

III

(Akty przygotowawcze)

EUROPEJSKI KOMITET EKONOMICZNO-SPOŁECZNY

509. SESJA PLENARNA EKES-U W DNIACH 1–2 LIPCA 2015 R.

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie zielonej księgi w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych

[COM(2015) 63 final]

(2015/C 383/10)

Sprawozdawca: Juan MENDOZA CASTRO

Współsprawozdawca: Milena ANGEŁOWA

Dnia 9 marca 2015 r. Komisja Europejska, działając na podstawie art. 304 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, postanowiła zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie

zielonej księgi w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych

[OM(2015) 63 final].

Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię dnia 18 czerwca 2015 r.

Na 509. sesji plenarnej w dniach 1–2 lipca 2015 r. (posiedzenie z dnia 1 lipca 2015 r.) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny stosunkiem głosów 100 do 2 (3 osoby wstrzymały się od głosu) przyjął następującą opinię:

1. Wnioski i zalecenia

1.1. Komitet popiera zieloną księgę w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych, a także oczekuje na propozycje Komisji dotyczące zmian, które mogą być konieczne dla osiągnięcia celów określonych w tym dokumencie, i wyraża przekonanie, że zaproponowane środki będą wynikiem wyważonego uwzględnienia stanowisk wyrażonych przez wszystkie zainteresowane strony.

1.2. Celem inicjatywy Komisji powinno być stworzenie warunków sprzyjających skutecznemu, nowoczesnemu i odpowiednio uregulowanemu sektorowi usług finansowych zapewniającemu dostęp do kapitału przedsiębiorstwom poszukującym inwestycji, zwłaszcza MŚP i przedsiębiorstwom charakteryzującym się dużym wzrostem.

1.3. EKES postrzega rynki kapitałowe jako zasoby płynności finansowej, w ramach której przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać fundusze i obracać instrumentami finansowymi. Zdecydowanie popiera ostateczny cel unii rynków kapitałowych, a mianowicie przewyżczenie obecnego rozdrobnienia rynków, a tym samym umożliwienie notowania wszystkich rodzajów spółek.

1.4. Ponieważ unia rynków kapitałowych jest w dużym stopniu faktem dla dużych przedsiębiorstw, EKES podkreśla potrzebę przedsięwzięcia środków, które umożliwią korzystanie z niej również MŚP.

1.5. Unia rynków kapitałowych powinna poprawić finansowanie gospodarki w długiej perspektywie dzięki wykorzystaniu potencjału związanego z promowaniem najlepszych praktyk w dziedzinie ładu korporacyjnego i odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstw oraz dzięki skupieniu się nie tylko na celach gospodarczych, lecz również środowiskowych i społecznych.

1.6. Należy wyraźnie uwzględnić specyficzne potrzeby MŚP we wszelkich przyszłych decyzjach dotyczących unii rynków kapitałowych. EKES usilnie zaleca podjęcie zdecydowanych i pilnych działań w następujących obszarach:

- rozwój rynku wtórnego,
- opracowanie jednolitej uproszczonej normy w odniesieniu do wymogów jakościowych i ilościowych dotyczących notowania MŚP na regulowanych rynkach instrumentów finansowych,
- wprowadzenie ratingów kredytowych zgodnie ze znormalizowaną i przejrzystą metodologią,
- zatwierdzenie uproszczonych i znormalizowanych kryteriów (modelu) rejestracji na rynkach regulowanych, włączając w to, oprócz informacji finansowych, także obowiązek sporządzenia szczegółowego śródkresowego biznesplanu dotyczącego inwestycji i rozwoju przedsiębiorstw,
- stworzenie produktów inwestycyjnych „na miarę” – powinny one lepiej odpowiadać potrzebom przedsiębiorstw,
- uaktualnienie definicji mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw oraz uwzględnienie jej w różnych przepisach UE, tak aby lepiej odzwierciedlić wielorakość MŚP i różnice między państwami członkowskimi,
- stworzenie definicji postępującego wzrostu i przedsiębiorstwa charakteryzującego się dużym wzrostem oraz zwrócenie szczególnej uwagi na potrzeby tych przedsiębiorstw na rynku kapitałowym,
- utworzenie jednolitego europejskiego modelu segmentacji na giełdzie, rozróżniającego MŚP w zależności od typu emitentów, bądź stworzenie wyspecjalizowanych segmentów na odnośnych krajowych rynkach regulowanych,
- zachęcanie do wzmacniania zdolności administracyjnych krajowych organów ochrony konsumentów i agencji regulacji finansowych,
- zapewnienie inwestorom warunków co najmniej porównywalnych z panującymi na rynkach międzynarodowych lub nawet lepszych od nich.

1.7. EKES popiera odnotowanie w zielonej księdze faktu, że jedynie bardzo mała część oszczędności gospodarstw domowych trafia do bardziej produktywnych inwestycji niż obligacje skarbowe lub depozyty bankowe, szczególnie obecnie w czasach trudności finansowych, z jakimi borykają się oszczędzający.

