalski trgi se morajo preoblikovati, da se zagotovi urejen prehod v skladu s cilji agende ZN za trajnostni razvoj do leta 2030 in pariškega podnebne sporazuma. Evropa je vodilna na področju mednarodnih prizadevanj za izpolnitev teh zavez. EU se bo lotila hitrega razogljičenja gospodarstva s ciljem doseči podnebno nevtralnost leta 2050³, odpornost na resnejše podnebne dogodke pa bo postala vse bolj nujna⁴. Ukrepi iz akcijskega načrta za financiranje trajnostne rasti⁵ bodo prispevali k preusmeritvi tokov zasebnega in javnega kapitala v bolj trajnostne naložbe, tudi z novimi pravili, ki bodo vlagateljem omogočila sprejemanje bolj informiranih odločitev o trajnosti njihovih naložb. Komisija bo o izvajanju akcijskega načrta poročala leta 2019.

Da bi v današnjem digitalnem svetu naša gospodarstva pripravili na prihodnost, moramo izkoristiti prednosti finančne tehnologije in hkrati ohraniti varstvo potrošnikov, kot je določeno v akcijskem načrtu za finančno tehnologijo⁶. Finančni sektor se že spreminja zaradi novih tehnologij, kot so umetna inteligenca, velepodatki ali omrežja blokvnih verig. Finančna tehnologija lahko uspešneje in stroškovno učinkovito izboljša povezave med vseevropskimi trgi in lokalnimi ekosistemi. Prav tako lahko spodbuja inovacije v EU in mednarodno konkurenčnost kapitalskih trgov EU.

Na splošno so se evropski kapitalski trgi v zadnjih petih letih še naprej razvijali. Skupna tržna kapitalizacija podjetij, ki kotirajo na borzi v EU, je zdaj nad ravnmi pred krizo, delež prvih javnih ponudb subjektov iz EU na svetovnem trgu pa je še vedno približno 30 %. Lastniški kapital, ki kotira na borzi in ki so ga izdala nefinančna podjetja, je s približno 36 % bruto domačega proizvoda EU leta 2014 narasel na 41 % leta 2018. Delež dolžniških vrednostnih papirjev se je povečal z 8 % na 10 %. Čezmejna distribucija naložbenih skladov z oznako EU se je prav tako enakomerno povečevala. Ti trendi so pozitiven znak za nadaljnji razvoj evropskih kapitalskih trgov.

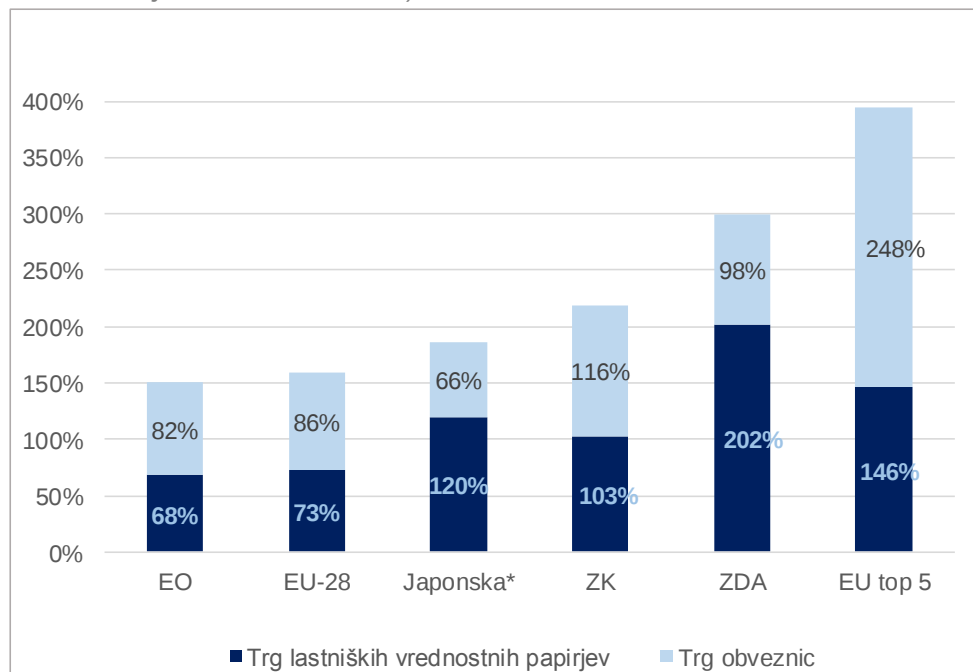
³ COM(2018) 773, Čist planet za vse: Evropska strateška dolgoročna vizija za uspešno, sodobno, konkurenčno in podnebno nevtravno gospodarstvo.

⁴ Globalno segrevanje za 1,5° C: Posebno poročilo Medvladnega panela za podnebne spremembe o posledicah globalnega segrevanja za 1,5° C nad predindustrijsko raven in povezanih globalnih usmeritvah glede emisij toplogrednih plinov v okviru okrepitev globalnega odziva na podnebne spremembe, trajnostnega razvoja in prizadevanj za odpravo revščine.

