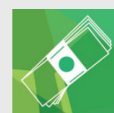


Ειδική έκθεση

Ένωση Κεφαλαιαγορών: αργή εκκίνηση προς έναν φιλόδοξο στόχο



ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ
ΕΛΕΓΚΤΙΚΟ
ΣΥΝΕΔΡΙΟ

Περιεχόμενα

	Σημείο
Σύνοψη	I-X
Εισαγωγή	01-12
Οι στόχοι της Ένωσης Κεφαλαιαγορών	06-09
Ρόλοι και αρμοδιότητες στην Ένωση Κεφαλαιαγορών	10-12
Εμβέλεια και τρόπος προσέγγισης του ελέγχου	13-19
Παρατηρήσεις	20-124
Τα μέτρα της Επιτροπής δεν έχουν μέχρι στιγμής επιδράσει καταλυτικά στη τη διαφοροποίηση των επιλογών χρηματοδότησης των ΜΜΕ	20-50
Μερικά τα αποτελέσματα όσον αφορά τη στήριξη της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και ιδίων κεφαλαίων	26-33
Η πρόσβαση των ΜΜΕ στις δημόσιες αγορές πρέπει να βελτιωθεί	34-39
Περιορισμένος ο αντίκτυπος στην άρση των φραγμών στην πληροφόρηση	40-43
Οι δράσεις που θα ενθάρρυναν περαιτέρω τον τραπεζικό δανεισμό υπέρ των ΜΜΕ δεν είχαν απτά αποτελέσματα	44-50
Αδυναμίες των προσπαθειών ανάπτυξης τοπικών κεφαλαιαγορών	51-78
Έλλειψη συνολικής στρατηγικής για την ανάπτυξη τοπικών κεφαλαιαγορών	57-58
Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο δεν αξιοποιείται στο έπακρο, προκειμένου να προαγάγει τις μεταρρυθμίσεις των κεφαλαιαγορών	59-65
Η τεχνική στήριξη χαίρει ευρείας εκτίμησης, αλλά δεν έχει ακόμη αποφέρει αποτελέσματα	66-78
Η Επιτροπή ανέλαβε ορισμένες δράσεις στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της, αλλά δεν εξάλειψε πλήρως σημαντικούς διασυννοριακούς φραγμούς	79-99
Η Επιτροπή θα μπορούσε να είχε κάνει περισσότερα για την προώθηση της χρηματοοικονομικής παιδείας στις ΜΜΕ	82-86
Τα μέτρα της Επιτροπής είναι απίθανο να οδηγήσουν σε ουσιαστική σύγκλιση των διαδικασιών αφερεγγυότητας	87-92

Η Επιτροπή εξέδωσε έναν άρτιο κώδικα δεοντολογίας για την παρακράτηση φόρου στην πηγή, που όμως δεν είναι δεσμευτικός	93-99
Η Ένωση Κεφαλαιαγορών δεν διέθετε ένα πειστικό πλαίσιο επιδόσεων	100-124
Οι στόχοι της Ένωσης Κεφαλαιαγορών ήταν μάλλον ασαφείς και οι προτεραιότητες τέθηκαν με καθυστέρηση	101-106
Τα μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών δεν μπορούσαν να εκπληρώσουν ρεαλιστικά τις υψηλές προσδοκίες που έθεσε η Επιτροπή	107-114
Η Επιτροπή δεν παρακολουθούσε τακτικά τη συνολική πρόοδο όσον αφορά την επίτευξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών	115-124

Συμπεράσματα και συστάσεις 125-139

Παραρτήματα

Παράρτημα I - Επισκόπηση των σχετικών με την Ένωση Κεφαλαιαγορών ελεγχθέντων έργων στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ, 2017-2018

Παράρτημα II - Σχέδιο δράσης της Επιτροπής για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015 και προηγούμενες δράσεις - επιλεγμένες δράσεις που στόχευαν στην πρόσβαση σε χρηματοδότηση

Παράρτημα III - Μέτρα της Ένωσης Κεφαλαιαγορών για την ανάπτυξη των τοπικών κεφαλαιαγορών

Παράρτημα IV - Επισκόπηση ευθέως συναφών ΣΑΧ που εκδόθηκαν για όλα τα κράτη μέλη, 2014-2019

Παράρτημα V - Επισκόπηση ευθέως συναφών και ευρύτερων ΣΑΧ που εκδόθηκαν για κράτη μέλη με λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, 2016-2019

Παράρτημα VI - Επισκόπηση των νομοθετικών μέτρων για την Ένωση Κεφαλαιαγορών ως είχαν τον Ιούλιο του 2020

Ακρωνύμια και συντομογραφίες

Γλωσσάριο

Απαντήσεις της Επιτροπής

Κλιμάκιο ελέγχου

Χρονογραμμή

Σύνοψη

I Η Ένωση Κεφαλαιαγορών είναι μια πρωτοβουλία μεγάλης κλίμακας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, η οποία δρομολογήθηκε επίσημα με το σχέδιο δράσης της το 2015. Κύριος στόχος της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι η δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς κεφαλαίων, στο πλαίσιο της οποίας οι επιχειρήσεις, ιδίως οι ΜΜΕ, θα έχουν καλύτερη πρόσβαση σε μη τραπεζική χρηματοδότηση και οι τοπικές κεφαλαιαγορές θα αποκτήσουν βάθος και θα ενοποιηθούν περαιτέρω. Με τη συμπλήρωση της τραπεζικής χρηματοδότησης, την ενίσχυση του επιμερισμού του κινδύνου του ιδιωτικού τομέα και τη διασφάλιση της συνολικής μείωσης του κινδύνου, η Ένωση Κεφαλαιαγορών αναμένεται να οδηγήσει σε ένα σταθερότερο χρηματοοικονομικό σύστημα, καλύτερα εξοπλισμένο για την τόνωση της ανάπτυξης, τη δημιουργία θέσεων απασχόλησης και την αύξηση της ελκυστικότητας της Ευρώπης για ξένες επενδύσεις.

II Το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015 και η ενδιάμεση επανεξέταση του 2017, περιλάμβαναν πλήθος μέτρων, τα οποία αναμενόταν να είχαν σωρευτικά ως αποτέλεσμα τη θεμελίωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών έως το τέλος του 2019. Δεδομένης της υψηλής προτεραιότητας που αποδίδεται στην εν λόγω εμβληματική πρωτοβουλία από την Επιτροπή και τα ενδιαφερόμενα μέρη, θεωρούμε τη χρονική συγκυρία της δημοσίευσης της παρούσας έκθεσης κατάλληλη ώστε να υποστηριχθεί η περαιτέρω εξέλιξη της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Στο πλαίσιο της έκθεσής μας εξετάζεται το αν η Επιτροπή έφερε ικανοποιητικά εις πέρας τον ρόλο της και αναδεικνύονται ζητήματα που ενδέχεται να επηρεάσουν την επιτυχία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών στο παρόν και στο μέλλον.

III Στο πλαίσιο του ελέγχου εξετάστηκε κατά πόσον η Επιτροπή σημείωσε επιτυχία όσον αφορά τα μέτρα που έλαβε για την οικοδόμηση μιας αποτελεσματικής Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Πρόκειμένου να απαντήσουμε στο ως άνω συνολικό ερώτημα, αξιολογήσαμε κατά πόσον η Επιτροπή είχε επιτύχει τους στόχους της για περαιτέρω διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, αν είχε λάβει αποτελεσματικά μέτρα για την επαρκή προώθηση περισσότερο ενοποιημένων και βαθύτερων κεφαλαιαγορών, αν είχε εξαλείψει τους διασυννοριακούς φραγμούς για τους συμμετέχοντες στην αγορά και αν είχε σχεδιάσει και παρακολουθήσει δεόντως το εγχείρημα της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

IV Το γενικό συμπέρασμά μας είναι ότι η Επιτροπή κατέβαλε μεν προσπάθειες για την επίτευξη του δύσκολου στόχου της οικοδόμησης μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών, τα αποτελέσματα όμως αναμένονται ακόμη. Πολλά από τα μέτρα που είχε τη δυνατότητα να λάβει η Επιτροπή στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της κάλυπταν τομείς με περιορισμένη εμβέλεια σε σχέση με τους επιδιωκόμενους στόχους της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Εκ της φύσεώς τους, τα μέτρα αυτά (παραδείγματος χάριν, μη δεσμευτικά μέτρα όπως η διενέργεια αναλύσεων για την προώθηση βέλτιστων πρακτικών) δεν έχουν καταφέρει να λειτουργήσουν ως καταλύτης για την ουσιαστική πρόοδο προς την επίτευξη της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Ένας ακόμη περιορισμός που αντιμετωπίζει η Επιτροπή είναι ότι πολλές από τις βασικές δράσεις μπορούν να αναληφθούν είτε αποκλειστικά από τα κράτη μέλη είτε με την πλήρη στήριξή τους.

V Τα μέτρα, που αποσκοπούσαν στη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, κάλυπταν ζητήματα πολύ περιορισμένης εμβέλειας ώστε να λειτουργήσουν ως κίνητρο και καταλύτης για μια διαρθρωτική στροφή προς την ενίσχυση της χρηματοδότησης από την αγορά στην ΕΕ και είχαν περιορισμένο μόνο αντίκτυπο. Επιπλέον, η νομοθεσία περί τιτλοποιήσεων, αν και αποτέλεσε θετικό βήμα, δεν έχει ακόμη επιφέρει την αναμενόμενη ανάκαμψη στην ευρωπαϊκή αγορά τιτλοποιήσεων έπειτα από τη χρηματοπιστωτική κρίση και δεν βοήθησε τις τράπεζες να αυξήσουν την δανειοδοτική ικανότητά τους, προς όφελος των ΜΜΕ, μεταξύ άλλων. Οι συναλλαγές παραμένουν επικεντρωμένες σε παραδοσιακές κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού (δηλαδή στεγαστικά δάνεια, δάνεια αυτοκινήτου) και μόνο σε ορισμένα κράτη μέλη.

VI Όσον αφορά την ανάπτυξη των τοπικών κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή αξιοποίησε τον συντονιστικό της ρόλο στο πλαίσιο της διαδικασίας του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου. Ωστόσο, δεν ανέπτυξε μια ολοκληρωμένη και σαφή ενωσιακή στρατηγική, ενώ δεν είχε εισηγηθεί την υλοποίηση σχετικών μεταρρυθμίσεων σε όλα εκείνα τα κράτη μέλη με λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές. Η Επιτροπή χρησιμοποίησε το Πρόγραμμα Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων (ΠΣΔΜ) που βασίζεται στη ζήτηση, για τη χρηματοδότηση, μεταξύ άλλων, έργων που σχετίζονται με την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Παρόλο που η λογική παρέμβασης του ΠΣΔΜ δεν είχε επισήμως ως προσανατολισμό την κάλυψη συγκεκριμένων αναγκών των κεφαλαιαγορών της ΕΕ, οι στόχοι της Ένωσης Κεφαλαιαγορών καλύπτονταν στο επίπεδο των έργων. Εντούτοις, η προσέγγιση βάσει ζήτησης δεν ευνόησε την παροχή σε όλα τα κράτη μέλη στήριξης που να ανταποκρίνεται στις ανάγκες τους και τα αποτελέσματά της δεν είναι ακόμη ορατά.

VII Σημειώνουμε ότι το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών δεν επέφερε δραστικές αλλαγές όσον αφορά την άρση των κύριων φραγμών που παρεμποδίζουν τις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων. Οι φραγμοί αυτοί απορρέουν συχνά από την εθνική νομοθεσία, όπως αυτή που διέπει τους τομείς του δικαίου της αφερεγγυότητας και της παρακράτησης φόρου στην πηγή, ή από την έλλειψη χρηματοοικονομικής παιδείας. Η πρόοδος όσον αφορά την αντιμετώπιση των φραγμών ήταν περιορισμένη, εν μέρει εξαιτίας της απουσίας στήριξης από τα κράτη μέλη.

VIII Όσον αφορά τον σχεδιασμό της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, οι στόχοι της δεν ήταν πάντοτε αρκετά συγκεκριμένοι και μετρήσιμοι. Παράλληλα, δεν είχαν οριστεί προτεραιότητες πριν από την έναρξη του εγχειρήματος. Η παρακολούθηση της Επιτροπής περιοριζόταν στην πορεία εξέλιξης των νομοθετικών μέτρων. Δεν παρακολουθούσε τακτικά και με συνέπεια την πρόοδο προς την επίτευξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

IX Προκειμένου να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα του εγχειρήματος της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, συνιστούμε στην Επιτροπή:

- α) να προτείνει καλά στοχευμένες δράσεις για την περαιτέρω διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜΜΕ στις κεφαλαιαγορές·
- β) να προωθήσει βαθύτερες και καλύτερα ενοποιημένες τοπικές κεφαλαιαγορές με των άλλων χωρών·
- γ) να καταργήσει τους κύριους διασυνοριακούς φραγμούς στις επενδύσεις·
- δ) να αναπτύξει τους ειδικούς στόχους, τα μέτρα καίριας σημασίας και την παρακολούθηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

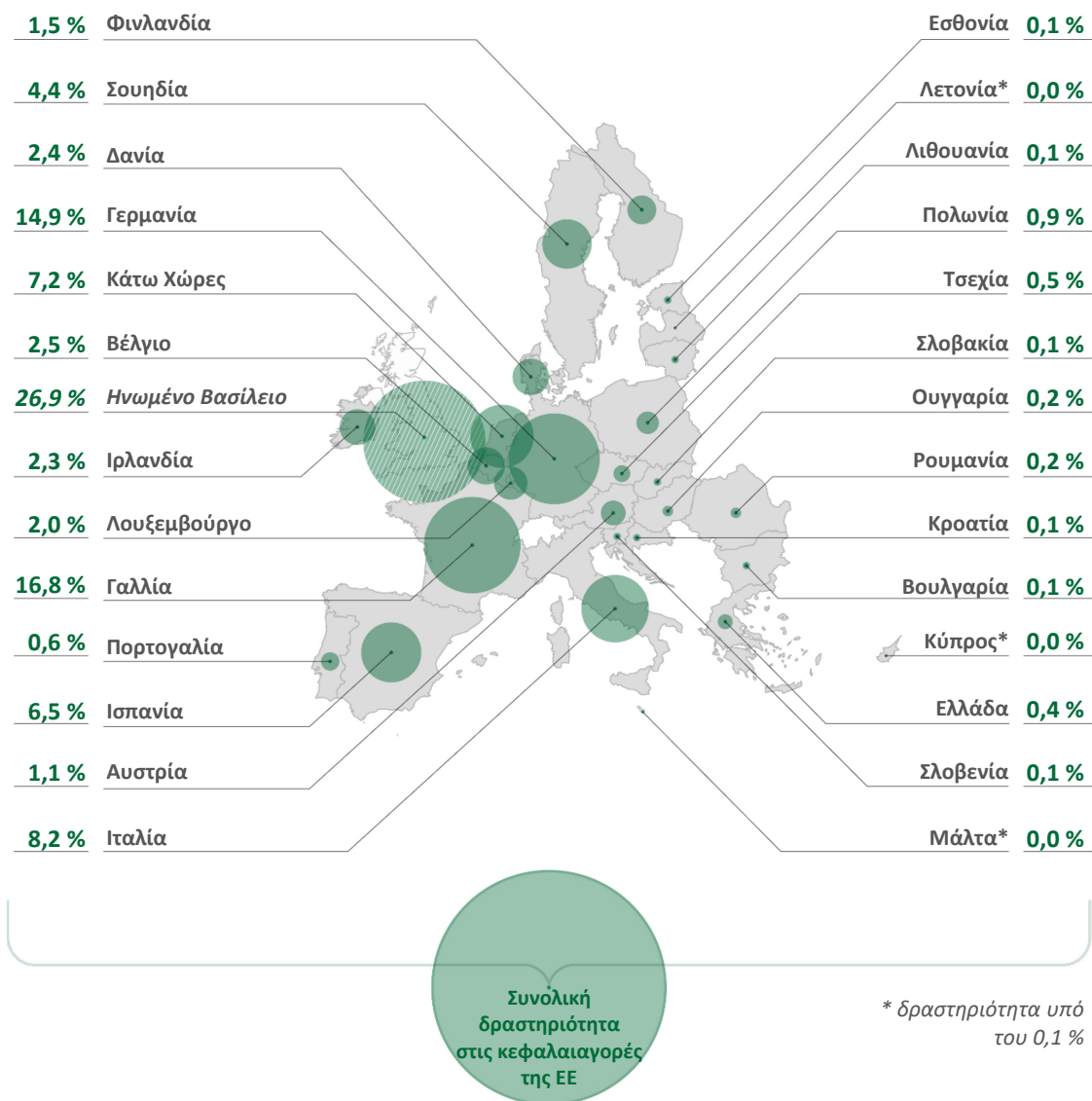
X Καλούμε επίσης το Συμβούλιο να εξετάσει με ποιον τρόπο θα εξελίξει την πρόταση της Επιτροπής για την αντιμετώπιση της ασύμμετρης φορολογικής μεταχείρισης μεταξύ ιδίων και δανειακών κεφαλαίων.

Εισαγωγή

01 Η ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων αποτελεί μία από τις τέσσερις ελευθερίες -μαζί με την ελεύθερη κυκλοφορία αγαθών, υπηρεσιών και εργαζομένων- και βασικό στόχο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η σημασία και τα οφέλη της δημιουργίας μιας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς αποτελούν αντικείμενο συζήτησης εδώ και χρόνια, μεταξύ άλλων στην έκθεση Segré του 1966, στην έκθεση Lamfalussy του 2001 και σε παλαιότερες ανακοινώσεις της Επιτροπής (παραδείγματος χάριν του 1996, του 1998 και του 2011). Παρά τις εξελίξεις που έχουν σημειωθεί ως προς την ανάπτυξη και την ενοποίηση των κεφαλαιαγορών από την άποψη του πεδίου εστίασης, του βεληνεκού και των προκλήσεων που αντιμετωπίζουν, η ΕΕ δεν έχει ακόμη καταφέρει να εδραιώσει εύρυθμες και ενοποιημένες κεφαλαιαγορές.

02 Όσον αφορά την κεφαλαιοποίηση, τη ρευστότητα και το βάθος των τοπικών κεφαλαιαγορών, υπάρχουν γεωγραφικές αποκλίσεις μεταξύ των κρατών μελών. Τα κράτη μέλη της Δύσης και του Βορρά τείνουν να έχουν βαθύτερες κεφαλαιαγορές και αυτοενισχυόμενους κεφαλαιακούς κόμβους, ενώ τα κράτη μέλη στην Ανατολή και στον Νότο υστερούν (βλέπε [γράφημα 1](#)). Μέχρι τώρα, το Λονδίνο ήταν ο σημαντικότερος χρηματοοικονομικός κόμβος της ΕΕ. Η αποχώρηση του Ηνωμένου Βασιλείου από την ΕΕ αποτελεί μια πρόκληση για το εγχείρημα της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

Γράφημα 1 - Μέγεθος των κεφαλαιαγορών ανά χώρα βάσει του μέσου μεριδίου της συνολικής δραστηριότητας σε 23 διαφορετικούς τομείς την τριετία μέχρι το 2019 (μέσος όρος), σε %



Πηγή: ΕΕΣ, βάσει των Δεδομένων του «NEW FINANCIAL», Σεπτέμβριος 2020.

03 Παρά τις προσπάθειες που καταβλήθηκαν στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, οι οικονομίες των περισσότερων κρατών μελών της ΕΕ εξακολουθούν να εξαρτώνται περισσότερο από την τραπεζική χρηματοδότηση και λιγότερο από τη χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές (π.χ. ιδιωτικά κεφάλαια, κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, ομόλογα). Οι ΜΜΕ στην Ευρώπη προκρίνουν τη συγκριτικά οικονομικότερη τραπεζική χρηματοδότηση, με την οποία τους παρέχεται η δυνατότητα να διατηρούν την πλήρη κυριότητα της επιχείρησής τους. Αν και η σημασία της μη τραπεζικής χρηματοδότησης αναδείχθηκε αισθητά την τελευταία δεκαετία, το 2018 τα τραπεζικά δάνεια εξακολουθούσαν να αντιπροσωπεύουν το 45 % περίπου της συνολικής χρηματοδότησης του χρέους των μη

χρηματοοικονομικών εταιρειών στη ζώνη του ευρώ, σημειώνοντας πτώση από περίπου 60 % το 2007¹. Η παράδοση και η παγιωμένη νοοτροπία αποτελούν σημαντικούς παράγοντες εν προκειμένω, όπως φανερώνει η εγχώρια μεροληψία (δηλαδή η τάση επένδυσης του μεγαλύτερου μέρους του χαρτοφυλακίου σε εγχώρια περιουσιακά στοιχεία). Η έλλειψη εύκολα διαθέσιμων πληροφοριών σχετικά με τις εταιρείες, αλλά και τα ανεπαρκή επίπεδα χρηματοοικονομικής παιδείας αποτελούν περαιτέρω φραγμούς που περιορίζουν τη ζήτηση των επενδυτών για μέσα κεφαλαιαγοράς.

04 Η Ένωση Κεφαλαιαγορών είναι μια πρωτοβουλία μεγάλης κλίμακας της Επιτροπής, η οποία δρομολογήθηκε επίσημα με το σχέδιο δράσης της Επιτροπής το 2015. Αυτό το εμβληματικό εγχείρημα ανακοινώθηκε στο πλαίσιο των δέκα προτεραιοτήτων πολιτικής της Επιτροπής και αποτελεί στοιχείο του τρίτου πυλώνα του επενδυτικού σχεδίου για την Ευρώπη, το οποίο αποσκοπούσε στη βελτίωση του επενδυτικού περιβάλλοντος. Η Ένωση Κεφαλαιαγορών αποσκοπεί στη συμπλήρωση της τραπεζικής ένωσης μέσω της ενίσχυσης του επιμερισμού των κινδύνων του ιδιωτικού τομέα και της εξασφάλισης μειωμένου συνολικού κινδύνου, και, εν τέλει, στην ενδυνάμωση της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης (ONE).

05 Σήμερα, η ανάγκη ύπαρξης μιας Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι επιτακτικότερη από ποτέ άλλοτε. Με το Brexit εντάθηκε η πολιτική ανάγκη οικοδόμησης βαθύτερων και περισσότερο ενοποιημένων κεφαλαιαγορών στην ΕΕ, καθώς το Ηνωμένο Βασίλειο, η μεγαλύτερη και βαθύτερη κεφαλαιαγορά και το σημαντικότερο ευρωπαϊκό κέντρο χρηματοδότησης νεοφυών επιχειρήσεων, αποχώρησε επίσημα από την ΕΕ στις 31 Ιανουαρίου 2020. Επιπλέον, ο παγκόσμιος ανταγωνισμός αυξάνεται, όπως διαφαίνεται από περιπτώσεις όπως αυτή καινοτόμων ευρωπαϊκών ΜΜΕ που εγκαταλείπουν την ΕΕ αναζητώντας καλύτερη χρηματοδότηση και ένα ευνοϊκότερο περιβάλλον για τη χρηματοδότηση ταχέως αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων. Τους τελευταίους μήνες, η Επιτροπή συμπεριέλαβε ως έναν ακόμη παράγοντα στο αφήγημά της υπέρ της Ένωσης Κεφαλαιαγορών την οικονομική αβεβαιότητα που προκάλεσε η πανδημία της COVID 19, υποστηρίζοντας ότι η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα μπορούσε δυναμικά να κινητοποιήσει ιδιωτική χρηματοδότηση και να επιταχύνει την ανάκαμψη της οικονομίας.

¹ ΕΕΣ βάσει της ετήσιας έκθεσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για το 2017, σ. 36.

Οι στόχοι της Ένωσης Κεφαλαιαγορών

06 Σημαντικός στόχος της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι να συμβάλει στη μείωση της υψηλής εξάρτησης από την τραπεζική χρηματοδότηση και του κόστους άντλησης κεφαλαίων, ιδίως για τις ΜΜΕ. Σύμφωνα με την Επιτροπή, ο στόχος αυτός θα πρέπει να επιτευχθεί μέσω της οικοδόμησης ενός σταθερού χρηματοοικονομικού συστήματος, στο πλαίσιο του οποίου οι βαθύτερες και ενοποιημένες κεφαλαιαγορές θα απορροφούν περισσότερες αποταμιεύσεις των πολιτών και θα διαδραματίζουν μεγαλύτερο ρόλο στην επιχειρηματική χρηματοδότηση. Ο τραπεζικός τομέας της ΕΕ αναμένεται επίσης να ωφεληθεί από την Ένωση Κεφαλαιαγορών, καθώς αυτή περιλαμβάνει μέτρα για την αναζωογόνηση της ευρωπαϊκής αγοράς τιτλοποιήσεων.

07 Με τη συμπλήρωση της τραπεζικής ένωσης και τη διάχυση των κινδύνων στους φορείς της αγοράς, αναμένεται ότι η Ένωση Κεφαλαιαγορών θα συντελέσει στην επίτευξη ενός σταθερότερου χρηματοοικονομικού συστήματος, καλύτερα εξοπλισμένου για την τόνωση της ανάπτυξης, τη δημιουργία θέσεων απασχόλησης και την ενίσχυση της ελκυστικότητας της Ευρώπης για ξένες επενδύσεις. Τέλος, η λειτουργία στην Ευρώπη χρηματοοικονομικών αγορών με μεγαλύτερη ενοποίηση, ρευστότητα και βάθος όχι μόνο θα αυξήσει τις διασυννοριακές επενδυτικές ροές, αλλά θα στηρίξει επίσης την ενίσχυση του διεθνούς ρόλου του ευρώ.

08 Το σχέδιο δράσης του 2015 και η ενδιάμεση επανεξέταση του 2017 περιλάμβαναν σειρά νομοθετικών και μη νομοθετικών μέτρων που κατανέμονταν σε επτά τομείς παρέμβασης, οι οποίοι αναμενόταν να έχουν, μεταξύ άλλων, ως σωρευτικό αποτέλεσμα τη συνένωση κατακερματισμένων πράξεων της χρηματοοικονομικής νομοθεσίας σε ένα συνεκτικό κανονιστικό πλαίσιο. Το νομοθετικό πλαίσιο και τα μη νομοθετικά μέτρα αποσκοπούν στην οικοδόμηση ενός επενδυτικού οικοσυστήματος, το οποίο θα ενθαρρύνει την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές και την ανάπτυξη της οικονομίας. Βέβαια, αν και οι κανονιστικές ρυθμίσεις μπορούν να διευκολύνουν τη λειτουργία της αγοράς, δεν μπορούν από μόνες τους να την υπαγορεύσουν.

09 Η Ένωση Κεφαλαιαγορών αποτελεί ένα ημιτελές εγχείρημα που βρίσκεται σε εξέλιξη. Μέχρι σήμερα, οι περισσότερες νομοθετικές πράξεις είτε δεν έχουν ακόμη τεθεί σε εφαρμογή είτε τέθηκαν σε εφαρμογή μόλις πρόσφατα. Για την έναρξη των προπαρασκευαστικών εργασιών επί ενός νέου σχεδίου, η Επιτροπή συγκρότησε ένα φόρουμ υψηλού επιπέδου για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, το οποίο απαρτίζεται από 28 εμπειρογνώμονες υψηλού επιπέδου επί των κεφαλαιαγορών. Η τελική έκθεση του Φόρουμ δημοσιεύθηκε τον Ιούνιο του 2020 και περιλαμβάνει σειρά συστάσεων

πολιτικής². Η Επιτροπή δημοσίευσε το νέο σχέδιο δράσης της³ τον Σεπτέμβριο του 2020.

Ρόλοι και αρμοδιότητες στην Ένωση Κεφαλαιαγορών

10 Στο πλαίσιο της αρχής της επικουρικότητας, ορισμένοι βασικοί τομείς πολιτικής που άπτονται της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (παραδείγματος χάριν η φορολογία, η αφερεγγυότητα και η χρηματοοικονομική παιδεία) εμπíπτουν στις αρμοδιότητες των κρατών μελών. Η επιτυχία της πρωτοβουλίας για την Ένωση Κεφαλαιαγορών εξαρτάται, επομένως, όχι μόνο από την Επιτροπή αλλά και από την πολιτική βούληση και τη φιλοδοξία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, του Συμβουλίου και των κρατών μελών.

11 Εντός της Επιτροπής, αρμόδια για τον σχεδιασμό, τη συνολική υλοποίηση και τον συντονισμό του εγχειρήματος για την Ένωση Κεφαλαιαγορών είναι η Γενική Διεύθυνση Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών και Ένωσης Κεφαλαιαγορών (ΓΔ FISMA), ενώ συμμετέχουν και άλλες υπηρεσίες της Επιτροπής. Η Γενική Διεύθυνση Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων της Επιτροπής (ΓΔ REFORM), που συστάθηκε το 2020 για να αντικαταστήσει την Υπηρεσία Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων (SRSS), παρέχει τεχνική στήριξη μέσω του Προγράμματος Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων (ΠΣΔΜ)⁴, προκειμένου, μεταξύ άλλων, να ενισχυθεί η ικανότητα των εγχώριων κεφαλαιαγορών των κρατών μελών. Για τη λειτουργία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών δεν προβλέπεται ειδικός προϋπολογισμός.

² Τελική έκθεση του Φόρουμ υψηλού επιπέδου για την ένωση κεφαλαιαγορών, «A New Vision for Europe's Capital Markets Union», 10 Ιουνίου 2020.

³ Ανακοίνωση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο, την Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή και την Επιτροπή Περιφερειών με τίτλο «Ένωση Κεφαλαιαγορών για τα άτομα και τις επιχειρήσεις-νέο σχέδιο δράσης», COM(2011) 590 τελικό της 24.9.2020.

⁴ Κανονισμός (ΕΕ) 2017/825 και κανονισμός (ΕΕ) 2018/1671.

12 Τα άλλα όργανα που διαδραματίζουν βασικό ρόλο στη λειτουργία της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι τρεις Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές (ΕΕΑ):

- η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA), η οποία αποτελεί τη ρυθμιστική αρχή της αγοράς κινητών αξιών στην ΕΕ, προτείνει την εφαρμογή μέτρων και αποσαφηνίζει τεχνικούς κανόνες,
- η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων, και
- η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών.

Εμβέλεια και τρόπος προσέγγισης του ελέγχου

13 Δεδομένης της σημασίας της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, ελέγξαμε τον σχεδιασμό, την εφαρμογή και την αποτελεσματικότητά της. Η έκθεσή μας αποσκοπεί στην ενημέρωση των ενδιαφερόμενων μερών και στη διατύπωση συστάσεων προς την Επιτροπή για την υποστήριξη της περαιτέρω ανάπτυξης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

14 Οι δράσεις που εξετάσαμε σχετίζονται με τέσσερις από τους επτά τομείς παρέμβασης του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, και συγκεκριμένα: i) τη χρηματοδότηση της καινοτομίας, των νεοφυών επιχειρήσεων και των μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, ii) τη διευκόλυνση της εισόδου σε δημόσιες αγορές και της άντλησης κεφαλαίων από αυτές, iii) τη μόχλευση της τραπεζικής ικανότητας για τη στήριξη της ευρύτερης οικονομίας και iv) τη διευκόλυνση των διασυννοριακών επενδύσεων.

15 Το συνολικό ερώτημα του ελέγχου ήταν κατά πόσον η Επιτροπή έδρασε επιτυχημένα για την οικοδόμηση μιας αποτελεσματικής Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Για να απαντηθεί το ερώτημα αυτό, αξιολογήσαμε κατά πόσον η Επιτροπή:

- α) συνέβαλε στη διαφοροποίηση της χρηματοδότησης των εταιρειών, ιδίως των ΜΜΕ·
- β) συνέβαλε στην ανάπτυξη βαθύτερων και καλύτερα ενοποιημένων τοπικών κεφαλαιαγορών·
- γ) έδρασε αποτελεσματικά για την αντιμετώπιση των κύριων διασυννοριακών φραγμών· και
- δ) εξόπλισε την Ένωση Κεφαλαιαγορών με ένα πειστικό πλαίσιο επιδόσεων.

16 Για τον σκοπό του ελέγχου, εξετάσαμε έγγραφα που είχε στη διάθεσή της η Επιτροπή και συνομιλήσαμε με τους αρμόδιους υπαλλήλους της Επιτροπής. Εξετάσαμε δείγμα δέκα από τα 54 σχετικά με την Ένωση Κεφαλαιαγορών έργα που χρηματοδοτήθηκαν από το Πρόγραμμα Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων (ΠΣΔΜ) και τη σχετική προπαρασκευαστική δράση κατά την περίοδο 2016-2019. Για την επιλογή του δείγματος μας βασιστήκαμε στην επαγγελματική κρίση μας (για τον κατάλογο με τα έργα βλέπε [παράρτημα Ι](#)), εστιάζοντας σε έργα που υλοποιούνται σε κράτη μέλη με λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές (βλέπε [γράφημα 1](#)). Τα

επιλεγμένα έργα είχαν σημειώσει σχετική πρόοδο ως προς την υλοποίησή τους και, ως εκ τούτου, τα αποτελέσματά τους ήταν πιθανότερο να είναι ορατά.

17 Παράλληλα, για να συγκεντρώσουμε πληροφορίες, πραγματοποιήσαμε συναντήσεις με αρχές και ενδιαφερόμενα μέρη από εννέα κράτη μέλη που επιλέξαμε: τη Βουλγαρία, την Τσεχία, την Εσθονία, την Ιταλία, τη Λιθουανία, το Λουξεμβούργο, τις Κάτω Χώρες, την Πολωνία και τη Ρουμανία. Συνομιλήσαμε, επίσης, με υπαλλήλους από την ESMA, την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕπ), το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (ΕΤαΕ) και εμπειρογνώμονες και εκπροσώπους από τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Ανασυγκρότησης και Ανάπτυξης (ΕΤΑΑ), σειρά επιχειρηματικών και επενδυτικών ενώσεων και χρηματιστήρια.

18 Πραγματοποιήσαμε έρευνα απευθυνόμενη στις αρχές που είναι αρμόδιες για τη ρύθμιση και την εποπτεία των τοπικών κεφαλαιαγορών σε όλα τα κράτη μέλη (υπουργεία οικονομικών, εθνικές αρμόδιες αρχές και κεντρικές τράπεζες), σε ευρωπαϊκές και εθνικές επιχειρηματικές ενώσεις, επενδυτικές ενώσεις και τραπεζικές ενώσεις, καθώς και σε χρηματιστήρια στην ΕΕ.

19 Ο έλεγχός μας διενεργήθηκε από τον Σεπτέμβριο του 2019 έως τον Φεβρουάριο του 2020. Οι ελεγκτικές εργασίες μας είχαν ολοκληρωθεί πριν από την εκδήλωση της πανδημίας COVID-19 και, επομένως, η παρούσα έκθεση δεν λαμβάνει υπόψη τις εξελίξεις πολιτικής και τυχόν άλλες αλλαγές που έλαβαν χώρα ως αντίδραση στην πανδημία.

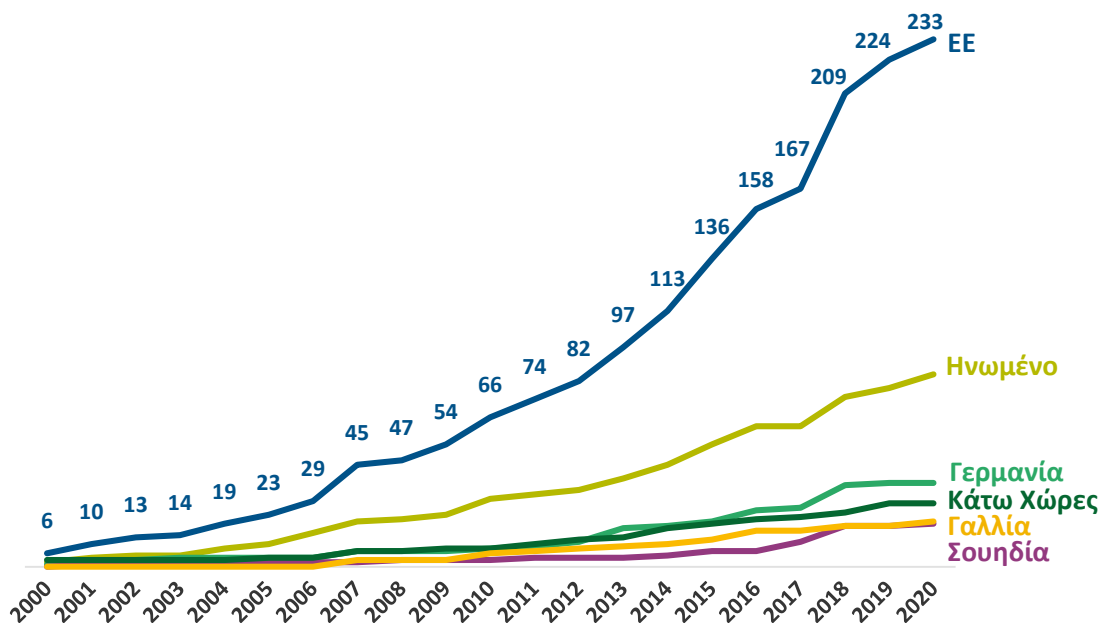
Παρατηρήσεις

Τα μέτρα της Επιτροπής δεν έχουν μέχρι στιγμής επιδράσει καταλυτικά στη τη διαφοροποίηση των επιλογών χρηματοδότησης των ΜΜΕ

20 Στην ΕΕ, ο τραπεζικός δανεισμός αποτελούσε ανέκαθεν την κυρίαρχη πηγή κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση εταιρειών, και ιδίως ΜΜΕ. Η πρόσβαση των ΜΜΕ σε νέες πηγές χρηματοδότησης βρίσκεται στο επίκεντρο της πρωτοβουλίας της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, με τη συμπλήρωση της χρηματοδότησης από τις τράπεζες με κεφάλαια από τις αγορές (δηλαδή κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, ιδιωτικά κεφάλαια).