1.8. Komitet zwraca uwagę na znaczenie tradycyjnej działalności bankowej dla stabilności systemu finansowego. EKES dostrzega znaczenie ukończenia tworzenia europejskiej unii bankowej.

1.9. Trwała sekurytyzacja wysokiej jakości wymaga wspierania podstawowych struktur o krótkich łańcuchach pośrednictwa.

1.10. Zdaniem EKES-u zielona księga zawiera kompleksowy przegląd aktualnej sytuacji na rynkach kapitałowych w Europie, jak również środki niezbędne do osiągnięcia unii rynków kapitałowych.

2. Treść zielonej księgi

2.1. Finansowanie oparte na rynku kapitałowym jest w Europie stosunkowo słabo rozwinięte w porównaniu z innymi porządkami prawnymi. Europejskie rynki akcji, długu i inne rynki odgrywają niewielką rolę w finansowaniu wzrostu, a europejskie przedsiębiorstwa pozostają mocno uzależnione od banków, przez co nasze gospodarki są podatne na zaostrzenie warunków pożyczek bankowych.

2.2. Brakuje również zaufania inwestorów, a oszczędności europejskie nie zawsze są wykorzystywane w najbardziej produktywny sposób.

2.3. Stworzenie unii rynków kapitałowych jest kluczową inicjatywą w programie prac Komisji.

2.4. Zapewniłoby to większą dywersyfikację finansowania gospodarki i zmniejszyło koszty pozyskiwania kapitału, szczególnie przez MŚP.

2.5. Bardziej zintegrowane rynki kapitałowe, zwłaszcza dla kapitału własnego, poprawiłyby zdolność gospodarki europejskiej do amortyzowania wstrząsów i umożliwiły zwiększenie inwestycji bez podnoszenia poziomu zadłużenia.

2.6. Unia rynków kapitałowych powinna wzmocnić przepływ kapitału – dzięki skutecznej infrastrukturze rynkowej i pośrednikom – począwszy od inwestorów aż po europejskie projekty inwestycyjne, poprawić podział ryzyka i kapitału w całej UE, a ostatecznie zwiększyć odporność Europy na przyszłe wstrząsy.

2.7. Podstawowe zasady unii rynków kapitałowych obejmują następujące kwestie: zwiększenie korzyści płynących z rynków kapitałowych dla gospodarki, wzrostu i zatrudnienia; stworzenie jednolitego rynku dla kapitału we wszystkich 28 państwach członkowskich; oparcie na solidnych podstawach stabilności finansowej; zapewnienie skutecznego poziomu ochrony konsumentów i inwestorów oraz pomoc w przyciągnięciu inwestycji z całego świata i zwiększeniu konkurencyjności UE.

3. Uwagi ogólne

3.1. Komitet w pełni popiera inicjatywę Komisji. Unia rynków kapitałowych jest niezbędną reformą strukturalną, jeśli chcemy, by wszystkie państwa członkowskie Europy rozwijały się w kontekście dynamicznej gospodarki opartej na wiedzy. Trzeba odblokować możliwość ogólnounijnego rozwoju szeregu innowacyjnych produktów finansowych, gdyż obecna sytuacja hamuje konkurencyjne finansowanie inwestycji, zwłaszcza w wypadku małych i średnich przedsiębiorstw, przedsiębiorstw rozpoczynających działalność oraz długoterminowych projektów infrastruktury.

3.2. Celem inicjatywy Komisji powinno być stworzenie warunków sprzyjających skutecznemu i nowoczesnemu sektorowi usług finansowych. Regulacje powinny być odpowiednie, ale nie nadmierne. Należy umożliwić o wiele szerszy wybór źródeł finansowania inwestycji i dzięki temu zająć się problemem niepokojąco niskiego poziomu inwestycji.

3.3. EKES postrzega rynki kapitałowe jako zasoby płynności finansowej, w ramach której przedsiębiorstwa mogą zdobyć fundusze i obracać instrumentami finansowymi. Mając to na uwadze, EKES sądzi, że osiągnięto już unię rynków kapitałowych dla dużych przedsiębiorstw. Odpowiadając na pytania zawarte w zielonej księdze, skupi się głównie na środkach, które umożliwią również MŚP i przedsiębiorstwom charakteryzującym się dużym wzrostem czerpanie korzyści z takiej unii.

3.4. Unia rynków kapitałowych powinna poprawić finansowanie gospodarki w długiej perspektywie dzięki wykorzystaniu potencjału związanego z promowaniem najlepszych praktyk w dziedzinie ładu korporacyjnego i odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstw oraz dzięki skupieniu się nie tylko na celach gospodarczych, lecz również środowiskowych i społecznych.

3.5. W zielonej księdze postrzega się MŚP jako emitentów, do których skierowane są proponowane działania. Tak więc we wszelkich przyszłych decyzjach należy wyraźnie uwzględnić specyficzne potrzeby MŚP dotyczące obligacji lub innych instrumentów finansowych o stałym dochodzie:

— właściwy wybór terminu wykupu finansowania,

— struktura finansowania i zwrotu,

— koszt finansowania, w tym związany z wejściem na dany rynek,

— treść i struktura gwarancji i zabezpieczeń w celu przygotowania danego produktu inwestycyjnego.