⁵ Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu, Evropskemu svetu, Svetu, Evropski centralni banki, Evropskemu ekonomsko-socialnemu odboru in Odboru regij „Akcijski načrt: Financiranje trajnostne rasti“, COM(2018) 97 final, 8. marec 2018.

⁶ Akcijski načrt za finančno tehnologijo: za bolj konkurenčen in inovativen evropski finančni sektor, COM(2018) 109 final.

Graf - obseg kapitalnih trgov v izbranih regijah (neporavnani zneski v 3. četrtletju kot odstotek BDP)



* stanje konec leta 2017

Vir: Evropski inštitut za kapitalne trge, Evropska centralna banka, ameriška centralna banka in lastni izračuni

Opombe: Čeprav trgi EU in ZDA niso popolnoma primerljivi, številke kažejo, da kapitalni trgi v EU-28 predstavljajo približno 160 % BDP Unije, medtem ko v Združenih državah Amerike predstavljajo 300 % BDP. Tržna kapitalizacija delnic in obveznic, ki jih izdajo finančne in nefinančne družbe; povprečje petih največjih trgov v Evropski uniji je bilo izračunano kot z BDP tehtano povprečje za Nizozemsko, Švedsko, Irsko, Dansko in Luksemburg, in sicer z utežmi za 41 %, 25 %, 17 %, 15 % oziroma 2 %.

Danes je Komisija izpolnila svoje zaveze. Predlagala je osnovne gradnike unije kapitalnih trgov, povezane s tremi razsežnostmi, ki se medsebojno podpirajo: enotni trg EU, jasna in sorazmerna pravila ter učinkovit nadzor. Vendar je za uspešno unijo kapitalnih trgov ključna dejavna udeležba držav članic in zainteresiranih strani na nacionalni ravni in ravni EU. Nacionalne reforme in ukrepi so ključni za krepitev kapitalnih trgov, podjetja, udeleženci na finančnem trgu in vlagatelji pa bi morali te nove priložnosti v celoti izkoristiti. Nacionalni davčni sistemi ter učinkovitost in trajanje postopkov v primeru insolventnosti imajo na primer jasen učinek na čezmejne naložbe in kapitalne tokove. V okviru evropskega semestra so takšna vprašanja pregledana v poročilih o državah, več držav članic pa je od Sveta prejelo nasvete ali formalna priporočila za posamezne države, ki obravnavajo vprašanja, kot so neenaka davčna obravnava dolga in lastniškega kapitala ter postopki v primeru insolventnosti.

2. NAPREDEK, DOSEŽEN V TEM MANDATU

Komisija je predložila vse zakonodajne predloge iz akcijskega načrta za unijo kapitalnih trgov in vmesnega pregleda, da bi vzpostavila ključne gradnike unije kapitalnih trgov⁷. Poleg spodaj predstavljenih predlogov je Komisija sprejela še druge dopolnilne predloge, pomembne za unijo

⁷ Sporočilo „Akcijski načrt o oblikovanju unije kapitalnih trgov“, COM(2015) 468 final, 30. september 2015; Sporočilo o vmesnem pregledu akcijskega načrta za unijo kapitalnih trgov, COM(2017) 292 final, 8. junij 2017.

kapitalskih trgov. Ti vključujejo predloga o skupni osnovi za davek od dohodkov pravnih oseb⁸ in skupni konsolidirani osnovi za davek od dohodkov pravnih oseb, ki se bosta izvedla v dveh korakih, ter predlog o okviru za sanacijo in reševanje centralnih nasprotnih strank. Poleg tega sta se zakonodajalca februarja 2019 dogovorila o ciljno usmerjeni reformi uredbe o infrastrukturi evropskega trga (EMIR), da bi zagotovili enostavnejša in bolj sorazmerna pravila za izvedene finančne instrumente, s katerimi se trguje zunaj organiziranega trga.

Komisija je zakonodajalca novembra 2018 pozvala, naj ključne gradnike unije kapitalskih trgov dokončata pred volitvami v Evropski parlament maja 2019. **Komisija pozdravlja politično zavezanost Evropskega parlamenta in Sveta, ki je privedla do političnega dogovora o 10 predlogih.**

Vendar pa so zakonodajne reforme le ena od potrebnih sprememb. Zato sta **akcijski načrt za unijo kapitalskih trgov in vmesni pregled** poleg zakonodajnega programa **vključevala tudi številne nezakonodajne ukrepe, ki jih je sprejela Komisija**⁹. Ti ukrepi so sami po sebi pomembni, da povečajo zaupanje vlagateljev, okrepijo ključno infrastrukturo trga in odprejo nove kanale financiranja.