21 Τις τελευταίες δεκαετίες δημιουργήθηκαν στην Ευρώπη πολλές καινοτόμοι νεοφυείς εταιρείες, επονομαζόμενες εταιρείες «μονόκεροι», ήτοι νεοσύστατες εταιρείες με μεγάλο αναπτυξιακό δυναμικό, αξίας άνω του 1 δισεκατομμυρίου δολαρίων ΗΠΑ (βλέπε [γράφημα 2](#)). Ολοένα περισσότερες εταιρείες αυτού του είδους, μόλις ολοκληρώσουν το πρώτο στάδιο της ανάπτυξής τους, μετακινούνται εκτός της ΕΕ προς αναζήτηση ευκαιριών ανάπτυξης. Η Επιτροπή προσπάθησε να σταματήσει αυτή την τάση, υποστηρίζοντας την είσοδο των ΜΜΕ στις κεφαλαιαγορές μέσω διάφορων μέτρων στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

Γράφημα 2 - Το τοπίο των ευρωπαϊκών εταιρειών-μονόκερων, 2000-2020



Πηγή: Dealroom.co.

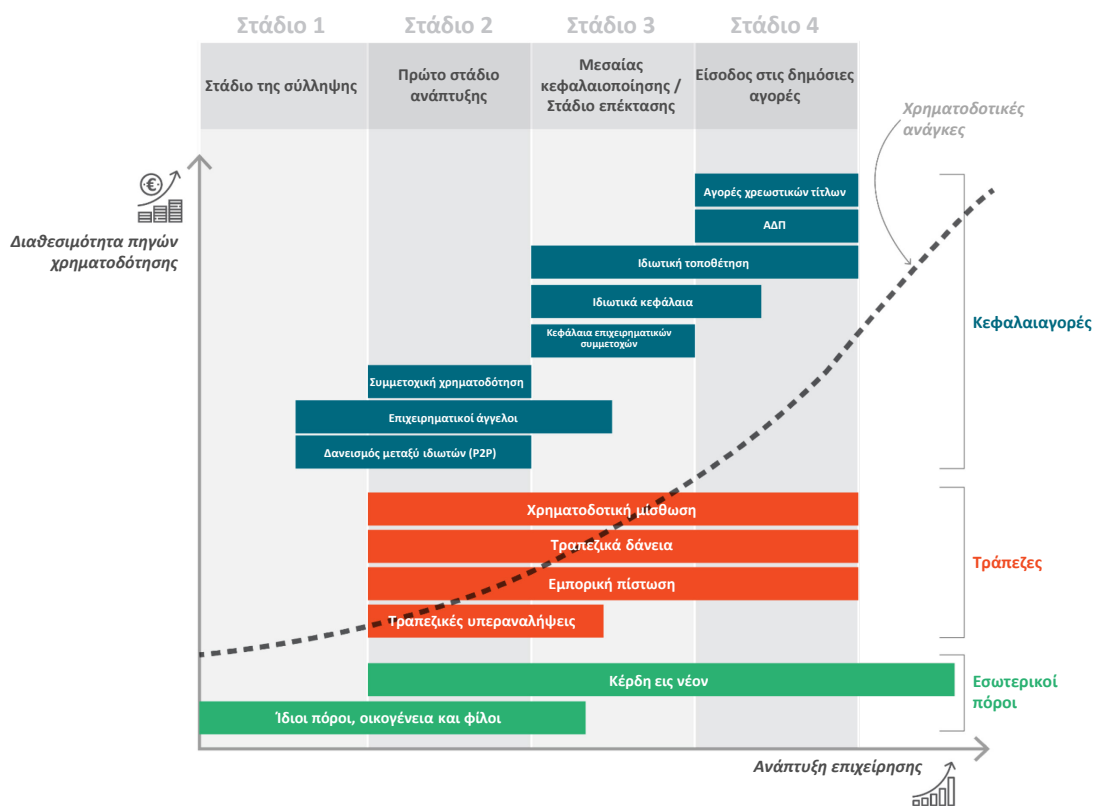
22 Ο πληθυσμός των ΜΜΕ χαρακτηρίζεται από μεγάλη ανομοιογένεια όσον αφορά το μέγεθος, τον κλάδο, τη διάρκεια ζωής, τη δραστηριότητα και το ιδιοκτησιακό καθεστώς, όπως υπάρχουν και πολλές διαφορές διασυνοριακά. Οι ταχέως αναπτυσσόμενες ΜΜΕ αποτελούν περίπου το 11 % των συνολικά 25 εκατομμυρίων επιχειρήσεων⁵ στην ΕΕ. Η διευκόλυνση της πρόσβασης ταχέως αναπτυσσόμενων ΜΜΕ σε πολλές και διάφορες πηγές χρηματοδότησης αποτελεί από μακρού παγιωμένη πολιτική της Επιτροπής, η οποία δρομολογήθηκε το 1998 με το σχέδιο δράσης της Επιτροπής για τα κεφάλαια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου⁶. Το πρόβλημα χρηματοδότησης των ΜΜΕ, το οποίο διαφοροποιείται στην πορεία ανάπτυξής τους (βλέπε [γράφημα 3](#)), έχει βρεθεί επίσης στο επίκεντρο σειράς πολιτικών της Επιτροπής, όπως το σχέδιο δράσης του 2011 για τη βελτίωση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε χρηματοδότηση⁷. Το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015 αποτελεί συνέχεια των ανωτέρω πρωτοβουλιών (βλέπε [παράρτημα II](#)).

⁵ Πηγή δεδομένων: www.statista.com.

⁶ SEC(1998) 552 final της 31ης Μαρτίου 1998.

⁷ COM(2011) 870 final.

Γράφημα 3 - Πηγές χρηματοδότησης σε σχέση με τα στάδια ανάπτυξης μιας εταιρείας



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

23 Στο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015 και στην επανεξέταση του το 2017, στόχος της Επιτροπής ήταν η βελτίωση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε χρηματοδότηση, εστιάζοντας σε δύο τομείς παρέμβασης: i) τη χρηματοδότηση για την καινοτομία, τις νεοφυείς επιχειρήσεις και τις μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες και ii) τη διευκόλυνση των επιχειρήσεων όσον αφορά την είσοδό τους σε δημόσιες αγορές και την άντληση κεφαλαίων από αυτές. Οι προτεινόμενες ρυθμιστικές αλλαγές ήταν κυρίως αναθεωρήσεις προηγούμενων κανόνων [ενημερωτικά δελτία, αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ, ευρωπαϊκές εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (EuVECA)].

24 Ο τρίτος τομέας παρέμβασης της Επιτροπής ήταν iii) η ενίσχυση της τραπεζικής ικανότητας ώστε να στηρίζει την ευρύτερη οικονομία, περιλαμβανομένων των καλυμμένων ομολογιών και της τιτλοποίησης. Η εν λόγω πολιτική δράση δεν συνδέεται άμεσα με τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ, αλλά αφορά τη δυνατότητα απομόχλευσης των τραπεζών (ήτοι μείωσης των ισολογισμών τους), χωρίς να περικοπεί η παροχή πιστώσεων στον ιδιωτικό τομέα.

25 Προκειμένου να εξετάσουμε κατά πόσον τα μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών πέτυχαν τον στόχο τους για διαφοροποίηση της χρηματοδότησης των ΜΜΕ, αξιολογήσαμε κατά πόσον η Επιτροπή:

- α) ενίσχυσε τις δυνατότητες των εταιρειών να χρηματοδοτήσουν την επέκτασή τους κατά τα στάδια ανάπτυξής τους, πριν από την είσοδό τους στις δημόσιες αγορές (βλέπε [γράφημα 3](#)· περιλαμβανομένων κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και ιδιωτικών κεφαλαίων)·
- β) βελτίωσε την πρόσβαση των ΜΜΕ στις δημόσιες αγορές (δηλαδή το στάδιο εισόδου στις δημόσιες αγορές)·
- γ) μείωσε τους φραγμούς στην πληροφόρηση, που δεν επιτρέπουν στις ΜΜΕ να εντοπίζουν πηγές χρηματοδότησης και δυνητικούς επενδυτές από επενδυτικές ευκαιρίες· και
- δ) έδωσε στις τράπεζες την ευκαιρία να απελευθερώσουν τη δανειοδοτική ικανότητά τους για τη στήριξη των ΜΜΕ.

Μερικά τα αποτελέσματα όσον αφορά τη στήριξη της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και ιδίων κεφαλαίων

26 Στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή δρομολόγησε δέσμη μέτρων για τη στήριξη της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και ιδίων κεφαλαίων στην ΕΕ. Στα μέτρα συγκαταλέγονται η κανονιστική μεταρρύθμιση, η δημιουργία ενός πανευρωπαϊκού ταμείου συμμετοχών και η προώθηση βέλτιστων πρακτικών όσον αφορά τα φορολογικά κίνητρα (βλέπε [πίνακα 1](#)).

Πίνακας 1 - Μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών που επελέγησαν να υποβληθούν σε έλεγχο και αποσκοπούν στη στήριξη της χρηματοδότησης μέσω κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και ιδίων κεφαλαίων

Μέτρα	Είδος	Δράση που υλοποιήθηκε σε επίπεδο Επιτροπής	Παρατηρήσεις ΕΕΣ
Σύσταση ενός πανευρωπαϊκού ταμείου συμμετοχών σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών	Διοχέτευση χρηματοδότησης	ΝΑΙ	Πράξεις συγκέντρωσης κεφαλαίων και επενδύσεων βρίσκονται σε εξέλιξη με τρία ταμεία συμμετοχών· φιλοδοξία της Επιτροπής είναι η μόχλευση ποσού πενταπλάσιου του επενδυθέντος (δεν έχει επιτευχθεί ακόμη)
Αλλαγές στους κανονισμούς EuVECA και EuSEF	Νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ Σε ισχύ από τον Μάρτιο του 2018	Αυξημένη καταχώριση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών μόνο σε εκείνα τα κράτη μέλη που διαθέτουν ήδη ελκυστικές, ενοποιημένες και καλά διασυνδεδεμένες αγορές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών
Μελέτη και προαγωγή ορθών πρακτικών όσον αφορά τα συστήματα φορολογικών κινήτρων για επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου και επιχειρηματικών αγγέλων	Μη νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ	Παρουσίαση της μελέτης σε δύο ημερίδες για την προώθηση των αποτελεσμάτων μεταξύ των φορολογικών αρχών των κρατών μελών· δεν υπάρχει περαιτέρω αντίκτυπος στο επίπεδο των κρατών μελών
Νομοθετική πρόταση για την Κοινή Ενοποιημένη Βάση Φορολογίας Εταιρειών (ΚΕΒΦΕ)	Νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ	Η πρόταση της ΚΕΒΦΕ το 2011 (υπέρμετρα φιλόδοξη πρόταση που δεν συγκέντρωσε τη σύμφωνη γνώμη των κρατών μελών)· η πρόταση υποβλήθηκε εκ νέου το 2016 χωρίς να έχει επιτευχθεί συμφωνία μέχρι στιγμής

Πηγή: ΕΕΣ.

27 Οι αγορές κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών και ιδιωτικών κεφαλαίων της ΕΕ εξακολουθούν να χαρακτηρίζονται από μεγάλες διαφορές μεταξύ των κρατών μελών, όσον αφορά τόσο το μέγεθος του χρηματοδοτικού ελλείμματος των ΜΜΕ όσο και τη διαθεσιμότητα πηγών χρηματοδότησης, ιδίως όσον αφορά τους θεσμικούς επενδυτές. Πράγματι, επικρατεί τεράστιος κατακερματισμός των αγορών μεταξύ των κεντρικών και των περιφερειακών τμημάτων της ΕΕ όσον αφορά τις επενδύσεις με κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών και ιδιωτικά κεφάλαια (ήτοι ο τύπος εγκατάστασης των εταιρειών χαρτοφυλακίου που εισπράττουν τα κεφάλαια)⁸: αυτές συγκεντρώνονται κυρίως σε λίγα κράτη μέλη (ήτοι Γαλλία, Γερμανία, Κάτω Χώρες, Δανία και Σουηδία).

28 Η αναθεώρηση των κανονισμών για τις EuVECA και για το ευρωπαϊκό ταμείο κοινωνικής επιχειρηματικότητας (EuSEF) αποτέλεσε το πρώτο νομοθετικό μέτρο στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Στόχος του ήταν η προώθηση των διασυννοριακά προσανατολισμένων εταιρειών κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών και η στήριξη της ανάπτυξης των λιγότερο ανεπτυγμένων τομέων εντός της ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών. Εντούτοις, το μέτρο αυτό αύξησε ουσιαστικά τον αριθμό των καταχωρίσεων εταιρειών EuVECA μόνο στα κράτη μέλη με καλά ανεπτυγμένες αγορές κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (π.χ. Γαλλία και Κάτω Χώρες).

29 Από την ανάλυση στην οποία υποβάλαμε στοιχεία σχετικά με τις νέες καταχωρισμένες εταιρείες EuVECA και EuSEF καθώς και από τις συνεντεύξεις μας με συμμετέχοντες στην αγορά και ενδιαφερόμενα μέρη προκύπτει ότι τα σήματα EuVECA και EuSEF εξακολουθούν να μην χρησιμοποιούνται από την πλειονότητα των εταιρειών επιχειρηματικών κεφαλαίων, ενώ προκύπτει ότι αυτά δεν διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο για την επέκταση της αγοράς και τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ. Τα αποτελέσματα της έρευνας που απευθύνσαμε σε δημόσιες αρχές της ΕΕ φανερώνουν ότι το 22 % των ερωτηθέντων δεν πιστεύουν ότι οι τροπολογίες του 2017 επί του κανονισμού EuVECA αύξησαν το επίπεδο επενδύσεων σε εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών της ΕΕ, ενώ το 45 % αυτών πιστεύουν ότι είναι πολύ νωρίς για οποιαδήποτε αξιολόγηση.

30 Με τη σύσταση των πανευρωπαϊκών ταμείων συμμετοχών σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών παρέχεται η δυνατότητα διοχέτευσης 410 εκατομμυρίων ευρώ στην αγορά μέσω του προϋπολογισμού της ΕΕ⁸. Το εν λόγω μέτρο αποτελεί το μόνο χρηματοδοτικό μέτρο στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης για

⁸ Ειδική έκθεση 17/2019 του ΕΕΣ, σημείο 20.

την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Πέραν του σχεδίου δράσης, η Επιτροπή ασχολείται επίσης ενεργά με τη χρηματοδότηση ΜΜΕ μέσω της χορήγησης σημαντικών πόρων στο πλαίσιο προγραμμάτων υπό κεντρική και υπό επιμερισμένη διαχείριση. Αν και η προσδοκία να αντληθούν 2,1 δισεκατομμύρια ευρώ από ιδιώτες ή δημόσιους επενδυτές (δηλαδή να επιτευχθεί μόχλευση ποσού πενταπλάσιου από αυτό που διοχετεύθηκε στο ταμείο) δεν έχει ακόμη πραγματοποιηθεί, οι πράξεις συγκέντρωσης κεφαλαίων και επενδύσεων στο πλαίσιο τριών ταμείων συμμετοχών σημειώνουν πρόοδο και έχουν ως αποτέλεσμα την προσέλκυση ιδιωτικών επενδύσεων και την αύξηση του μεγέθους της αγοράς κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών της ΕΕ.

31 Για τη στήριξη των αγορών ιδιωτικών κεφαλαίων και κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, η Επιτροπή δημοσίευσε επίσης έκθεση σχετικά με τα καθεστώτα φορολογικών κινήτρων που ισχύουν για επενδύσεις κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και επιχειρηματικών αγγέλων και την παρουσίασε σε δύο ημερίδες. Τα κράτη μέλη δεν έδωσαν κάποια συνέχεια στην εν λόγω κίνηση.

32 Η Επιτροπή υπέβαλε νομοθετική πρόταση για την αντιμετώπιση της αποκαλούμενης μεροληπτικής μεταχείρισης του χρέους έναντι του μετοχικού κεφαλαίου. Στα περισσότερα κράτη μέλη, οι τόκοι εξυπηρέτησης χρέους και οι πληρωμές μερισμάτων τυγχάνουν διαφορετικής μεταχείρισης, γεγονός που παρεμποδίζει την ανάπτυξη και την ενοποίηση των αγορών. Δεδομένου ότι οι χρεωστικοί τόκοι εκπίπτουν από τη βάση φορολογίας εταιρειών, ενώ οι πληρωμές μερισμάτων δεν εκπίπτουν, προκύπτει φορολογικό πλεονέκτημα για τη χρηματοδότηση χρέους που επηρεάζει τις οικονομικές αποφάσεις που λαμβάνουν οι εταιρείες και οι επενδυτές. Λόγω αυτού, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων εκτιμήθηκε να υπερβαίνει κατά 45 % το κόστος των δανειακών κεφαλαίων⁹.

33 Η Επιτροπή επιχείρησε να αντιμετωπίσει το ζήτημα αυτό στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών προτείνοντας την καθιέρωση φορολογικής έκπτωσης επί του φόρου εταιρειών στο πλαίσιο της έκδοσης μετοχών στην πρότασή της για την Κοινή Ενοποιημένη Βάση Φορολογίας Εταιρειών (ΚΕΒΦΕ). Ωστόσο, η προτεινόμενη λύση δεν έχει ακόμη υλοποιηθεί λόγω απουσίας της σύμφωνης γνώμης του Συμβουλίου, το οποίο παραμένει αποκλειστικά αρμόδιο σε φορολογικά ζητήματα.

⁹ SWD(2015) 183 final.

Η πρόσβαση των ΜΜΕ στις δημόσιες αγορές πρέπει να βελτιωθεί

34 Οι ΜΜΕ αντιμετωπίζουν περισσότερες δυσκολίες όσον αφορά την άντληση ιδίων κεφαλαίων στις δημόσιες αγορές από ό,τι οι μεγαλύτερες εταιρείες, διότι υπάρχει ο φόβος απώλειας της κυριότητας, δεν έχουν δε την ίδια ικανότητα να συμμορφωθούν με τις απαιτήσεις δημοσιοποίησης ούτε να αναλάβουν τις αντίστοιχες δαπάνες (ανερχόμενες έως και στο 15 % του ποσού που αντλείται). Η Επιτροπή έχει θέσει ως στόχο να διευκολύνει και να καταστήσει λιγότερο δαπανηρή την έκδοση ομολόγων και μετοχών στις δημόσιες αγορές, διασφαλίζοντας παράλληλα την προστασία των επενδυτών. Για τον σκοπό αυτό, η Επιτροπή δρομολόγησε σχετική δέσμη μέτρων (βλέπε [πίνακα 2](#)).

Πίνακας 2 - Μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών που επελέγησαν να υποβληθούν σε έλεγχο και αποσκοπούν στην ενίσχυση της πρόσβασης των επιχειρήσεων σε δημόσιες αγορές

Μέτρα	Είδος	Δράση που υλοποιήθηκε σε επίπεδο Επιτροπής	Παρατηρήσεις ΕΕΣ
Κανονισμός για την αναθεώρηση των κανόνων για την έκδοση ενημερωτικών δελτίων	Νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ Σε ισχύ από τον Ιούλιο του 2019	Η πρόταση απορρίφθηκε σε πρώτο στάδιο από την επιτροπή ρυθμιστικού ελέγχου της Επιτροπής ως προς το σκέλος της αιτιολόγησης του γιατί η δεύτερη αναθεώρηση εντός πέντε ετών αναμενόταν επιτυχής· η πρόταση έγινε δεκτή μετά από εσπευσμένη εκ νέου υποβολή· η έκδοση ενημερωτικού δελτίου εξακολουθεί να θεωρείται δαπανηρή και υπερβολικά σύνθετη για τις ΜΜΕ· δεν προβλέπεται εξαίρεση για δευτερογενή έκδοση· δεν παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση των αρχικών δημόσιων προσφορών (ΑΔΠ) από τον Ιούλιο του 2019.
Νέος κανονισμός για τη στήριξη των αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ, που θεσπίστηκε με την οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID II)	Νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ Σε ισχύ από τον Ιανουάριο του 2020	Θετικό μήνυμα για το οικοσύστημα των ΜΜΕ που δείχνει ότι οι φορείς χάραξης πολιτικής της ΕΕ ήταν πρόθυμοι να εφαρμόσουν την αρχή της αναλογικότητας στα νομοθετικά κείμενα προς όφελος των ΜΜΕ

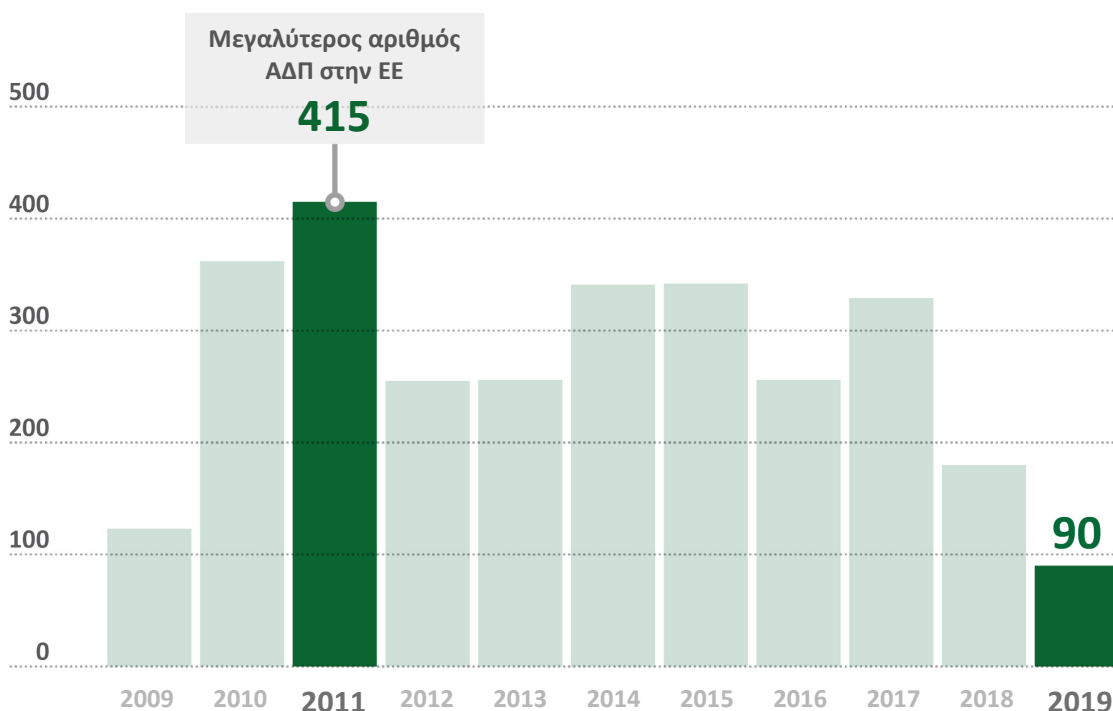
Μέτρα	Είδος	Δράση που υλοποιήθηκε σε επίπεδο Επιτροπής	Παρατηρήσεις ΕΕΣ
Παρακολούθηση της προόδου όσον αφορά τη δέσμευση του Συμβουλίου Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (IASB) για τη βελτίωση της γνωστοποίησης, της χρηστικότητας και της προσβασιμότητας των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς (IFRS)	Εν εξελίξει μη νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ	Δεν έχουν παρατηρηθεί απτά αποτελέσματα της δραστηριότητας παρακολούθησης στην αγορά

Πηγή: ΕΕΣ.

35 Οι μακροοικονομικές συνθήκες, όπως η ρευστότητα στην αγορά, η διάθεση των επενδυτών, το ύψος των επιτοκίων, ο αναμενόμενος ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης, ο αναμενόμενος φορολογικός συντελεστής και το ποσοστό πληθωρισμού, μπορούν να έχουν μεγαλύτερο αντίκτυπο από ό,τι το κόστος δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου και να καθορίζουν την επιλογή της εταιρείας να προχωρήσει ή μη σε αρχική δημόσια προσφορά. Στον απόηχο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ο αριθμός των αρχικών δημόσιων προσφορών στην ΕΕ των 28 παρουσίασε διακυμάνσεις, φθάνοντας τις συνολικά 90 αρχικές δημόσιες προσφορές το 2019, χωρίς όμως να ανακάμψει από το 2009 (βλέπε [γράφημα 4](#)). Ο μεγαλύτερος συνολικός αριθμός αρχικών δημόσιων προσφορών στην Ευρώπη καταγράφηκε το 2011, όταν οι αρχικές δημόσιες προσφορές είχαν φθάσει τις 415¹⁰.

¹⁰ IPO Watch Europe 2011 και IPO Watch Europe 2019.

Γράφημα 4 - Συνολικός αριθμός αρχικών δημόσιων προσφορών στην ΕΕ το διάστημα 2009-2019



Πηγή: ΕΕΣ βάσει της έρευνας της PwC, IPO Watch Europe 2009-2019.

36 Η πρόσβαση των ΜΜΕ σε δημόσιες αγορές δεν έχει μέχρι σήμερα ενισχυθεί σημαντικά ή καταστεί οικονομικότερη, όπως επιβεβαιώνεται στο πλαίσιο των συνεντεύξεων και των ερευνών μας. Το κόστος που συνδέεται με τη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου μειώθηκε ανεπαίσθητα και η διαδικασία εξακολουθεί να είναι επαχθής και χρονοβόρα. Επιπλέον, το κόστος των συμβουλευτικών υπηρεσιών για την έκδοση ενημερωτικού δελτίου καθορίζει το μεγαλύτερο μέρος του κόστους που συνδέεται με τη δημοσίευσή του, και η Επιτροπή δεν μπορεί να αλλάξει εύκολα αυτή την κατάσταση με τη δράση της.

37 Πέραν αυτού, οι κανονιστικές αλλαγές και η έλλειψη εναρμόνισης των εθνικών κανόνων για τις εκδόσεις τίτλων που δεν υπερβαίνουν το όριο κάτω από το οποίο δεν απαιτείται ενημερωτικό δελτίο αφήνει περιθώρια για ρυθμιστικό αρμπιτράζ. Πράγματι, οι εταιρείες που σχεδιάζουν να αντλήσουν έως και 8 εκατομμύρια ευρώ και είναι εγκατεστημένες σε χώρα όπου η υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου ισχύει για κεφάλαιο άνω του 1 εκατομμυρίου ευρώ μπορούν να προβούν σε διασυνοριακή έκδοση μετοχών διαδικτυακά (έκδοση μετοχών με συμμετοχική χρηματοδότηση), μέσω πλατφόρμας που λειτουργεί σε άλλη χώρα, στην οποία δεν προβλέπεται υποχρέωση ενημερωτικού δελτίου για εκδόσεις ύψους έως 8 εκατομμυρίων ευρώ.

38 Επισημαίνουμε, επίσης, ότι, κατά την κατάρτιση του σχεδίου δράσης του 2015, η Επιτροπή δεν εξέτασε το ενδεχόμενο διοχέτευσης οποιασδήποτε χρηματοδότησης για τη στήριξη των αρχικών δημόσιων προσφορών των ΜΜΕ, παραδείγματος χάριν υπό τη μορφή ενός ταμείου με σύμπραξη δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Ωστόσο, τον Μάρτιο του 2020 η Επιτροπή ανακοίνωσε την πρόθεσή της να δημιουργήσει ένα ταμείο με σύμπραξη δημόσιου και ιδιωτικού τομέα που θα επενδύει σε δημόσιες προσφορές¹¹.

39 Ένα άλλο μέτρο του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, ο κανονισμός για τις αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ, περιλάμβανε τροποποιήσεις του κανονισμού για την κατάχρηση της αγοράς και περαιτέρω αλλαγές στους κανόνες για τα ενημερωτικά δελτία, ώστε να διευκολύνονται οι ΜΜΕ να εκδίδουν μετοχικούς ή χρεωστικούς τίτλους στις αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ. Επιπλέον, η Επιτροπή πρότεινε πρόσθετους κανόνες για να διευκολυνθεί η καταχώριση πολυμερών μηχανισμών διαπραγμάτευσης ως αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ και να ενισχυθεί η ρευστότητα των εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών των ΜΜΕ, προκειμένου να καταστούν οι αγορές αυτές ελκυστικότερες για τους επενδυτές, τους εκδότες και τους διαμεσολαβητές. Το νομοθετικό μέτρο εγκρίθηκε το 2019 και τέθηκε σε ισχύ τον Ιανουάριο του 2020. Το μήνυμα που έστειλε η θέσπιση του μέτρου αυτού στο οικοσύστημα των ΜΜΕ ήταν θετικό, δείχνοντας ότι οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής της ΕΕ είναι έτοιμοι να θεσπίσουν αλλαγές προς όφελος των ΜΜΕ.

Περιορισμένος ο αντίκτυπος στην άρση των φραγμών στην πληροφόρηση

40 Οι φραγμοί στην πληροφόρηση συγκαταλέγονται στα κύρια εμπόδια που επηρεάζουν τη ζήτηση και την προσφορά στην αγορά χρηματοδότησης των ΜΜΕ. Από την πλευρά της ζήτησης, οι ΜΜΕ αντιμετωπίζουν δυσκολίες ως προς το να καθορίσουν τις διαθέσιμες επιλογές χρηματοδότησης. Από την πλευρά της προσφοράς, οι επενδυτές αντιμετωπίζουν δυσκολίες ως προς την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των ΜΜΕ. Η Επιτροπή προσπάθησε να διευθετήσει αμφότερα αυτά τα προβλήματα (βλέπε [πίνακα 3](#)).

¹¹ Πολιτικές κατευθύνσεις για την επόμενη Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2019-2024.

Πίνακας 3 - Μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών που επελέγησαν να υποβληθούν σε έλεγχο και αποσκοπούν στην άρση των φραγμών στην πληροφόρηση για τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ

Μέτρα	Είδος	Δράση που υλοποιήθηκε σε επίπεδο Επιτροπής	Παρατηρήσεις ΕΕΣ
Ενθάρρυνση συμφωνίας μεταξύ ομοσπονδιών τραπεζών και ενώσεων ΜΜΕ σχετικά με αρχές υψηλού επιπέδου για την ανατροφοδότηση που παρέχουν οι τράπεζες που απορρίπτουν τις αιτήσεις για χορήγηση πίστωσης σε ΜΜΕ	Μη νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ	Η εφαρμογή των αρχών υψηλού επιπέδου εναπόκειται στην ευχέρεια των τραπεζών Μη δεσμευτική συμφωνία για τις τράπεζες
Υποστήριξη πανευρωπαϊκού συστήματος πληροφόρησης για επενδυτές	Μη νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ	Η Επιτροπή συμπέρανε ότι η παρέμβαση της ΕΕ δεν θα επέφερε προστιθέμενη αξία, εκτός εάν οι τοπικές και εθνικές αρχές βρουν πρώτα λύσεις

Πηγή: ΕΕΣ.

41 Από την πλευρά της ζήτησης, η Επιτροπή ενθάρρυνε μια μη δεσμευτική συμφωνία μεταξύ ομοσπονδιών τραπεζών και ενώσεων ΜΜΕ σχετικά με υψηλού επιπέδου αρχές για την παροχή ανατροφοδότησης από τις τράπεζες σχετικά με τις αιτήσεις χορήγησης πίστωσης σε ΜΜΕ που απορρίπτονται. Σημειώνουμε ότι η πρωτοβουλία εξαρτάται πλήρως από την υιοθέτησή της από τον κλάδο. Οι αρχές εξακολουθούν να μην είναι ακόμη γνωστές σε ολόκληρο τον τραπεζικό τομέα, ενώ η ανατροφοδότηση δεν θα είχε αξιοσημείωτο αντίκτυπο στις αιτήσεις δανείων των ΜΜΕ, καθώς μόνο το 6 % εξ αυτών απορρίφθηκαν στη ζώνη του ευρώ το 2019.

42 Από την πλευρά της προσφοράς, οι προσπάθειες για την ανάπτυξη ενός πανευρωπαϊκού συστήματος πληροφόρησης που θα περιέχει πληροφορίες σχετικά με τις ΜΜΕ διακόπηκαν, καθώς η υλοποίησή τους δεν ήταν εφικτή εξαιτίας της έλλειψης προϋπολογισμού και εμπειρογνώσιας. Η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η παρέμβαση της ΕΕ δεν πρόκειται να αποφέρει προστιθέμενη αξία, παρά μόνον εάν οι τοπικές και οι εθνικές αρχές αναζητήσουν πρώτες λύσεις.

43 Σημειώνουμε ότι η δημιουργία πανευρωπαϊκής πλατφόρμας ψηφιακής πρόσβασης στις δημόσιες χρηματοοικονομικές και μη χρηματοοικονομικές πληροφορίες των εταιρειών, του Ευρωπαϊκού Ενιαίου Σημείου Πρόσβασης (ESAP), βρίσκεται υπό συζήτηση από την έγκριση της οδηγίας για τη διαφάνεια το 2013. Αν και το έργο θα μπορούσε να έχει ιδιαίτερη σημασία και για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, καθώς θα συνέβαλλε στην άρση των φραγμών πληροφόρησης, η Επιτροπή δεν την περιέλαβε στο σχέδιο δράσης της, αλλά το ανέθεσε στην ESMA. Το 2017 η ESMA έπαυσε να θεωρεί το έργο ως προτεραιότητα λόγω έλλειψης προϋπολογισμού, συγκρίσιμων εταιρικών δεδομένων από τα κράτη μέλη και εξουσιοδότησης να επικυρώνει τα εταιρικά δεδομένα που υπέβαλλαν τα κράτη μέλη.

Οι δράσεις που θα ενθάρρυναν περαιτέρω τον τραπεζικό δανεισμό υπέρ των ΜΜΕ δεν είχαν απτά αποτελέσματα

44 Με τα μέτρα της για την Ένωση Κεφαλαιαγορών στο πλαίσιο του τομέα παρέμβασης για τη μόχλευση της τραπεζικής ικανότητας, η Επιτροπή είχε ως στόχο να διευκολύνει τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και της ευρύτερης οικονομίας από τις τράπεζες. Εξετάσαμε κατά πόσον οι ενέργειες της Επιτροπής όσον αφορά το πλαίσιο τιτλοποίησης, τις καλυμμένες ομολογίες και τους ευρωπαϊκούς εξασφαλισμένους τίτλους υποστήριξαν αποτελεσματικά την ικανότητα των τραπεζών να παρέχουν στήριξη σε εταιρείες της ΕΕ (βλέπε [πίνακα 4](#)).

Πίνακας 4 - Μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών που επελέγησαν να υποβληθούν σε έλεγχο και αποσκοπούν στη μόχλευση της τραπεζικής ικανότητας

Μέτρο	Είδος	Δράση που υλοποιήθηκε σε επίπεδο Επιτροπής	Παρατηρήσεις ΕΕΣ
Κανονισμός για τις τιτλοποιήσεις	Νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ Σε ισχύ από το 2019	Μακροχρόνια νομοθετική διαδικασία (2 έτη)- η διαδικασία για ενδεχόμενη ένταξη της σύνθετης τιτλοποίησης έχει καθυστερήσει σημαντικά- οι καθυστερήσεις στην παράγωγη νομοθεσία και τις κατευθυντήριες γραμμές είχαν αρνητικό αντίκτυπο στην έκδοση τιτλοποιήσεων STS βραχυπρόθεσμα
Οδηγία για τις καλυμμένες ομολογίες	Νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ Εφαρμοστέα από το 2022	Είναι πολύ νωρίς για αξιολόγηση
Ευρωπαϊκοί Εξασφαλισμένοι Τίτλοι	Μη νομοθετικό μέτρο	ΝΑΙ	Δημοσιεύθηκε έκθεση της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών για τους Ευρωπαϊκούς Εξασφαλισμένους Τίτλους- δεν έχει δοθεί συνέχεια

Πηγή: ΕΕΣ.