Aby odpowiednio uwzględnić te potrzeby, konieczne jest opracowanie uproszczonych i ujednoliconych produktów i procedur uczestnictwa MŚP na rynkach kapitałowych.

3.6. EKES wzywa Komisję Europejską, europejskie urzędy nadzorcze oraz państwa członkowskie do zachowania ostrożności podczas opracowywania i wdrażania przyszłego prawodawstwa mającego na celu osiągnięcie funkcjonującej unii rynków kapitałowych, tak aby dopilnować, że europejski rynek kapitałowy zapewni inwestorom i emitentom warunki porównywalne z tymi, jakie panują na rynkach międzynarodowych, lub nawet lepsze od nich.

3.7. Skuteczna unia rynków kapitałowych nie jest możliwa bez zaangażowania i przyciągnięcia obywateli UE w roli inwestorów indywidualnych. EKES popiera odnotowanie w zielonej księdze faktu, że jedynie bardzo mała część oszczędności gospodarstw domowych trafia do bardziej produktywnych inwestycji niż obligacje skarbowe lub depozyty bankowe, szczególnie obecnie w czasach trudności finansowych, z jakimi borykają się oszczędzający.

3.8. Należy podkreślić znaczenie tradycyjnej działalności bankowej dla stabilności systemu finansowego.

3.9. Trwały rynek sekurytyzacji wysokiej jakości, do którego nawiązuje się w zielonej księdze, wymaga wspierania podstawowych struktur o krótkich łańcuchach pośrednictwa w celu bezpośredniego powiązania kredytobiorców i oszczędzających.

4. Odpowiedzi na pytania zawarte w zielonej księdze

4.1. *Priorytety w zakresie najpilniejszych działań*

1) *Poza pięcioma dziedzinami priorytetowymi wskazanymi dla działań krótkoterminowych, jakie inne obszary powinny zostać uznane za priorytetowe?*

Znaczna część proponowanych środków koncentruje się na rynkach pierwotnych. Mając na uwadze szczególnie charakter MŚP, konieczne jest również zbadanie możliwości rozwoju rynku wtórnego.

Zasadnicze znaczenie ma zwłaszcza opracowanie ujednoliconej i uproszczonej normy w odniesieniu do wymogów jakościowych i ilościowych dotyczących notowania MŚP na regulowanych rynkach instrumentów finansowych. Należy również opracować mechanizm, dzięki któremu MŚP notowane na rynku regulowanym stałyby się bardziej atrakcyjne dla inwestorów, mając na uwadze ograniczone zasoby finansowe i administracyjne, jakimi przedsiębiorstwa te dysponują.

Obok zachowania głównych zasad dotyczących uwzględniania interesów inwestorów zaleca się rozpoczęcie działań od konkretnych kwestii w dyrektywie w sprawie prospektu emisyjnego w celu złagodzenia w miarę możliwości wymogów administracyjnych i biurokratycznych oraz zbadania możliwości liberalizacji niektórych wymogów informacyjnych nakładanych na MŚP:

- skrócenie terminów na rozpatrzenie prospektu emisyjnego dla emitentów, którzy już posiadają papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, złożyły publiczną ofertę papierów wartościowych i są albo spółkami publicznymi, albo zarejestrowanymi emitentami. Ostateczny termin można by więc skrócić do 7 dni. Należy ustanowić specjalną procedurę notowania MŚP w sposób uproszczony, szczególnie jeśli mają być przedmiotem obrotu na nieoficjalnym rynku papierów wartościowych. Dyrektywa powinna umożliwiać krajowym organom regulacyjnym większą swobodę w zakresie regulowania notowania MŚP,
- zgodnie z art. 14 ust. 2 dyrektywy 2003/71/WE, powiadomienie o ofercie publicznej oraz początek i koniec okresu subskrypcji są publikowane w jednym dzienniku. Wymogi dotyczące publikacji ogłoszenia lub powiadomienia oraz prospektu na papierze i w dziennikach powinny być coraz bardziej ograniczane. Ujawnianie informacji w internecie, zwłaszcza poprzez strony internetowe danego rynku regulowanego lub przedsiębiorstwa, powinno stać się głównym narzędziem komunikacji pomiędzy emitentem a inwestorami. Z drugiej strony, wskazane może być pewne ujednolicenie wymogów dotyczących ujawniania informacji na stronach internetowych – w drodze ujednolicenia bądź dedykowania inwestorom specjalnych stron. Inwestorzy mogliby tym samym łatwiej i szybciej uzyskać informacje dotyczące zasadniczych aspektów papierów wartościowych oferowanych publicznie.

- 2) *Jakie dalsze kroki dotyczące większej dostępności i standaryzacji informacji kredytowych na temat MŚP mogłyby wesprzeć pogłębienie rynku finansowania MŚP i nowo powstających przedsiębiorstw oraz poszerzenie bazy inwestorów?*

W tym kontekście przydatne byłoby:

- wprowadzenie ratingów kredytowych zgodnie ze znormalizowaną i przejrzystą metodologią,
- zatwierdzenie uproszczonych i znormalizowanych kryteriów (modelu) rejestracji na rynkach regulowanych, włączając w to, oprócz informacji finansowych, także obowiązek sporządzenia szczegółowego śródkresowego biznesplanu dotyczącego inwestycji i rozwoju przedsiębiorstw.