Vedno je bilo jasno, da se popolnoma delujoča unija kapitalskih trgov ne bo oblikovala čez noč. Čeprav se začenjajo kazati učinki ukrepov, ki so bili sprejeti do zdaj, bo trajalo še nekaj časa, da se bodo vse prednosti zakonodajnih predlogov, ki jih je predstavila Komisija, in njihovi učinki občutili v praksi. Zdaj bodo morali nacionalni organi in udeleženci na trgu izkoristiti priložnosti, ki so jih ustvarile reforme v okviru unije kapitalskih trgov, v korist ekonomske in monetarne unije ter širšega gospodarstva EU.

2.1. Kar največje izkoriščanje prednosti enotnega trga z novimi evropskimi produkti, oznakami in dovoljenji za čezmejno opravljanje storitev

Komisija je predlagala šest zakonodajnih ukrepov za uvedbo novih vseevropskih pravil za produkte, oznake in dovoljenja za čezmejno opravljanje storitev. Evropski parlament in Svet sta sprejela ali dosegla politični dogovor o petih predlogih, nujno pa je potreben napredek pri enem, ki je še odprt.

- Cilj uredb o **evropskih skladih tveganega kapitala in socialnem podjetništvu**, ki sta ju zakonodajalca sprejela oktobra 2017, je spodbuditi naložbe v tvegani kapital in socialne projekte. Vlagateljem bosta olajšali vlaganje v inovativna mala in srednja podjetja z razširitvijo uporabe uredbe na upravljavce skladov vseh velikosti in razširitvijo nabora podjetij, v katera se lahko vlaga.
- Uredba o uskladitvi pravnega okvira za listinjenja in oblikovanju **enostavnih, preglednih in standardiziranih listinjenj (STS)**, ki je bila sprejeta decembra 2017, bo pripomogla h krepitvi zaupanja v trg listinjenj, preprečevanju ponavljanja preteklih napak in sprostitev bilanc stanja bank. V pripravi je sklop regulativnih in izvedbenih tehničnih standardov, s katerimi se bodo določile podrobnosti prenovljenega okvira za listinjenja ter zagotovili njegova jasnost in dosledna

⁸ S skupno osnovo za davek od dohodkov pravnih oseb se bo obravnavalo trenutno obdavčevanje podjetij, ki spodbuja zadolževanje, in sicer z uvedbo „ugodnosti za rast in naložbe“, ki bo podjetjem zagotovila enake davčne ugodnosti za lastniški kapital, kot jih imajo za dolg. Ugodnost za rast in naložbe prispeva k močni uniji kapitalskih trgov, saj ustvarja bolj nevtrarno in naložbam prijazno davčno okolje.

⁹ Glej priložo 1 k delovnemu dokumentu služb Komisije SWD(2019) 99.

uporaba za doseganje ciljev politike. Poleg uredbe o listinjenju je bil spremenjen tudi bonitetni okvir za banke in zavarovalce, da bi se vzpostavila tesnejša povezava med tveganostjo pozicije v listinjenju in zahtevanim regulativnim kapitalom.

- Uredba o **vseevropskem osebnem pokojninskem produktu**, o katerem je bil decembra 2018 dosežen politični dogovor, uvaja prostovoljni vseevropski pokojninski produkt, ki bi lahko dopolnil nacionalne zakonsko določene in poklicne načrte pokojninskega zavarovanja za državljane, ki to želijo. Ta produkt bo državljanom omogočil večjo izbiro pri varčevanju za upokožitev in pripomogel k obravnavanju demografskih izzivov zaradi staranja prebivalstva, tako da bo dopolnil državne in poklicne načrte pokojninskega zavarovanja.
- Sozakonodajalca sta februarja 2019 dosegla politični dogovor o **skupnih pravilih za krite obveznice**. Usklajena pravila, ki bodo temeljila na visokih nacionalnih standardih in dobrih praksah, bodo prispevala k razvoju kritih obveznic kot stabilnega in stroškovno učinkovitega vira financiranja za banke v EU. S tem bodo povečala zmožnost bank za financiranje realnega sektorja. Prav tako bodo vlagateljem ponudila širši nabor varnejših naložbenih priložnosti.
- Sozakonodajalca sta se februarja 2019 dogovorila o svežnju o **olajšanju čezmejne distribucije kolektivnih investicijskih skladov**. Z novimi pravili bo čezmejna distribucija skladov enostavnejša, hitrejša in cenejša. Z njimi se bo namreč izboljšala preglednost nacionalnih zahtev, zmanjšala birokracija in uskladile razlike med nacionalnimi pravili. To bo vlagateljem zagotovilo več izbire in zmanjšalo njihove stroške, hkrati pa bo ohranilo zaščito vlagateljev.
- Predlog uredbe o **množičnem financiranju**, o katerem se sozakonodajalca še vedno pogajata, bi platformam za množično financiranje omogočil, da zaprosijo za licenco EU na podlagi enotnega sklopa pravil, zaradi česar bi lahko svoje storitve opravljale po vsej EU. Okvir bi za podjetja, ki potrebujejo finančna sredstva, zlasti zagonska podjetja, izboljšal dostop do inovativne oblike financiranja, hkrati pa zagotovil, da bi vlagatelji lahko izkoristili učinkovite zaščitne ukrepe.