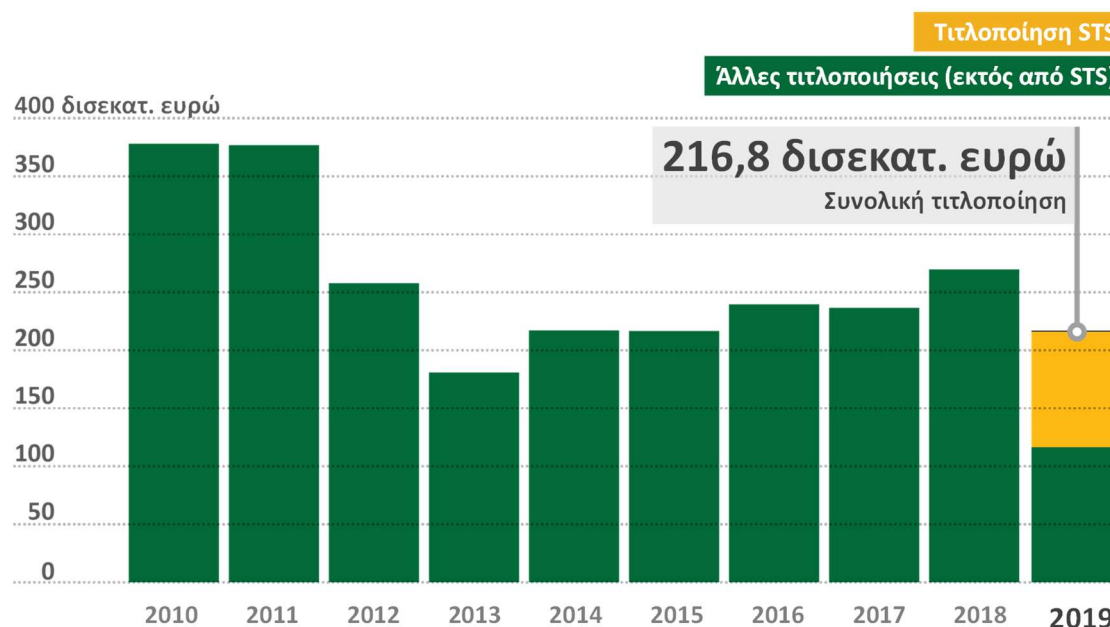
45 Δεδομένου ότι οι ΜΜΕ δεν έχουν συνήθως άμεση πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, μια λειτουργική αγορά τιτλοποίησης διευκολύνει τη μετατροπή μη ρευστοποιήσιμων δανείων σε εμπορεύσιμους τίτλους. Θα μπορούσε, επομένως, να θεωρηθεί ένα μέσο έμμεσης χρηματοδότησης των ΜΜΕ. Το μέτρο που δρομολογήθηκε στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, το νέο πλαίσιο για απλές, διαφανείς και τυποποιημένες τιτλοποιήσεις (STS), ήταν μια πρωτοβουλία που κινητοποιήθηκε τόσο από τις ρυθμιστικές αρχές όσο και από τον κλάδο, προκειμένου να χαράξει ουσιαστικά ένα «χρυσό πρότυπο» που υποδεικνύει τις τιτλοποιήσεις ύψιστης ποιότητας.

46 Παρόλο που η Επιτροπή θεώρησε ότι η πρότασή της θα αποτελούσε έναν από τους εύκολα πραγματοποιήσιμους στόχους στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, η νομοθετική διαδικασία διήρκεσε πάνω από δύο έτη. Μολονότι ο κανονισμός περί τιτλοποιήσεων STS ισχύει από τον Ιανουάριο του 2019, το μεγαλύτερο μέρος του παράγωγου δικαίου και των κατευθυντήριων γραμμών που απαιτούνται για την ερμηνεία και τη διασφάλιση της συμμόρφωσης με τον κανονισμό τέθηκαν σε εφαρμογή μόλις τον Σεπτέμβριο του 2020.

47 Σημειώνουμε ότι, στην εκτίμηση επιπτώσεων που συνόδευε τον κανονισμό για τις τιτλοποιήσεις, η Επιτροπή δεν περιλάμβανε δεδομένα ούτε κάποια εκτίμηση σχετικά με το μερίδιο της ευρωπαϊκής αγοράς τιτλοποιήσεων που θα συμμορφωνόταν με τα νέα κριτήρια STS. Η έλλειψη νομικής σαφήνειας, λόγω καθυστερήσεων στην έγκριση του παράγωγου δικαίου και των κατευθυντήριων γραμμών, επηρέασε αρνητικά τις συναλλαγές STS σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα¹² (δηλαδή η πρώτη συναλλαγή STS πραγματοποιήθηκε στις 21 Μαρτίου 2019, σχεδόν τρεις μήνες μετά την ημερομηνία της αίτησης). Η κατάσταση βελτιώθηκε σταδιακά με την κοινοποίηση 143 τιτλοποιήσεων εντός του ίδιου έτους. Έως τον Ιούνιο του 2020, πραγματοποιήθηκαν περαιτέρω 165 κοινοποιήσεις, με το σύνολό τους να ανέρχεται σε 308.

48 Το 2019, η νέα ένδειξη STS είχε σχεδόν το μισό μερίδιο της αγοράς της ΕΕ (46 % με περίπου 100 δισεκατομμύρια ευρώ· βλέπε [γράφημα 5](#)), αλλά η συνολική αγορά τιτλοποιήσεων δεν εμφάνισε σημάδια ανάπτυξης. Οι συναλλαγές τιτλοποίησης παραμένουν επικεντρωμένες ως επί το πλείστον σε παραδοσιακές κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού, όπως είναι τα στεγαστικά δάνεια και τα δάνεια αγοράς αυτοκινήτου.

Γράφημα 5 - Έκδοση ευρωπαϊκών τιτλοποιήσεων, 2010 - 2019 (σε δισεκατομμύρια ευρώ)

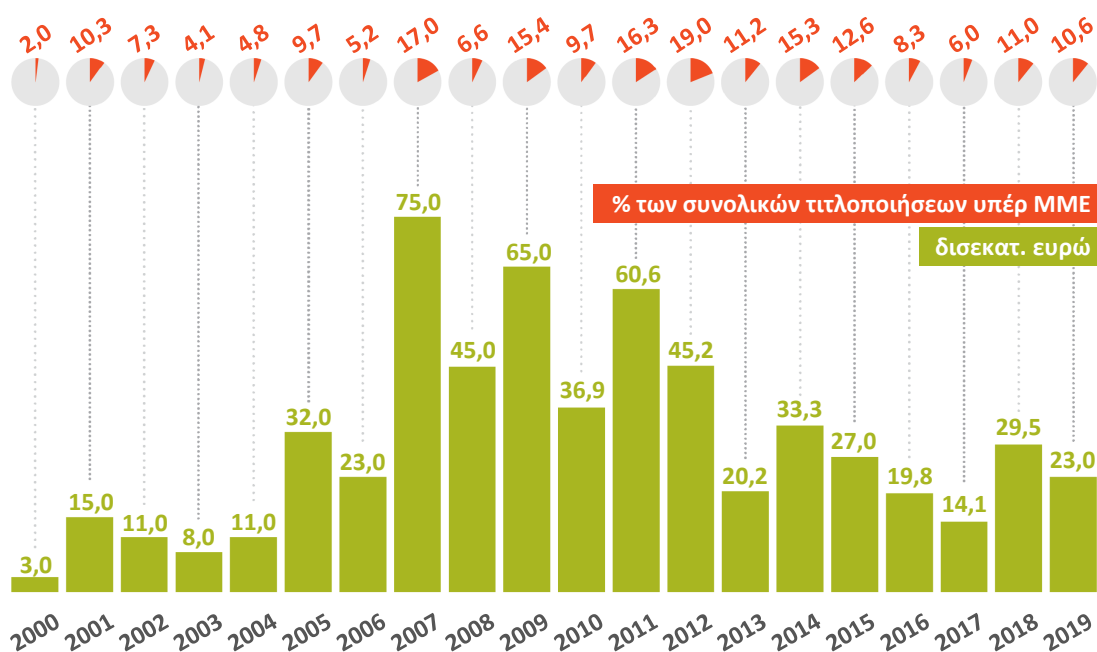


Πηγή: ΕΕΣ, βάσει δεδομένων της ένωσης χρηματοπιστωτικών αγορών στην Ευρώπη και εκτιμήσεων της αγοράς.

¹² EUROFI Regulatory Update – Απρίλιος 2020, Relaunching securitisation in the EU, σ. 21.

49 Όσον αφορά τα αποτελέσματα που επιτεύχθηκαν, επισημαίνουμε ότι η έκδοση τιτλοποιήσεων για ΜΜΕ εξακολουθεί να πλήττεται από τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007/2008 και παραμένει σε χαμηλά επίπεδα (10,6 % των συνολικών εκδόσεων το 2019, βλέπε [γράφημα 6](#)). Το 2019, ο συνολικός αριθμός των τιτλοποιήσεων δανείων σε ΜΜΕ που εκδόθηκαν (23 δισεκατομμύρια ευρώ) παρέμενε χαμηλότερος από τα επίπεδα του διαστήματος 2007/2008 και της προ της Ένωσης Κεφαλαιαγορών περιόδου 2014/2015, ενώ οι τιτλοποιήσεις δανείων σε ΜΜΕ κάλυπταν μόλις το 1 % του πλήθους των συναλλαγών STS, σύμφωνα με στοιχεία του Ιουνίου 2020. Επιπλέον, οι τιτλοποιήσεις δανείων σε ΜΜΕ εστιάζονται σε λίγα κράτη μέλη (Βέλγιο, Ιταλία και Ισπανία, με βάση τα υπόλοιπα του Ιουνίου 2020).

Γράφημα 6 - Έκδοση ευρωπαϊκών τιτλοποιήσεων δανείων σε ΜΜΕ, 2000-2019 (όγκος σε δισεκατομμύρια ευρώ και μερίδιο ως % επί των συνολικών τιτλοποιήσεων)



Σημ.: Το 1ο τρίμηνο του 2020 δεν υπήρξαν τιτλοποιήσεις δανείων σε ΜΜΕ.

Πηγή: ΕΕΣ, με βάση δεδομένα της Ένωσης Χρηματοπιστωτικών Αγορών της Ευρώπης και του ΟΟΣΑ.

50 Επισημαίνουμε ότι, τον Δεκέμβριο του 2019, το Συμβούλιο ζήτησε από την Επιτροπή να αξιολογήσει κατά πόσον πρέπει να καθιερωθούν σήματα της ΕΕ, όπως: «τιτλοποίηση δανείων ΜΜΕ», «Ευρωπαϊκοί εξασφαλισμένοι τίτλοι (EET)», «επενδυτικά κεφάλαια για ΜΜΕ» και δανειακά κεφάλαια, με σκοπό τη βελτίωση των

όρων χρηματοδότησης για τις ΜΜΕ¹³. Επιπλέον, η Επιτροπή, σε συνεργασία με τον Όμιλο ΕΤΕπ, προέβη στην δημιουργία εταιρειών ειδικού σκοπού τιτλοποίησης για να συμβάλει στη χρηματοδότηση των ΜΜΕ, κυρίως στην Κεντρική, Ανατολική και Νοτιοανατολική Ευρώπη. Ωστόσο, οι εν λόγω συναλλαγές δεν έχουν κινητοποιήσει υψηλό ποσοστό ιδιωτικής συμμετοχής.

Αδυναμίες των προσπαθειών ανάπτυξης τοπικών κεφαλαιαγορών

51 Η εύρυθμη λειτουργία των τοπικών αγορών εξυπηρετεί τη στήριξη της χρηματοδότησης και των επενδύσεων από τον ιδιωτικό τομέα, με απώτερο στόχο την οικονομική ανάπτυξη και τη δημιουργία θέσεων εργασίας¹⁴. Οι κεφαλαιαγορές της ΕΕ παραμένουν ανομοιογενείς και εστιάζονται στη Δυτική και Βόρεια Ευρώπη (βλέπε [γράφημα 1](#)).

52 Το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών αποσκοπεί στην ανάπτυξη των τοπικών κεφαλαιαγορών, μέσω της ενίσχυσης των ικανοτήτων τους και της διευκόλυνσης της ενοποίησής τους. Εντούτοις, τα μέτρα πολιτικής που λαμβάνονται πρέπει να τηρούν πλήρως την αρχή της επικουρικότητας. Οι εθνικές και περιφερειακές αρχές είναι κατ' αρχήν υπεύθυνες για την ανάπτυξη των τοπικών αγορών.

53 Η Επιτροπή προσφέρει επίσης πηγές χρηματοδότησης (όπως κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών ή εγγυήσεις δανείων), προκειμένου να στηρίξει τις ΜΜΕ είτε μέσω προγραμμάτων που διαχειρίζεται κεντρικά η ίδια (όπως το πρόγραμμα για την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων και των ΜΜΕ - COSME) είτε μέσω των Ευρωπαϊκών Διαρθρωτικών και Επενδυτικών Ταμείων στο πλαίσιο της επιμερισμένης διαχείρισης (ήτοι των ταμείων των οποίων η διαχείριση επιμερίζεται μεταξύ της ΕΕ και των κρατών μελών). Οι πράξεις αυτές δεν εμπίπτουν στο αντικείμενο του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Η στήριξη της ΕΕ καλύπτει διάφορα χρηματοδοτικά μέσα (ίδια κεφάλαια και δάνεια, εγγυήσεις

¹³ Συμβούλιο, Συμπεράσματα του Συμβουλίου σχετικά με την εμβάθυνση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, 5 Δεκεμβρίου 2019.

¹⁴ OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors – September 2015· Report of the Vienna Initiative Working Group on Capital Markets.

δανείων και μηχανισμοί κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, ανάπτυξης ικανοτήτων και χρηματοδότησης με επιμερισμό των κινδύνων)¹⁵.

54 Ένας ακόμη τρόπος για να προωθήσει η Επιτροπή την ανάπτυξη τοπικών κεφαλαιαγορών είναι μέσω του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, που αποτελεί έναν ετήσιο κύκλο συντονισμού της οικονομικής και δημοσιονομικής πολιτικής και καθιερώθηκε το 2010, με στόχο τη βελτίωση της οικονομικής και κοινωνικής βιωσιμότητας της ΕΕ. Κάθε χρόνο, η Επιτροπή προβαίνει σε ανάλυση των σχεδίων κάθε χώρας όσον αφορά τις δημοσιονομικές, μακροοικονομικές και διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και, στη συνέχεια, απευθύνει στα κράτη μέλη ειδικές ανά χώρα συστάσεις για τους επόμενους 12 έως και 18 μήνες, τις οποίες προσεπικυρώνει και εγκρίνει επίσημα το Συμβούλιο.

55 Στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ, η ΕΕ παρέχει τεχνική στήριξη στα κράτη μέλη της ΕΕ για τις θεσμικές, διοικητικές και αναπτυξιακές τους μεταρρυθμίσεις, συμπεριλαμβανομένης της ανάπτυξης των κεφαλαιαγορών τους. Το ΠΣΔΜ έχει ως γνώμονα τη ζήτηση· εναπόκειται δηλαδή στα κράτη μέλη αν θα υποβάλουν στην Επιτροπή προτάσεις έργων για χρηματοδότηση.

56 Αξιολογήσαμε κατά πόσον:

- α) η Επιτροπή διαθέτει ολοκληρωμένη στρατηγική για την προώθηση της ανάπτυξης των τοπικών κεφαλαιαγορών·
- β) το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο χρησιμοποιήθηκε για τη στήριξη των μεταρρυθμίσεων που σχετίζονται με την Ένωση Κεφαλαιαγορών στα κράτη μέλη, και
- γ) η τεχνική στήριξη που παρέχεται στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ συνέβαλε αποτελεσματικά στην ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών.

Έλλειψη συνολικής στρατηγικής για την ανάπτυξη τοπικών κεφαλαιαγορών

57 Στο πλαίσιο της ενδιάμεσης επανεξέτασης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών το 2017, η Επιτροπή προγραμματίσει να καταρτίσει μια ολοκληρωμένη στρατηγική της ΕΕ για την ανάπτυξη των τοπικών και περιφερειακών κεφαλαιαγορών σε ολόκληρη την ΕΕ. Αυτή ήταν μία από τις εννέα νέες δράσεις προτεραιότητας στο θεματολόγιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Η Επιτροπή δεν κατήρτισε χωριστή στρατηγική έκθεση, όπως έκανε, παραδείγματος χάριν, με τη βιώσιμη χρηματοδότηση και τη

¹⁵ Ειδική έκθεση 17/2019 του ΕΕΣ και ειδική έκθεση 2/2020 του ΕΕΣ.

χρηματοπιστωτική τεχνολογία (Fintech), τον Μάρτιο του 2018¹⁶. Αντ' αυτού αρκέστηκε στο να υποβάλει¹⁷, με καθυστέρηση εννέα μηνών, στοιχεία σχετικά με δράσεις που θα μπορούσαν να αναληφθούν σε εθνικό και περιφερειακό επίπεδο για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Αυτό δεν ανταποκρινόταν στις προσδοκίες που δημιούργησε η ενδιαμέση επανεξέταση (βλέπε [παράρτημα III](#)). Δεν επρόκειτο για στρατηγική, υπό την έννοια της παρουσίασης μιας μακροπρόθεσμης προοπτικής που να καλύπτει διεξοδικά όλους τους τομείς των κεφαλαιαγορών, ενώ δεν προβλέπονταν συγκεκριμένες δράσεις που θα μπορούσε να αναλάβει η Επιτροπή.

58 Στην έρευνά μας, η πλειονότητα των αρχών των κρατών μελών ήταν της άποψης ότι το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών υιοθέτησε σε μεγάλο βαθμό μία προσέγγιση για όλες τις περιπτώσεις και δεν προώθησε συγκεκριμένα την ανάπτυξη των τοπικών αγορών (βλέπε [πίνακα 5](#)).

Πίνακας 5 - Σχόλια των κρατών μελών σχετικά με την προσέγγιση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών για τις τοπικές και περιφερειακές κεφαλαιαγορές

Δυτική και βόρεια Ευρώπη	Νότια Ευρώπη	Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη
<ul style="list-style-type: none"> «Το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών στόχευε στην προώθηση της σύγκλισης των κεφαλαιαγορών της ΕΕ και τη διευκόλυνση της διασυνοριακής ροής κεφαλαίων και όχι συγκεκριμένα στην προώθηση της ανάπτυξης των τοπικών αγορών. Κατά τη γνώμη μας, αποσκοπεί στην αύξηση της ρευστότητας και της εμβάθυνσης της αγοράς σφαιρικά.» «Δεν δόθηκε ιδιαίτερη εστίαση.» 	<ul style="list-style-type: none"> «Επρόκειτο μάλλον για μία προσέγγιση για όλες τις περιπτώσεις.» «Θα αναμέναμε τη λήψη περαιτέρω μέτρων για τις τοπικές κεφαλαιαγορές.» 	<ul style="list-style-type: none"> «Οι νομοθετικές πράξεις της Ένωσης Κεφαλαιαγορών δεν ήταν αναλογικές και δεν συνυπολόγιζαν το μέγεθος των λιγότερο ανεπτυγμένων κεφαλαιαγορών.» «Τα συμφέροντα των μικρών και λιγότερο ανεπτυγμένων αγορών θα μπορούσαν να είχαν ληφθεί περισσότερο υπόψη.» «Η πρωτοβουλία για την Ένωση Κεφαλαιαγορών έχει, κατά τη γνώμη μας, συγκεντρωτικές τάσεις, και, επομένως εστιάζεται σε μεγάλο βαθμό στις περισσότερο ανεπτυγμένες αγορές.» «Οι πρωτοβουλίες για την Ένωση Κεφαλαιαγορών στόχευαν περισσότερο σε ανεπτυγμένες, μεγαλύτερες αγορές, ενώ οι μικρότερες, λιγότερο ανεπτυγμένες αγορές ωφελήθηκαν λιγότερο. Επίσης, οι (πολύ) μικρές εταιρείες δεν αποκόμισαν τα αναμενόμενα οφέλη (μικρότερη κανονιστική επιβάρυνση).»

¹⁶ Financing a sustainable European Economy – Final report 2018.

¹⁷ SWD(2019) 99 final.

Δυτική και βόρεια Ευρώπη	Νότια Ευρώπη	Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη
Ορισμένες προτάσεις μάλιστα θα είχαν θέσει σε κίνδυνο εδραιωμένους και λειτουργικούς εθνικούς ή περιφερειακούς τομείς κεφαλαιαγορών.»		<ul style="list-style-type: none"> • «Είναι ανάγκη να σχεδιαστούν μέτρα κατά τέτοιο τρόπο ώστε να ωφελούνται όχι μόνον τα ήδη ισχυρά χρηματοοικονομικά κέντρα, αλλά και οι κεφαλαιαγορές μικρότερων οικονομιών στην ΕΕ.» • «Η αρχή των τοπικών αναγκών δεν έχει υλοποιηθεί με πρακτικές λύσεις.»

Σημ.: Δέκα χαρακτηριστικές απαντήσεις από 17 Υπουργεία Οικονομικών που απάντησαν στην έρευνά μας: παρόμοιες ήταν οι απαντήσεις που υπέβαλαν οι εθνικές αρμόδιες αρχές και οι κεντρικές τράπεζες.

Πηγή: Έρευνα του ΕΕΣ.

Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο δεν αξιοποιείται στο έπακρο, προκειμένου να προαγάγει τις μεταρρυθμίσεις των κεφαλαιαγορών

59 Εξετάσαμε κατά πόσον οι εκθέσεις ανά χώρα εντόπισαν σημαντικούς κινδύνους όσον αφορά την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και κατά πόσον η Επιτροπή απηύθυνε συστάσεις ανά χώρα (ΣΑΧ) στα κράτη μέλη που διαθέτουν λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές.

60 Στο δείγμα μας, διαπιστώσαμε ότι στις εκθέσεις ανά χώρα εντοπιζόνταν σημαντικοί κίνδυνοι και ότι αυτές αποτελούσαν πρόσφορη βάση για τη διατύπωση ΣΑΧ με στόχο την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών και την καλύτερη πρόσβαση σε εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης για τις εταιρείες. Ωστόσο, υπήρχαν ορισμένες περιπτώσεις κατά τις οποίες οι προκλήσεις σε τομείς όπως οι εξελίξεις στην αγορά, η διακυβέρνηση και η εποπτεία θα μπορούσαν να έχουν αντικατοπτριστεί καλύτερα στις εκθέσεις ανά χώρα του 2018 ή του 2019. Επιπλέον, σε καμία έκθεση ανά χώρα του δείγματός μας δεν περιλαμβάνονταν συγκεκριμένοι δείκτες που να σχετίζονται με τις εγχώριες κεφαλαιαγορές.

61 Παρατηρήσαμε ότι, κατά την περίοδο 2016-2019, δηλαδή μετά την έγκριση του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, εννέα κράτη μέλη κλήθηκαν να εφαρμόσουν μεταρρυθμίσεις με στόχο τις κεφαλαιαγορές και την καλύτερη πρόσβαση σε μη τραπεζική χρηματοδότηση. Στο [παράρτημα IV](#) περιλαμβάνεται ο κατάλογος των συστάσεων που εξετάσαμε.

62 Από την ανάλυσή μας όσον αφορά τις λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές εντός της ΕΕ προέκυψε (βλέπε [παράρτημα V](#)) ότι, επί τουλάχιστον τέσσερα συναπτά έτη, η Επιτροπή δεν είχε συστήσει την υλοποίηση ευθέως συναφών μεταρρυθμίσεων σε δέκα κράτη μέλη, μολονότι αυτά εξακολουθούν να έχουν λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές σε σύγκριση με τον μέσο όρο της ΕΕ. Για πέντε από αυτά (Βουλγαρία, Κροατία, Ελλάδα, Λετονία και Σλοβακία), η Επιτροπή πρότεινε συστάσεις που στόχευαν ευρύτερες προκλήσεις του χρηματοοικονομικού τομέα, όπως η εποπτεία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών ή το δικαστικό σύστημα, οι οποίες μπορούν να έχουν αντίκτυπο στις τοπικές κεφαλαιαγορές, αν και, ως επί το πλείστον, ο αντίκτυπος αυτός είναι έμμεσος. Επομένως, για πέντε κράτη μέλη με λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, δεν εκδόθηκαν ΣΑΧ που να καλύπτουν άμεσα ή έμμεσα στόχους σχετικούς με την Ένωση Κεφαλαιαγορών¹⁸.

63 Μολονότι αναγνωρίζουμε ότι το ζήτημα των κεφαλαιαγορών αποτελεί μία μόνο από τις πολλές προκλήσεις πολιτικής που εξετάζονται στο πλαίσιο της διαδικασίας του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου, τα κριτήρια και το σκεπτικό για την προτεραιοποίηση των τομέων στους οποίους πρέπει να προτείνονται ειδικές ανά χώρα συστάσεις δεν τεκμηριώνονται σαφώς από την Επιτροπή¹⁹. Επιπλέον, δεν εντοπίσαμε συγκεκριμένες συστάσεις για την προώθηση της διασυννοριακής ενοποίησης των τοπικών κεφαλαιαγορών που να πραγματεύονται τον σχεδιασμό και την εφαρμογή συναφών μεταρρυθμίσεων.

64 Σύμφωνα με την ειδική έκθεση του ΕΕΣ σχετικά με το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο²⁰, διαπιστώσαμε επίσης ότι, στο πλαίσιο μιας ΣΑΧ, οι σχετικές με την Ένωση Κεφαλαιαγορών μεταρρυθμίσεις αναμειγνύονταν με άλλους τομείς πολιτικής, ακόμη και με τομείς χωρίς κάποια συνάφεια (π.χ. απασχόληση, κοινωνική ένταξη). Επιπλέον, οι σχετικές με τις κεφαλαιαγορές συστάσεις ανά χώρα δεν διέθεταν τιμές-στόχο, έτσι ώστε να καθίσταται δυνατή η αξιολόγηση της προόδου με βάση κάποιο σαφές χρονοδιάγραμμα υλοποίησης²¹.

65 Όσον αφορά τις σχετικές με την Ένωση Κεφαλαιαγορών ΣΑΧ του 2016, του 2017 και του 2018, παρατηρήσαμε ότι η αξιολόγηση της Επιτροπής κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η πρόοδος που είχε σημειωθεί στα τέλη του 2019 ήταν μερική. Κανένα από τα εμπλεκόμενα κράτη μέλη δεν είχε εφαρμόσει πλήρως ή σε σημαντικό

¹⁸ Τσεχία, Εσθονία, Ουγγαρία, Πολωνία και Ρουμανία.

¹⁹ Ειδική έκθεση 16/2020 του ΕΕΣ, σημεία 49-50.

²⁰ Ειδική έκθεση 16/2020 του ΕΕΣ, πλαίσιο 5.

²¹ Ειδική έκθεση 16/2020 του ΕΕΣ, σημεία 51 και 63 και σύσταση 4.

βαθμό τις συνιστώμενες μεταρρυθμίσεις, γεγονός που υποδηλώνει είτε ότι το χρονικό πλαίσιο ήταν υπερβολικά στενό είτε ότι υπήρξε πρόβλημα με την εθνική οικειοποίηση όσον αφορά την υλοποίηση των ΣΑΧ.

Η τεχνική στήριξη χαίρει ευρείας εκτίμησης, αλλά δεν έχει ακόμη αποφέρει αποτελέσματα

66 Αξιολογήσαμε κατά πόσον τα κράτη μέλη με λιγότερο ανεπτυγμένες αγορές ωφελήθηκαν από έργα στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ και κατά πόσον τα έργα απέφεραν προστιθέμενη αξία και οδήγησαν στην επίτευξη θετικών αποτελεσμάτων στα κράτη μέλη.

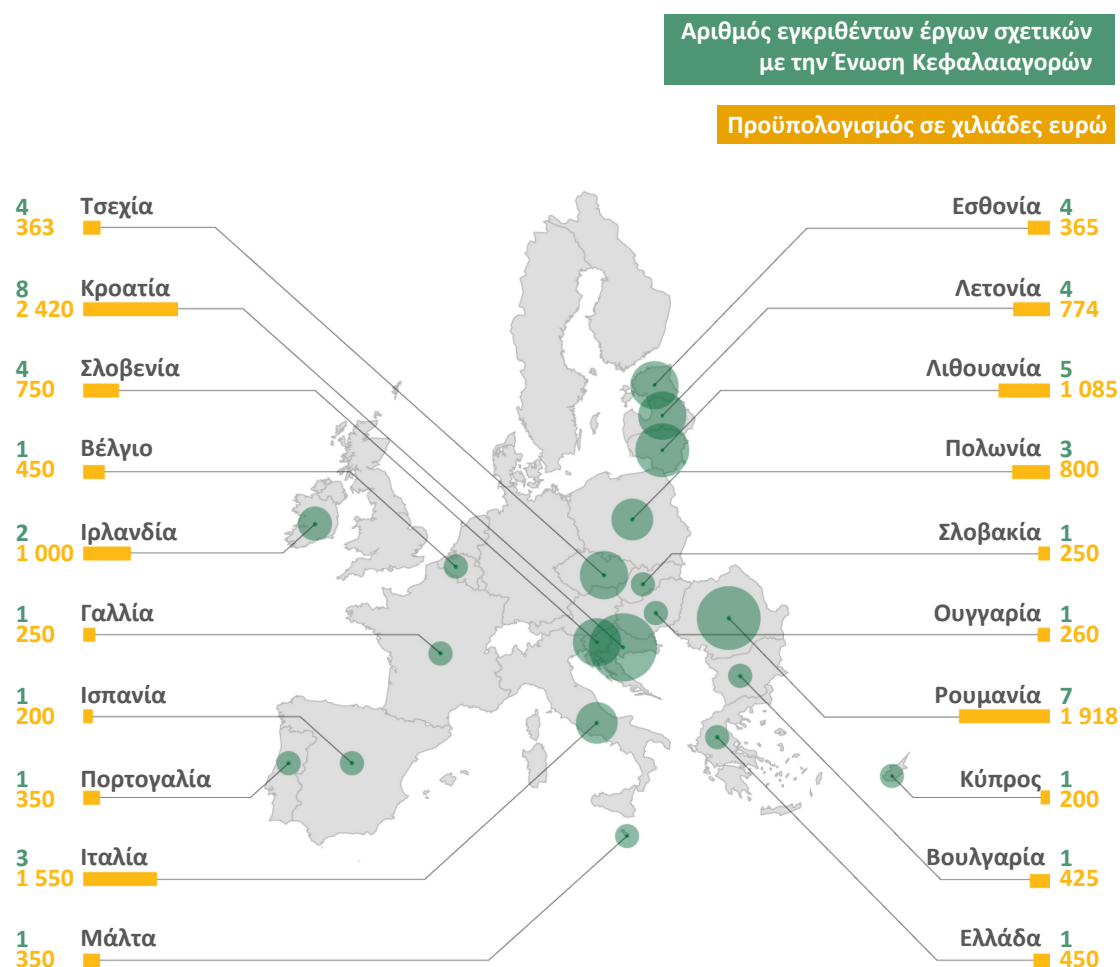
67 Στο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή δεσμεύθηκε να αναπτύξει έως το 3ο τρίμηνο του 2016 μια στρατηγική για την παροχή τεχνικής στήριξης στα κράτη μέλη, προκειμένου να υποστηριχθεί η ικανότητα των κεφαλαιαγορών, ένα μέτρο που ήρθε να συμπληρώσει την ολοκληρωμένη στρατηγική της ΕΕ για τις τοπικές και περιφερειακές κεφαλαιαγορές (βλέπε σημείο 57). Ωστόσο, τον Σεπτέμβριο του 2016 και εν αναμονή της έγκρισης του κανονισμού για το ΠΣΔΜ, η Επιτροπή ανέφερε ότι είχε αναπτύξει την κατάλληλη ικανότητα για την παροχή τεχνικής στήριξης και ότι θα συνεργαζόταν με τα κράτη μέλη για τον προσδιορισμό των τομέων προτεραιότητας, χωρίς όμως να δημοσιεύσει κάποιο στρατηγικό έγγραφο.

68 Η στήριξη από το ΠΣΔΜ βασίζεται στη ζήτηση και δεν απαιτεί συγχρηματοδότηση από τα κράτη μέλη. Καλύπτει ολόκληρη την αλυσίδα διεργασιών, από την προετοιμασία και τον σχεδιασμό έως την υλοποίηση ενός έργου. Κατά την περίοδο 2016-2019, στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ και της προπαρασκευαστικής δράσης του, χρηματοδοτήθηκαν 54 έργα συναφή με την Ένωση Κεφαλαιαγορών, συνολικής αξίας 14,31 εκατομμυρίων ευρώ, σε 20 κράτη μέλη.

69 Όσον αφορά την αιτιολόγηση που προέβαλαν οι εθνικές αρχές κατά την υποβολή αιτήματος παροχής τεχνικής στήριξης, και στα 10 αιτήματα του δείγματός μας αναφερόταν ως αιτιολογία η υλοποίηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών ως ενωσιακή προτεραιότητα. Στις μισές περιπτώσεις (πέντε αιτήματα), οι αρχές ισχυρίστηκαν ότι το αίτημα ήταν σύμφωνο με το οικείο πρόγραμμα μεταρρυθμίσεων. Μόνο ένα κράτος μέλος του δείγματός μας (Λιθουανία) είχε λάβει ΣΑΧ που σχετιζόταν με την Ένωση Κεφαλαιαγορών, την οποία και ανέφερε στο σχετικό αίτημα έργου ως σχετική περίπτωση. Δύο άλλα κράτη μέλη (Βουλγαρία και Ιταλία) είχαν λάβει ευρύτερες ΣΑΧ (σχετικά με την αφερεγγυότητα και την εποπτεία), αλλά στα αιτήματά τους δεν υπήρχε σχετική αναφορά.

70 Στο **γράφημα 7** παρουσιάζεται ο αριθμός των έργων που εγκρίθηκαν και ο προϋπολογισμός τους σε κάθε κράτος μέλος. Από το γράφημα προκύπτει ότι υπάρχουν σημαντικές αποκλίσεις μεταξύ χωρών με λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές (παραδείγματος χάριν η Κροατία και η Ρουμανία σε σύγκριση με τη Βουλγαρία, την Ουγγαρία και τη Σλοβακία).

Γράφημα 7 - Αριθμός των σχετικών με την Ένωση Κεφαλαιαγορών έργων που εγκρίθηκαν και προϋπολογισμός τους ανά κράτος μέλος, 2016-2019



Πηγή: ΕΕΣ, βάσει στοιχείων της SRSS.

71 Η SRSS κατάφερε να στηρίξει περισσότερα του ενός έργα σχετικά με την Ένωση Κεφαλαιαγορών σε εννέα κράτη μέλη. Ωστόσο, διαπιστώσαμε ότι έξι κράτη μέλη (Σλοβακία, Βουλγαρία, Ουγγαρία, Ελλάδα, Κύπρος και Αυστρία), με τις λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, δεν είχαν εφαρμόσει κανένα ή μόνο ένα πρόγραμμα σχετικό με την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Τρία από αυτά είχαν υποβάλει ελάχιστα ή και καθόλου αιτήματα (από ένα η Σλοβακία και η Βουλγαρία, κανένα η Αυστρία).

72 Παρόλο που η λογική παρέμβασης του ΠΣΔΜ δεν προσανατολιζόταν επισήμως στις συγκεκριμένες ανάγκες των κεφαλαιαγορών της ΕΕ, οι στόχοι της Ένωσης Κεφαλαιαγορών λαμβάνονταν υπόψη σε κάθε επιμέρους έργο. Παράλληλα, στα επιλεγέντα έργα ήταν σαφής η σύνδεση με τις διαπιστωμένες εθνικές ανάγκες. Λαμβάνονταν επίσης υπόψη οι περισσότερες προτεραιότητες για τις δράσεις πολιτικής που είχαν προσδιοριστεί με την Πρωτοβουλία της Βιέννης το 2018²². Διαπιστώσαμε ότι, μεταξύ των χωρών της Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης, από τα έξι υποβληθέντα αιτήματα για έργα σχετικά με τη χρηματοοικονομική παιδεία, ζήτημα καίριο για τις λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές (βλέπε σημείο 82), επελέγη μόνο ένα (Τσεχία). Τα υπόλοιπα απορρίφθηκαν εν μέρει λόγω ελλιπούς ωρίμανσης του έργου.

73 Σκοπός της SRSS ήταν η υιοθέτηση μιας σταδιακής προσέγγισης όσον αφορά την ακολουθία των παρεμβάσεων, με τρία στάδια, και συγκεκριμένα: πρώτα διεξοδική ανάλυση της τρέχουσας κατάστασης ως προς την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς, στη συνέχεια παροχή βοήθειας για τη βελτίωση της πρόσβασης σε υποδομές αγοράς και, τέλος, υποστήριξη των προσπαθειών για εμβάθυνση και διεύρυνση της πρόσβασης στην κεφαλαιαγορά. Για τον σκοπό αυτό, η SRSS προσδιόρισε για πιθανή στήριξη επτά ευρείς τομείς και 26 τύπους έργων σχετικών με την Ένωση Κεφαλαιαγορών²³. Το έγγραφο που αναφέρει αυτή την προσέγγιση διαβιβάστηκε στα επιλεγέντα κράτη μέλη στο πλαίσιο των επιτόπιων επισκέψεων που πραγματοποιήθηκαν το 2017 και το 2018.

74 Σε έξι από τα 13 κράτη μέλη με τις σχετικά λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές (Λιθουανία, Σλοβενία, Σλοβακία, Ουγγαρία, Ελλάδα και Κύπρος), η SRSS δεν ακολουθούσε εκ του σύνεγγυς την πορεία της προσέγγισης αυτής. Ωστόσο, αυτό δεν σημαίνει ότι τα επιλεγέντα έργα δεν ήταν συναφή, ούτε ότι δεν προήγαν την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Μολονότι για τα εν λόγω κράτη μέλη δεν είχε εκπονηθεί κάποια διαγνωστική έκθεση ή στρατηγική, η SRSS ενέκρινε έργα που υπέβαλαν οι εν λόγω χώρες και τα οποία στόχευαν σε συγκεκριμένους τομείς των κεφαλαιαγορών τους.

²² Report of the Vienna Initiative Working Group on Capital Markets σ. 67.