- 3) *Jakiego wsparcia można udzielić funduszom ELTIF, aby zachęcić do korzystania z nich?*

Najpilniejszym środkiem jest przegląd wymogów regulacyjnych dla funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych w różnych państwach członkowskich w celu liberalizacji – w razie konieczności – ich portfeli w odniesieniu do możliwości inwestowania w ELTIF. Fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe będą zainteresowane tego rodzaju aktywami; posiadają one fundusze umożliwiające dokapitalizowanie ELTIF. W celu wzmocnienia tego procesu korzystne będzie opracowanie jednolitego modelu oceny rentowności obejmującego cały łańcuch inwestycji.

- 4) *Czy jakiegokolwiek działanie ze strony UE jest konieczne do wsparcia rozwoju niepublicznych rynków plasowania, inne niż wspieranie rynkowych starań na rzecz uzgodnienia wspólnych standardów?*

Nie, działania ze strony UE mogą być potrzebne, jeżeli te rynkowe starania się nie powiedą.

4.2. **Środki na rzecz rozwoju i integracji rynków kapitałowych**

- 5) *Jakie kolejne środki mogą przyczynić się do zwiększenia dostępu do finansowania i kierowania funduszy do tych, którzy ich potrzebują?*

Ogólnie rzecz biorąc, dostęp do finansowania poprawiłby się, jeśli stworzono by więcej produktów inwestycyjnych „na miarę”, ponieważ powinny one lepiej odpowiadać potrzebom przedsiębiorstw (na przykład w odniesieniu do terminu wykupu, zabezpieczenia i struktury płatności).

Ponadto organy regulacyjne powinny umożliwiać emisje dłużnych papierów wartościowych, które, jak pewien rodzaj umowy z właścicielami obligacji, powinny być jak najbardziej zbliżone do finansowania projektów i pożyczek korporacyjnych udzielanych przez banki.

- 6) *Czy należy przyjąć środki w celu wspierania większej płynności na rynkach obligacji korporacyjnych, takie jak standaryzacja? Jeśli tak, jakie środki są konieczne i czy są możliwe do osiągnięcia przez sam rynek, czy też wymagane jest raczej działanie regulacyjne?*

Tak, standaryzacja poprawi płynność rynków obligacji korporacyjnych. W tym wypadku sensowne jest przyjęcie środków regulacyjnych, omówionych i uzgodnionych ze wszystkimi zainteresowanymi stronami.

- 7) *Czy konieczne są jakiegokolwiek działania ze strony UE, aby ułatwić rozwój standardowych, przejrzystych i rozliczalnych inwestycji ESG (środowisko, sprawy społeczne i ład korporacyjny), w tym obligacji ekologicznych, inne niż wspieranie rozwoju wytycznych przez rynek?*

Tak, ustandaryzowane kryteria powinny obejmować szczegółowe zasady dotyczące inwestycji społecznych oraz związanych ze środowiskiem i zarządzaniem. EKES popiera promowanie m.in. „obligacji ekologicznych”, a także „zielonych” kredytów hipotecznych, pożyczek na projekty z zakresu efektywności energetycznej i energii ze źródeł odnawialnych. To wszystko należy uwzględnić w opcjach inwestora. EKES uważa, że należy koniecznie rozpowszechnić informacje oraz uruchomić kampanie szeroko promujące inwestycje ESG i upowszechnić najlepsze praktyki w tej dziedzinie, w ścisłej współpracy ze stowarzyszeniami przedsiębiorstw i inwestorów oraz poprzez ich sieci.

- 8) Czy warto opracowywać wspólny unijny standard rachunkowości dla małych i średnich przedsiębiorstw notowanych na MTF? Czy standard ten powinien stać się elementem rynków na rzecz wzrostu MŚP? Jeżeli tak, to na jakich warunkach?

Obecna europejska definicja MŚP obejmuje przedsiębiorstwa znacznie różniące się wielkością i nie zezwala na zróżnicowanie w oparciu o sektory przemysłu. EKES popiera standardową europejską definicję mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw oraz apeluje o uaktualnienie różnych definicji zawartych w poszczególnych przepisach UE, tak aby lepiej odzwierciedlić i połączyć wielorakość MŚP i różnice między państwami członkowskimi⁽¹⁾. Sugeruje stworzenie definicji postępującego wzrostu i przedsiębiorstwa charakteryzującego się dużym wzrostem oraz zwrócenie szczególnej uwagi na potrzeby takich przedsiębiorstw na rynku kapitałowym. Bez tego MTF będą obejmować jedynie ograniczoną liczbę krajów, a rynki na rzecz wzrostu nie będą w stanie przyciągnąć wielu inwestorów transgranicznych. Norma taka powinna odpowiadać ograniczonym możliwościom finansowym i administracyjnym MŚP.