Da bi ustvarila nove kanale financiranja za podjetja, je Komisija ocenila tudi argumente za evropske zavarovane obveznice za posojila malim in srednjim podjetjem ter infrastrukturne kredite. Evropske zavarovane obveznice s spodbujanjem uporabe posojil malim in srednjim podjetjem ter infrastrukturnih posojil kot zavarovanja s premoženjem presegajo tradicionalne vrste zavarovanja, ki se uporablja za krite obveznice. Evropske zavarovane obveznice bi tako lahko izboljšale zmožnost bank za posojanje, zlasti malim in srednjim podjetjem, in s tem potencialno spodbudile rast podjetij in ustvarjanje delovnih mest. Komisija bo na podlagi nasvetov Evropskega bančnega organa, posvetovanja z zasebnimi zainteresiranimi stranmi in študije izvedljivosti še naprej ocenjevala, ali so potrebni nadaljnji ukrepi na ravni EU.

Da bi okrepila zaupanje malih vlagateljev, je Komisija ocenila distribucijo naložbenih produktov. V tej oceni je bilo ugotovljenih več izzivov, s katerimi se soočajo potrošniki, ko želijo vlagati. Nekateri od njih so se že odpravili z nedavnimi spremembami zakonodaje EU, ki izboljšujejo preglednost in krepijo zaščito malih vlagateljev. Komisija bo še naprej spremljala in ocenjevala učinkovitost in primernost regulativnega okvira za male vlagatelje, tudi pri pregledu direktive o trgih finančnih instrumentov in uredbe o paketnih naložbenih produktih za male vlagatelje in zavarovalnih naložbenih produktih.

Komisija je ocenila tudi več instrumentov, ki bi lahko malim vlagateljem pomagali sodelovati na kapitalskih trgih. **Sheme lastništva delnic za zaposlene zagotovijo malim vlagateljem nekaj izkušenj z vlaganjem v delnice.** Naložbeni varčevalni računi lahko na splošno pomagajo zmanjšati upravno breme in vlagatelje spodbujajo k udeležbi na kapitalskih trgih, k čemur

pripomorejo pregledni pogoji. Komisija bo pri oblikovanju teh instrumentov še naprej sodelovala z zasebnimi zainteresiranimi stranmi.

Komisija tudi na področju naložb na drobno **preučuje obstoječe digitalne vmesnike, temelječe na tehnologiji**, ki bi lahko posameznikom pomagali, da poiščejo primerne in stroškovno učinkovite naložbene produkte za male vlagatelje na zanesljiv, pregleden in zaupanja vreden način. V študiji, ki je predvidena pozneje letos, se bodo ocenili možni scenariji za razvoj spletnega digitalnega orodja, ki bi lahko malim vlagateljem pomagalo pri naložbenih odločitvah.

Komisija je izvedla tudi študijo o morebitnih davčnih ovirah za čezmejne naložbe pokojninskih skladov in življenjskih zavarovalnic. Komisija namerava o rezultatih študije razpravljati z državami članicami, da bi se pred uporabo pravnih sredstev prostovoljno odpravile morebitne ugotovljene ovire.

2.2. Podpora podjetjem in vlagateljem z jasnejšimi ter enostavnejšimi pravili

Komisija je predlagala pet zakonodajnih ukrepov za zagotovitev enostavnejših, jasnejših in sorazmernejših pravil za podjetnike, podjetja in finančne institucije. Evropski parlament in Svet sta sprejela ali dosegla politični dogovor o štirih predlogih, nujno pa je potreben napredek pri enem, ki je še odprt.