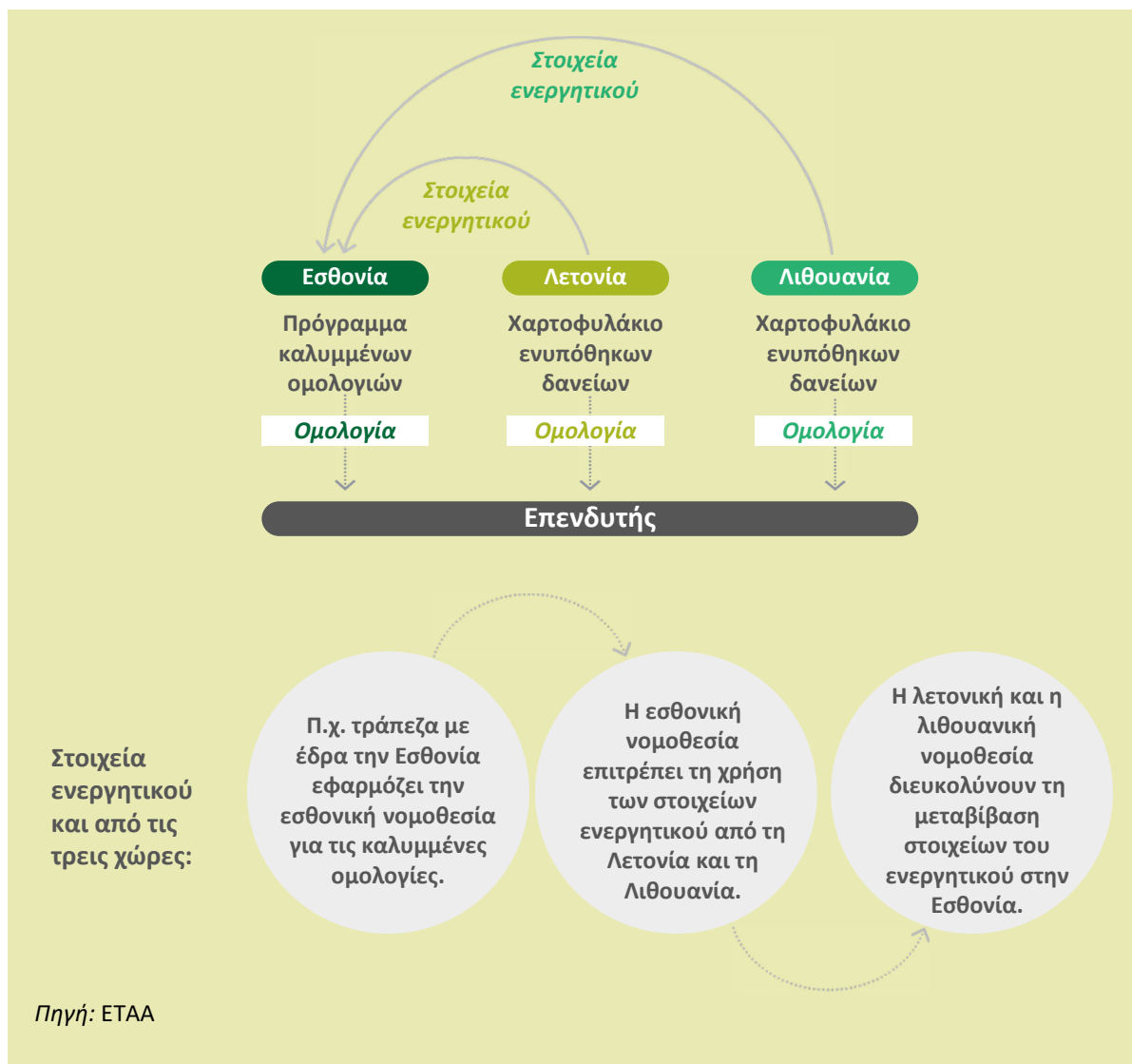
²³ SRSS, European Commission: Technical assistance in the area of Capital Markets Union, 1η έκδοση, Απρίλιος 2017.

75 Μέχρι τον Μάρτιο του 2020, είχαν υποβληθεί από τα κράτη μέλη μόνο δύο διακρατικά αιτήματα, και τα δύο από την Εσθονία, τη Λετονία και τη Λιθουανία (βλέπε [πλαίσιο 1](#)). Τα αιτήματα αυτά εγκρίθηκαν στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ. Παρά τις σημαντικές προκλήσεις για τον συντονισμό των εν λόγω έργων σε όλα τα εμπλεκόμενα κράτη μέλη, τα δυνητικά αποτελέσματα και ο αντίκτυπός τους στην περιφέρεια μπορεί να είναι σημαντικά.

Πλαίσιο 1

Καλυμμένες ομολογίες - νομικές και κανονιστικές μεταρρυθμίσεις

Η SRSS (νυν ΓΔ REFORM), από κοινού με την ΕΤΑΑ, στηρίζει τις βαλτικές χώρες όσον αφορά τη θέσπιση ενός πλαισίου για τις καλυμμένες ομολογίες για την περιοχή της Βαλτικής, και κατ' αυτόν τον τρόπο συμβάλλει στη δημιουργία εύρυθμων και μεγαλύτερων κεφαλαιαγορών στην περιοχή, δημιουργεί επιλογές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης για τις τράπεζες και αυξάνει το επίπεδο δανεισμού προς τις οικονομίες. Προβλέπεται ότι κάθε χώρα της Βαλτικής θα έχει θεσπίσει τη δική της νομοθεσία και τις επιμέρους νομοθετικές πράξεις για τις καλυμμένες ομολογίες, και έτσι η έκδοση βαλτικών καλυμμένων ομολογιών θα πραγματοποιείται κατ' εφαρμογή του γενικού πλαισίου. Στην Εσθονία, ο νόμος για τις καλυμμένες ομολογίες εγκρίθηκε από το Κοινοβούλιο τον Φεβρουάριο του 2019, αλλά απαιτούνται περαιτέρω τροποποιήσεις του, προκειμένου να ενσωματωθεί πλήρως σε αυτόν η διάσταση των βαλτικών καλυμμένων ομολογιών και για να υπάρξει ευθυγράμμιση με τη νομοθετική δέσμη της ΕΕ για τις καλυμμένες ομολογίες. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται ο τρόπος με τον οποίο θα λειτουργεί το πλαίσιο για τις καλυμμένες ομολογίες:



76 Όσον αφορά την έγκαιρη υλοποίηση και την τήρηση των οροσήμων, διαπιστώσαμε αρκετές αδυναμίες όσον αφορά τα έργα του δείγματός μας. Σχεδόν σε όλα αυτά τα έργα, οι φάσεις ανάθεσης και υλοποίησης διήρκεσαν περισσότερο από τις αρχικές εκτιμήσεις και σημειώθηκαν καθυστερήσεις στην υποβολή των τελικών παραδοτέων σε σχέση με τον αρχικό προγραμματισμό στην ανάλυση της SRSS. Για πέντε έργα, το διάστημα που μεσολάβησε (ή αναμένεται να μεσολαβήσει) από την υποβολή των αιτημάτων έως την ολοκλήρωσή τους (μεταξύ 30 και 40 μηνών) είναι μεγάλο, κυρίως λόγω των προαναφερόμενων καθυστερήσεων.

77 Όσον αφορά τα αποτελέσματα που επιτεύχθηκαν, δεν είναι ακόμη δυνατόν να διατυπωθούν συμπεράσματα, αφού, στο τέλος του ελέγχου μας, τα περισσότερα έργα ήταν ακόμη στο στάδιο της υλοποίησης. Ομοίως, στην έρευνά μας, οι περισσότερες αρχές των κρατών μελών (57 %) δεν σχολίασαν τη σημασία της τεχνικής στήριξης που τους παρασχέθηκε, διότι θεωρούν ότι χρειάζεται περισσότερος χρόνος για την αξιόπιστη αξιολόγηση της συνολικής εικόνας. Ωστόσο, παρατηρήσαμε ότι, μέχρι

τώρα, τα αποτελέσματα στο δείγμα μας ήταν ανάμικτα. Για το ήμισυ των οκτώ ολοκληρωμένων έργων, i) από τις συστάσεις που προτάθηκαν αρχικά από τον ανάδοχο, δεν συμπεριλήφθηκαν τελικά όλες στην τελική έκθεση ή δεν εξετάστηκε η εφαρμογή τους από τις εθνικές αρχές και ii) το ποσοστό υλοποίησης συστάσεων που περιλαμβάνονταν στις μελέτες είναι σχετικά χαμηλό.

78 Κατά τα προβλεπόμενα στον κανονισμό για το ΠΣΔΜ, η SRSS παρακολουθεί τα αποτελέσματα της τεχνικής στήριξης που παρέχει. Για τον σκοπό αυτό, αποστέλλει δύο ερωτηματολόγια στις δικαιούχους αρχές. Δεν ζητείται ανατροφοδότηση από τους συμμετέχοντες στην αγορά που δεν εμπλέκονταν στην υλοποίηση του έργου, παρότι αυτοί είναι σε θέση να παράσχουν ανεξάρτητη, πρακτική και ευρύτερη ανατροφοδότηση.

Η Επιτροπή ανέλαβε ορισμένες δράσεις στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της, αλλά δεν εξάλειψε πλήρως σημαντικούς διασυνοριακούς φραγμούς

79 Οι διασυνοριακές επενδύσεις βρίσκουν πρόσκομμα στην κατακερματισμένη ευρωπαϊκή αγορά που δημιουργούν τα εθνικά σύνορα. Η έλλειψη ενοποίησης της αγοράς διαφάνεται από το χαμηλό ποσοστό των στοιχείων ενεργητικού που κατέχουν οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων (ΟΣΕΚΑ και ΟΕΕ), οι οποίοι είναι καταχωρισμένοι για πώληση σε περισσότερες από τρεις χώρες. Από τα στατιστικά στοιχεία προκύπτει ότι, ενώ η αγορά των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων στην Ευρώπη έχει αναπτυχθεί, η δραστηριότητά της συγκεντρώνεται σε λίγες χώρες²⁴. Τον Ιούνιο του 2017, περίπου το 70% του συνόλου των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων βρισκόταν στην κατοχή επενδυτικών κεφαλαίων που είναι καταχωρισμένα για πώληση μόνο στην εγχώρια αγορά τους²⁵.

80 Στην από 24ης Μαρτίου 2017²⁶ έκθεσή τους, η Επιτροπή και τα κράτη μέλη προσδιόρισαν τρία είδη φραγμών που παρακωλύουν τις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων στα διάφορα στάδια του επενδυτικού κύκλου. Αποτέλεσμα της έκθεσης ήταν ένας κοινός χάρτης πορείας δράσεων, ο οποίος περιλάμβανε μόνον εκείνα τα εμπόδια που τα κράτη μέλη ήταν έτοιμα να άρουν. Στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης

²⁴ Βλέπε, παραδείγματος χάριν, την τριμηνιαία στατιστική έκδοση της EFAMA, του Μαρτίου 2019, αριθ. 76, ετήσια έκθεση στατιστικών στοιχείων της ESMA για το 2020 και Global Fund Distribution, ALFI, 2019.

²⁵ COM(2018) 92 final.

²⁶ COM(2017) 147 final.

για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή συγκρότησε το 2016 ομάδα εμπειρογνομώνων, το Ευρωπαϊκό Μετασυναλλακτικό Φόρουμ (EPTF), η οποία θα προέβaine σε ευρεία ανασκόπηση της προόδου που είχε επιτευχθεί στον τομέα της μεταδιαπραγμάτευσης των κινητών αξιών και στην άρση των φραγμών Giovannini (ανεπάρκειες στις διασυνοριακές ρυθμίσεις εκκαθάρισης και συμψηφισμού που είχαν διαπιστωθεί το 2001 και το 2003)²⁷. Ορισμένοι από τους φραγμούς που είχαν εντοπιστεί από την Επιτροπή και τα κράτη μέλη επισημάνθηκαν επίσης από το φόρουμ EPTF στην επακόλουθη έκθεσή του της 15ης Μαΐου 2017²⁸. Και στις δύο εκθέσεις αναφέρεται ότι πολλοί από τους φραγμούς που παρεμποδίζουν τις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων παραμένουν ως πρόβλημα εδώ και δεκαετίες.

81 Βάσει των δύο εκθέσεων, η Επιτροπή πρότεινε τόσο νομοθετικά όσο και μη νομοθετικά μέτρα, προκειμένου να μειώσει τους φραγμούς για τις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων. Ελέγξαμε μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική παιδεία των επενδυτών και ιδίως των ΜΜΕ, το δίκαιο περί αφερεγγυότητας και την παρακράτηση φόρων (βλέπε [γράφημα 8](#)).

²⁷ The Giovannini Group (Νοέμβριος 2001), Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union.

²⁸ COM(2015) 468 final.

Γράφημα 8 - Δράσεις που υλοποιήθηκαν για την εξάλειψη των φραγμών στις διασυνοριακές επενδύσεις

Χρηματοοικονομική εκπαίδευση



- Ανεπίσημο έγγραφο για τη χρηματοοικονομική παιδεία που καταρτίστηκε από υποομάδα 18 κρατών μελών, με επικεφαλής την Κροατία

Δίκαιο αφερεγγυότητας



- Οδηγία σχετικά με την προληπτική αναδιάρθρωση και τη δεύτερη ευκαιρία
- Πρόταση οδηγίας σχετικά με το εφαρμοστέο δίκαιο στα έναντι τρίτων αποτελέσματα των εκχωρήσεων απαιτήσεων
- Ανακοίνωση σχετικά με το εφαρμοστέο δίκαιο στα εμπράγματα αποτελέσματα των συναλλαγών επί κινητών αξιών

Παρακράτηση φόρου στην πηγή



- Κώδικας δεοντολογίας για την παρακράτηση φόρου
- Παρακολούθηση και ημερίδες στα κράτη μέλη

Πηγή: ΕΕΣ.

Η Επιτροπή θα μπορούσε να είχε κάνει περισσότερα για την προώθηση της χρηματοοικονομικής παιδείας στις ΜΜΕ

82 Οι έρευνες του ΟΟΣΑ για τη χρηματοοικονομική παιδεία επιβεβαιώνουν ότι τα επίπεδα της χρηματοοικονομικής παιδείας, όπως αυτά μετρώνται με βάση τις χρηματοοικονομικές γνώσεις, τη συμπεριφορά και τη γενικότερη στάση, εξακολουθούν να είναι ανομοιογενή εντός της ΕΕ. Επίσης, καταδεικνύουν τον ρόλο του φύλου, της ηλικίας, των ψηφιακών δεξιοτήτων και της χρηματοοικονομικής ανθεκτικότητας για τη χρηματοοικονομική παιδεία²⁹. Η προαναφερόμενη ετερογένεια στα επίπεδα χρηματοοικονομικής παιδείας είναι επίσης εμφανής στις ΜΜΕ. Από την έρευνα SAFE της Επιτροπής και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας³⁰ προκύπτει ότι η πλειονότητα των διαχειριστών μικρών εταιρειών δεν εμπιστεύεται να συζητήσει για δυνατότητες χρηματοδότησης με παρόχους ιδίων κεφαλαίων και κεφαλαίων

²⁹ OECD/INFE (2020), *International Survey of Adult Financial Literacy*.

³⁰ Πρωτοβουλία της Βιέννης (12 Μαρτίου 2018). Έκθεση της ομάδας εργασίας για τις κεφαλαιαγορές. <http://vienna-initiative.com/resources/themes/vienna/wp-content/uploads/2018/03/VI-CMU-Working-Group-Final-Report-March-2018.pdf>.

επιχειρηματικών συμμετοχών αντί με τράπεζες. Αυτό παρατηρείται εντονότερα στην Κεντρική και Ανατολική Ευρώπη σε σύγκριση με την υπόλοιπη ΕΕ.

83 Μολονότι το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών δεν περιείχε ειδική δέσμευση για την αντιμετώπιση του ζητήματος της χρηματοοικονομικής παιδείας, η Επιτροπή και τα κράτη μέλη διαπίστωσαν ότι τα ανεπαρκή επίπεδα χρηματοοικονομικών γνώσεων λειτουργούσαν ως φραγμός που απέτρεπε τους επενδυτές από το να διατηρήσουν ή να αυξήσουν το άνοιγμά τους διασυνοριακά. Δεσμεύθηκαν δε, στο πλαίσιο του κοινού χάρτη πορείας δράσης, να αρχίσουν την ανταλλαγή βέλτιστων πρακτικών σχετικά με προγράμματα χρηματοοικονομικής παιδείας, λαμβάνοντας υπόψη τη διασυνοριακή διάσταση.

84 Σύμφωνα με τη δέσμευση αυτή, υποομάδα 18 κρατών μελών υπό την προεδρία της Κροατίας ανέλαβε να συντάξει ανεπίσημο έγγραφο το 2018, το οποίο εγκρίθηκε από την κοινή ομάδα εμπειρογνομόνων της Επιτροπής και των κρατών μελών σχετικά με τους φραγμούς στην ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων. Το έγγραφο αυτό, μεταξύ άλλων, συστήνει στα κράτη μέλη να μετρήσουν τα επίπεδα χρηματοοικονομικής παιδείας και να υλοποιήσουν τεκμηριωμένα και προσβάσιμα προγράμματα χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης. Αναφέρει επίσης ότι δεν υπάρχουν πρωτοβουλίες που να έχουν ως αντικείμενο τη διασυνοριακή διάσταση των ΜΜΕ και ότι η διασυνοριακή διάσταση του ζητήματος της χρηματοοικονομικής παιδείας στις ΜΜΕ θα ήταν δύσκολο να διευθετηθεί, δεδομένου ότι πρέπει να γίνουν ακόμη πολλά σε εθνικό επίπεδο. Ορισμένα κράτη μέλη ζήτησαν από την ΕΕ να επιληφθεί αυτού του σημαντικού ζητήματος.

85 Στον τομέα της χρηματοοικονομικής παιδείας, τα κράτη μέλη έχουν την κύρια αρμοδιότητα. Στις συστάσεις του ανεπίσημου εγγράφου δεν εξετάζονται συγκεκριμένοι τρόποι με τους οποίους θα μπορούσε η ΕΕ να ασκήσει την αρμοδιότητά της και να στηρίξει τα κράτη μέλη στην προώθηση της χρηματοοικονομικής παιδείας, μεταξύ άλλων στις ΜΜΕ. Η Επιτροπή δεν έχει ακόμη αποφασίσει πώς θα κινηθεί προς αυτή την κατεύθυνση. Στην έρευνα που απευθύναμε στις δημόσιες αρχές, το 73 % αυτών ήταν της άποψης ότι η Επιτροπή, μαζί με τα κράτη μέλη, θα έπρεπε να είχε προτείνει και χρηματοδοτήσει συγκεκριμένες δράσεις στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, με σκοπό τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής παιδείας των ιδιωτών επενδυτών και των επιχειρηματιών. Παράλληλα, ωστόσο, δεν υπήρχε στήριξη από τα κράτη μέλη, και αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η ομάδα εμπειρογνομόνων

για τους φραγμούς στην ελεύθερη κυκλοφορία κεφαλαίων ανέβαλε επ' αόριστον τις εργασίες της το 2018³¹.

86 Σημειώνουμε ότι το ανεπίσημο έγγραφο της ομάδας εμπειρογνομόνων σχετικά με τη χρηματοοικονομική παιδεία δεν εξέτασε συστηματικά τον τρόπο με τον οποίο τα υφιστάμενα χρηματοδοτικά προγράμματα και πλατφόρμες της ΕΕ, συμπεριλαμβανομένου του δικτύου «Enterprise Europe Network» και του Ευρωπαϊκού Κόμβου Επενδυτικών Συμβουλών, χρησιμοποιούνται ήδη για την προώθηση της χρηματοοικονομικής παιδείας, ούτε τον τρόπο με τον οποίο θα μπορούσαν ενδεχομένως να χρησιμοποιηθούν αποτελεσματικότερα για τον σκοπό αυτό. Παραδείγματος χάριν, το δίκτυο «Enterprise Europe Network», που δρομολογήθηκε από την Επιτροπή το 2008, έχει ως στόχο να βοηθήσει τις επιχειρήσεις να καινοτομήσουν και να αναπτυχθούν σε διεθνές επίπεδο, μεταξύ άλλων, μέσω της παροχής συμβουλών επί χρηματοδοτικών ζητημάτων. Ομοίως, στις υπηρεσίες που διατίθενται μέσω του Ευρωπαϊκού Κόμβου Επενδυτικών Συμβουλών περιλαμβάνεται η παροχή χρηματοοικονομικών συμβουλών για την ενίσχυση της ικανότητας των επιχειρήσεων για πρόσβαση σε επαρκείς πηγές χρηματοδότησης³².

Τα μέτρα της Επιτροπής είναι απίθανο να οδηγήσουν σε ουσιαστική σύγκλιση των διαδικασιών αφερεγγυότητας

87 Τα ισχυρά και αποτελεσματικά πλαίσια για την αφερεγγυότητα ευνοούν τις διασυνοριακές συναλλαγές με όρους κεφαλαιαγοράς. Σύμφωνα με το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, η αναποτελεσματικότητα των νόμων περί αφερεγγυότητας και οι αποκλίσεις μεταξύ τους δυσχεραίνουν προς το παρόν την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου από μέρους των επενδυτών, ιδίως όσον αφορά τις διασυνοριακές επενδύσεις. Η Επιτροπή δηλώνει ότι η σύγκλιση όσον αφορά τις διαδικασίες αφερεγγυότητας και αναδιάρθρωσης θα εγγυόταν μεγαλύτερη ασφάλεια δικαίου για τους διασυνοριακούς επενδυτές και, συνεπώς, θα ενθάρρυνε την αύξηση των διασυνοριακών δραστηριοτήτων.

³¹ Πρακτικά της Επιτροπής Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών της 3ης Μαΐου 2018.

³² <https://eiah.eib.org/about/index>.

88 Όπως ανακοινώθηκε στο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών και στην ενδιάμεση επανεξέταση, η Επιτροπή πρότεινε δύο νομοθετικές πρωτοβουλίες και ένα μη νομοθετικό μέτρο σχετικά με το ζήτημα της αφερεγγυότητας.

- Η οδηγία για την έγκαιρη αναδιάρθρωση και τη δεύτερη ευκαιρία³³ θεσπίζει κατά κύριο λόγο ελάχιστα πρότυπα για διαδικασίες με τις οποίες αναδιρθρώνονται βιώσιμες εταιρείες, προτού κηρυχθούν αφερεγγυες και για διαδικασίες που καταλήγουν σε απαλλαγή από τα χρέη.
- Η πρόταση κανονισμού σχετικά με το εφαρμοστέο δίκαιο στα έναντι τρίτων αποτελέσματα των εκχωρήσεων απαιτήσεων³⁴ επιδιώκει να εισαγάγει ομοιόμορφους κανόνες διεθνούς ιδιωτικού δικαίου που αποσαφηνίζουν τους νόμους με τους οποίους πρέπει να συμμορφώνονται οι εκδοχείς, προκειμένου να αποκτούν νόμιμο τίτλο επί των εκχωρούμενων απαιτήσεων.
- Η ανακοίνωση³⁵ σχετικά με το εφαρμοστέο δίκαιο στα εμπράγματα αποτελέσματα των συναλλαγών επί κινητών αξιών διευκρινίζει ότι υπάρχουν διάφοροι τρόποι για τον προσδιορισμό του τόπου στον οποίο τηρείται ή βρίσκεται λογαριασμός τίτλων και ότι όλοι οι ορισμοί ισχύουν εξίσου για τους σκοπούς του προσδιορισμού των κανόνων ιδιωτικού διεθνούς δικαίου που εφαρμόζονται σε περίπτωση αφερεγγυότητας ή άλλης διαφοράς.

89 Ενώ οι δύο νομοθετικές πράξεις δεν έχουν ακόμη εγκριθεί από το Συμβούλιο ή μεταφερθεί στο εθνικό δίκαιο, κανένα από τα μέτρα δεν είναι κατάλληλο για την επίτευξη ουσιαστικής σύγκλισης των διαδικασιών αφερεγγυότητας, καθώς πραγματεύονται ως επί το πλείστον ζητήματα που αντιμετωπίζουν οι συμμετέχοντες στην αγορά πριν από την κίνηση διαδικασιών αφερεγγυότητας, όπως η αναδιάρθρωση βιώσιμων εταιρειών και η αποσαφήνιση των δικαιωμάτων κυριότητας. Υποστηρίζουν επίσης τους συμμετέχοντες στην αγορά σε ό,τι αφορά τις συνέπειες που προκύπτουν από την αφερεγγυότητα, όπως η υπερχρέωση και η δυσχέρεια έναρξης μιας νέας επιχείρησης. Παρότι η σύγκλιση των διαδικασιών αφερεγγυότητας δεν αποτελεί έναν από τους κύριους στόχους της Ένωσης

³³ Οδηγία (ΕΕ) 2019/1023 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Ιουνίου 2019, περί πλαισίου για την προληπτική αναδιάρθρωση, την απαλλαγή από τα χρέη και τις ανικανότητες ή την έκπτωση οφειλετών, καθώς και περί μέτρων βελτίωσης των διαδικασιών αυτών, και για την τροποποίηση της οδηγίας (ΕΕ) 2017/1132 (οδηγία για την αναδιάρθρωση και την αφερεγγυότητα) (ΕΕ L 172 της 26.6.2019).

³⁴ COM(2018) 96 final.

³⁵ COM(2018) 89 final.

Κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή έχει δηλώσει την πρόθεσή της να προωθήσει μια τέτοια σύγκλιση στο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών³⁶.

90 Μέχρι σήμερα, η Επιτροπή απείχε από την ανάληψη περαιτέρω δράσεων για την εναρμόνιση βασικών στοιχείων των διαδικασιών αφερεγγυότητας. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το ουσιαστικό δίκαιο περί αφερεγγυότητας παραμένει στην αποκλειστική αρμοδιότητα των κρατών μελών και ότι ο ρόλος της ΕΕ περιορίζεται στην ανάπτυξη της δικαστικής συνεργασίας σε αστικές υποθέσεις που έχουν διασυνοριακές επιπτώσεις. Σύμφωνα με τις συνομιλίες μας με υπαλλήλους της Επιτροπής, κατά τις διαπραγματεύσεις με το Συμβούλιο σχετικά με την πρόταση οδηγίας για την αναδιάρθρωση και την αφερεγγυότητα, και ήδη σε προκαταρκτικές συνεδριάσεις διαβούλευσης με κράτη μέλη πριν από την πρόταση αυτή καθαυτή, ήταν εμφανής η απροθυμία των κρατών μελών να θίξουν βασικούς τομείς του δικαίου αφερεγγυότητας.

91 Ωστόσο, από συγκριτική μελέτη του ουσιαστικού δικαίου περί αφερεγγυότητας στην ΕΕ³⁷, η οποία εκπονήθηκε το 2016 κατά παραγγελία της Επιτροπής, προέκυψε ότι υπήρχε περιθώριο εναρμόνισης διαφόρων πτυχών των διαδικασιών αφερεγγυότητας. Αφενός, η μελέτη κατέδειξε ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές στα εθνικά πλαίσια αφερεγγυότητας, γεγονός που καθιστά δύσκολη την υιοθέτηση κοινής προσέγγισης βάσει της οποίας να μπορεί να επιτευχθεί εναρμόνιση. Αφετέρου, ανέδειξε ζητήματα τα οποία κρίνεται πρέπον να τεθούν υπόψη του νομοθέτη της ΕΕ, όπως μεταξύ άλλων τα προσόντα και η κατάρτιση των διαχειριστών αφερεγγυότητας, η σειρά κατάταξης των απαιτήσεων και των προτεραιοτήτων, οι ανακλητικές αγωγές, οι αγωγές διακανονισμού και διαδικαστικά ζητήματα που σχετίζονται με τις τυπικές διαδικασίες αφερεγγυότητας.

92 Από τα αποτελέσματα της έρευνας που πραγματοποιήσαμε σε επίπεδο δημόσιων αρχών προκύπτει ότι άνω του 50 % των ερωτηθέντων πιστεύουν ότι η Επιτροπή οφείλει να προτεραιοποιεί την αναζήτηση κοινού τόπου ειδικά όσον αφορά: α) τις προϋποθέσεις για την κίνηση διαδικασιών αφερεγγυότητας, β) τον ορισμό της αφερεγγυότητας και γ) την κατάταξη των αξιώσεων σε περίπτωση αφερεγγυότητας (βλέπε [γράφημα 9](#)). Το 23 % των ερωτηθέντων υποστήριξαν ότι η Επιτροπή θα πρέπει να θέσει κοινές βάσεις για τις ανακλητικές αγωγές.

³⁶ COM(2015) 468 final, σ. 30.

³⁷ Δημοσίευση της ΕΕ με τίτλο «[Study on a new approach to business failure and insolvency](#)», 2016.

Γράφημα 9 - Ερώτηση στο πλαίσιο έρευνας του ΕΕΣ σχετικά με την εναρμόνιση του δικαίου περί αφερεγγυότητας

Προκειμένου να τεθούν κοινές βάσεις για τη σύγκλιση των καθεστώτων αφερεγγυότητας, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα πρέπει να προσπαθήσει να εναρμονίσει τις ακόλουθες βασικές πτυχές:



Δυνατότητα για περισσότερες από μία απαντήσεις

«Το σημερινό συνονθύλευμα εθνικών νόμων περί αφερεγγυότητας και κινητών αξιών εξακολουθεί να δημιουργεί ανασφάλεια δικαίου και επιβαρύνει τις συναλλαγές με έξοδα που αποθαρρύνουν τις επενδύσεις στην κεφαλαιαγορά της ΕΕ. Μια περισσότερο ολιστική προσέγγιση που επιδιώκει ευρύτερη εναρμόνιση των εθνικών νομοθεσιών στους τομείς αυτούς φαίνεται να είναι τόσο αναγκαία όσο και προσιτή (τουλάχιστον σε προαιρετική βάση).»

«Είναι δύσκολο να επιτευχθεί σύγκλιση των καθεστώτων αφερεγγυότητας στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Υπάρχουν μεγάλες διαφορές μεταξύ των καθεστώτων αφερεγγυότητας στα διάφορα κράτη μέλη της ΕΕ. Ειδικότερα, υπάρχουν συσχετίσεις μεταξύ των νόμων περί αφερεγγυότητας και άλλων τομέων του εθνικού δικαίου των κρατών μελών της ΕΕ (ήτοι το εμπορικό δίκαιο, το εργατικό δίκαιο και το δίκαιο κοινωνικής ασφάλισης, το φορολογικό δίκαιο), οι οποίες εναρμονίζονται μόνο συγκυριακά σε επίπεδο ΕΕ. Ως ένα πρώτο βήμα, είναι σκόπιμο η Επιτροπή να επικεντρωθεί στην εναρμόνιση των προϋποθέσεων για την κίνηση της διαδικασίας αφερεγγυότητας.»

Πηγή: ΕΕΣ.

Η Επιτροπή εξέδωσε έναν άρτιο κώδικα δεοντολογίας για την παρακράτηση φόρου στην πηγή, που όμως δεν είναι δεσμευτικός

93 Η παρακράτηση φόρου στην πηγή αφορά τον άμεσο φόρο που επιβάλλεται στο παθητικό εισόδημα, συμπεριλαμβανομένων των τόκων, των μερισμάτων, των δικαιωμάτων εκμετάλλευσης και των υπερτιμημάτων. Ο φόρος παρακρατείται είτε στη χώρα κατοικίας, είτε στη χώρα της πηγής είτε και στις δύο, και ο επενδυτής πρέπει να υποβάλει αίτηση επιστροφής ή συμψηφισμού του φόρου. Στην έκθεσή

τους σχετικά με τους διασυνοριακούς φραγμούς (βλέπε σημείο 80), η Επιτροπή και τα κράτη μέλη διαπίστωσαν ότι οι μεροληπτικές και επαχθείς διαδικασίες που εφαρμόζονται για την προβολή αξίωσης ελάφρυνσης από την παρακράτηση φόρου στην πηγή αποτελούσαν πρόσκομμα για τις διασυνοριακές επενδύσεις. Ομοίως, το φόρουμ EPTF ανέδειξε τις μη αποδοτικές διαδικασίες συλλογής φόρων στην πηγή ως προτεραιότητα για την ανάληψη δράσης, προκειμένου να βελτιωθεί το μετασυναλλακτικό περιβάλλον στην ΕΕ³⁸.

94 Για την αντιμετώπιση των ζητημάτων αυτών, στις 11 Δεκεμβρίου 2017 η Επιτροπή δημοσίευσε κώδικα δεοντολογίας για την παρακράτηση φόρου. Ο κώδικας συνιστά κυρίως στις κυβερνήσεις να λάβουν μέτρα για την εφαρμογή απλουστευμένων διαδικασιών επιστροφής φόρου, μεταξύ των οποίων και ένα τυποποιημένο και εναρμονισμένο σύστημα για την παροχή φορολογικών ελαφρύνσεων στην πηγή, έτσι ώστε τα δικαιώματα και οι απαλλαγές που απορρέουν από τις συνθήκες να εφαρμόζονται απευθείας και να τίθενται σε εφαρμογή. Ωστόσο, ο κώδικας δεν είναι δεσμευτικός και δεν είναι αρκετά αυστηρός σε ορισμένα σημεία, παραδείγματος χάριν όσον αφορά τις προθεσμίες εντός των οποίων οι φορολογικές αρχές των κρατών μελών πρέπει να διεκπεραιώνουν τις αιτήσεις επιστροφής φόρου.

95 Ενώ η Επιτροπή έχει ασχοληθεί ενεργά με την προώθηση απλούστερων διαδικασιών παρακράτησης φόρου στην πηγή εντός της ΕΕ, μέχρι στιγμής δεν έχει προτείνει κάτι περισσότερο από έναν μη δεσμευτικό κώδικα δεοντολογίας, καθώς οποιαδήποτε άλλη κίνηση θα έβρισκε πρόσκομμα στα μεγάλα νομικά και πολιτικά εμπόδια που εγείρονται. Συγκεκριμένα, λαμβανομένων επίσης υπόψη των δύσκολων συζητήσεων σε διεθνές επίπεδο, δεν πρότεινε οδηγία βάσει του άρθρου 115 ΣΛΕΕ, επειδή σε μια τέτοια περίπτωση θα έπρεπε:

- η Επιτροπή να αποδείξει ότι η μη ανάληψη δράσης επηρεάζει ευθέως την ορθή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς· και
- να υπάρξει ομοφωνία στο Συμβούλιο και ειδική νομοθετική διαδικασία.

96 Από το 1975, η Επιτροπή έχει επιχειρήσει να βρει μια κοινή λύση σχετικά με τους παρακρατούμενους στην πηγή φόρους επί των μερισμάτων, βάσει του άρθρου 115 ΣΛΕΕ, χωρίς όμως επιτυχία. Μια περισσότερο πρόσφατη ανακοίνωση της Επιτροπής, με την οποία προτείνεται η σταδιακή μετάβαση προς την ψηφοφορία με

³⁸ EPTF Report, 15 Μαΐου 2017.

ειδική πλειοψηφία στον τομέα της φορολογίας³⁹, απορρίφθηκε από την πλειονότητα των κρατών μελών.

97 Αντ' αυτού, η Επιτροπή παρακολούθησε την εφαρμογή του κώδικα δεοντολογίας μέσω της αποστολής ερωτηματολογίου και τις διοργανώσεις ημερίδων στα κράτη μέλη. Και στις δύο περιπτώσεις, δόθηκε έμφαση, μεταξύ άλλων, στους ακόλουθους τομείς που χρήζουν περαιτέρω βελτίωσης:

- στην ψηφιοποίηση της υποβολής των αιτήσεων επιστροφής και
- στην καθιέρωση της δυνατότητας να γίνονται δεκτά εναλλακτικά πιστοποιητικά φορολογικής κατοικίας.

98 Επιπλέον, στο πλαίσιο της διάσκεψης κορυφής της ΕΕ για τη φορολογική διοίκηση, οι φορολογικές διοικήσεις των κρατών μελών συμφώνησαν στα τέλη Μαΐου του 2020 ότι η Επιτροπή θα συγκροτήσει ειδικό άξονα εργασιών για τη διερεύνηση νομοθετικών και μη νομοθετικών πρωτοβουλιών προκειμένου να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες προκλήσεις όσον αφορά τις διαδικασίες παρακράτησης φόρου, συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας εισαγωγής ενός συστήματος ελάφρυνσης στην πηγή.

99 Στις 15 Ιουλίου 2020, η Επιτροπή εξέδωσε σχέδιο δράσης για δίκαιη και απλή φορολογία⁴⁰. Δεδομένου ότι εξακολουθούν να υφίστανται φορολογικοί φραγμοί στις διασυνοριακές επενδύσεις παρά τον κώδικα δεοντολογίας για την παρακράτηση φόρου, η Επιτροπή ανακοίνωσε ότι θα προτείνει νομοθετική πρωτοβουλία για την καθιέρωση κοινού και τυποποιημένου πανευρωπαϊκού συστήματος ελάφρυνσης της παρακράτησης φόρου στην πηγή, το οποίο θα συνοδεύεται από ανταλλαγή πληροφοριών και έναν μηχανισμό συνεργασίας μεταξύ των φορολογικών διοικήσεων. Το 2022 η Επιτροπή σκοπεύει να εκπονήσει εκτίμηση επιπτώσεων που ενδέχεται να οδηγήσει σε πρόταση της Επιτροπής για οδηγία του Συμβουλίου σχετικά με τη θέσπιση συστήματος ελάφρυνσης κατά την παρακράτηση στην πηγή.