- 9) Czy istnieją bariery w rozwoju odpowiednio uregulowanych platform finansowania społecznościowego lub pożyczek społecznościowych, w tym w wymiarze transgranicznym? Jeżeli tak, w jaki sposób można je usunąć?

Różnice między przepisami krajowymi są głównym powodem słabego rozwoju perspektywicznych form inwestycji, takich jak finansowanie społecznościowe. Wskazane jest zatem, aby Komisja promowała harmonizację przepisów.

4.3. **Rozwój i dywersyfikacja źródeł finansowania**

- 10) Jakie środki polityczne zachęcałyby inwestorów instytucjonalnych do pozyskiwania większych kwot i ich inwestowania w szerszy zakres aktywów, w szczególności w projekty długoterminowe, MŚP oraz w innowacyjne i szybko rozwijające się nowe przedsiębiorstwa?

Przede wszystkim potrzeba zmian w przepisach dotyczących portfeli inwestorów instytucjonalnych, ponieważ w wielu państwach członkowskich takie inwestycje nie są w ogóle dopuszczalne w ich wypadku.

- 11) Jakie należy podjąć kroki w celu ograniczenia kosztów dla podmiotów zarządzających funduszami, ponoszonych podczas zakładania funduszy i ich wprowadzania do obrotu w całej UE? Jakie istnieją przeszkody uniemożliwiające funduszom osiągnięcie korzyści skali?

Koszty te nawet obecnie nie są zbyt wysokie i zależą przede wszystkim od kanałów sprzedaży. Fundusze wprowadzane do obrotu przez oddziały banków lub inne instytucje finansowe zazwyczaj nie wiążą się z dużymi kosztami i nie napotykają przeszkód dla korzystania z korzyści skali. Fundusze wprowadzane do obrotu oddzielnie miałyby wyższe koszty.

Należy uprościć i ujednoczyć prospekty emisyjne, a także wszystkie dokumenty rejestracyjne potrzebne do wejścia na odnośne rynki regulowane.

Istnieje potrzeba jednolitego europejskiego modelu segmentacji na giełdzie, rozróżniającego MŚP w zależności od typu emitentów. Ten sam wynik można osiągnąć, tworząc wyspecjalizowane segmenty na odnośnych krajowych rynkach regulowanych.

- 12) Czy prace nad odrębnym traktowaniem inwestycji infrastrukturalnych powinny skupiać się na określonych, dających się jednoznacznie wyodrębnić podkategoriach aktywów? Jeśli tak, to które z nich Komisja powinna priorytetowo potraktować w przyszłych przeglądach przepisów ostrożnościowych, takich jak dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych IV lub rozporządzenie w sprawie wymogów kapitałowych i Solwency II?

Z myślą o finansowaniu projektów infrastrukturalnych EKES proponuje:

- ustanowienie bardziej kompleksowego publicznego przeglądu infrastruktury w celu lepszego strategicznego skoordynowania planowania,

⁽¹⁾ Ogólnie rzecz biorąc, wspólna definicja MŚP znajduje się w zaleceniu UE 2003/361, które jest raczej przestarzałe i nie odzwierciedla ani rozszerzenia UE, ani rzeczywistości gospodarczej po kryzysie. Na potrzeby zielonej księgi definicja MŚP podana jest w dyrektywie 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych. Istnieje kolejna definicja MŚP w dyrektywie 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek.

- większe skoncentrowanie finansowania na poziomie rządów oraz na szczeblu europejskim na nierentownych, lecz istotnych ze społecznego punktu widzenia projektach (ewentualnie poprzez (częściowe) gwarancje, aby zapewnić ich rentowność),
- stworzenie zrozumiałego przewodnika finansowania infrastruktury za pośrednictwem banków i rynków kapitałowych,
- zmianę rachunkowości i uregulowań dotyczących projektów infrastrukturalnych, aby uczynić je bardziej atrakcyjnymi dla inwestorów,
- określenie pewnych wyraźnie rozpoznawalnych podkategorii projektów infrastrukturalnych oraz dostosowanie do nich inwestycji w infrastrukturę. Obejmuje to oddzielne oceny ryzyka dla każdej podkategorii; poprawi także przewidywalność, co z kolei zwiększy atrakcyjność inwestycji dla inwestorów instytucjonalnych,
- większe wykorzystanie struktur w celu umożliwienia inwestorom indywidualnym lepszego udziału w nie płynnych produktach finansowych,
- ponieważ w obecnym systemie Solvency II nie rozróżnia się długoterminowego zadłużenia przedsiębiorstw i zadłużenia na infrastrukturę, należy zadbać o zmianę tej sytuacji,
- poprawę przejrzystości i demokratycznej odpowiedzialności partnerstw publiczno-prywatnych poprzez wymóg zapewnienia dostępu publicznego do kompletnych zamówień oraz regularnych sprawozdań publicznych dotyczących ich opłacalności.

13) *Czy wprowadzenie standardowego produktu lub zniesienie istniejących barier w dostępie transgranicznym może wzmocnić jednolity rynek świadczeń emerytalnych?*

Tak, biorąc pod uwagę fakt, że świadczenia emerytalne i zasady w tej dziedzinie różnią się niezmiernie między państwami członkowskimi, a celem wytyczonym przez Komisję w zielonej księdze jest zbudowanie ogólnoeuropejskiego systemu emerytalnego.