- **Uredba o prospektu**, ki sta jo sozakonodajalca sprejela junija 2017, zmanjšuje birokracijo za podjetja, ki iščejo možnosti financiranja, in sicer s tem, da bo priprava prospekta enostavna, hkrati pa bo ta jassen, da ga bodo vlagatelji lahko razumeli.
- Sozakonodajalca sta se februarja 2019 dogovorila o **sorazmernejših in tveganjem prilagojenih pravilih za investicijska podjetja**. Nova pravila bodo zagotovila enake konkurenčne pogoje za velike in sistemske finančne institucije, za katere bodo veljala enaka pravila in nadzor kot za banke, ter uvedla enostavnejša in manj obremenjujoča bonitetna pravila za nesistemska investicijska podjetja. Ta uravnotežen pristop bo spodbudil konkurenčnost in povečal naložbe, hkrati pa varoval finančno stabilnost.
- Decembra 2018 je bil dosežen politični dogovor o direktivi **o okvirih preventivnega prestrukturiranja, drugi priložnosti ter ukrepih za povečanje učinkovitosti postopkov prestrukturiranja, postopkov v primeru insolventnosti in postopkov za odpust dolgov**. Podjetjem v finančnih težavah, ki so sposobna uspešnega poslovanja, bo pomagala, da bodo uspešno prestrukturirana, in poštenim podjetnikom omogočila, da po stečaju dobijo še eno priložnost. To je ključno za zagotavljanje dinamičnega poslovnega okolja, ki tudi spodbuja inovacije, preprečuje nepotrebne likvidacije, izgubo znanja in delovnih mest ter preprečuje kopičenje slabih posojil.
- Sozakonodajalca sta se marca 2019 dogovorila o novih pravilih, ki bodo **olajšala financiranje prek kapitalskih trgov za mala podjetja**. Predlagana pravila bodo zmanjšala birokracijo za mala in srednje velika podjetja, ki poskušajo dostopati do „zagonskih trgov MSP“, nove kategorije mest trgovanja, namenjene malim izdajateljem, in sicer z uvedbo bolj sorazmernega pristopa v podporo uvrstitvi malih in srednje velikih podjetij na javne trge. Namen predloga je tudi ohraniti zaščito vlagateljev in celovitost trgov.
- Potrebna bo več dela, da se doseže dogovor o predlogu **uredbe o pravu, ki se uporablja za učinke odstopa terjatev za tretje osebe**. Uredba bo znatno povečala pravno varnost in s tem spodbudila čezmejne naložbe, tako da bo določila, katero nacionalno pravo se uporablja za učinke na tretje osebe, kadar pride do čezmejnega odstopa terjatev.

Tako kot dolgoročni vlagatelji imajo tudi zavarovatelji pomembno vlogo pri financiranju realnega sektorja z večjim vlaganjem v lastniški kapital. **Komisija je sprejela spremembo okvira Solventnost II za bonitetno obravnavo kvalificiranega zasebnega kapitala in dolžniških instrumentov, prodanih zaprtemu krogu vlagateljev. Poleg tega je Komisija sprejela bolj prilagojeno bonitetno obravnavo dolgoročnih naložb zavarovalnic v lastniške vrednostne papirje.** Sozakonodajalca zdaj pregledujeta predloge sprememb. Zaradi teh sprememb bodo kvalificirane naložbe zavarovateljev v zasebni kapital zdaj upravičene do nižje kapitalske zahteve, zlasti kadar se take naložbe štejejo za dolgoročni lastniški kapital. Poleg tega v novih pravilih za dolžniške instrumente, prodane zaprtemu krogu vlagateljev, Komisija dopušča alternative uporabi zunanjih bonitetnih ocen za izračun kapitalskih zahtev. S tem se bodo odpravile sedanje slabosti dolžniških instrumentov, prodanih zaprtemu krogu vlagateljev, v primerjavi s podjetniškimi obveznicami naložbenega razreda.

Komisija je pregledala delovanje trgov podjetniških obveznic v EU. Podjetniške obveznice so za večja podjetja pomemben način zbiranja dolžniških finančnih sredstev v večjem obsegu. Čeprav se je izdaja podjetniških obveznic, ki so jih izdala nefinančna podjetja, v zadnjem desetletju v EU povečala, ima ta instrument še vedno neizkoriščen potencial za financiranje podjetij. Komisija je ustanovila strokovno skupino, da bi ocenila trge podjetniških obveznic v EU. Njen mandat je bil zagotoviti medtržno analizo trgov podjetniških obveznic in dati priporočila o tem, kako izboljšati njihovo delovanje. Komisija je na podlagi priporočil strokovne skupine že sprejela ukrepe, kot je sprejetje zakonodajnega predloga o spodbujanju uvrščanja MSP na javne trge, da se zmanjša upravno breme za izdajatelje podjetniških obveznic. Ocena trgov podjetniških obveznic bo po potrebi prav tako vključena v prihodnje preglede zakonodaje EU.

Komisija se je zavezala tudi, da bo določila in spodbujala dobre prakse za prodaje zaprtemu krogu vlagateljev. Trgi za prodaje zaprtemu krogu vlagateljev lahko povečajo razpoložljivost financiranja za srednje velika podjetja, ki ne kotirajo na borzi. Študija¹⁰ je pokazala, da bi lahko imele prodaje dolžniških instrumentov zaprtemu krogu institucionalnih vlagateljev v prihodnosti večjo vlogo pri financiranju srednje velikih podjetij. Prav tako je poudarila velik potencial rasti prodaj zaprtemu krogu vlagateljev v EU zaradi novih domačih trgov in povečanja čezmejnih dejavnosti. Na podlagi ugotovitev študije Komisija spodbuja države članice, naj podprejo razvoj prodaj zaprtemu krogu vlagateljev kot alternativnega vira financiranja.

Poleg ukrepov, ki jih je Komisija že sprejela, obstaja več potekajočih ukrepov, ki bodo podlaga za prihodnje delo Komisije. Ti vključujejo **študijo o finančnih storitvah za dobavne verige** in **študijo za oceno stanja glede vključenosti MSP v raziskave in učinka novih pravil direktive o trgih finančnih instrumentov v zvezi z ločevanjem plačil za raziskave od drugih storitev.**

Da bi izkoristili potencial inovacij, je Komisija **strokovno skupino¹¹ zaprosila tudi, naj oceni pravila za inovativne poslovne modele in tehnologije.** Rezultate študij in analiz je še treba pregledati, nato pa bo Komisija odločala o morebitnih nadaljnjih ukrepih.