³⁹ COM (2019) 8 final τελικό, με τίτλο «Προς μια πιο αποτελεσματική και πιο δημοκρατική διαδικασία λήψης αποφάσεων στη φορολογική πολιτική της ΕΕ» – 15 Ιανουαρίου 2019..

⁴⁰ COM(2020) 312 final.

Η Ένωση Κεφαλαιαγορών δεν διέθετε ένα πειστικό πλαίσιο επιδόσεων

100 Εξετάσαμε κατά πόσον η Επιτροπή:

- α) θέτει ειδικούς, μετρήσιμους, εφικτούς, εύλογους και προσδιορισμένους χρονικά στόχους και προτεραιοποιεί επαρκώς τα μέτρα⁴¹
- β) γνωστοποίησε με σαφήνεια στο κοινό το εγχείρημα της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και
- γ) έθεσε σε εφαρμογή ένα ολοκληρωμένο σύστημα παρακολούθησης.

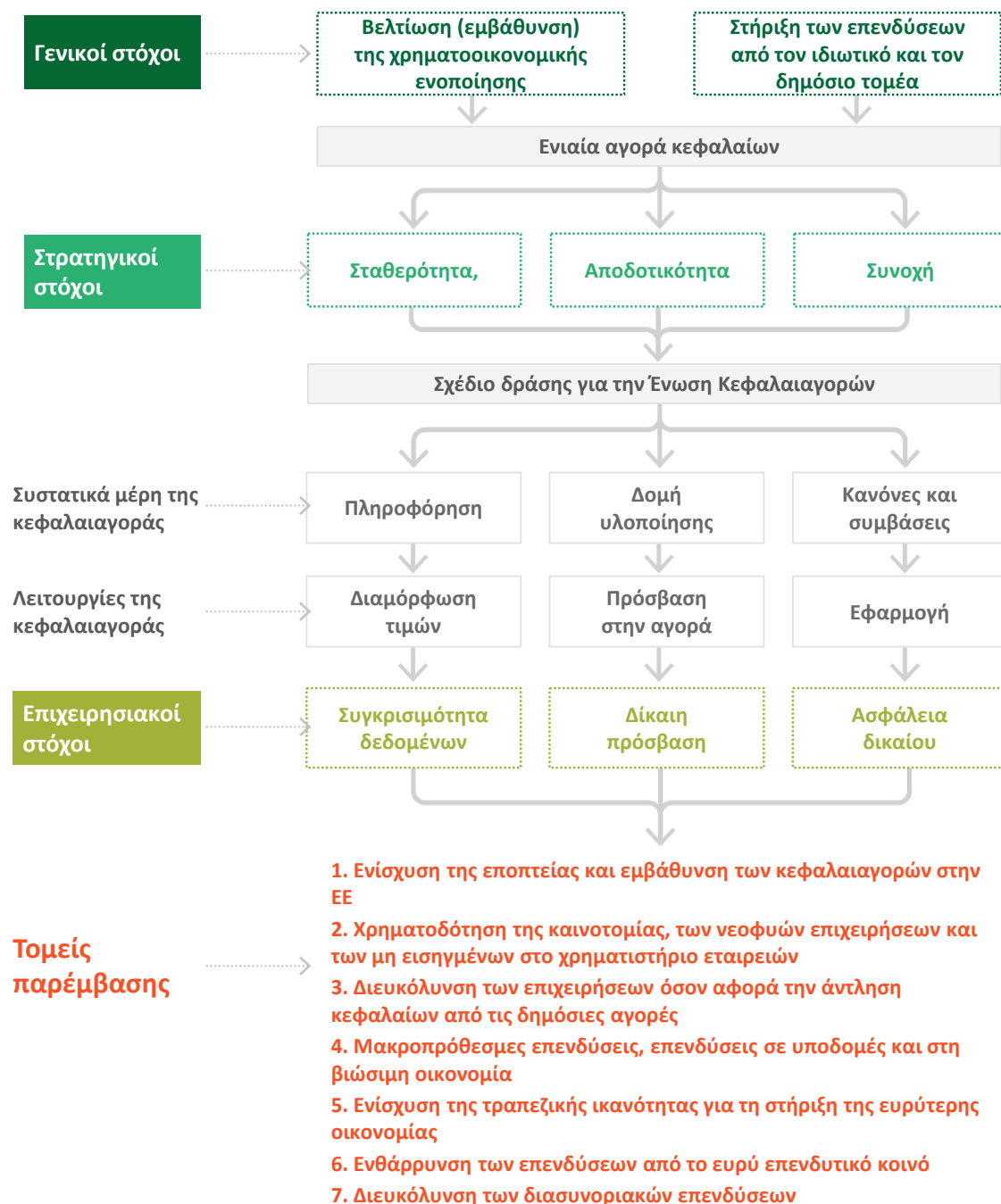
Οι στόχοι της Ένωσης Κεφαλαιαγορών ήταν μάλλον ασαφείς και οι προτεραιότητες τέθηκαν με καθυστέρηση

101 Το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών και η ενδιάμεση επανεξέταση συνοδεύονταν από λεπτομερή οικονομική ανάλυση. Όσον αφορά τη διαδικασία διαβούλευσης για την πράσινη βίβλο της Επιτροπής του 2015 σχετικά με την Ένωση Κεφαλαιαγορών και την επικαιροποίησή της του 2017, η Επιτροπή οργάνωσε καλά τη διαδικασία και παρείχε επαρκή ενημέρωση για τα αποτελέσματα, όπως επιβεβαιώθηκε με την έρευνά μας. Η Ένωση Κεφαλαιαγορών κίνησε κυρίως το ενδιαφέρον του χρηματοοικονομικού τομέα και τεσσάρων μεγάλων κρατών μελών. Το ενδιαφέρον ήταν μικρότερο από άλλες επιχειρήσεις/MME και κράτη μέλη με λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές.

102 Το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών βασίζεται σε τρία επίπεδα στόχων: δύο πρωταρχικών, τριών στρατηγικών και τριών επιχειρησιακών. Στο πλαίσιο των επιχειρησιακών στόχων, το σχέδιο δράσης διαιρείται σε επτά τομείς παρέμβασης, οι οποίοι με τη σειρά τους διαιρούνται σε 25 συγκεκριμένους στόχους. Οι συγκεκριμένοι στόχοι υλοποιούνται μέσω συνολικά 71 μέτρων. Αυτή η λογική παρέμβασης (δηλαδή η ομαδοποίηση των στόχων, βλέπε [γράφημα 10](#)) παρουσιάστηκε με γενικό τρόπο μόνο στην ενδιάμεση επανεξέταση. Οι σχέσεις μεταξύ των τεσσάρων ελεγχθαισών τομέων παρέμβασης, οι πολλαπλοί ειδικοί στόχοι τους, τα οικεία μέτρα και ο διασταυρούμενος αντίκτυπός τους δεν επεξηγούνται σε κανένα έγγραφο της Επιτροπής, μολοντί αυτό απαιτείται βάσει του πλαισίου για τη βελτίωση της νομοθεσίας⁴¹.

⁴¹ Εργαλείο 16 «Καθορισμός στόχων» («How to set objectives») της εργαλειοθήκης για τη βελτίωση της νομοθεσίας.

Γράφημα 10 - Η ιεράρχηση των στόχων του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

103 Ήδη από την έναρξή του, το έργο θα είχε ευνοηθεί από την ιεράρχηση και τον προσδιορισμό της ακολουθίας των μέτρων, δεδομένου ότι τόσο το σχέδιο δράσης όσο και η ενδιάμεση επανεξέταση περιλάμβαναν μεγάλο αριθμό μέτρων. Η βαρύτητα των μέτρων διέφερε σημαντικά: ορισμένα είχαν προπαρασκευαστικό ή διοικητικό χαρακτήρα ή ήταν μέτρα παρακολούθησης, ενώ άλλα σχετίζονταν με νομοθετικές προτάσεις ή με άλλα μη νομοθετικά μέτρα, στρατηγικού χαρακτήρα. Η Επιτροπή δεν

έθεσε σαφείς προτεραιότητες μεταξύ των ενεργειών που προέβλεπε το σχέδιο δράσης του 2015. Αντιθέτως, η ιεράρχηση υπονοούνταν μόνο μέσω του χρονοδιαγράμματος των διαφόρων δράσεων, της εξέτασης της σκοπιμότητας και της ανάγκης για προπαρασκευαστικές εργασίες.

104 Αυτό οφειλόταν στο γεγονός ότι το σχέδιο δράσης καταρτίστηκε με τη διαδικασία του επείγοντος και, ως εκ τούτου, δεν έγινε εκ των προτέρων ανάλυση, του κατά πόσον οποιοδήποτε από τα μέτρα θα είχε ισχυρότερο αποτέλεσμα από άλλα. Εννέα δράσεις προτεραιότητας εισήχθησαν μόλις στην ενδιάμεση επανεξέταση του 2017. Από τις έρευνες και τις συνεντεύξεις που διενεργήσαμε προέκυψε ότι το αφήγημα που συνόδευε το εγχείρημα της Ένωσης Κεφαλαιαγορών δεν ήταν απολύτως σαφές και ότι είχε καταστεί αντιληπτό μόνο από έναν εξειδικευμένο κύκλο ενδιαφερομένων. Επιπλέον, ακόμη και οι συγκεκριμένοι στόχοι για κάθε τομέα παρέμβασης ήταν ασαφείς και μη μετρήσιμοι.

105 Για τη στήριξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή χρησιμοποίησε σε ορισμένες περιπτώσεις γενικές εκτιμήσεις (βλέπε [πλαίσιο 2](#)).

Πλαίσιο 2

Ένα παράδειγμα εκτίμησης της τιτλοποίησης που χρησιμοποιήθηκε στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Όσον αφορά την **τιτλοποίηση**, η Επιτροπή εκτίμησε ότι το 2015 χρειαζόνταν νέες τιτλοποιήσεις, ύψους μεταξύ 100 και 150 δισεκατομμυρίων ευρώ, στην αγορά τιτλοποιήσεων της ΕΕ των 28, προκειμένου αυτή να αναβιώσει και να επανέλθουν οι εκδόσεις τιτλοποιήσεων στον προ της κρίσης μέσο όρο⁴². Έκτοτε η Επιτροπή δεν επανεξέτασε την εκτίμηση αυτή, ενώ τον Απρίλιο του 2020 οι συμμετέχοντες στην αγορά την έκριναν ακατάλληλη για τις τρέχουσες ανάγκες της ΕΕ των 27 (π.χ. ενόψει του αναμενόμενου αντίκτυπου του πλαισίου «Βασιλεία III» και του στόχου της ΕΕ για βιώσιμη χρηματοδότηση). Συγκεκριμένα, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ο στόχος για την ΕΕ των 27 και μόνο θα πρέπει να οριστεί σε σημαντικά υψηλότερο επίπεδο, ήτοι σε νέες τιτλοποιήσεις ύψους 235-240 δισεκατομμυρίων ευρώ ετησίως⁴³.

⁴² Πράσινη Βίβλος για την Ένωση Κεφαλαιαγορών και https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_15_5733.

⁴³ Ian Bell et al., *Relaunching securitisation in the EU in the Eurofi*, Regulatory Update, Απρίλιος 2020, σ. 20, 22-24.

106 Στο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών δεν περιλαμβάνονταν απαραίτητα όλες οι δράσεις που ήταν εν εξελίξει ή υπό εξέταση από την Επιτροπή και οι οποίες αντιστοιχούσαν στους στόχους του έργου. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι το ευρωπαϊκό ενιαίο σημείο πρόσβασης (βλέπε σημείο 43).

Τα μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών δεν μπορούσαν να εκπληρώσουν ρεαλιστικά τις υψηλές προσδοκίες που έθεσε η Επιτροπή

107 Οι φορείς της αγοράς θεώρησαν ότι η έναρξη της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και η ανακοίνωση σχετικά με αυτό το εμβληματικό έργο αποτελούσε ουσιαστική δέσμευση από την πλευρά της Επιτροπής για την εξασφάλιση σημαντικού θετικού αντικτύπου. Η ανακοίνωση του εγχειρήματος δημιούργησε προσδοκίες που ήταν υψηλότερες από αυτές που θα μπορούσε ρεαλιστικά να επιτύχει με τα μέτρα που πρότεινε εντός του πεδίου των αρμοδιοτήτων της.

108 Με το σχέδιο δράσης του 2015, η Επιτροπή σκόπευε να θέσει τα θεμέλια για μια εύρυθμη Ένωση Κεφαλαιαγορών έως το 2019. Η εξάρτηση των εταιρειών της ΕΕ από την τραπεζική χρηματοδότηση και οι ελλείψεις στην ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών της ΕΕ είναι αποτέλεσμα διάφορων διαρθρωτικών παραγόντων, οι οποίοι δεν μπορούν να εξαλειφθούν ή να μετατοπιστούν από ένα σχέδιο δράσης μέσα σε διάστημα λίγων χρόνων. Παρ' όλα αυτά, τον Μάρτιο του 2019, η Επιτροπή ανακοίνωσε στην έκθεση προόδου της ότι τήρησε τη δέσμευσή της εντός του χρονοδιαγράμματος.

109 Εντούτοις, η ανάλυση που εκπόνησαν δημόσιοι φορείς (Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα), ιδιωτικές ενώσεις (Ένωση Χρηματοπιστωτικών Αγορών της Ευρώπης- AFME, Ομοσπονδία Ευρωπαϊκών Τραπεζών), πρωτοβουλίες υπό την ηγεσία του κλάδου (Market4Europe) και δεξαμενές σκέψης (Bruegel, Κέντρο Μελετών Ευρωπαϊκής Πολιτικής- CEPS, Eurofi) περιλαμβάνει ενδείξεις ότι η Ένωση Κεφαλαιαγορών είναι σε μεγάλο βαθμό ανολοκλήρωτη και ότι μένουν ακόμη να γίνουν πολλά. Οι ενδείξεις αυτές επιβεβαιώνονται και από υψηλού επιπέδου δείκτες της αγοράς, όπως οι δείκτες οικονομικής ολοκλήρωσης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας, ο δείκτης χρέους προς τον τραπεζικό δανεισμό, ή η σύνθεση των χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων των νοικοκυριών. Πράγματι, οι δείκτες αυτοί δεν έχουν εξελιχθεί σημαντικά σε σύγκριση με το διάστημα πριν από τη δρομολόγηση του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών.

110 Οι απόψεις των συμμετεχόντων στις έρευνές μας δίστανται ως προς το αν το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών και η επικαιροποίησή του ήταν υπερβολικά φιλόδοξα, όχι ιδιαίτερα απαιτητικά ή αρκετά εμπειριστατωμένα και σύμφωνα με τους στόχους του. Οι ερωτηθέντες που επέκριναν την Ένωση Κεφαλαιαγορών ως υπερβολικά φιλόδοξη, ανέφεραν πρωτίστως την περιπλοκότητά της ως παράγοντα που επηρεάζει αρνητικά τη δυνατότητά υλοποίησής της. Δεύτερον, δήλωσαν ότι η Επιτροπή είχε υποεκτιμήσει τον χρόνο που χρειάζεται για την έγκριση των μέτρων στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και της ενδιάμεσης επανεξέτασης από τους συννομοθέτες. Όπως αναφέρεται επανειλημμένα από τα ενδιαφερόμενα μέρη που ερωτήθηκαν, οι φιλοδοξίες για την Ένωση Κεφαλαιαγορών θα πρέπει να είναι υψηλές και να προωθούνται από την Επιτροπή, αλλά, ταυτόχρονα, το έργο θα πρέπει να είναι αρκετά ρεαλιστικό και εφικτό ώστε να σημειωθεί πρόοδος.

111 Οι βασικές ενέργειες και οι κινητήριοι μοχλοί εξαρτώνται από άλλους παράγοντες, ιδίως τους συννομοθέτες και τα κράτη μέλη. Όπως αναφέρεται ανωτέρω (βλέπε σημεία **85**, **90** και **96**), η στήριξη των κρατών μελών είναι ζωτικής σημασίας όσον αφορά τους τομείς εθνικής αρμοδιότητας. Η Επιτροπή δήλωσε στο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών και στην ενδιάμεση επανεξέταση ότι δεν μπορεί από μόνη της να οικοδομήσει την Ένωση Κεφαλαιαγορών και ότι η επιτυχία του εγχειρήματος εξαρτάται επίσης από την πολιτική βούληση των κρατών μελών και την αποδοχή από τον κλάδο.

112 Όσον αφορά τα νομοθετικά μέτρα, η Επιτροπή επικεντρώθηκε σε ένα αρκετά περιορισμένο νομοθετικό πρόγραμμα που αποτελείται από 13 πρωτοβουλίες (βλέπε [παράρτημα VI](#)). Ωστόσο, σε αρκετές περιπτώσεις, χρειάστηκε να περιστείλει σημαντικά τις αρχικές της φιλοδοξίες προκειμένου να επιτύχει τη συμφωνία μεταξύ των συννομοθετών, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση της επανεξέτασης των ΕΕΑ, ή να μην συμπεριλάβει στην Ένωση Κεφαλαιαγορών αμφιλεγόμενα ζητήματα πολιτικής, όπως το ευρωπαϊκό ασφαλές περιουσιακό στοιχείο.

113 Σε ορισμένες άλλες περιπτώσεις, ακόμη και όταν η Επιτροπή είχε υποβάλει τις νομοθετικές προτάσεις της για μέτρα για την Ένωση Κεφαλαιαγορών εγκαίρως ως επί το πλείστον, η νομοθετική διαδικασία διήρκεσε περισσότερο από το αναμενόμενο (βλέπε σημείο **46**). Ομοίως, η πρόταση οδηγίας της Επιτροπής σχετικά με την ΚΕΒΦΕ, η οποία είναι σημαντική για την αντιμετώπιση της μεροληπτικής μεταχείρισης του χρέους έναντι του μετοχικού κεφαλαίου, έχει παραμείνει στάσιμη στο Συμβούλιο (βλέπε σημείο **33**). Συνολικά, μέχρι τώρα έχουν θεσπιστεί και τεθεί σε ισχύ 12 (από τα 13) νομοθετικά μέτρα, κυρίως προς το τέλος του χρονοδιαγράμματος για την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Μόνο πέντε από αυτά που τέθηκαν σε ισχύ εφαρμόζονται ήδη πλήρως ή εν μέρει, ενώ τα υπόλοιπα επτά θα τεθούν σε εφαρμογή σταδιακά και

θα αρχίσουν να παράγουν έννομα αποτελέσματα έως τα μέσα του 2022 ή ακόμη και αργότερα (βλέπε [παράρτημα VI](#)).

114 Τα περισσότερα μη νομοθετικά μέτρα (δηλαδή οι μελέτες εμπειρογνομόνων, οι βέλτιστες πρακτικές, οι διαβουλεύσεις) ήταν χρήσιμα για την οικοδόμηση και την ανταλλαγή γνώσεων όσον αφορά συγκεκριμένους τομείς της αγοράς και, σε ορισμένες περιπτώσεις, οδήγησαν στην κατάρτιση νομοθετικής πρότασης (παραδείγματος χάριν συμμετοχική χρηματοδότηση, καλυμμένες ομολογίες). Ωστόσο, λόγω του προπαρασκευαστικού και μη δεσμευτικού χαρακτήρα τους, δεν κατέστη δυνατό να επιφέρουν πραγματικές αλλαγές. Ένα παράδειγμα είναι η ανακοίνωση της Επιτροπής σχετικά με το δίκαιο που διέπει τα εμπράγματα αποτελέσματα των συναλλαγών επί κινητών αξιών, η οποία δεν βελτίωσε σημαντικά την ασφάλεια δικαίου σε σχέση με την υφιστάμενη κατάσταση.

Η Επιτροπή δεν παρακολουθούσε τακτικά τη συνολική πρόοδο όσον αφορά την επίτευξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών

115 Η παρακολούθηση είναι απαραίτητη ώστε οι υπεύθυνοι για τη χάραξη πολιτικής και τα ενδιαφερόμενα μέρη να μπορούν να ελέγχουν αν η εφαρμογή της πολιτικής βρίσκεται «σε καλό δρόμο» και να συλλέγονται πληροφορίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να αξιολογηθεί κατά πόσον έχουν επιτευχθεί οι οικείοι στόχοι⁴⁴. Η παρακολούθηση μπορεί να πραγματοποιείται σε διάφορα επίπεδα (ήτοι σε στρατηγικό επίπεδο ή σε επίπεδο επιμέρους μέτρων πολιτικής), σε διαφορετικά χρονικά σημεία (στο προπαρασκευαστικό στάδιο, κατά τη διάρκεια ή μετά την εφαρμογή της πολιτικής) και με κυμαινόμενη συχνότητα (ετησίως, τριμηνιαίως κ.λπ.).

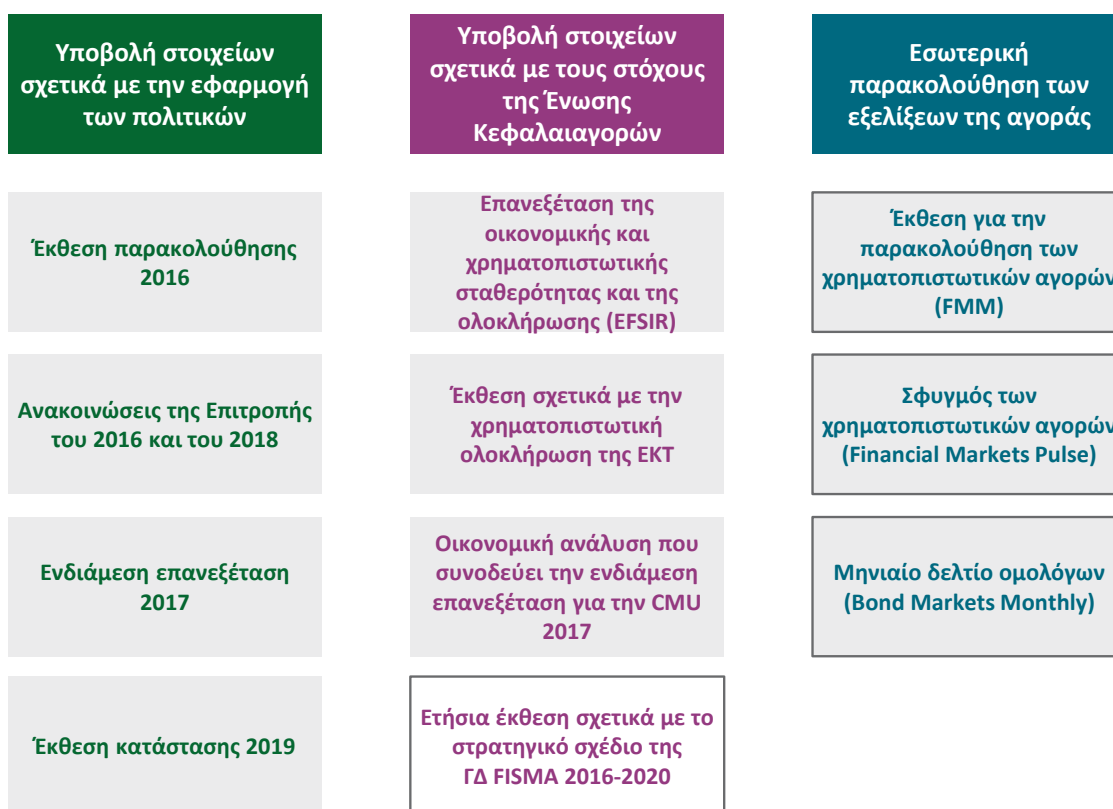
116 Ελέγξαμε κατά πόσον η Επιτροπή έχει καθιερώσει επαρκείς ρυθμίσεις για την παρακολούθηση της εφαρμογής της Ένωσης Κεφαλαιαγορών συνολικά. Στις ρυθμίσεις αυτές περιλαμβάνεται η επιλογή δεικτών που χρησιμοποιούνται για να παρακολουθούνται οι εξελίξεις της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για τη γνωστοποίησή τους.


⁴⁴ Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Εργαλείο για τη βελτίωση της νομοθεσίας αριθ. 41 «Monitoring Arrangements and Indicators».


https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/better-regulation-toolbox-41_en_0.pdf.

117 Μέχρι τώρα, η Επιτροπή έχει χρησιμοποιήσει σειρά εργαλείων (βλέπε [γράφημα 11](#)) για να επανεξετάζει τις δράσεις για την Ένωση Κεφαλαιαγορών και τις εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές και να υποβάλει σχετικές εκθέσεις. Ωστόσο, κανένα από τα εργαλεία δεν προοριζόταν ειδικά προορισμένο για την τακτική παρακολούθηση της συνολικής προόδου στους επτά τομείς παρέμβασης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

Γράφημα 11 - Η αναφορά στοιχείων από την Επιτροπή σχετικά με την Ένωση Κεφαλαιαγορών



 Έκτακτο εργαλείο ή/και δεν αφορά ειδικά την Ένωση Κεφαλαιαγορών

 Δεν διατίθεται στο κοινό

Πηγή: ΕΕΣ.

118 Μολονότι η Επιτροπή άρχισε να αξιολογεί τις εξελίξεις στις κεφαλαιαγορές σε σχέση με τους επτά τομείς παρέμβασης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών⁴⁵, στην έκδοση του 2016 της έκθεσης σχετικά με την χρηματοπιστωτική σταθερότητα και ενοποίηση στην Ευρώπη (EFSIR) -δημοσίευση γενικής χρήσης που εκδόθηκε για πρώτη φορά το 2007- δεν επικαιροποίησε αυτό το πλαίσιο στη συνέχεια. Επιπλέον, πολλοί από τους βασικούς δείκτες της EFSIR του 2016 δεν συνοδεύονταν από μέτρα βάσης και τιμές-στόχους.

119 Ο κύριος λόγος για τον οποίο η Επιτροπή δεν διατήρησε το σύστημα παρακολούθησης που καθιερώθηκε με την EFSIR του 2016 ήταν ότι η Ένωση Κεφαλαιαγορών βρισκόταν σε πολύ αρχικό στάδιο, ότι πολλά από τα μέτρα πολιτικής ήταν ακόμη στο στάδιο της θέσπισης, καθώς και το ότι μεσολαβεί σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρις ότου οι αλλαγές των χρηματοοικονομικών δομών να αποτυπωθούν στις ποιοτικές στατιστικές. Εντούτοις, τα ζητήματα αυτά δεν θα έπρεπε να είχαν αποτρέψει την Επιτροπή από τον καθορισμό ρυθμίσεων παρακολούθησης και την ανάπτυξή τους συν τω χρόνω.

120 Το 2020, ήτοι πέντε έτη μετά την έναρξη της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και κατόπιν παρακίνησης του Συμβουλίου, η Επιτροπή ανέθεσε την εκπόνηση μελέτης με σκοπό την ανάπτυξη πίνακα βασικών δεικτών επιδόσεων για την παρακολούθηση της προόδου σχετικά με την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Σύμφωνα με την πρόταση, ο ανάδοχος προσπάθησε να καθιερώσει μια λογική παρέμβασης βάσει αποδεικτικών στοιχείων. Στο πλαίσιο της προσέγγισης αυτής, ο ανάδοχος επιχείρησε να προσδιορίσει τον τρόπο με τον οποίο οι αλλαγές στα αμεσότερα αποτελέσματα των μέτρων πολιτικής για την Ένωση Κεφαλαιαγορών (π.χ. το κόστος καταχώρισης στον κατάλογο) επηρεάζουν τους κύριους στόχους της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (π.χ. το σχετικό μερίδιο των εισηγμένων ίδιων και δανειακών κεφαλαίων μη χρηματοοικονομικών εταιρειών προς τον τραπεζικό δανεισμό).

⁴⁵ Ο έβδομος τομέας παρέμβασης — «ενίσχυση της εποπτείας» — διαχωρίστηκε από τον τομέα «διευκόλυνση των διασυνοριακών επενδύσεων» στην ενδιάμεση επανεξέταση του 2017.

121 Στο σχέδιο της τελικής έκθεσης, ο σύμβουλος πρότεινε προς πιθανή ένταξη στον πίνακα δεικτών περισσότερους από 50 δείκτες σε τέσσερις τομείς⁴⁶ και συνέστησε στην Επιτροπή να εξετάσει περαιτέρω τον σκοπό, την ομάδα χρηστών, τη δομή και τη συντήρηση κατά τον σχεδιασμό του πίνακα βασικών δεικτών επιδόσεων. Εν τω μεταξύ, η Επιτροπή έχει λάβει μέτρα για την ανάπτυξη πρόσθετων δεικτών, παραδείγματος χάριν όσον αφορά την ενοποίηση της αγοράς, καθώς από τις εργασίες του αναδόχου προέκυψε ότι πολλοί από τους δείκτες αμεσότερων αποτελεσμάτων που χρειάζονται για τη λογική παρέμβασης είτε δεν είναι διαθέσιμοι είτε δεν είναι κατάλληλοι υπό την έννοια ότι υπερέβαιναν μία από τις τρεις απαγορευμένες γραμμές⁴⁷.

122 Για την κατάρτιση εκθέσεων σχετικά με τους δείκτες χρειάζονται κατάλληλα δεδομένα. Επισημαίνουμε ότι τα απαιτούμενα δεδομένα για την παρακολούθηση της προόδου σχετικά με μεμονωμένα μέτρα πολιτικής της Ένωσης Κεφαλαιαγορών ορισμένες φορές δεν ήταν διαθέσιμα ή ήταν διαθέσιμα σε ανεπαρκή ποιότητα και όχι επαρκώς λεπτομερή. Αυτό ενδέχεται, επίσης, να παρεμποδίσει τυχόν απόπειρα μέτρησης της προόδου της Ένωσης Κεφαλαιαγορών συνολικά. Συγκεκριμένα, η απουσία αξιόπιστων πληροφοριών σχετικά με τη διασυνοριακή διανομή επενδυτικών κεφαλαίων αποτελεί γνωστό κενό δεδομένων, το οποίο αναγνώρισε η ESMA κατά τη διάρκεια του ελέγχου μας.

123 Κατά το στάδιο συγκρότησης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή προσπάθησε να αξιοποιήσει στο έπακρο την κατάσταση συγκεντρώνοντας δεδομένα από σειρά πηγών, μεταξύ άλλων από την ESMA. Παραδείγματος χάριν, ενώ η ESMA διατηρεί πληροφορίες για τον αριθμό των καταχωρίσεων εταιρειών EuVECA και EuSEF, άλλα δεδομένα, όπως τα κεφάλαια που συγκεντρώθηκαν και οι επενδύσεις που πραγματοποιήθηκαν, προήλθαν από πηγές εκτός Επιτροπής, όπως το Invest Europe. Επιπλέον, η ESMA βασίζεται σε μεγάλο βαθμό σε ιδιωτικές πηγές (παραδείγματος χάριν την BAML) για να εκτιμήσει την αγορά τιτλοποιήσεων που δεν είναι STS. Η εξάρτηση από ιδιώτες παρόχους δεδομένων μπορεί να ενέχει προβλήματα, δεδομένου ότι η συγκέντρωση των δεδομένων είναι χρονοβόρα, τα

⁴⁶ Οι τέσσερις τομείς είναι: 1) η χρηματοδότηση εταιρειών στις δημόσιες αγορές μετοχών και χρεωστικών τίτλων, 2) η χρηματοδότηση της καινοτομίας, των νεοσύστατων επιχειρήσεων και των μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών, 3) η αξιοποίηση των κεφαλαιαγορών για την ενίσχυση της τραπεζικής ικανότητας και 4) η ενίσχυση της συμμετοχής του επενδυτικού κοινού.

⁴⁷ Οι δείκτες απορρίπτονταν αν υπερέβαιναν μία από τις τρεις «απαγορευμένες γραμμές»: μη αναπαραγωγικότητα, έλλειψη γεωγραφικής κάλυψης και έλλειψη χρονολογικής σειράς και διαφοροποίησης μεταξύ των χωρών.

δεδομένα είναι συχνά δαπανηρά από χρηματοοικονομική άποψη και η Επιτροπή ενδέχεται να μην είναι σε θέση να κρίνει την ποιότητά τους.

124 Η Επιτροπή έχει προβεί σε ενέργειες, προκειμένου να συμπεριλάβει ρήτρες περί δεδομένων στη σχετική νομοθεσία για την Ένωση Κεφαλαιαγορών για να διασφαλίσει ότι συλλέγονται οι πληροφορίες που απαιτούνται για σκοπούς παρακολούθησης και αξιολόγησης -αν δεν είναι διαθέσιμες και προσβάσιμες μέσω άλλων πηγών. Παραδείγματος χάριν, βάσει της νέας νομοθεσίας για την Ένωση Κεφαλαιαγορών⁴⁸ η ESMA υποχρεούται από το 2022 και εξής να διατηρεί ένα ενωσιακό μητρώο με δεδομένα για τη διασυνοριακή διανομή των ΟΣΕΚΑ, των ΔΟΕΕ και άλλων κεφαλαίων. Η Επιτροπή τόνισε ότι οι πρόσθετες απαιτήσεις αναφοράς στοιχείων που επιβάλλονται στον κλάδο πρέπει να συνοδεύονται από εμπεριστατωμένη αιτιολόγηση.

⁴⁸ Άρθρο 12, παράγραφος 1, του κανονισμού (ΕΕ) 2019/1156.

Συμπεράσματα και συστάσεις

125 Η ΕΕ βασίζεται κατά κύριο λόγο σε ένα δανειοδοτικό σύστημα χρηματοδότησης, το οποίο εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την τραπεζική χρηματοδότηση. Η Επιτροπή κατέβαλε προσπάθειες για να ενισχύσει τη χρηματοδότηση που βασίζεται στην αγορά και για να συμπληρώσει την Τραπεζική Ένωση με την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Βασικοί στόχοι της Ένωσης Κεφαλαιαγορών ήταν η προώθηση της ανάπτυξης και της ενοποίησης των κεφαλαιαγορών της ΕΕ και η αύξηση της εναλλακτικής χρηματοδότησης των ΜΜΕ. Το γενικό συμπέρασμά μας είναι ότι η Επιτροπή έκανε τα πρώτα βήματα για την επίτευξη αυτού του φιλόδοξου στόχου, αλλά τα αποτελέσματα μένει ακόμη να επιτευχθούν.

126 Πολλά από τα μέτρα που θα μπορούσε να λάβει η Επιτροπή στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της δεν αποτελούν παρά μικρά βήματα προς την επίτευξη των στόχων της, τα οποία δεν μπόρεσαν να λειτουργήσουν ως καταλύτης αλλαγών στην ΕΕ μέχρι σήμερα. Παρά το γεγονός ότι μη δεσμευτικά μέτρα, όπως εκθέσεις ή βέλτιστες πρακτικές, συνέβαλαν στην απόκτηση γνώσεων για συγκεκριμένους τομείς της αγοράς κεφαλαίων, πολλά από αυτά είχαν μάλλον περιορισμένο αντίκτυπο λόγω της φύσης τους. Ένας περιορισμός που αντιμετωπίζει η Επιτροπή είναι ότι πολλά από τα βασικά μέτρα μπορούν να ληφθούν είτε αποκλειστικά από τα κράτη μέλη είτε με την πλήρη στήριξή τους.

127 Το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015 καταρτίστηκε σε ευθεία συνέχεια των προηγούμενων σχεδίων, λαμβάνοντας κυρίως υπόψη προηγούμενες ιδέες και περιλαμβάνοντας μέτρα που έχουν ήδη δρομολογηθεί ή προτείνοντας την προσαρμογή του υφιστάμενου κανονιστικού πλαισίου (π.χ. σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο, EuVECA), προκειμένου να σημειωθεί πρόοδος σε συγκεκριμένα τμήματα των κεφαλαιαγορών. Πολλά από τα μέτρα πολιτικής για την επίτευξη του στόχου της διαφοροποίησης των πηγών χρηματοδότησης για τις ΜΜΕ κάλυπταν ζητήματα πολύ περιορισμένης εμβέλειας ώστε να λειτουργήσουν ως κίνητρο και καταλύτης για μια διαρθρωτική στροφή προς την αύξηση της χρηματοδότησης από την αγορά στην Ευρώπη (βλέπε σημεία [20-39](#)).

128 Παρά τις προσπάθειες της Επιτροπής στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, τα μέτρα που έλαβε για την άρση των φραγμών πληροφόρησης που αντιμετώπιζαν οι ΜΜΕ στη χρηματοδοτική αγορά είχαν πολύ περιορισμένο αντίκτυπο όσον αφορά τη διευκόλυνση της συνταύτισής τους με τα συμφέροντα των παραγόντων της αγοράς. Η Επιτροπή δεν συμπεριέλαβε στο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, ένα συναφές έργο, το Ευρωπαϊκό Ενιαίο

Σημείο πρόσβασης, το οποίο ήταν υπό συζήτηση πριν από το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015. Ως εκ τούτου, εξακολουθούν να υφίστανται φραγμοί πληροφόρησης τόσο από την πλευρά της ζήτησης όσο και της προσφοράς (βλέπε σημεία [40-43](#)).

129 Όσον αφορά την πρόκληση της τραπεζικής χρηματοδότησης, η Επιτροπή ανέλαβε πρωτοβουλίες για τη βελτίωση της ικανότητας των τραπεζών να παρέχουν πίστωση στις εταιρείες της ΕΕ. Ωστόσο, η πρωτοβουλία STS, αν και αποτέλεσε θετικό βήμα, δεν έχει ακόμη αποφέρει το αναμενόμενο αποτέλεσμα στην ευρωπαϊκή αγορά τιτλοποιήσεων ούτε έχει διευκολύνει τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ. Οι συναλλαγές τιτλοποίησης παραμένουν σε μεγάλο βαθμό επικεντρωμένες σε παραδοσιακές κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού (δηλαδή στεγαστικά δάνεια, δάνεια αγοράς αυτοκινήτου) και σε ορισμένα κράτη μέλη (βλέπε σημεία [44-50](#)).