14) *Czy zmiany rozporządzeń dotyczących EuVECA i EuSEF ułatwiłyby większej liczbie unijnych podmiotów zarządzających funduszami prowadzenie tego rodzaju funduszy? Jakich innych zmian, o ile w ogóle, należy dokonać w celu zwiększenia liczby tego typu funduszy?*

Możliwe, że takie zmiany zwiększyłyby zainteresowanie podmiotów zarządzających dużymi funduszami prowadzeniem tego rodzaju funduszy. Jednakże może to również prowadzić do nadmiernej koncentracji i konfliktu interesów. W związku z tym, zanim środek taki zostanie przedsięwzięty, zaleca się dokładne zbadanie, czy stanowi to główną przeszkodę powstrzymującą podmioty zarządzające dużymi funduszami od prowadzenia takich funduszy.

15) *W jaki sposób UE może dalej rozwijać kapitał private equity lub venture capital jako alternatywne źródła finansowania gospodarki? Jakie środki mogą w szczególności rozszerzyć skalę funduszy kapitału wysokiego ryzyka i zwiększyć możliwości wyjścia dla inwestorów udostępniających tego rodzaju kapitał?*

Można by zwiększyć skalę funduszy private equity i venture capital poprzez odpowiednie złagodzenie ograniczeń nakładanych na portfele inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS).

16) *Czy istnieją przeszkody utrudniające bezpieczne zwiększenie bezpośrednich kredytów bankowych i pożyczek pozabankowych dla przedsiębiorstw, które potrzebują finansowania?*

Możliwości udzielania pożyczek przez banki zmniejszyły się w następstwie kryzysu finansowego oraz w wyniku wprowadzenia bardziej rygorystycznych wymogów adekwatności kapitałowej oraz potrzeby ograniczenia ekspozycji na ryzyko. Bezpośrednie udzielanie pożyczek pozabankowych nie zostało dopuszczone w wielu państwach członkowskich; często zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne i inne instytucje finansowe nie mogą pożyczać bezpośrednio przedsiębiorstwom niefinansowym.

17) *W jaki sposób można zwiększyć transgraniczny udział klientów detalicznych w UCITS?*

Transgraniczne inwestycje wymagają dobrze rozwiniętej kultury inwestowania, odpowiedniej wiedzy i znajomości języków obcych. Tak więc zwiększenie uczestnictwa transgranicznych podmiotów detalicznych można osiągnąć jedynie poprzez promowanie korzystania z osobistych finansowych doradców (konsultanci), którzy mogliby pomóc inwestorom detalicznym w podejmowaniu świadomych decyzji w kontekście międzynarodowym.

18) *W jaki sposób europejskie urzędy nadzoru mogą przyczynić się do zapewnienia ochrony konsumentów i inwestorów?*

W większości państw członkowskich krajowe organy ochrony konsumentów mają zwykle stosunkowo ograniczone możliwości w obszarze usług finansowych. W niektórych przypadkach nie jest nawet jasne, czy i jakiego rodzaju uprawnienia posiadają one w tej dziedzinie na mocy prawa. W związku z tym dla europejskich organów nadzoru użyteczne mogłoby być zaproponowanie środków mających na celu wzmocnienie w tym kontekście administracyjnych zdolności krajowych organów ochrony konsumentów i agencji regulacji finansowych.

19) *Jakie środki polityczne mogłyby zwiększyć inwestycje inwestorów detalicznych? Co jeszcze można zrobić dla upodmiotowienia i ochrony obywateli UE inwestujących na rynkach kapitałowych?*

Zachęcać państwa członkowskie do zapewnienia korzystnych warunków, aby maklerzy giełdowi i spółki inwestycyjne mogli ustanowić fundusze na potrzeby nowych przedsięwzięć umożliwiających zachęty podatkowe (np. odpisanie inwestycji pod podatek dochodowy od oszczędności gospodarstw domowych). Wraz z poprawą instytucjonalnej ochrony konsumentów (jak zaproponowano w odpowiedzi na poprzednie pytanie), można by także stymulować wzrost inwestycji detalicznych poprzez wprowadzenie różnych form edukacji finansowej skierowanej do prywatnych inwestorów i podmiotów oszczędzających, jak też bardzo dobrze uregulowane doradztwo finansowe dla osób fizycznych.

20) *Czy istnieją krajowe najlepsze praktyki przy opracowywaniu prostych i przejrzystych produktów inwestycyjnych przeznaczonych dla konsumentów, którymi można by się podzielić?*

Najlepsze praktyki wciąż znajdują się na etapie opracowywania. Wśród licznych przykładów wymienić można proces akredytacji produktów inwestycyjnych przez stowarzyszenia zawodowe w Zjednoczonym Królestwie⁽²⁾. Ogólnie, rozwijanie tego rodzaju produktów nie jest łatwym zadaniem, gdyż produkty inwestycyjne mogą być ze swojej natury złożone, a emitenci próbują sprostać wielorakim potrzebom i zdywersyfikować własne produkty od produktów podobnych. Innym problemem może być to, że jeśli rząd próbuje wymusić rozwój takich produktów, może to być traktowane jako interwencja na rynku i ograniczanie konkurencji. Dlatego też, zamiast podejmowania wysiłków w tym zakresie, bardziej wydajne byłoby zachęcanie do rozwijania wiedzy finansowej i usług doradztwa finansowego dla osób prywatnych.