Evropski svet za inovacije (EIC), ki je zdaj v končni fazi pilotnega projekta, bo združil sheme EU v sistem „vse na enem mestu“ za potencialne inovatorje z visokim potencialom, ki bo prilagojen potrebam prodornih in prelomnih inovacij. EIC, ki naj bi začel v celoti delovati v okviru naslednjega programa EU za raziskave in inovacije Obzorje Evropa, bo zagotovil nepovratna sredstva in mešano

¹⁰ Glej [spletno stran Komisije o trgih EU za prodajo zaprtemu krogu vlagateljev](#).

¹¹ Strokovna skupina za regulativne ovire za finančne inovacije.

financiranje (kombinacijo nepovratnih sredstev in lastniškega kapitala) za premostitev tržnih vrzeli pri financiranju inovacij z visokim tveganjem in privabljanju zasebnih naložb.

Stabilno naložbeno okolje je ključnega pomena za spodbujanje več naložb v EU. Komisija je 19. julija 2018 sprejela sporočilo, v katerem je pojasnila, kako zakonodaja EU varuje naložbe in kako lahko vlagatelji svoje pravice iz prava EU uveljavljajo pred državnimi upravami in sodišči¹².

Zaščita naložb je zaradi sodbe Achmea z dne 6. marca 2018 postala še pomembnejša. To je potrdilo stališče Komisije, da se vlagatelji iz EU ne morejo opirati na bilateralne investicijske pogodbe znotraj EU in zlasti da je arbitražno reševanje sporov med vlagatelji in državo v teh pogodbah nezdržljivo z zakonodajo EU. Po dialogu med Komisijo in državami članicami so se januarja 2019 vse države članice zavezale, da bodo odpovedale bilateralne investicijske pogodbe znotraj EU, večina držav članic pa se je zavezala, da bo sprejela ukrepe za zagotovitev, da se Pogodba o energetski listini ne more uporabiti kot podlaga za arbitražno reševanje sporov med vlagatelji in državami članicami EU.

2.3. Učinkovitejši nadzor kapitalskih trgov EU

Komisija je predlagala dva zakonodajna ukrepa za zagotovitev bolj povezanega in učinkovitega nadzora kapitalskih trgov, ki je osrednjega pomena za unijo kapitalskih trgov ter potreben za večje finančno povezovanje in večjo delitev tveganj v zasebnem sektorju. O enem predlogu je bil dosežen politični dogovor, nujno pa je potreben napredek pri enem, ki je še odprt.

- Prenovljena pravila za **strožji nadzor centralnih nasprotnih strank**, dogovorjena marca 2019, za okrepitev finančne stabilnosti EU. S to reformo se bo zagotovilo, da je nadzorni okvir EU dovolj stabilen, da lahko predvidi in zmanjša tveganje, ki izhaja iz centralnih nasprotnih strank EU in sistemskih centralnih nasprotnih strank, ki niso iz EU in opravljajo storitve za stranke EU.
- Dosežen je bil velik napredek v pogajanjih o reformi **evropskih nadzornih organov, da bi evropski finančni nadzor postal močnejši in bolj povezan**, ter o predlogu za **okrepitev nadzornega okvira za preprečevanje pranja denarja in financiranja terorizma**, s katerim se je septembra 2018 spremenil prvotni predlog¹³. **Komisija poziva Evropski parlament in države članice, naj čim prej dosežejo politični dogovor, in je pripravljena še naprej podpirati ta cilj.**

Učinkovit nadzor je pomemben za spodbujanje naložb malih vlagateljev, saj morajo biti varčevalci prepričani, da morebitna naložba zagotavlja ustrezno donosnost glede na raven prevzetega tveganja. **Januarja 2019 so trije evropski nadzorni organi na zahtevo Komisije objavili rezultate svoje prve celovite analize stroškov in uspešnosti** glavnih kategorij naložbenih produktov za varčevalce, npr. vzajemnih skladov, zavarovalnih, pokojninskih in strukturiranih produktov. Prvi rezultati predstavljajo osnovo za prihodnje ocene in nadaljnji razvoj zahtev za poročanje, vključno z morebitno razširitvijo obsega in izboljšanjem metodologije, kjer je to primerno.

¹² Sporočilo Komisije Evropskemu parlamentu in Svetu „Zaščita naložb znotraj EU“, COM(2018) 547 final.

¹³ Komisija je predložila predlog o spremembi prvotnega predloga o evropskih nadzornih organih, katerega cilj je združiti pooblastila Evropskega bančnega organa za preprečevanje pranja denarja v zvezi s finančnim sektorjem in okrepiti njegov mandat, da se zagotovi, da so tveganja pranja denarja učinkovito in dosledno pod nadzorom vseh zadevnih pristojnih organov ter da zadevni organi sodelujejo in si izmenjujejo informacije.