Σύσταση 1 - Πρόταση καλά στοχευμένων δράσεων για την περαιτέρω διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε κεφαλαιαγορές

Η Επιτροπή πρέπει να προβλέψει:

- α) μέτρα για να καταστεί η χρηματοδότηση από ίδια κεφάλαια και η δημόσια έκδοση τίτλων ελκυστικότερη για τις εταιρείες, και ιδίως τις ΜΜΕ,
- β) μέτρα για τη μείωση του αντικτύπου της ασύμμετρης πληροφόρησης μεταξύ προμηθευτών και χρηστών κεφαλαίου, ιδίως των ΜΜΕ (παραδείγματος χάριν με τη δημιουργία του ευρωπαϊκού ενιαίου σημείου πρόσβασης),
- γ) τροποποιήσεις στο νομοθετικό πλαίσιο της τιτλοποίησης για να καταστεί ελκυστικότερη η έκδοση τιτλοποιήσεων υπέρ των ΜΜΕ, λαμβάνοντας δεόντως υπόψη τους δυνητικούς κινδύνους.

Χρονοδιάγραμμα για την υλοποίηση της σύστασης: πρώτο τρίμηνο του 2022

130 Η Επιτροπή είχε δηλώσει τη φιλοδοξία της να προωθήσει την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών των κρατών μελών, ιδίως στις χώρες με υψηλό δυναμικό ανάπτυξης. Για τον σκοπό αυτό, εφάρμοζε ευρύτερες διαδικασίες συντονισμού της ΕΕ (Ευρωπαϊκό Εξάμηνο) και χρηματοδοτικά μέσα, όπως το ΠΣΔΜ, χωρίς όμως να εντάσσονται στο πλαίσιο μιας ειδικής, ολοκληρωμένης και σαφούς στρατηγικής της ΕΕ (βλέπε σημεία [51-58](#)).

131 Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο προσδιορίζει τις κυριότερες προκλήσεις που σχετίζονται με την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Ωστόσο, παρά την έγκριση του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών το 2015 και την αυξημένη σημασία του ζητήματος μετά το Brexit, η Επιτροπή δεν είχε συστήσει την άμεση εφαρμογή σχετικών μεταρρυθμίσεων στα δέκα κράτη μέλη με τις λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές (βλέπε σημεία [59-65](#)).

132 Ενώ η Επιτροπή παρέχει τεχνική στήριξη στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ με χαμηλό επίπεδο δημοσιονομικού και διοικητικού φόρτου για τα κράτη μέλη, η στήριξη αυτή δεν εντάσσεται σε κάποια συγκεκριμένη στρατηγική. Το μοντέλο της τεχνικής στήριξης, το οποίο βασίζεται στη ζήτηση, δεν ευνόησε την παροχή στα κράτη μέλη στήριξης που να ανταποκρίνεται στις ανάγκες τους. Επιπλέον, τα διακρατικά έργα εξακολουθούν να αποτελούν την εξαίρεση στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ. Τα περισσότερα έργα ήταν ακόμη εν εξελίξει ή είχαν ολοκληρωθεί πρόσφατα. Εντούτοις, το δείγμα μας έδειξε ανάμικτα αποτελέσματα όσον αφορά την κλίμακα και την πρόοδο των μεταρρυθμίσεων. Επιπλέον, στις περισσότερες περιπτώσεις, το αρχικό χρονοδιάγραμμα εφαρμογής δεν τηρήθηκε και η ανάλυση της SRSS δεν αποτύπωνε δεόντως τους κινδύνους υλοποίησης (βλέπε σημεία [66-78](#)).

Σύσταση 2 - Προώθηση βαθύτερων και καλύτερα ενοποιημένων τοπικών κεφαλαιαγορών

Η Επιτροπή πρέπει:

- α) να αναπτύξει ολοκληρωμένη στρατηγική για να καλύψει τις ανάγκες των τοπικών κεφαλαιαγορών·
- β) να εκδώσει ΣΑΧ για τα κράτη μέλη που πρέπει να σημειώσουν πρόοδο όσον αφορά τη χρηματοδότηση που βασίζεται στην αγορά· και
- γ) να ενισχύσει το υπάρχον μοντέλο τεχνικής στήριξης που βασίζεται στη ζήτηση ώστε να έχει απήχηση στα κράτη μέλη με τις μεγαλύτερες ανάγκες, εστιάζοντας, ταυτόχρονα, στα αποτελέσματα.

Χρονοδιάγραμμα για την υλοποίηση της σύστασης: τέταρτο τρίμηνο του 2022

133 Πολλοί από τους φραγμούς που παρεμποδίζουν τις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων παραμένουν ακλόνητοι για δεκαετίες. Σύμφωνα με την Επιτροπή, οι φραγμοί αυτοί απορρέουν συχνά από την εθνική νομοθεσία, όπως αυτή που διέπει τους τομείς του δικαίου της αφερεγγυότητας και της παρακράτησης φόρου στην πηγή, ή από την έλλειψη χρηματοοικονομικής παιδείας. Συναφώς και βάσει αιτήματος του Συμβουλίου, η Επιτροπή κατάρτισε χάρτη πορείας από κοινού με τα κράτη μέλη για την αντιμετώπισή τους, πράγμα που σημαίνει ότι περιλαμβάνονταν μόνον εκείνοι οι φραγμοί που τα κράτη μέλη ήταν πρόθυμα να εξαλείψουν (βλέπε σημεία [79-81](#)).

134 Η ομάδα εμπειρογνομόνων για την αντιμετώπιση των εθνικών φραγμών στις ροές κεφαλαίων συνέστησε το 2018 στα κράτη μέλη να μετρήσουν τα ποσοστά χρηματοοικονομικής παιδείας και να εφαρμόσουν προγράμματα χρηματοοικονομικής εκπαίδευσης σύμφωνα με τις αρχές του ΟΟΣΑ. Η Επιτροπή δεν έχει ακόμη δηλώσει αν και με ποιον τρόπο θα υποστηρίξει τα κράτη μέλη στις προσπάθειές τους, παραδείγματος χάριν, επανεξετάζοντας τα σχετικά χρηματοδοτικά προγράμματα της ΕΕ με σκοπό την καλύτερη προώθηση της χρηματοοικονομικής παιδείας των καταναλωτών, των επενδυτών και των ΜΜΕ σε ολόκληρη την Ευρώπη (βλέπε σημεία [82-86](#)).

135 Τα μέτρα της Επιτροπής όσον αφορά το ζήτημα της αφερεγγυότητας έχουν τη δυνατότητα να αποσαφηνίσουν την κατάσταση ως προς τα δικαιώματα κυριότητας, να διευκολύνουν την έγκαιρη αναδιάρθρωση και να παρέχουν στους επιχειρηματίες μια δεύτερη ευκαιρία. Ωστόσο, είναι απίθανο να οδηγήσουν σε σύγκλιση στις διαδικασίες αφερεγγυότητας. Δεδομένου ότι το ουσιαστικό δίκαιο περί αφερεγγυότητας παραμένει στην αποκλειστική αρμοδιότητα των κρατών μελών, η Επιτροπή δεν διαθέτει επαρκή περιθώρια ελιγμών για να προχωρήσει χωρίς τη στήριξή τους (βλέπε σημεία [87-92](#)).

136 Ο κώδικας δεοντολογίας για την παρακράτηση φόρου της Επιτροπής προτείνει βέλτιστες πρακτικές για την αντιμετώπιση των επαχθών διαδικασιών απαλλαγής και επιστροφής φόρου. Ωστόσο, βασίζεται σε εθελοντικές δεσμεύσεις από τα κράτη μέλη και μια περισσότερο δεσμευτική σύγκλιση των εθνικών πρακτικών βάσει των συστάσεων του κώδικα απαιτεί ομοφωνία στο Συμβούλιο. Οι προηγούμενες προσπάθειες για μεταρρύθμιση των διαδικασιών παρακράτησης φόρου βάσει αυτής της προσέγγισης δεν ήταν επιτυχείς (βλέπε σημεία [93-99](#)).

Σύσταση 3 - Αντιμετώπιση των κύριων διασυνοριακών φραγμών στις επενδύσεις

Η Επιτροπή πρέπει:

- α) να αξιολογήσει τον τρόπο με τον οποίο μπορεί να προωθήσει καλύτερα τη χρηματοοικονομική παιδεία, μεταξύ άλλων και στις ΜΜΕ, και να στηρίξει τις προσπάθειες των κρατών μελών στον τομέα αυτό·
- β) να αξιολογήσει τα περιθώρια για σύγκλιση ή εναρμόνιση στοιχείων των εθνικών διαδικασιών αφερεγγυότητας, όπως τα κριτήρια για την κίνηση διαδικασιών αφερεγγυότητας, τη σειρά κατάταξης των απαιτήσεων και των προτεραιοτήτων και τις ανακλητικές αγωγές, και να προωθήσει τις συνακόλουθες μεταρρυθμίσεις· και
- γ) ανάλογα με το αποτέλεσμα της εκτίμησης επιπτώσεων, να προτείνει στο Συμβούλιο οδηγία σχετικά με ένα σύστημα ελάφρυνσης της παρακράτησης φόρου στην πηγή.

Χρονοδιάγραμμα για την υλοποίηση της σύστασης: τέταρτο τρίμηνο του 2022

137 Οι στόχοι της Επιτροπής για την Ένωση Κεφαλαιαγορών ήταν σε πολλές περιπτώσεις ασαφείς. Οι προτεραιότητες τέθηκαν σε προχωρημένο στάδιο της διαδικασίας. Η ανακοίνωση της Επιτροπής για το συγκεκριμένο εγχείρημα ήγειρε προσδοκίες υψηλότερες από αυτές που μπορούσαν να πραγματοποιηθούν με τις δράσεις της. Σε ορισμένες περιπτώσεις, οι συννομοθέτες περιέστειλαν σημαντικά το επίπεδο φιλοδοξίας των αρχικών προτάσεων της Επιτροπής ή οι προτάσεις δεν σημείωσαν οποιαδήποτε πρόοδο στο Συμβούλιο λόγω έλλειψης συναίνεσης (βλέπε σημεία [100-114](#)).

138 Η παρακολούθηση της Επιτροπής περιορίστηκε στην πρόοδο όσον αφορά τα νομοθετικά μέτρα, ενώ δεν παρακολουθείται τακτικά και συστηματικά η πρόοδος που σημειώνεται όσον αφορά την επίτευξη των κύριων στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Επιπλέον, η Επιτροπή δεν είναι επί του παρόντος σε θέση να αξιολογήσει σε ποιον βαθμό οι δράσεις πολιτικής της -νομοθετικά και μη νομοθετικά μέτρα- συμβάλλουν στην πρόοδο όσον αφορά τους στόχους της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Η συγκέντρωση των δεδομένων που απαιτούνται για την παρακολούθηση της προόδου των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι χρονοβόρα και συχνά δαπανηρή, ενώ η Επιτροπή ενδέχεται να μην είναι σε θέση να κρίνει την ποιότητα των δεδομένων αυτών. Δεν είναι όλα τα δεδομένα άμεσα διαθέσιμα και σε επαρκή ποιότητα, ούτε αρκετά λεπτομερή. Οι ελλείψεις αυτές είναι

ιδιαίτερα επιβαρυντικές λαμβανομένης υπόψη της δημοσίευσης του δεύτερου σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών τον Σεπτέμβριο του 2020 (βλέπε σημεία [115-119](#)).

139 Πέντε έτη μετά τη δρομολόγηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, η Επιτροπή ανέλαβε δράση για να αναπτύξει έναν πίνακα δεικτών. Ο πίνακας αυτός μπορεί να χρησιμοποιείται για τη συνολική αξιολόγηση της επιτυχίας της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Θα πρέπει να θεμελιώνεται σε λογική παρέμβασης βάσει αποδεικτικών στοιχείων και στην επιλογή κατάλληλων δεικτών. Θα πρέπει να υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα για την κατάρτιση των δεικτών, λαμβανομένης παράλληλα υπόψη της ανάγκης να εξασφαλιστεί ότι ο φόρτος με τον οποίο θα επιβαρύνεται ο κλάδος όσον αφορά την υποβολή στοιχείων θα είναι ο ελάχιστος δυνατός (βλέπε σημεία [120-124](#)).

Σύσταση 4 - Ανάπτυξη ειδικών στόχων και μέτρων καίριας σημασίας και παρακολούθηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών

Η Επιτροπή πρέπει:

- α) να καθορίσει ειδικούς στόχους και να λάβει μέτρα καίριας σημασίας που θα συντελέσουν ουσιαστικά στην επίτευξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών το συντομότερο δυνατό·
- β) να παρακολουθεί τακτικά και να υποβάλλει στοιχεία σχετικά με την πρόοδο που σημειώνεται όσον αφορά την επίτευξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών· και
- γ) να επιλέξει δείκτες κατάλληλους που να βασίζονται σε αξιόπιστα, έγκαιρα και διαθέσιμα δεδομένα.

Χρονοδιάγραμμα για την υλοποίηση της σύστασης: τέταρτο τρίμηνο του 2021

Η παρούσα έκθεση εγκρίθηκε από το Τμήμα IV, του οποίου προεδρεύει ο Alex Brenninkmeijer, Μέλος του Ελεγκτικού Συνεδρίου, στο Λουξεμβούργο, κατά τη συνεδρίασή του της 20ής Οκτωβρίου 2020.

Για το Ελεγκτικό Συνέδριο

Klaus-Heiner LEHNE

Πρόεδρος

Παραρτήματα

Παράρτημα Ι - Επισκόπηση των σχετικών με την Ένωση Κεφαλαιαγορών ελεγχθέντων έργων στο πλαίσιο του ΠΣΔΜ, 2017-2018

Κράτος μέλος	SRSS ID	Έργο ΠΣΔΜ	Κύρια εκροή τον Μάρτιο 2020	Προϋπολογισμός (σε ευρώ)
Βουλγαρία	SRSP2017/445	Δημιουργία υπηρεσίας μίας στάσης για τη γνωστοποίηση και τη διανομή πληροφοριών από φορείς της αγοράς («υπηρεσία μίας στάσης»)	«Προσχέδιο», τεχνικές προδιαγραφές και επιχειρησιακό σχέδιο της υπηρεσίας μίας στάσης (21 Φεβρουαρίου 2020)	425 000
Τσεχία	SRSP2017/360	Ανάλυση και προώθηση των τσεχικών επιχειρηματικών αγγέλων	Μελέτη σχετικά με την υφιστάμενη κατάσταση των επενδυτικών δραστηριοτήτων επιχειρηματικών αγγέλων στη χώρα (16 Οκτωβρίου 2018)	70 000
Τσεχία	SRSP2017/446	Κατάρτιση εθνικής στρατηγικής για την ανάπτυξη της τσεχικής κεφαλαιαγοράς	Έκθεση παρατηρήσεων σχετικά με την εθνική στρατηγική για την ανάπτυξη της τσεχικής κεφαλαιαγοράς 2019-2023 (εγκρίθηκε τον Μάρτιο 2019)	62 000
Εσθονία	SRSP2017/344	Διαγνωστική ανάλυση της εσθονικής κεφαλαιαγοράς	Διαγνωστική έκθεση σχετικά με την εσθονική κεφαλαιαγορά (15 Φεβρουαρίου 2019)	100 000
Εσθονία	SRSP2017/39	Μεταρρύθμιση του νομικού και ρυθμιστικού πλαισίου για τις καλυμμένες ομολογίες και τις τιτλοποιήσεις	Σχέδιο νομοθετικής πράξης για τις καλυμμένες ομολογίες και αιτιολογική έκθεση (εγκρίθηκε στις 13 Φεβρουαρίου 2019)	150 000
Ιταλία	SRSP2017/508	Ιταλική κεφαλαιαγορά και η ένωση κεφαλαιαγορών - Πρόσβαση σε χρηματοδότηση - Διαγνωστική ανάλυση	Επανεξέταση της ιταλικής κεφαλαιαγοράς (31 Ιανουαρίου 2020)	550 000
Λιθουανία	SRSP2017/444	Βελτίωση του επενδυτικού περιβάλλοντος για θεσμικούς επενδυτές	Διαγνωστική μελέτη (Ιούλιος 2018) και παρουσίαση (Σεπτέμβριος 2018)	150 000

Κράτος μέλος	SRSS ID	Έργο ΠΣΔΜ	Κύρια εκροή τον Μάρτιο 2020	Προϋπολογισμός (σε ευρώ)
Πολωνία	SRSP2017/42	Σχεδιασμός στρατηγικής για την ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών	Στρατηγική ανάπτυξης της πολωνικής κεφαλαιαγοράς (εγκρίθηκε την 1η Οκτωβρίου 2019)	150 000
Ρουμανία	SRSP2017/44	Ίδρυση Εθνικής Αναπτυξιακής Τράπεζας της Ρουμανίας - the Romanian Bank for Development - EximBank S.A.	Μελέτη εφαρμογής για την Αναπτυξιακή Τράπεζα της Ρουμανίας (18 Ιουλίου 2019)	448 125
Λιθουανία	SRSP2018/31	Μέσο στήριξης ιδίων κεφαλαίων των ΜΜΕ	Νομοσχέδιο και σχέδιο εφαρμογής περιλαμβανομένων επιχειρησιακών αλλαγών (Αύγουστος 2019)	65 000

Σημ.: Δικαιούχος σε όλες τις περιπτώσεις ήταν το εθνικό Υπουργείο Οικονομικών ή κάποιο αντίστοιχο υπουργείο (Ιταλία: Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών· Ρουμανία: Υπουργείο Δημόσιων Οικονομικών).

Πηγή: ΕΕΣ, βάσει στοιχείων της SRSS.

Παράρτημα II - Σχέδιο δράσης της Επιτροπής για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015 και προηγούμενες δράσεις - επιλεγμένες δράσεις που στόχευαν στην πρόσβαση σε χρηματοδότηση

Σχέδιο δράσης για τα κεφάλαια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου του 1998	Σχέδιο δράσης για τη βελτίωση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε χρηματοδότηση το 2011	Σχέδιο Δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015
Ενημερωτικό δελτίο - ενιαίες διαδικασίες για μεγάλες εταιρείες και ΜΜΕ	Τροποποίηση της οδηγίας για το ενημερωτικό δελτίο για την εισαγωγή καθεστώτος αναλογικής γνωστοποίησης για τις ΜΜΕ	Κανονισμός της ΕΕ για το ενημερωτικό δελτίο (σε ισχύ από τον Ιούλιο 2019)
Αναλυτική εξέταση του κόστους με το οποίο θα επιβαρύνονται οι εταιρείες για την άντληση χρηματοδότησης με δανειακά μέσα και ίδια κεφάλαια στην Ευρώπη	Σήμα αγορών ανάπτυξης ΜΜΕ στην MiFID	Κανονισμός για τις αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ που τροποποιεί τον κανονισμό για την κατάχρηση της αγοράς
Κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών: Κοινοτική νομοθεσία που καλύπτει συγκεκριμένα κεφάλαια κλειστού τύπου	Πρώτη νομοθετική πρόταση για τον κανονισμό EuVECA/EuSEF (δεν εγκρίθηκε)	Αναθεώρηση του κανονισμού EuVECA/EuSEF (εγκρίθηκε και είναι σε ισχύ από το 2018)
Φορολογία των εταιρειών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών- Αποσαφήνιση του φορολογικού περιβάλλοντος	Εξέταση φορολογικών εμποδίων στις διασυνοριακές επενδύσεις σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών	Μελέτη σχετικά με τα φορολογικά κίνητρα για τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών και τους επιχειρηματικούς αγγέλους
Εξέταση της φορολογίας χρέους-μετοχικού κεφαλαίου	Καμία ενέργεια	Νομοθετική πρόταση για την Κοινή Ενοποιημένη Βάση Φορολογίας Εταιρειών που αντιμετωπίζει τη μεροληπτική μεταχείριση του χρέους έναντι του μετοχικού κεφαλαίου
Καμία ενέργεια	Ενιαίο σημείο πρόσβασης σε πληροφορίες που υπόκεινται σε ρύθμιση σε επίπεδο ΕΕ	Διερεύνηση τρόπων ανάπτυξης πανευρωπαϊκών συστημάτων πληροφοριών
Καμία ενέργεια	Χρηματοδότηση ΜΜΕ με ίδια κεφάλαια: Μέσο κεφαλαιακής χρηματοδότησης στο πλαίσιο του COSME και του «Ορίζων 2020» - Ταμεία συμμετοχών· τιτλοποίηση των χαρτοφυλακίων πιστώσεων ΜΜΕ από την ΕΤΕπ και το ΕΤαΕ	Πρόγραμμα πανευρωπαϊκών ταμείων συμμετοχών σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, Venture EU στο πλαίσιο των ΕΤΕπ/ΕΤαΕ

Σχέδιο δράσης για τα κεφάλαια υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου του 1998	Σχέδιο δράσης για τη βελτίωση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε χρηματοδότηση το 2011	Σχέδιο Δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών του 2015
Καμία ενέργεια	Ενίσχυση του δικτύου «Enterprise Europe Network» για να παρέχει στις ΜΜΕ καλύτερη πληροφόρηση	
Καμία ενέργεια	Επανεξέταση της αγοράς δανειοδότησης των ΜΜΕ, συμπεριλαμβανομένων μηχανισμών διαφάνειας	Ευρωπαϊκές αρχές υψηλού επιπέδου σχετικά με την ανατροφοδότηση που παρέχουν τράπεζες σε ΜΜΕ σχετικά με απορριφθείσες αιτήσεις για χορήγηση πίστωσης

Πηγή: ΕΕΣ.

Παράρτημα III - Μέτρα της Ένωσης Κεφαλαιαγορών για την ανάπτυξη των τοπικών κεφαλαιαγορών

Πλαίσιο 3: Παραδοτέο της Επιτροπής για την ανάπτυξη τοπικών και περιφερειακών κεφαλαιαγορών

Δράση προτεραιότητας αριθ. 9 στο πλαίσιο της ενδιάμεσης επανεξέτασης:
Έως το δεύτερο τρίμηνο του 2018, η Επιτροπή θα προτείνει μια ολοκληρωμένη στρατηγική της ΕΕ στην οποία θα περιλαμβάνονται μέτρα που μπορούν να ληφθούν σε ενωσιακό επίπεδο για τη στήριξη της ανάπτυξης τοπικών και περιφερειακών κεφαλαιαγορών σε ολόκληρη την ΕΕ. Η στρατηγική αυτή θα βασίζεται στην έκθεση της ομάδας εργασίας για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, της Πρωτοβουλίας της Βιέννης, και θα λαμβάνει υπόψη την πείρα που έχει συγκεντρωθεί από την αυξανόμενη παροχή κατά παραγγελία τεχνικής στήριξης στο πλαίσιο του Προγράμματος Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων της Επιτροπής.

Πέραν της καθυστερημένης δημοσίευσής του (Μάρτιος του 2019) σε σχέση με το σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών (Σεπτέμβριος 2015), μεταξύ άλλων, το παραδοτέο της Επιτροπής:

- δεν αποτελεί, αυτό καθαυτό, στρατηγική, ήτοι ένα λεπτομερές σχέδιο μεγάλου βεληνεκούς, αλλά έναν ενδεικτικό, μη εξαντλητικό κατάλογο των διαθέσιμων απαντήσεων πολιτικής⁴⁹.
- δεν προσδιορίζει τις συγκεκριμένες ανάγκες των κεφαλαιαγορών των κρατών μελών με βάση προηγούμενη ανάλυση της υφιστάμενης κατάστασης σε εθνικό επίπεδο⁵⁰
- δεν καλύπτει συνολικά όλους τους τομείς της κεφαλαιαγοράς και διαθέσιμα θέματα ή επιλογές·
- δεν δίνει προτεραιότητα στους τομείς μεταρρυθμίσεων με τις μεγαλύτερες δυνατότητες για βελτίωση των τοπικών κεφαλαιαγορών και δεν παρέχει καθοδήγηση σχετικά με την ακολουθία των μέτρων (στάδια εφαρμογής)·

⁴⁹ Για την ενθάρρυνση και την παροχή κινήτρων σε δημόσιους και ιδιωτικούς παράγοντες της αγοράς για την περαιτέρω ανάπτυξη και ενοποίηση των κεφαλαιαγορών στα αντίστοιχα κράτη μέλη και τις περιφέρειες τους.

⁵⁰ Περιλαμβάνει μόνο γενική μνεία στη διαπίστωση της EFSIR του 2018 σύμφωνα με την οποία οι χώρες της Κεντρικής, Ανατολικής και Νοτιοανατολικής Ευρώπης αντιπροσωπεύουν το 8 % του ΑΕΠ της ΕΕ, αλλά μόνο το 3 % της κεφαλαιαγοράς της ΕΕ.

- δεν αναλύει τον δυνητικό αντίκτυπο των μέτρων ούτε επισημαίνει το δυνητικά υψηλό δημοσιονομικό κόστος συγκεκριμένων επιλογών (βλέπε, για παράδειγμα, τη χρήση αποταμιευτικών λογαριασμών για επενδύσεις στη Σουηδία⁵¹).
- δεν αναφέρεται σε βέλτιστες πρακτικές που έχουν εφαρμοστεί σε παγκόσμιο επίπεδο (για παράδειγμα, σε χώρες με προηγμένες χρηματοοικονομικές αγορές, όπως είναι οι ΗΠΑ, ο Καναδάς, η Ιαπωνία, η Ελβετία, η Αυστραλία και η Σιγκαπούρη) αλλά μόνον εντός της ΕΕ.
- δεν εξετάζει σημαντικούς εξωγενείς παράγοντες (παραδείγματος χάριν το Brexit, τη δημοσιονομική πολιτική, τον οικονομικό κύκλο).
- δεν περιλαμβάνει διατάξεις σχετικά με την επανεξέταση ή την αξιολόγηση του μετά από ορισμένο χρονικό διάστημα, κάτι που θα διευκόλυνε την επισήμανση των εναπομενοντων κενών και την εξέταση τρόπων εξεύρεσης των ενδεδειγμένων λύσεων.
- δεν προβλέπει συγκεκριμένα ενωσιακά κονδύλια για τους σκοπούς της Ένωσης Κεφαλαιαγορών και για την ανάπτυξη τοπικών και περιφερειακών κεφαλαιαγορών, επιπλέον των ήδη υφιστάμενων χρηματοδοτικών μέσων που χρηματοδοτούνται από την ΕΕ, καθώς και του ΠΣΔΜ, τα οποία δεν εμπίπτουν βέβαια στον έλεγχο της ΓΔ FISMA, παρά το γεγονός ότι είναι η ΓΔ με την πλέον συναφή εντολή όσον αφορά την Ένωση Κεφαλαιαγορών.

Πηγή: ΕΕΣ.

⁵¹ Στο πλαίσιο ελέγχου του ΑΟΕ της Σουηδίας το 2018, διαπιστώθηκε ότι οι λογαριασμοί αυτοί ενδεχομένως να κόστισαν σχεδόν 4 δισεκατομμύρια ευρώ (42 δισεκατομμύρια σουηδικές κορόνες) σε διαφυγόντα φορολογικά έσοδα.

Παράρτημα IV - Επισκόπηση ευθέως συναφών ΣΑΧ που εκδόθηκαν για όλα τα κράτη μέλη, 2014-2019

Πριν από την Ένωση Κεφαλαιαγορών		Μετά την έγκριση του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών (Σεπτέμβριος 2015)				
2014	2015	Κράτος μέλος	2016	2017	2018	2019
		Βέλγιο	x	x		
		Βουλγαρία				
		Τσεχία				
		Δανία				
	x	Γερμανία	x	x	x	
		Εσθονία				
x		Ιρλανδία			x	
Πρόγραμμα	Πρόγραμμα	Ελλάδα	Πρόγραμμα	Πρόγραμμα	Πρόγραμμα	
x		Ισπανία				
x		Γαλλία				
		Κροατία				
x		Ιταλία			x	x
Πρόγραμμα	Πρόγραμμα	Κύπρος	x	x	x	x
		Λετονία				
		Λιθουανία	x			
		Λουξεμβούργο				
x	x	Ουγγαρία				
x	x	Μάλτα				
x	x	Κάτω Χώρες				
		Αυστρία		x	x	x
		Πολωνία				
x	x	Πορτογαλία	x	x	x	
		Ρουμανία				
	x	Σλοβενία	x	x	x	x
		Σλοβακία				
		Φινλανδία				
x	x	Σουηδία				
x		Ηνωμένο Βασίλειο				
10 από 26 38 %	7 από 26 27 %	Κράτη μέλη με ΣΑΧ σχετικές με την Ένωση Κεφαλαιαγορών	6 από 27 22 %	6 από 27 22 %	7 από 27 26 %	4 από 28 14 %
157	102	Σύνολο ΣΑΧ	89	78	73	97

Πηγή: ΕΕΣ, βάσει της βάσης δεδομένων CESAR, Ενημερωτικό σημείωμα EGOV του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, «CSRs: An overview», Σεπτέμβριος 2019.

Παράρτημα V - Επισκόπηση ευθέως συναφών και ευρύτερων ΣΑΧ που εκδόθηκαν για κράτη μέλη με λιγότερο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές, 2016-2019

Κατάταξη	Κράτος μέλος	Ευθέως συναφείς ΣΑΧ	Ευρύτερες ΣΑΧ
28	Λιθουανία	Πρόσβαση σε χρηματοδότηση (2016)	KAMIA
27	Ρουμανία	KAMIA	
26	Σλοβενία	Πρόσβαση σε χρηματοδότηση (2016-2019)	KAMIA
25	Σλοβακία	KAMIA	Δικαιοσύνη (2017)
24	Βουλγαρία	KAMIA	Εποπτεία (2016, 2017, 2019), αφερεγγυότητα (2016-2019)
23	Λετονία	KAMIA	Αφερεγγυότητα (2016)
22	Εσθονία	KAMIA	
21	Ουγγαρία	KAMIA	
20	Κροατία	KAMIA	Αφερεγγυότητα (2017)
19	Ελλάδα	KAMIA	Αφερεγγυότητα (2019)
18	Πολωνία	KAMIA	
17	Τσεχία	KAMIA	
16	Κύπρος	Πρόσβαση σε χρηματοδότηση (2016-2019)	Αφερεγγυότητα (2016-2018), εποπτεία (2019)
15	Αυστρία	Πρόσβαση σε χρηματοδότηση (2017-2019)	KAMIA

Σημ.: 1) Η κατάταξη έχει γίνει με βάση το βάθος των τοπικών κεφαλαιαγορών σύμφωνα με την έκθεση: Ασημακόπουλος και Wright, «A new sense of urgency: The future of Capital Markets Union, New Financial, Νοέμβριος 2019». 2) Για τις «ευθέως συναφείς ΣΑΧ» βασιστήκαμε στην εσωτερική ταξινόμηση της Επιτροπής, και ειδικότερα στην «πρόσβαση σε χρηματοδότηση» και τη «μείωση της μεροληπτικής μεταχείρισης χρέους έναντι μετοχικού κεφαλαίου». Για να μην δημιουργηθεί η εντύπωση ότι υπερβολικός αριθμός συστάσεων αφορούσαν ειδικά την Ένωση Κεφαλαιαγορών, ταξινομήσαμε τις συστάσεις που καλύπτουν ζητήματα τα οποία στοχεύουν επίσης στον τραπεζικό τομέα ως «ευρύτερες ΣΑΧ», για παράδειγμα τα καθεστώτα αφερεγγυότητας, η εποπτεία του χρηματοπιστωτικού τομέα και η πώληση μη εξυπηρετούμενων δανείων. 3) Λόγω των προγραμμάτων οικονομικής προσαρμογής που εφαρμόζονταν έως το 2018 στην Ελλάδα, διατυπώθηκαν ΣΑΧ για τη χώρα μόλις το 2019.

Πηγή: ΕΕΣ, βάσει της βάσης δεδομένων CESAR της Επιτροπής.

Παράρτημα VI - Επισκόπηση των νομοθετικών μέτρων για την Ένωση Κεφαλαιαγορών ως είχαν τον Ιούλιο του 2020

	Μέτρο	Προθεσμία	Επιτροπή	Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο	Συμβούλιο	Έγκριση	Εφαρμογή από
1	Αναθεώρηση ΕυVECA/ EuSEF	3ο τρίμηνο 2016	Ιούλιος 2016			Οκτώβριος 2017	Μάρτιος 2018
2	Κανονισμός για το ενημερωτικό δελτίο (αναθεώρηση)	4ο τρίμηνο 2015	Νοέμβριος 2015			Ιούνιος 2017	Ιούλιος 2019
3	Κανονισμός για τιτλοποιήσεις STS	3ο τρίμηνο 2015	Σεπτέμβριος 2015			Δεκέμβριος 2017	Ιανουάριος 2019
4	Πανευρωπαϊκό ατομικό συνταξιοδοτικό προϊόν (PEPP)	2ο τρίμηνο του 2017	Ιούνιος 2017			Ιούνιος 2019	12 μήνες μετά τη δημοσίευση κατ' εξουσιοδότηση πράξεων
5	Αναθεώρηση των Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών, συμπεριλαμβανομένων των κανόνων κατά της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες	3ο τρίμηνο 2017	Εγκρίθηκε στις 20.9.2017	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Δεκέμβριο 2018	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Φεβρουάριο 2019	Δεκέμβριος 2019	Ιανουάριος 2020 και Ιανουάριος 2022
6	Αναθεώρηση των επιχειρήσεων επενδύσεων	2ο τρίμηνο 2018	Εγκρίθηκε στις 20.12.2017			Νοέμβριος 2019	Ιούνιος 2021
7	Συμμετοχική χρηματοδότηση	4ο τρίμηνο 2017 (IA) 1ο τρίμηνο 2018	Εγκρίθηκε στις 8.3.2018	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Νοέμβριο 2018	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Ιούνιο 2019	4ο τρίμηνο του 2020	4ο τρίμηνο του 2021
8	Καλυμμένες ομολογίες	1ο τρίμηνο 2018	Εγκρίθηκε στις 12.3.2018	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Νοέμβριο 2018	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Νοέμβριο 2018	Νοέμβριος 2019	Ιούλιος 2022

	Μέτρο	Προθεσμία	Επιτροπή	Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο	Συμβούλιο	Έγκριση	Εφαρμογή από
9	Διασυνοριακή διανομή επενδυτικών κεφαλαίων	1ο τρίμηνο 2018 (IA) 2ο τρίμηνο 2018	Εγκρίθηκε στις 12.3.2018			Ιούνιος 2019	Αύγουστος 2021
10	Κανόνες για διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε αγορές ανάπτυξης	2ο τρίμηνο 2018 (εκτίμηση επιπτώσεων) 3ο τρίμηνο 2018	Εγκρίθηκε στις 24.5.2018			Νοέμβριος 2019	Δεκέμβριος 2019 ή Ιανουάριος 2021
11	Κανονισμός για τις υποδομές των ευρωπαϊκών αγορών (εποπτεία)	2ο τρίμηνο του 2017	Εγκρίθηκε στις 13.6.2017	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Μάιο 2018	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Δεκέμβριο 2018	Μάιος 2019	Ιούνιος 2019 – Δεκέμβριος 2019 - Ιούνιος 2020 ή Ιούνιος 2021
12	Πλαίσια προληπτικής αναδιάρθρωσης, δεύτερη ευκαιρία και μέτρα για την αύξηση της αποτελεσματικότητας των διαδικασιών αναδιάρθρωσης, αφερεγγυότητας και απαλλαγής (ΓΔ JUST)	4ο τρίμηνο 2016	Εγκρίθηκε στις 22.11.2016			Ιούνιος 2019	Ιούλιος 2021, Ιούλιος 2024 και Ιούλιος 2026
13	Εφαρμοστέο δίκαιο στα έναντι τρίτων αποτελέσματα των εκχωρήσεων απαιτήσεων (ΓΔ JUST)	4ο τρίμηνο 2017	Εγκρίθηκε στις 12.3.2018	Η διαπραγματευτική εντολή ελήφθη τον Φεβρουάριο 2019	Δεν έχει επιτευχθεί συμφωνία.		

Πηγή: ΕΕΣ, βάσει στοιχείων της Ευρωπαϊκής Επιτροπής.

Ακρωνύμια και συντομογραφίες

ΑΔΠ: Αρχική δημόσια προσφορά

ΚΕΒΦΕ: Κοινή ενοποιημένη βάση φορολογίας εταιρειών

ΜΜΕ: Μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις

ΟΔΟΕΕ: Οδηγία σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων

ΟΕΕ: Οργανισμός εναλλακτικών επενδύσεων

ΟΣΕΚΑ: Οργανισμός συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

ΠΣΔΜ: Πρόγραμμα Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων:

ΣΑΧ: Ειδικές ανά χώρα συστάσεις

Τιτλοποίηση STS: Απλή, διαφανής και τυποποιημένη τιτλοποίηση (Simple, Transparent, and Standardised)

BAML: Bank of America Merrill Lynch

EFAMA: Ευρωπαϊκή Ένωση Διαχείρισης Κεφαλαίων και Περιουσιακών Στοιχείων (European Fund and Asset Management Association)

ESAP: Ευρωπαϊκό ενιαίο σημείο πρόσβασης

ESMA: Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority)

EuSEF: Ευρωπαϊκό ταμείο κοινωνικής επιχειρηματικότητας (European social entrepreneurship fund)

EuVECA: Ευρωπαϊκή εταιρεία κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (European venture capital fund)

SRSS: Υπηρεσία Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων (Structural Reform Support Service)

Γλωσσάριο

Αγορά ανάπτυξης MME: Ένα είδος πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης για μετοχές που εκδόθηκαν κατά την προηγούμενη τριετία από εταιρείες με μέση κεφαλαιοποίηση αγοράς μικρότερη των 200 εκατομμυρίων ευρώ.