21) *Czy istnieją dodatkowe działania w dziedzinie regulacji usług finansowych, które można podjąć, by UE była konkurencyjna w skali międzynarodowej i atrakcyjna dla inwestorów?*

Konkurencyjność należy postrzegać z perspektywy porównawczej. W związku z tym unijne rynki kapitałowe powinny zapewniać inwestorom warunki co najmniej porównywalne z panującymi na rynkach międzynarodowych lub nawet lepsze od nich. Wymagałoby to środków mających na celu poprawę ochrony inwestorów i dostosowanie struktur podatkowych (z bardziej wnikliwą analizą kosztów i korzyści proponowanego podatku od transakcji finansowych).

22) *Jakie środki można podjąć, aby ułatwić dostęp przedsiębiorstw z UE do inwestorów i rynków kapitałowych w państwach trzecich?*

Najlepszym sposobem jest stymulowanie współpracy z bankami, które posiadają dobrze rozwiniętą sieć oddziałów w państwach trzecich.

⁽²⁾ Stowarzyszenia brytyjskich ubezpieczycieli, bankowców i towarzystw budowlanych postanowiły w trakcie negocjacji z Brytyjskim Instytutem Standaryzacji opracować proste produkty finansowe spełniające uzgodniony zestaw zasad, które zostały przedstawione w Sergeant Report (marzec, 2013).

4.4. *Poprawa efektywności rynku – pośrednicy, infrastruktura i szersze ramy prawne*

23) *Czy istnieją mechanizmy mające na celu poprawę funkcjonowania i wydajności rynków, które nie są ujęte w niniejszym dokumencie, w szczególności jeśli chodzi o funkcjonowanie i płynność rynku akcji i obligacji?*

Mechanizmy takie mogłyby obejmować:

- zagwarantowanie długoterminowej minimalnej płynności rynków instrumentów finansowych emitowanych przez MŚP. Można by to osiągnąć poprzez wspieranie dostawców płynności lub animatorów rynku, którzy zajmują się instrumentami finansowymi emitowanymi przez MŚP,
- zwiększenie zaufania inwestorów do MŚP poprzez wprowadzenie sprawdzonych rozwiązań z zakresu ładu korporacyjnego oraz zaangażowanie kluczowych inwestorów finansowych w zarządzanie nimi,
- zwiększenie atrakcyjności MŚP – np. poprzez umożliwienie wprowadzenia gwarancji korporacyjnych (bądź gwarancji od wyspecjalizowanych instytucji) dla emisji dokonywanych przez MŚP, przy spełnieniu określonych kryteriów,
- wprowadzenie bodźców dla MŚP notowanych na rynkach regulowanych,
- wprowadzenie bodźców dla podmiotów inwestujących w emisje dokonywane przez MŚP notowane na rynkach regulowanych.

24) *Czy Państwa zdaniem istnieją obszary, w których jednolity zbiór przepisów jest nadal niewystarczająco rozwinięty?*

Jednolity zbiór przepisów, opracowany dla sektora bankowego poprzez dyrektywę w sprawie wymogów kapitałowych IV, dyrektywę w sprawie systemów gwarancji depozytów i dyrektywę w sprawie naprawy oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków, stwarza równe szanse i przyczynia się do rozwoju jednolitego rynku. Rozszerzenie tego podejścia na sektor finansowania pozabankowego mogłoby zatem być bardzo przydatne. Również w odniesieniu do partnerów centralnych należy wprowadzić podejście wzorowane na dyrektywie w sprawie naprawy oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków.

25) *Czy uważają Państwo, że uprawnienia europejskich urzędów nadzoru do zapewnienia spójnego nadzoru są wystarczające? Jakie dodatkowe środki dotyczące nadzoru na szczeblu UE mogą w istotny sposób przyczynić się do rozwoju unii rynków kapitałowych?*

W kwestii spójności nadzoru EKES:

- zgadza się z potrzebą podjęcia działań naprawczych, których celem jest poprawa funkcjonowania Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (ESNF),
- wzywa do propagowania środków mających na celu ułatwienie koordynacji między ESNF, nowym jednolitym mechanizmem nadzorczym i jednolitym mechanizmem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji,
- wzywa do racjonalizacji funkcji regulacyjnych instytucji ESNF w celu uproszczenia zbioru przepisów oraz zapewnienia większej przejrzystości i skuteczności procesów,
- wnosi o ustanowienie strategii średnioterminowej, której celem jest przeprowadzenie konsolidacji organizacyjnej i funkcjonalnej organów nadzoru (poprzez rozważenie możliwości powołania jednej siedziby i przyjęcia podejścia dualistycznego),
- zwraca się do Komisji Europejskiej o ocenę możliwości rozwiązań o bardziej strukturalnym charakterze w odniesieniu do organizacji ESNF i mechanizmów finansowania przez władze.