2.4. Financiranje trajnostne rasti

Komisija je sprejela tri zakonodajne predloge, da bi finančni sektor EU lahko imel vodilno vlogo pri razvoju podnebno nevtralnega krožnega gospodarstva, ki gospodarneje izkorišča vire in je odporno na podnebne spremembe. **Evropski parlament in Svet sta dosegla politični dogovor o dveh zakonodajnih predlogih, dodaten napredek pa je potreben pri enem od treh.**

- Sozakonodajalca še vedno razpravljata o **enotnem klasifikacijskem sistemu EU** (taksonomiji), da bi določili, katere gospodarske dejavnosti so okoljsko trajnostne. To bo vlagateljem in drugim gospodarskim subjektom zagotovilo jasnost glede dejavnosti, ki se lahko štejejo za „zelene“. Prav tako bo podlaga za standarde in oznake za trajnostne finančne produkte. Komisija je predlagala, da se do konca leta 2021 oceni ustreznost razširitve taksonomije na druge cilje glede trajnosti, zlasti na socialne cilje.
- Marca 2019 je bil dosežen politični dogovor o uredbi o **razkritjih, povezanih z naložbami v trajnostno rast in tveganji glede trajnosti**. Nova pravila bodo zagotovila doslednost in jasnost glede tega, kako naj institucionalni vlagatelji vključijo okoljske, socialne in upravljaške dejavnike (ESG) v svoje procese sprejemanja naložbenih odločitev. Prav tako bodo povečala preglednost naložbenih strategij ESG za končne vlagatelje.
- Sozakonodajalca sta februarja 2019 dosegla tudi politični dogovor o uredbi glede **referenčnih vrednosti EU za podnebni prehod in referenčnih vrednosti, usklajenih s Pariškim sporazumom**. Ti novi tržni standardi bodo odražali ogljični odtis podjetij in vlagateljem zagotavljali jasnejše informacije o tem, kako njihove naložbe prispevajo k boju proti podnebnim spremembam.

Potekajo tudi številni nezakonodajni ukrepi na področju trajnostnega financiranja. Ti vključujejo pripravo taksonomije s strani strokovne skupine za trajnostno financiranje, da se opredelijo okoljsko trajnostne gospodarske dejavnosti, ki bodo podlaga za zakonodajni postopek v zvezi s predlogom Komisije za enoten klasifikacijski sistem EU; poročilo strokovne skupine za razkritja v zvezi s podnebjem; ter tehnično delo v zvezi s standardom EU za zelene obveznice. Komisija na podlagi poročila strokovne skupine posodablja tudi nezavezujoče smernice o nefinančnih informacijah podjetij in jih bo objavila do sredine leta 2019. Prav tako poteka priprava podlage za prihodnji znak EU za okolje za finančne produkte ter ocene, skupaj z Evropskim organom za vrednostne papirje in trge, ali bi bilo treba trajnost vključiti v bonitetne ocene. Evropski bančni organ, Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine ter Evropski odbor za sistemska tveganja analizirajo tudi izvedljivost vključitve trajnosti v bonitetne zahteve.

2.5. Lokalni kapitalski trgi

Glavni cilj unije kapitalskih trgov je spodbujanje lokalnih kapitalskih trgov. Močni lokalni trgi zlasti koristijo srednje velikim podjetjem, ki so dovolj velika, da lahko izkoristijo lokalne kapitalske trge, vendar so premajhna za iskanje kapitala zunaj meja. Geografska bližina znižuje transakcijske stroške, pomaga premostiti kulturne ovire za podjetnike in vlagateljem pomaga razumeti podjetja, ki jih finančno podpirajo. Prav tako povečuje možnosti za produktivno uporabo lokalnih prihrankov.

Razvoj lokalnih kapitalskih trgov zahteva dopolnilne ukrepe na ravni držav članic, čezmejne in regionalne pobude ter ukrepe na ravni EU. Veliko ukrepov se izvaja na nacionalni ravni, vključno z nacionalnimi strateškimi načrti za razvoj kapitalskih trgov, izboljšanje poslovnega okolja ter javno podporo za dostop do financiranja. Podporna služba Komisije za strukturne reforme je zagotovila

tehnično podporo za te nacionalne pobude. Regionalno sodelovanje se spodbuja, da se odprejo trgi in spodbujajo čezmejne povezave, olajša trgovanje s tretjimi državami in spodbujajo naložbe ter tako tržne infrastrukture povežejo z regionalno uskladitvijo pravil. Na ravni EU finančni instrumenti, ki jih ponuja Evropska investicijska banka, prispevajo k razvoju lokalnih kapitalskih trgov s povečanjem razpoložljivosti finančnih produktov in odpravljanjem vrzeli v financiranju malih in srednjih podjetij.