Αρχική δημόσια προσφορά: Η πρώτη πώληση μετοχών εταιρείας σε δημόσια αγορά.

Βαθιά κεφαλαιαγορά: Αγορά στην οποία πραγματοποιείται μεγάλος όγκος συναλλαγών κινητών αξιών, με μικρή μόνο διαφορά μεταξύ των τιμών αγοράς και πώλησης.

Βάθος της αγοράς: Δείκτης του όγκου συναλλαγών σε μια αγορά.

Εταιρεία-μονόκερος: Ιδιωτική νεοφυής εταιρεία αξίας άνω του 1 δισεκατομμυρίου δολαρίων ΗΠΑ, αποκαλούμενη κατ' αυτό τον τρόπο λόγω της σπανιότητας τέτοιων επιχειρήσεων.

Ευρωπαϊκό ενιαίο σημείο πρόσβασης: Σχεδιαζόμενη δικτυακή πύλη της ΕΕ για ταχεία και εύκολη πρόσβαση στα εκ του νόμου προβλεπόμενα στοιχεία των εισηγμένων στο χρηματιστήριο εταιρειών.

Ευρωπαϊκό Εξάμηνο: Ο ετήσιος κύκλος που παρέχει το πλαίσιο για τον συντονισμό των οικονομικών πολιτικών των κρατών μελών της ΕΕ και για την παρακολούθηση της προόδου.

Καλυμμένο ομόλογο: Τύπος εξασφαλισμένου ομολόγου που εκδίδεται από τράπεζα ή άλλο πιστωτικό ίδρυμα, το οποίο εξασφαλίζεται συνήθως από ενυπόθηκα δάνεια ή δάνεια του δημόσιου τομέα.

Κανονισμός για τα ευρωπαϊκά κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (EuVECA): Κανονισμός που προβλέπει τη βάση για ένα προαιρετικό ενωσιακό διαβατήριο που θα χορηγείται σε εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών και εταιρείες διαχείρισης επιχειρηματικού κεφαλαίου που πληρούν τις οικείες προϋποθέσεις.

Κανονισμός για το ευρωπαϊκό ταμείο κοινωνικής επιχειρηματικότητας (EuSEF): Κανονισμός που θα παρέχει τη βάση για ένα προαιρετικό ενωσιακό διαβατήριο που θα χορηγείται σε εναλλακτικά επενδυτικά σχήματα που εστιάζουν σε επιχειρήσεις κοινωνικής οικονομίας που πληρούν τις οικείες προϋποθέσεις.

Κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών: Κεφάλαιο επενδύσεων που διαχειρίζεται χρήματα επαγγελματιών επενδυτών οι οποίοι επιδιώκουν να επενδύσουν σε MME με ισχυρό δυναμικό ανάπτυξης.

Κοινή Ενοποιημένη Βάση Φορολογίας Εταιρειών (ΚΕΒΦΕ): Ενιαίο σύνολο κανόνων για τον υπολογισμό των φορολογητέων κερδών των εταιρειών στην ΕΕ.

Μεροληπτική μεταχείριση χρέους έναντι του μετοχικού κεφαλαίου: Οικονομική στρέβλωση που προκαλείται από το γεγονός ότι στα περισσότερα συστήματα φορολογίας εισοδήματος εταιρειών οι τόκοι εξυπηρέτησης χρέους εκπίπτουν από τον φόρο, όχι όμως και οι πληρωμές μερισμάτων.

Οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID): Το νομικό πλαίσιο της ΕΕ που ρυθμίζει τις χρηματοπιστωτικές αγορές και βελτιώνει την προστασία των επενδυτών. Η οδηγία MiFID II αντικατέστησε την αρχική οδηγία το 2018.

Ομάδα εργασίας για την Ένωση Κεφαλαιαγορών: Πλατφόρμα που δημιουργήθηκε στο πλαίσιο της πρωτοβουλίας της Βιέννης για τη στήριξη της ανταλλαγής πληροφοριών σχετικά με τις χρηματοοικονομικές τάσεις στην Κεντρική, Ανατολική και Νοτιοανατολική Ευρώπη και, ως εκ τούτου, την ανάπτυξη τοπικών κεφαλαιαγορών, με τη συμμετοχή εκπροσώπων του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα στις ενδιαφερόμενες χώρες και από διεθνείς οργανισμούς, με συντονιστή την Επιτροπή.

Οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΕΕ): Όλα τα επενδυτικά κεφάλαια που δεν καλύπτονται από την οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ και εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ). Σε αυτά περιλαμβάνονται τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds), τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια και τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας.

Οργανισμός συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ): Επενδυτικός φορέας που συγκεντρώνει το κεφάλαιο των επενδυτών και το επενδύει συλλογικά μέσω χαρτοφυλακίου χρηματοδοτικών μέσων, όπως μετοχών, ομολόγων και άλλων τίτλων. Οι ΟΣΕΚΑ, οι οποίοι καλύπτονται από οδηγία της ΕΕ, μπορούν να διανέμονται δημόσια σε ιδιώτες επενδυτές σε ολόκληρη την ΕΕ βάσει μίας και μόνο έγκρισης που χορηγείται από ένα κράτος μέλος.

Πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης: Ένας μηχανισμός αυτορρύθμισης για τη διαπραγμάτευση χρηματοδοτικών μέσων, ο οποίος προσφέρει εναλλακτική λύση έναντι των παραδοσιακών χρηματιστηρίων και, σε αντίθεση με αυτά, μπορεί να λειτουργεί όχι μόνο από εγκεκριμένο διαχειριστή της αγοράς, αλλά και από εταιρεία επενδύσεων.

Πρόγραμμα Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων (ΠΣΔΜ): Πρόγραμμα της ΕΕ που παρέχει εξατομικευμένη στήριξη για θεσμικές, διοικητικές και αναπτυξιακές μεταρρυθμίσεις των κρατών μελών, χωρίς να απαιτείται εθνική συγχρηματοδότηση.

Πρωτοβουλία της Βιέννης: Φόρουμ που συγκροτήθηκε τον Ιανουάριο του 2009 στο οποίο συμμετείχαν όλοι οι κύριοι δημόσιοι και ιδιωτικοί φορείς του τραπεζικού τομέα της ΕΕ για να βοηθήσουν τις αναδυόμενες ευρωπαϊκές οικονομίες να αντιμετωπίσουν την παγκόσμια οικονομική κρίση.

Ταμείο συμμετοχών (Fund-of-funds): Ταμείο συλλογικών επενδύσεων που επενδύει σε άλλα ταμεία επενδύσεων και όχι απευθείας σε κινητές αξίες.

Τιτλοποίηση: Η πρακτική της συγκέντρωσης διαφόρων ειδών μη ρευστοποιήσιμων χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού, όπως στεγαστικά δάνεια, δάνεια και μισθώσεις, και της πώλησής τους σε επενδυτές ως ρευστοποιήσιμων εμπορεύσιμων τίτλων, όπως ομόλογα.

Φορολογική ελάφρυνση κατά την παρακράτηση στην πηγή: Μια μορφή φορολογικής ελάφρυνσης που εφαρμόζεται κατά τον χρόνο της έκπτωσης του φόρου στην πηγή.

**ΑΠΑΝΤΗΣΕΙΣ ΤΗΣ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΣΤΗΝ ΕΙΔΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ ΤΟΥ
ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΕΛΕΓΚΤΙΚΟΥ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ**

«ΕΝΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ – ΑΡΓΗ ΕΚΚΙΝΗΣΗ ΠΡΟΣ ΕΝΑΝ ΦΙΛΟΔΟΞΟ ΣΤΟΧΟ»

ΣΥΝΟΨΗ

I. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία I-III.

Οι προσπάθειες για τη δημιουργία μιας πραγματικής ενιαίας αγοράς κεφαλαίων ξεκίνησαν με τη Συνθήκη της Ρώμης πριν από περισσότερα από πενήντα χρόνια και εντάθηκαν με την κατοχύρωση της ελεύθερης κυκλοφορίας των κεφαλαίων στη Συνθήκη του Μάαστριχτ (1992) και το πρόγραμμα δράσης για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (1999). Ο απώτερος αυτός στόχος δεν έχει ακόμη επιτευχθεί, κυρίως επειδή οι διαφορές στις νομικές παραδόσεις και πρακτικές μεταξύ των κρατών μελών της ΕΕ έχουν εμποδίσει την καθιέρωση ενός πλήρως εναρμονισμένου νομικού πλαισίου στην ΕΕ, το οποίο θα διέπει τις χρηματοπιστωτικές δραστηριότητες. Η πρόοδος σε όλους τους τομείς όπου υφίστανται ακόμη εμπόδια στην ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων μπορεί να επιτευχθεί μόνο σταδιακά, με παράλληλη συνεκτίμηση του παγκόσμιου οράματος και των συνολικών στόχων. Συνεπώς, η οικοδόμηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών (CMU) αποτελεί σταδιακή διαδικασία, η οποία βασίζεται στην υλοποίηση πολλών λεπτομερών αλλά σημαντικών αλλαγών.

IV. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία IV-VII.

Η Επιτροπή υλοποίησε όλες τις δράσεις που εξαγγέλθηκαν στο σχέδιο δράσης του 2015 για την Ένωση Κεφαλαιαγορών και στην ενδιάμεση επανεξέταση του 2017. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τα κράτη μέλη συμφώνησαν επί των 12 από τις συνολικά 13 νομοθετικές προτάσεις για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, παρότι δεν διατήρησαν όλα τα κράτη μέλη το επίπεδο των φιλόδοξων στόχων που πρότεινε η Επιτροπή. Η Επιτροπή θεωρεί ότι η αποτελεσματικότητα της Ένωσης Κεφαλαιαγορών θα μετρηθεί βάσει της αποτελεσματικότητας των δράσεων που ανελήφθησαν. Καθώς σχεδόν καμία από τις νομοθετικές προτάσεις που εγκρίθηκαν πρόσφατα δεν εφαρμόζεται για επαρκές χρονικό διάστημα, ενώ ορισμένες από τις προτάσεις δεν έχουν τεθεί καν σε εφαρμογή, είναι δύσκολο να αξιολογηθεί επί του παρόντος η αποτελεσματικότητά τους ως προς την εκπλήρωση των περιορισμένων στόχων τους, καθώς και η συμβολή τους στην επίτευξη των συγκεκριμένων στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Για να επιτευχθεί καταλυτική πρόοδος όσον αφορά την Ένωση Κεφαλαιαγορών, απαιτείται υποστήριξη τόσο από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και τα κράτη μέλη στο υψηλότερο επίπεδο όσο και από τεχνικούς εμπειρογνώμονες στη δημόσια διοίκηση. Απαιτείται επίσης η ορθή χρήση των μέτρων αυτών από τους φορείς της αγοράς. Μολονότι η ΕΕ μπορεί να προσφέρει εργαλεία και να διαμορφώσει κατάλληλες συνθήκες υποστήριξης, εναπόκειται, αφενός, στις εθνικές αρχές να εφαρμόσουν τα μέτρα αυτά στην πράξη και, αφετέρου, στους φορείς του ιδιωτικού τομέα να αναλάβουν την πρωτοβουλία, να αξιοποιήσουν τις επιχειρηματικές ευκαιρίες και να καινοτομήσουν.

VIII. Η Επιτροπή συμφωνεί με την άποψη του ΕΕΣ ότι οι στόχοι της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είχαν ευρύ χαρακτήρα. Δεδομένου ότι η οικοδόμηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών είναι μια σταδιακή διαδικασία, η οποία βασίζεται στην πραγματοποίηση πολλών λεπτομερών και συχνά τεχνικών αλλαγών, κρίθηκε σημαντικό να καθοριστούν επαρκώς γενικοί και κατανοητοί στόχοι προκειμένου να μην παραβλεφθεί το όραμα της Ένωσης Κεφαλαιαγορών σε παγκόσμιο επίπεδο.

IX. Παρότι η Επιτροπή αποδέχεται τη γενική κατεύθυνση όλων των συστάσεων, ορισμένες από αυτές γίνονται πλήρως αποδεκτές, ενώ άλλες γίνονται εν μέρει αποδεκτές. Η Επιτροπή δεν αποδέχθηκε μόνο μία επιμέρους σύσταση. Βλ. τις απαντήσεις της Επιτροπής στις συστάσεις 1, 2, 3 και 4.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

08. Το σχέδιο δράσης του 2015 αποσκοπούσε στην αντιμετώπιση του κατακερματισμού των κεφαλαιαγορών σε εθνικό επίπεδο. Η Επιτροπή συμφωνεί με το ΕΕΣ καθόσον ο εν λόγω κατακερματισμός της νομοθεσίας αφορά τις διαφορές στις εθνικές νομοθεσίες.

09. Η Επιτροπή συμφωνεί με το ΕΕΣ ότι οι εργασίες για την οικοδόμηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών πρέπει να συνεχιστούν. Εξέτασε προσεκτικά την έκθεση του φόρουμ υψηλού επιπέδου για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, καθώς και τα σχόλια που λήφθηκαν επ' αυτής. Οι εργασίες συνεχίζονται με το σχέδιο δράσης του 2020, στο οποίο παρουσιάζονται μέτρα, τα περισσότερα νομοθετικού χαρακτήρα, τα οποία θα μετασχηματίσουν περαιτέρω το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ και θα συνεισφέρουν στην ολοκλήρωση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

12. Η Επιτροπή σημειώνει ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα έχει διαδραματίσει πολύ σημαντικό και υποστηρικτικό ρόλο στο σχέδιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ

20. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 20-25.

Η χρηματοδότηση των ΜΜΕ εξακολουθεί να αποτελεί σημαντική πηγή ανησυχίας. Τα μέτρα που αφορούν τη χρηματοδότηση των ΜΜΕ βάσει του σχεδίου δράσης του 2015 και της ενδιάμεσης επανεξέτασης του 2017 συμφωνήθηκαν με τους συννομοθέτες και εφαρμόζονται. Η Επιτροπή είναι πεπεισμένη ότι με την πάροδο του χρόνου θα υπάρξουν απτά αποτελέσματα. Παρότι δεν υπάρχουν ακόμη στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι τα μέτρα επηρέασαν σημαντικά τη συμπεριφορά χρηματοδότησης των ΜΜΕ, πρέπει να σημειωθεί πως η έρευνα για την πρόσβαση σε χρηματοδότηση έδειξε ότι το χρηματοδοτικό κενό των ΜΜΕ εξαφανίστηκε στις αρχές του 2019 σε 10 από τα 11 κράτη μέλη που συμμετέχουν στην έρευνα¹.

Ωστόσο, οι οικονομικές επιπτώσεις της νόσου COVID-19 ανέτρεψαν τη θετική τάση του περιορισμού των χρηματοδοτικών κενών, γεγονός που καταδεικνύει ότι οι επιχειρήσεις κάθε μεγέθους, και ιδίως οι ΜΜΕ, χρειάζονται αξιόπιστες πηγές χρηματοδότησης που βασίζονται στην αγορά. Στη δέσμη μέτρων για την ανάκαμψη των κεφαλαιαγορών του Ιουλίου του 2020 προτάθηκαν ήδη στοχευμένες τροποποιήσεις του καθεστώτος για το ενημερωτικό δελτίο και της οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων II (MiFID II), οι οποίες θα διευκολύνουν τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων από την αγορά². Στο πλαίσιο της εν λόγω δέσμης μέτρων, η Επιτροπή πρότεινε επίσης στοχευμένες τροποποιήσεις των κανόνων τιτλοποίησης με σκοπό να ενισχυθεί η ικανότητα των τραπεζών να δανείζουν σε ΜΜΕ³. Για τον σκοπό αυτό, η Επιτροπή πρότεινε περαιτέρω μέτρα στο πλαίσιο του δεύτερου σχεδίου δράσης της για την Ένωση Κεφαλαιαγορών⁴.

26. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 26-30.

¹ Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area (Έρευνα για την πρόσβαση των επιχειρήσεων σε χρηματοδότηση στη ζώνη του ευρώ), https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

² COM(2020) 281 final και COM(2020) 280 final.

³ COM(2020) 282 final.

⁴ COM (2020) 590.

Η βελτίωση της πρόσβασης σε χρηματοδότηση από την αγορά, κυρίως σε μετοχικά κεφάλαια, θα δώσει στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να καινοτομήσουν και να αξιοποιήσουν τα οφέλη των νέων τεχνολογιών, ενώ παράλληλα θα αποφευχθεί το ενδεχόμενο καινοτόμες νεοφυείς ή επεκτεινόμενες επιχειρήσεις να αποφασίσουν, σε αναζήτηση κεφαλαίων, να μεταφερθούν εκτός ΕΕ ή να περιορίσουν τη φιλοδοξία τους, με αποτέλεσμα να υπονομευθούν σε μεγάλο βαθμό οι δυνατότητες μελλοντικής ανάπτυξης και η παραγωγικότητα της ΕΕ. Τα παλαιότερα μέτρα στο πλαίσιο της Ένωσης Κεφαλαιαγορών δεν επέφεραν καθοριστικές αλλαγές εν προκειμένω. Παρόλα αυτά, υπήρξε αξιοσημείωτη πρόοδος. Η ευρωπαϊκή παρέμβαση κατά τη φάση πριν την αρχική δημόσια προσφορά (ΑΔΠ), ιδίως στον τομέα των επιχειρηματικών κεφαλαίων, κατάφερε να προσελκύσει ιδιώτες θεσμικούς επενδυτές σε εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου, χάρη στον καταλυτικό ρόλο της παρέμβασης με την υποστήριξη του Ευρωπαϊκού Ταμείου Επενδύσεων (ΕΤαΕ) και άλλων πρωτοβουλιών της ΕΕ. Παρά το γεγονός ότι αμέσως μετά την κρίση της περιόδου 2008-2009 η δημόσια/κυβερνητική στήριξη για τα επιχειρηματικά κεφάλαια στην Ευρώπη υπερέβαινε το 35 %, το ποσοστό αυτό μειώθηκε σε 20 % το 2019, ενώ η ιδιωτική στήριξη αυξήθηκε. Επιπλέον, το μέσο μέγεθος των εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου στην ΕΕ αυξήθηκε προοδευτικά με την πάροδο των ετών μετά την οικονομική κρίση⁵. Δεδομένου ότι η κρίση της νόσου COVID-19 έχει μεταβάλει δραματικά το οικονομικό τοπίο της ΕΕ, κρίνεται αναγκαίο να ανανεωθεί ο φιλόδοξος στόχος για τη στήριξη της χρηματοδότησης των μικρότερων και των επεκτεινόμενων επιχειρήσεων.

34. Για την αντιμετώπιση της επιτακτικής ανάγκης πρόσβασης σε χρηματοδότηση από την αγορά λόγω των συνεπειών της πανδημίας της νόσου COVID-19, η Επιτροπή εξέδωσε νομοθετικές προτάσεις στο πλαίσιο της «δέσμης μέτρων για την ανάκαμψη των κεφαλαιαγορών». Ένα τέτοιο μέτρο είναι η θέσπιση ενός περιορισμένου χρονικά «ενημερωτικού δελτίου για την ανάκαμψη της ΕΕ»⁶. Το νέο αυτό ενημερωτικό δελτίο θα είναι διαθέσιμο για δευτερογενείς εκδόσεις μετοχών εταιρειών εισηγμένων σε ρυθμιζόμενη αγορά ή αγορά ανάπτυξης MME.

36. Ο κανονισμός για το ενημερωτικό δελτίο εισήγαγε ένα νέο είδος ενημερωτικού δελτίου, το ενημερωτικό δελτίο ανάπτυξης ΕΕ, το οποίο προβλέπει μειωμένες απαιτήσεις γνωστοποίησης για τις MME και τις εταιρείες μεσαίας κεφαλαιοποίησης.⁷ Οι εν λόγω απαιτήσεις είναι λιγότερο αυστηρές από εκείνες που ισχύουν για το πλήρες ενημερωτικό δελτίο και αναμένεται να οδηγήσουν σε μείωση του κόστους και των επιβαρύνσεων για τις MME διατηρώντας ταυτόχρονα την εμπιστοσύνη των επενδυτών για επενδύσεις σε μικρές επιχειρήσεις. Δεδομένου ότι ο κανονισμός για το ενημερωτικό δελτίο εφαρμόζεται εδώ και μόνο ένα έτος, δεν υπάρχουν ακόμη επαρκή στοιχεία για να αξιολογηθεί αν το εν λόγω ενημερωτικό δελτίο έχει εκπληρώσει ή όχι τους στόχους του. Παρά το γεγονός αυτό, η Επιτροπή θα επιδιώξει να απλουστεύσει τους κανόνες εισαγωγής στο χρηματιστήριο για τις δημόσιες αγορές αξιοποιώντας τα ήδη ληφθέντα μέτρα.

37. Η δυνατότητα των κρατών μελών να θέτουν διαφορετικά κατώτατα όρια εξαρτάται από το διαφορετικό μέγεθος των κεφαλαιαγορών ανά την ΕΕ. Ωστόσο, η εξαίρεση αυτή είναι διαθέσιμη μόνο για δημόσιες προσφορές κινητών αξιών οι οποίες δεν απαιτούν διαβατήριο για άλλα κράτη μέλη και η εξαίρεση δεν εφαρμόζεται στην εισαγωγή κινητών αξιών προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά.

38. Προκειμένου να στηρίξει την ανάκαμψη μετά την κρίση λόγω της νόσου COVID-19, και βασιζόμενη στις εργασίες που πραγματοποιήθηκαν στο πλαίσιο της στρατηγικής για τις MME, η Επιτροπή εργάζεται επί του παρόντος για τη δημιουργία ενός ταμείου εισαγωγής στο χρηματιστήριο (IPO) για τις MME προκειμένου να διευκολυνθεί η άντληση κεφαλαίων και η χρηματοδότηση της

⁵ Πηγή Invest Europe, 2020.

⁶ COM(2020) 281 final.

⁷ Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129.

ανάπτυξης μικρών και ταχέως αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων, ιδίως σε τομείς στρατηγικής σημασίας για την ΕΕ.

39. Συγκεκριμένα, όσον αφορά το ενημερωτικό δελτίο, ο κανονισμός για τις αγορές ανάπτυξης ΜΜΕ εισήγαγε το «ενημερωτικό δελτίο μεταφοράς» προκειμένου να διευκολυνθεί η μετάβαση από μια αγορά ανάπτυξης ΜΜΕ σε μια ρυθμιζόμενη αγορά: υπό ορισμένες προϋποθέσεις, εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε αγορά ανάπτυξης ΜΜΕ για τουλάχιστον δύο έτη έχουν τη δυνατότητα να καταρτίσουν απλουστευμένο ενημερωτικό δελτίο για δευτερογενείς εκδόσεις με σκοπό την εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά⁸.

40. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 40-43.

Η επίτευξη ορθής ισορροπίας μεταξύ της παροχής συναφών πληροφοριών στους επενδυτές σχετικά με επενδυτικές ευκαιρίες και της ελαχιστοποίησης της επιβάρυνσης που συνεπάγεται για τις επιχειρήσεις η υποβολή αυτών των πληροφοριών έχει καθοριστική σημασία για τη διευκόλυνση της πρόσβασης σε χρηματοδότηση από την αγορά. Για τη μεγαλύτερη προβολή των επιχειρήσεων στους διασυννοριακούς επενδυτές, η Επιτροπή θα αντιμετωπίσει την έλλειψη προσβάσιμων και συγκρίσιμων εταιρικών δεδομένων για τους επενδυτές. Επιπλέον, επιδιώκει τη στοχευμένη απλούστευση των υφιστάμενων κανόνων εισαγωγής στο χρηματιστήριο προκειμένου να μειωθεί το κόστος συμμόρφωσης για τις ΜΜΕ.

57. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 57 και 58.

Τον Μάρτιο του 2019 η Επιτροπή παρουσίασε τις απόψεις της σχετικά με την ανάπτυξη των τοπικών κεφαλαιαγορών στην «Ανακοίνωση για την Ένωση Κεφαλαιαγορών: πρόοδος που σημειώθηκε όσον αφορά την οικοδόμηση της ενιαίας αγοράς κεφαλαίων για μια εύρωστη Οικονομική και Νομισματική Ένωση» και στο συνοδευτικό έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής⁹. Εντούτοις, τα ανωτέρω έγγραφα δεν αποτελούν ένα λεπτομερές σχέδιο δράσης. Γνωστοποίησαν το στρατηγικό όραμα, δηλαδή ότι οι τοπικές κεφαλαιαγορές είναι σημαντικές. Αυτό δεν ήταν εμφανές τη δεδομένη χρονική στιγμή. Επιπλέον, οι κατευθύνσεις αφορούσαν τρία επίπεδα, το εθνικό, το περιφερειακό και το ευρωπαϊκό επίπεδο, και περιλάμβαναν δράσεις που έπρεπε να αναληφθούν σε κάθε επίπεδο.

59. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 59-65.

Το Ευρωπαϊκό Εξάμηνο αποτελεί σημαντικό μέσο συντονισμού της οικονομικής πολιτικής των κρατών μελών και, δεδομένου ότι η ενίσχυση των επενδύσεων περιλαμβάνεται στους στόχους του, η Επιτροπή λαμβάνει σοβαρά υπόψη τον υποστηρικτικό ρόλο τον οποίο διαδραματίζουν στην επίτευξη του εν λόγω στόχου οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για τη βελτίωση των τοπικών κεφαλαιαγορών. Λαμβανομένου υπόψη του γεγονότος ότι η Επιτροπή μπορεί να εκδίδει περιορισμένο μόνο αριθμό ειδικών ανά χώρα συστάσεων (ΣΑΧ) προς ένα κράτος μέλος, οι συμβιβασμοί είναι αναπόφευκτοι και πρέπει να γίνεται επιλογή μεταξύ των τομέων πολιτικής που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο μιας σύστασης προς ένα συγκεκριμένο κράτος μέλος. Στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή επισημαίνει ότι η ιεράρχηση των προτεραιοτήτων σε εθνικό επίπεδο αποτελεί εξίσου σημαντικό κριτήριο για την επιλογή των συστάσεων ώστε να διασφαλίζεται συνέπεια μεταξύ των χωρών σε έναν τομέα πολιτικής.

⁸ Κανονισμός (ΕΕ) 2017/1129.

⁹ COM(2019) 136 final και SWD(2019) 99 final.

60. Η Επιτροπή θεωρεί ότι τα σημαντικότερα ζητήματα αποτυπώθηκαν στις εκθέσεις ανά χώρα, λαμβανομένου υπόψη του μορφοτύπου, των συνθηκών και της ανάγκης καθορισμού προτεραιοτήτων βάσει των οποίων έπρεπε να πραγματοποιηθούν οι αξιολογήσεις.

Η Επιτροπή αναγνωρίζει ότι επί του παρόντος υπάρχουν ορισμένοι στατιστικοί δείκτες για τις εγχώριες κεφαλαιαγορές, οι οποίοι θα μπορούσαν να επεκταθούν περαιτέρω.

62. Το πλαίσιο του Ευρωπαϊκού Εξαμήνου χρησιμοποιείται για τον εντοπισμό αναγκών για μεταρρυθμίσεις και επενδύσεις σε κάθε κράτος μέλος. Οι συστάσεις του εστιάζουν στις ελλείψεις που πρέπει να τύχουν της μέγιστης προσοχής για τη στήριξη της ανάπτυξης και των θέσεων εργασίας στο εκάστοτε κράτος μέλος. Συνεπώς, ο ρόλος του δεν είναι να επικεντρώνεται σε κάθε τομέα όπου ένα κράτος μέλος παρουσιάζει χαμηλότερες επιδόσεις από τον μέσο όρο της ΕΕ, αλλά να δίνει προτεραιότητα σε έναν περιορισμένο αριθμό συστάσεων πολιτικής που θα ωφελήσουν μια συγκεκριμένη οικονομία, υπό το πρίσμα των γενικών προτεραιοτήτων που καθορίζονται κάθε χρόνο στην ετήσια στρατηγική για τη βιώσιμη ανάπτυξη. Τα κράτη μέλη εξέφρασαν την ικανοποίησή τους για αυτή την εξορθολογισμένη προσέγγιση, καθώς η εστίαση σε έναν περιορισμένο αριθμό σαφώς προσδιορισμένων προτεραιοτήτων συμβάλλει στην καλύτερη στόχευση της κυβερνητικής δράσης και αυξάνει την ανάληψη ευθύνης για τη διαδικασία από τα κράτη μέλη.

63. Στην έναρξη κάθε κύκλου του Εξαμήνου, η ετήσια στρατηγική για τη βιώσιμη ανάπτυξη καθορίζει σαφώς τις προτεραιότητες του επερχόμενου κύκλου συντονισμού των πολιτικών. Επιπροσθέτως, η σύσταση για τη ζώνη του ευρώ που εκδίδεται κάθε χρόνο πριν την έκδοση των ΣΑΧ καθορίζει τις συστάσεις πολιτικής που αποτελούν προτεραιότητα για τα κράτη μέλη της ζώνης του ευρώ και παρέχει καθοδήγηση για τις ΣΑΧ τους. Όσον αφορά την προτεραιοποίηση των μεταρρυθμίσεων, οι συστάσεις που πρότεινε η Επιτροπή αντικατοπτρίζουν την εκτίμησή της σχετικά με τις δράσεις προτεραιότητας που πρέπει να αναληφθούν.

64. Το γεγονός ότι μία ΣΑΧ καλύπτει διάφορα ζητήματα καταδεικνύει ότι η αντιμετώπιση μιας συγκεκριμένης κοινωνικοοικονομικής πρόκλησης απαιτεί δράσεις πολιτικής σε διαφορετικούς τομείς. Ο ορισμός ενός χρονοδιαγράμματος θεωρείται επίσης μη πρακτική λύση, καθώς η Επιτροπή γνωρίζει ότι οι μεταρρυθμίσεις ενδέχεται να χρειαστεί να πραγματοποιηθούν σε διαφορετικά χρονικά στάδια. Θα μπορούσε, ωστόσο, να υπάρξει πρόβλεψη για πιο λεπτομερή ποιοτική αξιολόγηση των προσπαθειών υλοποίησης ενός κράτους μέλους. Αυτό αναγνωρίζεται ήδη όταν η Επιτροπή αξιολογεί την υλοποίηση και εφαρμόζει διαφορετικές κατηγορίες αξιολόγησης, π.χ. περιορισμένη πρόοδος, κάποια πρόοδος κ.λπ.

65. Η Επιτροπή σημειώνει ότι δεν είναι δυνατή η πλήρης ή σε μεγάλο βαθμό υλοποίηση κάθε σύστασης εντός της περιόδου ισχύος της (13 με 16 μήνες). Επιπλέον, απαιτείται χρόνος για να φανούν τα αποτελέσματα των ληφθέντων μεταρρυθμιστικών μέτρων στην πραγματική οικονομία.

Η Επιτροπή συμφωνεί ότι το επίπεδο υλοποίησης των ΣΑΧ θα μπορούσε να είναι υψηλότερο. Για τον σκοπό αυτόν, η Επιτροπή πρότεινε τη θέσπιση του Μέσου Τεχνικής Υποστήριξης (MTY), ενός αυτόνομου κανονισμού, που αποτελεί συνέχεια του υφιστάμενου Προγράμματος Στήριξης Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων (ΠΣΔΜ) στο επικείμενο πολυετές δημοσιονομικό πλαίσιο.

Επιπροσθέτως, η Επιτροπή πρότεινε έναν νέο Μηχανισμό Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας. Ο Μηχανισμός Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας παρέχει κίνητρα για την καταβολή προσπαθειών από τα κράτη μέλη στους τομείς των μεταρρυθμίσεων και των επενδύσεων, σύμφωνα με τις προτεραιότητες που καθορίζονται στις ειδικές ανά χώρα συστάσεις και τους πράσινους και ψηφιακούς στόχους, προσφέροντας σημαντική χρηματοδοτική στήριξη.

70. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 70-71 και στο γράφημα 7.

Η Επιτροπή επισημαίνει ότι οι αποκλίσεις στον αριθμό των έργων που εγκρίθηκαν και υλοποιήθηκαν για τις χώρες με λιγότερο αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές οφείλονται στην τεχνική στήριξη, η οποία παρέχεται μόνο βάσει της ζήτησης από τα κράτη μέλη, και σε μια ανταγωνιστική διαδικασία επιλογής η οποία βασίζεται στην ποιότητα των έργων, τον αναμενόμενο αντίκτυπο και τον διαθέσιμο προϋπολογισμό¹⁰.

77. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 77 και 78.

Η Επιτροπή επισημαίνει ότι, κατά την αξιολόγηση της τεχνικής στήριξης, θα πρέπει να ληφθεί δεόντως υπόψη το γεγονός ότι η Επιτροπή παρέχει εμπειρογνώσια στα κράτη μέλη, η οποία αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση αλλά δεν αρκεί προκειμένου τα κράτη μέλη να υλοποιήσουν μια μεταρρύθμιση, ιδίως στην περίπτωση των στρατηγικών και πολιτικών μεταρρυθμίσεων. Για τον λόγο αυτόν, η ισχυρή οικειοποίηση των μέτρων στήριξης και του προγράμματος μεταρρυθμίσεων από τα κράτη μέλη είναι ιδιαίτερα σημαντική καθ' όλη τη διάρκεια της μεταρρυθμιστικής διαδικασίας.

Η εν λόγω οικειοποίηση αποδεικνύεται όταν τα κράτη μέλη προσαρμόζουν τις τεχνικές συστάσεις στο συγκεκριμένο διοικητικό και πολιτικό πλαίσιο.

Είναι σημαντικό να υπενθυμιστεί ότι τα αποτελέσματα των έργων τεχνικής στήριξης πρέπει να γίνονται αντιληπτά ως οι αλλαγές που επήλθαν, όπως η υιοθέτηση μιας στρατηγικής, η θέσπιση ενός νέου νόμου/πράξης ή η τροποποίηση ενός υφιστάμενου νόμου/πράξης, η υιοθέτηση (νέων) διαδικασιών και ενεργειών για τη βελτίωση της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων στους δικαιούχους φορείς ή οργανισμούς.

Στην πράξη, τα έργα τεχνικής στήριξης που επικεντρώνονται στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων είναι ενδεχομένως πολύ ευκολότερο να υλοποιηθούν «πλήρως» από τα κράτη μέλη, συγκριτικά με τα έργα που επικεντρώνονται στον σχεδιασμό μεταρρυθμίσεων. Επίσης, για τα εν λόγω έργα, η προθεσμία υλοποίησης μπορεί να είναι μεγαλύτερη και, ενδεχομένως, να προβλέπεται υλοποίηση σε στάδια, όπως αποδεικνύεται από ορισμένα από τα έργα που αποτέλεσαν αντικείμενο του παρόντος ελέγχου.

79. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 79-81.

Η πρόωθηση της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης είναι και θα παραμείνει βασικός στόχος της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Η Επιτροπή πρότεινε έξι νομοθετικά μέτρα με τα οποία εισάγονται νέοι κανόνες σε επίπεδο ΕΕ για τα προϊόντα, τα σήματα και τα διαβατήρια. Πέντε από αυτά¹¹ βρίσκονται στη διαδικασία εφαρμογής μετά την έγκρισή τους από τους συννομοθέτες, ενώ επίκειται η έγκριση του έκτου¹². Επιπλέον, οι νέοι κανόνες για την αναδιάρθρωση¹³ οδηγούν σε μεγαλύτερη ασφάλεια δικαίου για τους διασυννομιματικούς επενδυτές, ενώ η ικανοποιητική πρόοδος που έχει επιτευχθεί όσον αφορά την ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική εποπτεία προάγει περαιτέρω την εποπτική σύγκλιση. Παρότι είναι ακόμη πολύ νωρίς για να αξιολογηθεί η αποτελεσματικότητα των νέων κανόνων και η συμβολή τους στη χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση στην ΕΕ, η Επιτροπή αναγνωρίζει την ανάγκη για περαιτέρω πρόοδο.

¹⁰ Κανονισμός (ΕΕ) 2017/825.

¹¹ Κανονισμοί (ΕΕ) 2017/1991, 2017/2402, 2019/1238, 2019/1156, οδηγίες (ΕΕ) 2019/1160 και 2019/2162.

¹² COM (2018) 113.

¹³ Οδηγία (ΕΕ) 2019/1023.

Με το σχέδιο δράσης του 2020 για την Ένωση Κεφαλαιαγορών¹⁴, η Επιτροπή επιδιώκει να συνεχίσει να αντιμετωπίζει τα βασικά εμπόδια στην ολοκλήρωση της αγοράς. Μερικά από τα ανωτέρω μέτρα εκτείνονται πέραν της χρηματοπιστωτικής νομοθεσίας της ΕΕ και επιδιώκουν να αντιμετωπίσουν τους φραγμούς που σχετίζονται με ένα ευρύτερο νομικό πλαίσιο ή τους φραγμούς που προκύπτουν από παγιωμένες εθνικές προτιμήσεις ή πρακτικές. Αυτό ισχύει ιδίως στους τομείς της φορολογίας και της μη τραπεζικής αφερεγγυότητας. Στους εν λόγω τομείς, η Επιτροπή προτείνει στοχευμένες δράσεις, εστιάζοντας στους σημαντικότερους φραγμούς που προκαλούν τον κατακερματισμό της αγοράς και αποτρέπουν τις διασυνοριακές επενδύσεις.