26) *Uwzględniając dotychczasowe doświadczenia, czy można sobie wyobrazić ukierunkowane zmiany przepisów dotyczących własności papierów wartościowych, które mogłyby przyczynić się do większej integracji rynków kapitałowych w UE?*

Należy usprawnić powiązania między depozytariuszami oraz zwiększyć bezpieczeństwo transgranicznych usług rozliczeniowych i rozrachunkowych.

- 27) *Jakie środki można podjąć w celu poprawy transgranicznego przepływu zabezpieczeń? Czy należy podjąć prace w celu poprawy prawnej wykonalności zabezpieczenia oraz uzgodnień dotyczących kompensowania sald w skali transgranicznej?*

Należy przyjąć z zadowoleniem utworzenie jednolitego europejskiego rejestru zabezpieczenia transgranicznego lub powiązanie odnośnych departamentów rejestrów krajowych. Bez tych środków inwestycje transgraniczne będą miały ograniczony zasięg.

- 28) *Jakie są główne przeszkody na drodze do integracji rynków kapitałowych wynikające z prawa spółek, w tym przepisów dotyczących ładu korporacyjnego? Czy istnieją ukierunkowane środki, które mogłyby przyczynić się do ich przezwyciężenia?*

Różnice między prawem handlowym, praktykami biznesowymi i modelami ładu korporacyjnego w państwach członkowskich stanowią najpoważniejsze przeszkody dla unii rynków kapitałowych. Ich przezwyciężenie zajmie dużo czasu i nie będzie łatwe, ale jest koniecznością. Będzie to wymagać dokładnej analizy porządków prawnych państw członkowskich.

- 29) *Jakie konkretne aspekty prawa upadłościowego powinny zostać zharmonizowane, aby wesprzeć powstanie ogólnoeuropejskiego rynku kapitałowego?*

Prawo dotyczące niewypłacalności ma kluczowe znaczenie dla rynków kapitałowych i podobnie jak w przypadku prawa handlowego i ładu korporacyjnego powinno zostać zharmonizowane, po przeprowadzeniu dokładnych badań, gdyż w przeciwnym razie istnieje ryzyko, że inwestycje zostaną przeniesione do krajów, w których prawa inwestorów są lepiej chronione. W szczególności należy starannie rozważyć opcję nowego początku.

- 30) *Jakie przeszkody w kontekście opodatkowania należy potraktować priorytetowo, aby przyczynić się do większej integracji rynków kapitałowych w UE oraz stabilniejszej struktury finansowania na poziomie przedsiębiorstwa, i przy użyciu jakich instrumentów?*

Struktura systemów podatkowych różni się znacznie w poszczególnych państwach członkowskich i jest bardzo wrażliwa na wszelkie zmiany. Na obecnym etapie dość trudno będzie zharmonizować przepisy podatkowe. Kwestię tę należy postrzegać jako etap końcowy.

- 31) *W jaki sposób UE może najlepiej wesprzeć rynek w rozwoju nowych technologii i modeli biznesowych, z korzyścią dla zintegrowanych i wydajniejszych rynków kapitałowych?*

UE powinna skoncentrować się na tworzeniu jednolitej cyfrowej sieci infrastruktury, która powinna zapewnić sprawną, skuteczną i bezpieczną łączność między rynkami, przedsiębiorstwami i inwestorami⁽³⁾, a także stanowić okazję do transgranicznego uczestnictwa i udziału na odległość w walnych zgromadzeniach i głosowaniach akcjonariuszy. Działania powinny również koncentrować się na znalezieniu sposobów zmniejszenia stosunkowo wysokich kosztów rozliczeń i rozrachunków w handlu transgranicznym.

- 32) *Czy istnieją inne kwestie, które nie zostały ujęte w niniejszej zielonej księdze, a które Państwa zdaniem wymagają podjęcia działań, aby osiągnąć unię rynków kapitałowych? Jeśli tak, jakie to działania i jaką formę mają przyjmować?*

Zielona księga zawiera kompleksowy przegląd aktualnej sytuacji na rynkach kapitałowych w Europie, jak również środki niezbędne do osiągnięcia unii rynków kapitałowych. Na obecnym etapie lepiej nie poruszać więcej kwestii, lecz raczej zaplanować harmonogram wdrażania już uzgodnionych środków oraz wybrać ważne taktyczne reformy, które powinny być rzeczowe oraz wywierać bezpośredni i możliwy do zmierzenia wpływ. Stworzy to dynamikę ułatwiającą realizację trudniejszych reform w przyszłości.

Niemniej EKES odnotowuje, że w zielonej księdze nie poruszono następujących kwestii:

- ratingu kredytowego instrumentów finansowych,
- środków dotyczących do problemu procykliczności produktów finansowych.

Bruksela, dnia 1 lipca 2015 r.

Przewodniczący
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego
Henri MALOSSE

⁽³⁾ Przykładem najlepszych praktyk jest niezależny rynek elektroniczny pożyczek korporacyjnych FINPOINT: <https://www.finpoint.co.uk/>