3. SKLEPI

Komisija je sprejela ukrepe, kot se je zavezala na začetku mandata in v vmesnem pregledu, s katerimi je vzpostavila gradnike unije kapitalskih trgov. Ti zakonodajni in nezakonodajni ukrepi so pomemben korak k učinkovitejšim in likvidnejšim kapitalskim trgov v EU, kjer lahko podjetja in vlagatelji pod enakimi pogoji dostopajo do tržnega financiranja ne glede na to, kje na enotnem trgu se fizično nahajajo. Z omogočanjem, da vlagatelji in podjetja dostopajo do naložb in financiranja prek meja, unija kapitalskih trgov izboljšuje delitev tveganj v zasebnem sektorju, zmanjšuje tveganja v finančnem sistemu in pomaga blažiti gospodarske šoke v euroobmočju in zunaj njega. Dobro povezani kapitalski trgi krepijo enotni trg, podpirajo agendo za prosto in pravično trgovino ter prispevajo k temu, da EU predstavlja še bolj privlačen cilj za naložbe v spreminjajočem se in vse bolj zapletenem geopolitičnem okolju.

V tem mandatu je Komisija tesno sodelovala z Evropskim parlamentom in Svetom ter dosegla precejšen napredek pri številnih predlogih. Pomembno je, da si sozakonodajalca še naprej prizadevata zagotoviti, da se čim prej sprejme vsa zakonodaja, ki je še v obravnavi. Komisija bo še naprej podpirala ta prizadevanja. Vendar zakonodaja sama po sebi ne bo zagotovila unije kapitalskih trgov. Države članice, nacionalni organi in zasebne zainteresirane strani imajo ključno vlogo pri njenem oblikovanju.

Čeprav se učinki ukrepov Komisije že kažejo, bo trajalo še nekaj časa, da se bodo v celoti občutili tudi v praksi. Vendar je jasno, da je za dinamično unijo kapitalskih trgov, ki bo vzpostavljena v EU, potrebnega še več dela. Zagotovo bodo morali prihodnji ukrepi odražati vpliv izstopa Združenega kraljestva iz EU na kapitalске trge ter druge kratkoročne ali srednjeročne gospodarske in družbene izzive. Ti vključujejo temeljne – in najverjetneje hitre – spremembe, ki izhajajo iz razogljičenja gospodarstva in spreminjajočega se podnebja, ter tehnološki razvoj.

Evropski svet se poziva, naj obnovi svojo zavezanost uniji kapitalskih trgov in podpre ta prizadevanja za naslednjo strateško agendo. To je bistvenega pomena za enotni trg, ekonomsko in monetarno unijo ter močan evro in nenazadnje za globalno konkurenčnost EU.

4. PREGLED NAPREDKA V ZVEZI Z ZAKONODAJNIMI DOKUMENTI O UNIJI KAPITALSKIH TRGOV

OPIS POLITIKE		
	Evropski parlament	Svet Evropske unije
UNIJA KAPITALSKIH TRGOV		
Listinjenje	Sprejeto	Sprejeto
Prospekt	Sprejeto	Sprejeto
Evropski skladi tveganega kapitala (EuVECA)	Sprejeto	Sprejeto
Vseevropski osebni pokojninski produkt (PEPP)	Politični dogovor	Politični dogovor
Krite obveznice	Politični dogovor	Politični dogovor
Množično financiranje	Pogajalski mandat	Ni dogovora
Čezmejna distribucija kolektivnih investicijskih skladov	Politični dogovor	Politični dogovor
Pregled investicijskih podjetij	Politični dogovor	Politični dogovor
Preventivno prestrukturiranje, druga priložnost in učinkovitost postopkov	Politični dogovor	Politični dogovor
Spodbujanje zagonskih trgov MSP	Politični dogovor	Politični dogovor
Pravo, ki se uporablja za učinke odstopa terjatev za tretje osebe	Pogajalski mandat	Ni dogovora
Pregled evropskih nadzornih organov, vključno z okrepljenimi pravili za preprečevanje pranja denarja.	Pogajalski mandat	Pogajalski mandat
Uredba o infrastrukturi evropskega trga (nadzor)	Politični dogovor	Politični dogovor
FINANCIRANJE TRAJNOSTNEGA RAZVOJA		
Financiranje trajnostnega razvoja: Taksonomija	Ni dogovora	Ni dogovora
Financiranje trajnostnega razvoja: razkritje	Politični dogovor	Politični dogovor
Financiranje trajnostnega razvoja: nizke in ugodne emisije ogljika	Politični dogovor	Politični dogovor

DRUGI PREDLOGI, POMEMBNI ZA UNIJO KAPITALSKIH TRGOV**Skupna konsolidirana osnova za davek od dohodkov pravnih oseb**

Poročilo sprejeto

Ni dogovora

Uredba o infrastrukturi evropskega trga (REFIT)

Politični dogovor

Politični dogovor

Sanacija in reševanje centralnih nasprotnih strank

Pogajalski mandat

Ni dogovora