86. Οι υπηρεσίες χρηματοοικονομικού γραμματισμού του Enterprise Europe Network (EEN) παρέχουν στήριξη στις ΜΜΕ όσον αφορά τη διεθνή τους ανάπτυξη και καινοτομία ενημερώνόντας τις για:

- τα κατάλληλα είδη χρηματοδότησης και ενωσιακών κονδυλίων, τα πλεονεκτήματα και τις παγίδες, καθώς και για το πώς μπορούν οι ΜΜΕ να προετοιμαστούν,
- τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (συγκεκριμένα, την υπερημερία πληρωμών).

Ο όγκος των υπηρεσιών χρηματοοικονομικού γραμματισμού που τα μέλη του Enterprise Europe Network μπορούν να προσφέρουν περιορίζεται από τη συμβατική υποχρέωσή τους να παρέχουν όλα τα είδη των υπηρεσιών του EEN με ισόρροπο τρόπο (συμβουλές σχετικά με την πρόσβαση στη χρηματοδότηση και ένα ευρύ φάσμα άλλων θεμάτων).

93. Η Επιτροπή επιθυμεί να επισημάνει ότι οι επαχθείς διαδικασίες επιστροφής παρακρατούμενου φόρου παρακωλύουν την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων, αποτελώντας εμπόδιο για τις διασυνοριακές επενδύσεις.

Η Επιτροπή διατηρεί τη δέσμευσή της να αντιμετωπίσει το εν λόγω ζήτημα, βλ. επίσης την απάντηση της Επιτροπής στο σημείο 95.

94. Η Επιτροπή επιθυμεί να διευκρινίσει ότι ο Κώδικας δεοντολογίας για την παρακράτηση φόρου δεν αποτελεί δεσμευτική πράξη. Καλεί τα κράτη μέλη να αναλάβουν εθελοντική δέσμευση όσον αφορά την εναρμόνιση των πρακτικών τους με τις συστάσεις που περιλαμβάνονται στον κώδικα με στόχο την απλούστευση των διαδικασιών παρακράτησης φόρου. Κύριος στόχος του εν λόγω κώδικα είναι να καταστούν οι διαδικασίες επιστροφής παρακρατούμενου φόρου πιο αποδοτικές (ψηφιακές και ταχείες πληρωμές και διαδικασίες κ.λπ.), παρότι καλύπτει επίσης τη δυνατότητα εφαρμογής ενός τυποποιημένου και εναρμονισμένου συστήματος για την παροχή φορολογικής ελάφρυνσης κατά την παρακράτηση στην πηγή.

95. Η Επιτροπή προωθεί ενεργά εδώ και καιρό απλούστερες διαδικασίες παρακράτησης φόρου εντός της ΕΕ. Στο πλαίσιο αυτό, αξίζει επίσης να σημειωθεί η σύσταση για τις διαδικασίες ελάφρυνσης της παρακράτησης φόρου στην πηγή που δημοσιεύτηκε το 2009¹⁵. Οι εργασίες που πραγματοποιήθηκαν για παράδειγμα μέσω του Κώδικα δεοντολογίας αποτέλεσαν έναν τρόπο αντιμετώπισης του προβλήματος, με παράλληλη λήψη πρόσθετης ανατροφοδότησης και στοιχείων σχετικά με τον αντίκτυπο του προβλήματος αυτού στην εσωτερική αγορά. Επιπλέον, η Επιτροπή ανέλαβε πρόσφατα τη δέσμευση να παρουσιάσει πρωτοβουλία για τη θέσπιση κοινού, τυποποιημένου συστήματος σε επίπεδο ΕΕ για την ελάφρυνση της παρακράτησης φόρου στην πηγή.

¹⁴ COM (2020) 590.

¹⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009H0784&from=EL>

96. Η πρόεδρος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής κατέστησε σαφές ότι η Επιτροπή είναι διατεθειμένη να διερευνήσει τη δυνατότητα εφαρμογής της αρχής της ψηφοφορίας με ειδική πλειοψηφία σε φορολογικά ζητήματα. Βλ. επίσης την απάντηση της Επιτροπής στο σημείο 95.

98. Η Επιτροπή επιθυμεί να διευκρινίσει τα εξής: στο πλαίσιο της συνόδου κορυφής των φορολογικών διοικήσεων της ΕΕ η οποία έλαβε χώρα τον Μάιο του 2020 σε επίπεδο αναπληρωματικών μελών, εξήχθη πράγματι το συμπέρασμα ότι, προκειμένου οι φραγμοί που σχετίζονται με τις φορολογικές διαδικασίες να μην παρεμποδίζουν τις διασυνοριακές επενδύσεις, η Επιτροπή θα διοργανώσει ειδική σειρά εργασιών για να διερευνήσει νομοθετικές και μη νομοθετικές πρωτοβουλίες σχετικά με τον τρόπο αντιμετώπισης των τρεχουσών προκλήσεων στις διαδικασίες παρακράτησης φόρου (όπως ένα σύστημα δυνητικής ελάφρυνσης στην πηγή). Επισημάνθηκε ότι οι περαιτέρω εργασίες θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να βασιστούν σε προηγούμενες εργασίες που πραγματοποιήθηκαν σε ενωσιακό και διεθνές επίπεδο (Κώδικας δεοντολογίας κ.λπ.).

101. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 101-106.

Η Επιτροπή δεσμεύεται να εφαρμόσει το θεματολόγιο για τη βελτίωση της νομοθεσίας προκειμένου να καταστεί δυνατή η αποτελεσματική υλοποίηση της επόμενης φάσης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Δεδομένου ότι η Ένωση Κεφαλαιαγορών επικεντρώνεται στη δυνατότητα άσκησης δραστηριοτήτων που είτε δεν υπάρχουν είτε βρίσκονται σε πολύ αρχικό στάδιο, η ποιότητα και η διαθεσιμότητα των δεδομένων τείνουν να είναι περιορισμένες και δεν επιτρέπουν να προβλεφθεί ο τρόπος προσαρμογής των φορέων της αγοράς ούτε να εκτιμηθεί με εύλογη ακρίβεια η εξέλιξη των αγορών. Συνεπώς, η προσέγγιση πολιτικής επικεντρώθηκε στον προσδιορισμό των λόγων για τους οποίους μια δραστηριότητα δεν υλοποιήθηκε ή παρέμεινε μη επαρκώς ανεπτυγμένη, στον συσχετισμό αυτών των λόγων με αδυναμίες ή φραγμούς στην αγορά και, ακολούθως, στον σχεδιασμό μέτρων πολιτικής που είναι ικανά να αντιμετωπίσουν αυτές τις αδυναμίες και τους φραγμούς, με παράλληλη διαφύλαξη άλλων σημαντικών στόχων, όπως η χρηματοπιστωτική σταθερότητα ή η ακεραιότητα της αγοράς.

Η Επιτροπή αναγνωρίζει ότι ορισμένοι στόχοι πολιτικής διατυπώθηκαν με σχετικά ευρείς όρους και ότι, συνεπώς, είναι δύσκολο να διαπιστωθεί με ακρίβεια σε τι βαθμό εκπληρώθηκαν κάποιοι από αυτούς τους στόχους. Δεν θεωρεί ότι πιο συγκεκριμένοι ή ακόμη και ποσοτικοί στόχοι θα επέφεραν διαφορετικά αποτελέσματα ως προς τον σχεδιασμό πολιτικών για την Ένωση Κεφαλαιαγορών ή ότι μια διαφορετική ιεράρχηση ή αλληλουχία των μέτρων θα είχε επιτρέψει να επιτευχθεί μεγαλύτερη πρόοδος από εκείνη που πράγματι επιτεύχθηκε. Η Ένωση Κεφαλαιαγορών είναι ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο, το οποίο απαιτεί συνεχείς και αποφασιστικές προσπάθειες σε πολλά μέτωπα. Για τον λόγο αυτόν, η Επιτροπή προτίμησε να επισημάνει ζητήματα επείγοντος χαρακτήρα και διαρθρωτικές προκλήσεις παρά να δώσει έμφαση στις προτεραιότητες.

107. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 107-114.

Η οικοδόμηση Ένωσης Κεφαλαιαγορών αποτέλεσε βασική προτεραιότητα για την Επιτροπή Juncker. Πέντε χρόνια αργότερα, η ανάγκη για πιο ολοκληρωμένες και βαθύτερες κεφαλαιαγορές είναι αναμφισβήτητη. Στις εναρκτήριες δηλώσεις της προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, η πρόεδρος της Επιτροπής κ. Ursula Von Der Leyen δήλωσε: «Ας ολοκληρώσουμε επιτέλους την Ένωση Κεφαλαιαγορών». Η πρόεδρος της Επιτροπής ζήτησε να επιταχυνθούν οι εργασίες για την οικοδόμηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών με σκοπό τη διαφοροποίηση των πηγών χρηματοδότησης για τις εταιρείες και την αντιμετώπιση των φραγμών στη ροή κεφαλαίων. Στο δεύτερο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών καθορίζονται βασικά μέτρα για την υλοποίηση της δέσμευσης αυτής.

115. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 115-124.

Η Επιτροπή αναφέρθηκε στην πρόοδο που έχει επιτευχθεί όσον αφορά την κατάρτιση νομοθετικών προτάσεων και άλλων μέτρων στις ανακοινώσεις της του 2016, 2017, 2018 και 2019. Όλες οι ανωτέρω ανακοινώσεις, με εξαίρεση εκείνη του 2019, συνοδεύονταν από έγγραφο εργασίας των υπηρεσιών της Επιτροπής με περισσότερες λεπτομέρειες. Ήδη το 2016 η Επιτροπή δημιούργησε ένα πλαίσιο παρακολούθησης με χρήση οικονομικών δεικτών ικανών να μετρήσουν την πρόοδο ως προς την επίτευξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών· αναγνωρίζει, ωστόσο, ότι το πλαίσιο αυτό δεν εφαρμόστηκε ούτε διατηρήθηκε κατά τα έτη που ακολούθησαν. Αποδείχθηκε πρόωρο λόγω της σημαντικής χρονικής υστέρησης με την οποία οι στατιστικές καλύπτουν τις αλλαγές σε χρηματοπιστωτικές δομές. Για παράδειγμα, οι περισσότεροι διαρθρωτικοί δείκτες που ήταν διαθέσιμοι κατά την ενδιάμεση επανεξέταση κάλυπταν τη χρονική περίοδο κατά την οποία καταρτίστηκε το αρχικό σχέδιο δράσης· τα δεδομένα που είναι διαθέσιμα σήμερα δεν δείχνουν ακόμη αν οι πρωτοβουλίες για την Ένωση Κεφαλαιαγορών που αναλήφθηκαν τα τελευταία έτη επέφεραν κάποιο αποτέλεσμα. Για τον λόγο αυτόν, η Επιτροπή ανέφερε μόνο στατιστικούς δείκτες που παρέχουν συνοπτικά στοιχεία σχετικά με την πρόοδο που έχει επιτευχθεί όσον αφορά την Ένωση Κεφαλαιαγορών. Η παρακολούθηση του πραγματικού αντίκτυπου των μέτρων που λήφθηκαν στο πλαίσιο του σχεδίου δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών ήταν πρόωρη, δεδομένου ότι τα περισσότερα μέτρα υιοθετήθηκαν μόλις πρόσφατα και βρίσκονται ακόμη σε στάδιο εφαρμογής.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ

128. Κοινή απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 125-129.

Γενικά, αφότου τέθηκε σε εφαρμογή το πρώτο σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών, οι κεφαλαιαγορές της Ευρώπης συνέχισαν να αναπτύσσονται. Η Επιτροπή κατέθεσε όλες τις νομοθετικές προτάσεις που προβλέπονταν και υλοποίησε τα μη νομοθετικά μέτρα. Παρότι τα μέτρα που λήφθηκαν έχουν αρχίσει να έχουν κάποιον αντίκτυπο, θα χρειαστεί χρόνος για να υλοποιηθούν πλήρως τα οφέλη και να γίνουν αισθητά τα αποτελέσματα στην πράξη. Ήταν πάντα σαφές ότι η Ένωση Κεφαλαιαγορών είναι ένα μακροπρόθεσμο σχέδιο, το οποίο απαιτεί συνεχείς και αποφασιστικές προσπάθειες εκ μέρους όλων των ενδιαφερόμενων μερών. Τα μέτρα που εξαγγέλλονται στο δεύτερο σχέδιο δράσης θα μετασχηματίσουν περαιτέρω το χρηματοπιστωτικό σύστημα της ΕΕ και θα συμβάλουν στην αντιμετώπιση των μελλοντικών πολιτικών και οικονομικών προκλήσεων. Η Επιτροπή συμφωνεί ότι η πρόσβαση σε ορισμένες μορφές χρηματοδότησης, όπως τα κρατικά μετοχικά κεφάλαια, παραμένει περιορισμένη. Τα νέα μέτρα που παρουσιάζονται στο σχέδιο δράσης του 2020 αποσκοπούν στην επίτευξη ισορροπίας μεταξύ της βελτίωσης των πληροφοριών που διατίθενται στους επενδυτές και του καθορισμού αναλογικότερων υποχρεώσεων υποβολής εκθέσεων για τις ΜΜΕ. Η Επιτροπή συμμερίζεται την άποψη του ΕΕΣ ότι τα μέτρα στήριξης της τιτλοποίησης δεν έχουν ακόμη επιφέρει τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Η τιτλοποίηση είναι ιδιαίτερα σημαντική στο πλαίσιο της ανάκαμψης, όταν οι τράπεζες δέχονται πιέσεις για τη χορήγηση πιστώσεων —ιδίως— σε ΜΜΕ και την αύξηση του ισολογισμού τους. Για τον σκοπό αυτόν, ήδη τον Ιούλιο του 2020 η Επιτροπή πρότεινε στοχευμένες αλλαγές του πλαισίου τιτλοποιήσεων στη δέσμη μέτρων για την ανάκαμψη των κεφαλαιαγορών¹⁶.

Σύσταση 1 – Πρόταση καλά στοχευμένων δράσεων για την περαιτέρω διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε κεφαλαιαγορές

Η Επιτροπή αποδέχεται το στοιχείο α) της σύστασης 1. Θα επιδιώξει την απλούστευση των υφιστάμενων κανόνων εισαγωγής στο χρηματιστήριο, με σκοπό να μειωθεί το κόστος συμμόρφωσης για τις ΜΜΕ, και θα επανεξετάσει το νομοθετικό πλαίσιο για τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια, ενώ παράλληλα θα επιδιώξει να παράσχει κατάλληλο καθεστώς για τις

¹⁶ COM(2020) 282 final.

μακροπρόθεσμες επενδύσεις των τραπεζών σε μετοχές ΜΜΕ. Η Επιτροπή θα αξιολογήσει επίσης τα πλεονεκτήματα και τη σκοπιμότητα της θέσπισης απαίτησης για τις τράπεζες να κατευθύνουν τις ΜΜΕ, των οποίων η αίτηση χορήγησης πίστωσης έχει απορριφθεί, σε παρόχους εναλλακτικής χρηματοδότησης.

Η Επιτροπή αποδέχεται το στοιχείο β) της σύστασης 1. Εκτός του μέτρου που περιγράφεται στο στοιχείο α) της σύστασης 1, το οποίο έχει ως στόχο τη βελτίωση της ισορροπίας μεταξύ των συμφερόντων των επιχειρήσεων και εκείνων των επενδυτών, η Επιτροπή θα προτείνει τη δημιουργία μιας πλατφόρμας σε επίπεδο ΕΕ (ευρωπαϊκό ενιαίο σημείο πρόσβασης), η οποία θα παρέχει στους επενδυτές απρόσκοπτη πρόσβαση σε εταιρικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες και πληροφορίες σχετικά με τη βιωσιμότητα.

Η Επιτροπή αποδέχεται το στοιχείο γ) της σύστασης 1. Για την επέκταση της αγοράς τιτλοποιήσεων στην ΕΕ, η Επιτροπή θα επανεξετάσει το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο για την τιτλοποίηση προκειμένου να ενισχυθεί η παροχή πιστώσεων από τις τράπεζες σε επιχειρήσεις της ΕΕ, ιδίως ΜΜΕ. Ωστόσο, η Επιτροπή προειδοποιεί ότι η επανεξέταση του πλαισίου της ΕΕ για την τιτλοποίηση δεν θα καταστήσει απαραίτητα την τιτλοποίηση των ΜΜΕ πιο ελκυστική, δεδομένης της επικινδυνότητας των δανείων των ΜΜΕ και της ενδεχόμενης έλλειψης επενδυτικού ενδιαφέροντος για την τιτλοποίηση των ΜΜΕ.

130. Βλ. απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 57 και 58.

131. Βλ. απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 59-65.

132. Η Επιτροπή υπογραμμίζει ότι η τεχνική στήριξη που βασίζεται στη ζήτηση δεν μπορεί να εξασφαλιστεί για όλα τα κράτη μέλη που έχουν σχετική ανάγκη.

Σύσταση 2 – Προώθηση βαθύτερων και καλύτερα ολοκληρωμένων τοπικών κεφαλαιαγορών

Η Επιτροπή δεν αποδέχεται το στοιχείο α) της σύστασης 2. Εξέτασε ήδη τις βέλτιστες πρακτικές και περιέγραψε τις κατευθύνσεις τις οποίες θα μπορούσαν να ακολουθήσουν φορείς σε διάφορα επίπεδα (SWD(2019) 99). Το επόμενο βήμα θα ήταν τα κράτη μέλη να αξιοποιήσουν τις εν λόγω κατευθύνσεις. Αρκετά κράτη μέλη έχουν καταβάλει προσπάθειες για τη χάραξη στρατηγικών σχετικά με τις εθνικές κεφαλαιαγορές. Η Επιτροπή θα παρακολουθεί στενά και θα στηρίζει την πρόοδο προς την οικοδόμηση ενός διασυνδεδεμένου οικοσυστήματος ισχυρών, διαφανών και προσβάσιμων κεφαλαιαγορών στην ΕΕ, μεταξύ άλλων μέσω της παροχής συνεχούς τεχνικής στήριξης. Η Επιτροπή επιδιώκει να ενισχύσει την παρακολούθηση και τον διάλογο με τα κράτη μέλη και να συνεχίσει να καταβάλλει προσπάθειες για την κάλυψη των αναγκών των τοπικών αγορών.

Η Επιτροπή αποδέχεται εν μέρει το στοιχείο β) της σύστασης 2. Οι ειδικές ανά χώρα συστάσεις μπορούν να διαδραματίσουν καθοριστικό ρόλο στην ενθάρρυνση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και, κατ' επέκταση, στην προώθηση μέτρων πολιτικής σε επίπεδο κρατών μελών τα οποία προάγουν τη χρηματοδότηση που βασίζεται στην αγορά. Η ανάγκη προόδου όσον αφορά τη χρηματοδότηση από την αγορά πρέπει να αξιολογείται σε σχέση με άλλες διαρθρωτικές ελλείψεις που αντιμετωπίζουν τα κράτη μέλη, με τον επείγοντα χαρακτήρα της αντιμετώπισής τους, καθώς και με τα διαθέσιμα μέσα για την επιτυχή αντιμετώπισή τους. Επομένως, η Επιτροπή δεν μπορεί να αποδεχθεί τη χαμηλή ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών ως αυτόνομο κριτήριο για την έκδοση ειδικών ανά χώρα συστάσεων.

Η Επιτροπή αποδέχεται εν μέρει το στοιχείο γ) της σύστασης 2. Η Επιτροπή επισημαίνει ότι η βελτίωση του μοντέλου της τεχνικής στήριξης που βασίζεται στη ζήτηση θα συνεχιστεί μέσω των δραστηριοτήτων προσέγγισης που διοργανώνονται σε συνεργασία με τα κράτη μέλη στο πλαίσιο των ετήσιων προσκλήσεων για τη διατύπωση αιτημάτων από τα κράτη μέλη στον τομέα της ανάπτυξης

κεφαλαιαγορών. Ωστόσο, η Επιτροπή δεν μπορεί να διασφαλίσει ότι τα κράτη μέλη με τις μεγαλύτερες ανάγκες σε έναν συγκεκριμένο τομέα πολιτικής θα υποβάλουν τελικά αιτήματα για τεχνική στήριξη στο μέλλον, καθώς και ότι όλα τα κράτη μέλη που υπέβαλαν αίτημα θα λάβουν την τεχνική στήριξη της Επιτροπής σε αυτό τον τομέα πολιτικής.

Πράγματι, η τεχνική στήριξη την οποία παρέχει η Επιτροπή παραμένει ένα μέσο που βασίζεται στη ζήτηση —όπως προβλέπεται στον κανονισμό του ΠΣΔΜ (μελλοντικό ΜΤΥ)¹⁷— και υπόκειται επίσης σε ανταγωνιστική διαδικασία επιλογής με βάση τα κριτήρια που καθορίζονται στον κανονισμό, μεταξύ άλλων την αξιολόγηση της ποιότητας όλων των ληφθέντων αιτημάτων, τον αναμενόμενο αντίκτυπό τους και τον διαθέσιμο προϋπολογισμό της Επιτροπής.

133. Η Επιτροπή θεώρησε ότι ο κατάλογος των δράσεων που προτείνονται δεν είναι εξαντλητικός, και κάλεσε τα κράτη μέλη στο πλαίσιο της ομάδας εμπειρογνομώνων να εντοπίσουν άλλα εμπόδια σε πεδία συναφή με την Ένωση Κεφαλαιαγορών.

Βλ. επίσης τις απαντήσεις της Επιτροπής στα σημεία 79 και 81.

134. Βλ. απάντηση της Επιτροπής στο σημείο 86.

136. Η Επιτροπή επιθυμεί να επισημάνει ότι ο Κώδικας δεοντολογίας συνέβαλε στο να σημειωθεί κάποια πρόοδος όσον αφορά τη βελτίωση της αποδοτικότητας των διαδικασιών παρακράτησης φόρου. Επιπλέον, όπως εξηγείται στο σημείο 99, θα παρουσιάσει νομοθετική πρωτοβουλία για τη θέσπιση κοινού, τυποποιημένου συστήματος σε επίπεδο ΕΕ για την ελάφρυνση της παρακράτησης φόρου στην πηγή.

Σύσταση 3 – Αντιμετώπιση των κύριων διασυνοριακών φραγμών στις επενδύσεις

Η Επιτροπή αποδέχεται εν μέρει το στοιχείο α) της σύστασης 3. Η Επιτροπή αποδέχεται τον στόχο του στοιχείου α) της σύστασης 3 για την προώθηση του χρηματοοικονομικού γραμματισμού. Το σχέδιο δράσης του 2020 για την Ένωση Κεφαλαιαγορών¹⁸ προβλέπει δύο ειδικά μέτρα για την προώθηση του χρηματοοικονομικού γραμματισμού. Πρώτον, προκειμένου να υποστηρίξει τις προσπάθειες των κρατών μελών για την προώθηση του χρηματοοικονομικού γραμματισμού, η Επιτροπή θα εκπονήσει μελέτη σκοπιμότητας για την ανάπτυξη ενός ευρωπαϊκού πλαισίου ανάπτυξης χρηματοοικονομικών ικανοτήτων. Δεύτερον, επιδιώκει να επιβάλει στα κράτη μέλη την υποχρέωση να προωθήσουν μέτρα μάθησης τα οποία στηρίζουν τη χρηματοοικονομική εκπαίδευση όσον αφορά τις υπεύθυνες επενδύσεις σε τομεακές νομοθετικές πράξεις.

Η Επιτροπή αποδέχεται το στοιχείο β) της σύστασης 3. Για να ενισχυθεί η προβλεψιμότητα των αποτελεσμάτων των διαδικασιών αφερεγγυότητας, η Επιτροπή θα αναλάβει νομοθετική ή μη νομοθετική πρωτοβουλία με στόχο την αύξηση της σύγκλισης σε στοχευμένους τομείς της βασικής νομοθεσίας για την αφερεγγυότητα μη τραπεζικών ιδρυμάτων. Η εν λόγω πρωτοβουλία θα μπορούσε να περιλαμβάνει ορισμό των σημείων ενεργοποίησης των διαδικασιών αφερεγγυότητας, την κατάταξη των απαιτήσεων και περαιτέρω βασικά στοιχεία, όπως οι ανακλητικές αγωγές ή η ανίχνευση περιουσιακών στοιχείων.

Η Επιτροπή αποδέχεται το στοιχείο γ) της σύστασης 3. Το σχέδιο δράσης για δίκαιη και απλή φορολόγηση που στηρίζει τη στρατηγική ανάκαμψης, το οποίο δημοσιεύτηκε στις 15 Ιουλίου 2020,

¹⁷ Πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τη θέσπιση Μέσου Τεχνικής Υποστήριξης, COM(2020) 409 final της 28.5.2020.

¹⁸ COM (2020) 590.

κάνει λόγο για μια νομοθετική πρωτοβουλία που αφορά τη θέσπιση συστήματος φορολογικής ελάφρυνσης κατά την παρακράτηση στην πηγή.

137. Βλ. απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 101-106.

138. Σχετικά με τα σημεία 138 και 139, βλ. την απάντηση της Επιτροπής στα σημεία 115-124.

Σύσταση 4 – Ανάπτυξη συγκεκριμένων στόχων, κρίσιμων μέτρων και της παρακολούθησης της CMU

Η Επιτροπή αποδέχεται το στοιχείο α) της σύστασης 4. Το σχέδιο δράσης του 2020 για την Ένωση Κεφαλαιαγορών θα παρουσιάσει συγκεκριμένα μέτρα τα οποία είναι αποτελεσματικά για την επίτευξη συγκεκριμένων στόχων που στηρίζουν τους στόχους της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Η Επιτροπή είναι αποφασισμένη να προβλέψει κρίσιμα μέτρα. Η μετάβαση στην Ένωση Κεφαλαιαγορών προϋποθέτει την υπέρβαση των δομών όπου οι εθνικές διαφορές διαμορφώνονται με βάση τις προτιμήσεις, τις παγιωμένες συνήθειες και τις νομικές παραδόσεις. Το σχέδιο δράσης επισημαίνει καταστάσεις επείγοντος χαρακτήρα και διαρθρωτικές προκλήσεις.

Η Επιτροπή αποδέχεται το στοιχείο β) της σύστασης 4. Τώρα που η πορεία προς την Ένωση Κεφαλαιαγορών έχει πλέον εδραιωθεί και ο αντίκτυπος του πρώτου σχεδίου δράσης αναμένεται να καταδειχθεί με στοιχεία, η Επιτροπή θα συμπληρώσει την τακτική υποβολή εκθέσεων προόδου όσον αφορά τη νομοθετική δράση με την παρακολούθηση της εξέλιξης της κεφαλαιαγοράς της ΕΕ, βάσει ενός συνόλου στοχευμένων δεικτών.

Η Επιτροπή αποδέχεται εν μέρει το στοιχείο γ) της σύστασης 4. Η μελέτη που αναφέρεται στην ανάλυση του ΕΕΣ αποτελεί καλό σημείο εκκίνησης για τον προσδιορισμό δεικτών που είναι κατάλληλοι και βασίζονται σε αξιόπιστα δεδομένα, παρέχουν επαρκή κάλυψη από πλευράς χρονικών περιόδων και κρατών μελών και συνδέονται με τους στόχους της Ένωσης Κεφαλαιαγορών. Δεδομένου ότι η μελέτη αποκαλύπτει έλλειψη δεδομένων για ορισμένους τομείς πολιτικής και διαπιστώνει ότι είναι συχνά δύσκολο να προσδιοριστεί εμπειρικά η σύνδεση μεταξύ δεικτών ενεργειών και αποτελεσμάτων, η εκ μέρους της Επιτροπής παρακολούθηση της προόδου όσον αφορά την επίτευξη των στόχων της Ένωσης Κεφαλαιαγορών θα βασιστεί αναπόφευκτα στις βέλτιστες προσπάθειες. Θα επιδιωχθεί η βελτίωση της βάσης των υποκείμενων δεδομένων υπό την προϋπόθεση ότι αυτό μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς να αυξηθεί δυσανάλογα η επιβάρυνση όσον αφορά την υποβολή εκθέσεων για τον χρηματοπιστωτικό κλάδο. Ωστόσο, εάν τα δεδομένα λαμβάνονται από τρίτους, η Επιτροπή δεν είναι σε θέση να εγγυηθεί την αξιοπιστία τους.

Κλιμάκιο ελέγχου

Στις ειδικές εκθέσεις του Ελεγκτικού Συνεδρίου εκτίθενται τα αποτελέσματα των ελέγχων των πολιτικών και των προγραμμάτων της ΕΕ ή τα θέματα που σχετίζονται με τη διαχείριση συγκεκριμένων τομέων του προϋπολογισμού. Το ΕΕΣ επιλέγει και σχεδιάζει αυτά τα καθήκοντα ελέγχου με μέγιστο αντίκτυπο λαμβάνοντας υπόψη τους κινδύνους για τις επιδόσεις ή τη συμμόρφωση, το επίπεδο των σχετικών εσόδων ή δαπανών, τις επερχόμενες εξελίξεις και τα πολιτικά και δημόσια συμφέροντα.

Ο εν προκειμένω έλεγχος επιδόσεων διενεργήθηκε από το Τμήμα Ελέγχου IV του ΕΕΣ, του οποίου προεδρεύει ο Alex Brenninkmeijer, Μέλος του ΕΕΣ, και το οποίο εστιάζει στους τομείς της ρύθμισης των αγορών και της ανταγωνιστικής οικονομίας.

Επικεφαλής του ελέγχου ήταν το μέλος του ΕΕΣ Rimantas Šadžius, συνεπικουρούμενος από τον Mindaugas Pakštys, προϊστάμενο του ιδιαίτερου γραφείου του, και τον Tomas Mackevičius, σύμβουλο στο ιδιαίτερο γραφείο του, την Marion Colonerus, ανώτερο διοικητικό στέλεχος, την Anna Ludwikowska, υπεύθυνη έργου, και τους Αθανάσιο Κουστουλίδη, Ezio Guglielmi, Nadiya Sultan και Karolina Beneš, ελεγκτές. Οι Victoria Gilson και Richard Moore παρείχαν γλωσσική υποστήριξη.



Rimantas Šadžius



Mindaugas Pakštys



Anna Ludwikowska



Ezio Guglielmi



Nadiya Sultan



Karolina Beneš



Victoria Gilson

Χρονογραμμή

Στάδιο	Ημερομηνία
Έγκριση του υπομνήματος σχεδιασμού του ελέγχου / Έναρξη του ελέγχου	16.7.2019
Επίσημη διαβίβαση του σχεδίου έκθεσης στην Επιτροπή (ή σε άλλο ελεγχόμενο)	5.8.2020
Έγκριση της οριστικής έκθεσης μετά τη διαδικασία εκατέρωθεν ακρόασης	20.10.2020
Παραλαβή των επίσημων απαντήσεων της Επιτροπής (και άλλου ελεγχόμενου) σε όλες τις γλώσσες	9.11.2020

ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΠΝΕΥΜΑΤΙΚΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

© Ευρωπαϊκή Ένωση, 2020.

Η πολιτική για την περαιτέρω χρήση εγγράφων του Ευρωπαϊκού Ελεγκτικού Συνεδρίου (ΕΕΣ) εφαρμόζεται δυνάμει της [απόφασης αριθ. 6-2019 του Ευρωπαϊκού Ελεγκτικού Συνεδρίου](#) για την πολιτική ανοικτών δεδομένων και την περαιτέρω χρήση εγγράφων.

Με εξαίρεση τις περιπτώσεις όπου ορίζεται διαφορετικά (π.χ. σε χωριστές ανακοινώσεις περί πνευματικής ιδιοκτησίας), το περιεχόμενο του ΕΕΣ που ανήκει στην ΕΕ παραχωρείται βάσει της άδειας [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#). Αυτό σημαίνει ότι επιτρέπεται η περαιτέρω χρήση, υπό τον όρο ότι αναφέρεται η πηγή και επισημαίνονται οι αλλαγές. Απαγορεύεται η διαστρέβλωση του αρχικού νοήματος ή μηνύματος των εγγράφων από τον περαιτέρω χρήστη. Το ΕΕΣ δεν φέρει ευθύνη για οποιαδήποτε συνέπεια προερχόμενη από την περαιτέρω χρήση εγγράφων.

Εάν συγκεκριμένο περιεχόμενο αναφέρεται σε ταυτοποιήσιμα φυσικά πρόσωπα, π.χ. φωτογραφίες υπαλλήλων του ΕΕΣ, ή περιλαμβάνει έργα τρίτων, υποχρεούστε να μεριμνήσετε για την απόκτηση των αναγκαίων δικαιωμάτων. Όταν λαμβάνεται έγκριση, η έγκριση αυτή ακυρώνει την ανωτέρω γενική έγκριση και αναφέρει σαφώς τυχόν περιορισμούς στη χρήση.

Για τη χρήση ή την αναπαραγωγή περιεχομένου που δεν ανήκει στην ΕΕ, μπορεί να χρειάζεται να ζητήσετε άδεια απευθείας από τους κατόχους των δικαιωμάτων.

Γράφημα 8: Icons © 2010-2020 Freepik Company S.L. Με την επιφύλαξη παντός δικαιώματος.

Το λογισμικό ή τα έγγραφα που καλύπτονται από δικαιώματα βιομηχανικής ιδιοκτησίας, όπως τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, τα εμπορικά σήματα, τα καταχωρισμένα σχέδια, οι λογότυποι και οι επωνυμίες/ονομασίες, εξαιρούνται από την πολιτική του ΕΕΣ για την περαιτέρω χρήση και δεν σας παρέχεται σχετική άδεια.

Η «οικογένεια» των ιστοτόπων των θεσμικών οργάνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στον τομέα eurora.eu, παρέχει συνδέσμους προς ιστοτόπους τρίτων. Δεδομένου ότι το ΕΕΣ δεν τους ελέγχει, σας συνιστούμε να εξετάζετε τις πολιτικές τους για την προστασία του ιδιωτικού απορρήτου και της πνευματικής ιδιοκτησίας.

Χρήση του λογοτύπου του Ευρωπαϊκού Ελεγκτικού Συνεδρίου

Δεν επιτρέπεται η χρήση του λογοτύπου του Ευρωπαϊκού Ελεγκτικού Συνεδρίου χωρίς την προηγούμενη σύμφωνη γνώμη του οργάνου.

PDF	ISBN 978-92-847-5431-1	ISSN 1977-5660	doi:10.2865/40111	QJ-AB-20-023-EL-N
HTML	ISBN 978-92-847-5422-9	ISSN 1977-5660	doi:10.2865/914162	QJ-AB-20-023-EL-Q

Η ΕΕ βασίζεται κατά κύριο λόγο σε ένα δανειοδοτικό σύστημα για τη χρηματοδότηση της πραγματικής οικονομίας και, ως εκ τούτου, εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις τράπεζες. Αντιμέτωπη με αυτή την κατάσταση, η Επιτροπή δρομολόγησε το 2015 σχέδιο δράσης για την οικοδόμηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, προκειμένου να προωθήσει την ανάπτυξη και την ενοποίηση των κεφαλαιαγορών της ΕΕ και να εξασφαλίσει εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις, μεταξύ αυτών και των ΜΜΕ. Το σχέδιο δράσης περιλάμβανε σειρά μέτρων, πολλά από τα οποία απαιτούν συνεργασία μεταξύ των συμμετεχόντων στην αγορά, των κρατών μελών και των ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων. Συνολικά, διαπιστώσαμε ότι η Επιτροπή πραγματοποίησε μεν μικρά βήματα προς την επίτευξη του στόχου της για την οικοδόμηση της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, χωρίς όμως να έχει καταφέρει μέχρι στιγμής να δράσει ως καταλύτης για την επίτευξη ουσιαστικής προόδου με τα μέτρα που ήταν σε θέση να λάβει στο πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της. Συνιστούμε στην Επιτροπή να προτείνει καλά στοχευμένες δράσεις για την περαιτέρω διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜΜΕ στις κεφαλαιαγορές, την προώθηση βαθύτερων και καλύτερα ενοποιημένων τοπικών κεφαλαιαγορών, την αντιμετώπιση βασικών διασυννοριακών φραγμών στις επενδύσεις, τον καθορισμό συγκεκριμένων στόχων και μέτρων καίριας σημασίας, καθώς και την ανάπτυξη ενός συστήματος για την παρακολούθηση της υλοποίησης της Ένωσης Κεφαλαιαγορών.

Ειδική έκθεση του ΕΕΣ υποβαλλόμενη δυνάμει του άρθρου 287, παράγραφος 4, δεύτερο εδάφιο, ΣΛΕΕ.



ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ
ΕΛΕΓΚΤΙΚΟ
ΣΥΝΕΔΡΙΟ



Υπηρεσία Εκδόσεων
της Ευρωπαϊκής Ένωσης

ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΕΛΕΓΚΤΙΚΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
ΛΟΥΞΕΜΒΟΥΡΓΟ

Τηλ. +352 4398-1

Πληροφορίες: eca.europa.eu/el/Pages/ContactForm.aspx
Ιστότοπος: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors