



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 25.3.2013 r.
COM(2013) 150 final

ZIELONA KSIĘGA

DŁUGOTERMINOWE FINANSOWANIE GOSPODARKI EUROPEJSKIEJ

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

{SWD(2013) 76 final}

1. WPROWADZENIE

Nagłym wyzwaniem Europy jest dążenie do przywrócenia Unii Europejskiej na ścieżkę inteligentnego, trwałego i sprzyjającego włączeniu społecznemu wzrostu gospodarczego, tworząc miejsca pracy, kładąc nacisk na obszary, w których UE ma przewagę konkurencyjną, a tym samym zwiększając jej konkurencyjność na rynku światowym.

Zadanie to wymaga podjęcia w Europie szeroko zakrojonych inwestycji długoterminowych zgodnie z priorytetami strategii „Europa 2020”¹, aktualizacją komunikatu w sprawie polityki przemysłowej z 2012 r.², inicjatywą Unia innowacji³ oraz instrumentem „Łącząc Europę”⁴. Inwestycje długoterminowe to tworzenie trwałych dóbr kapitałowych, obejmujących zarówno rzeczowe aktywa trwałe (takie jak infrastruktura energetyczna, transportowa i telekomunikacyjna, obiekty przemysłowe i usługowe, technologie budownictwa mieszkaniowego, przeciwdziałania zmianie klimatu i ekoinnowacji), jak i wartości niematerialne (takie jak edukacja czy badania i rozwój), które pobudzają innowacyjność i konkurencyjność. Wiele z tych inwestycji zapewnia szersze korzyści społeczne, ponieważ przynoszą pożytek ogółowi społeczeństwa wspierając dostępność podstawowych usług i poprawę poziomu życia. Ich wpływ może być również odczuwalny już w perspektywie krótkoterminowej. Umożliwiają one przedsiębiorstwom i organom administracji zwiększyć produkcję przy niższych nakładach środków, co pozwala sprostać nowym wyzwaniom gospodarczym, społecznym⁵ i środowiskowym, ułatwić przekształcanie gospodarki w bardziej zrównoważoną i zapewnić zwiększanie wydajności i potencjału przemysłowego gospodarki. Postępujące zmiany klimatu i wyczerpywanie się zasobów naturalnych podkreślają potrzebę wspierania trwałego wzrostu gospodarczego, gdyż wymagają realizacji większej liczby długoterminowych inwestycji w energię niskoemisyjną, efektywność energetyczną, oszczędne gospodarowanie zasobami i infrastrukturę energetyczną, zgodnie z politycznym celem, jakim jest ograniczenie wzrostu temperatury spowodowanego zmianą klimatu do poziomu poniżej dwóch stopni oraz uniezależnienie wzrostu gospodarczego od wykorzystywania zasobów.

Do finansowania inwestycji długoterminowych organy administracji i przedsiębiorstwa – bez względu na wielkość – potrzebują dostępu do przewidywalnego długoterminowego finansowania. Możliwość udostępniania finansowania długoterminowego przez gospodarkę zależy od zdolności systemu finansowego do skutecznego i wydajnego kierowania oszczędności organów administracji, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych do odpowiednich podmiotów i na odpowiednie cele za pośrednictwem otwartych i konkurencyjnych rynków. Można tego dokonać przy pomocy różnych pośredników (np. banków, zakładów ubezpieczeń i funduszy emerytalnych) oraz poprzez bezpośredni dostęp do rynków kapitałowych. W niniejszej zielonej księdze przedstawiono sposób funkcjonowania tego procesu. Podstawą zapewniania finansowania długoterminowego na rozsądnych warunkach jest uzyskiwanie oszczędności i przyciąganie inwestycji przez gospodarkę.

¹ Zob. http://ec.europa.eu/europe2020/index_en.htm

² Zob. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0582:FIN:PL:PDF>

³ Zob. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0546:FIN:PL:PDF>

⁴ Zob. http://ec.europa.eu/bepa/pdf/cef_brochure.pdf

⁵ W komunikacie Komisji „Inwestycje społeczne na rzecz wzrostu i spójności” (COM(2013) 83) podkreślono potrzebę wykorzystywania w większym stopniu przez państwa członkowskie innowacyjnych sposobów finansowania w kwestiach społecznych, w tym przy udziale sektora prywatnego.

Organy administracji publicznej mogą wspierać generowanie oszczędności dzięki prowadzeniu racjonalnej polityki budżetowej oraz stworzeniu skutecznych systemów podatkowych i otoczenia sprzyjającego przedsiębiorstwom, które zwiększa atrakcyjność gospodarki dla inwestorów, w tym zagranicznych.

Usprawnienie procesu długoterminowego finansowania ma zasadnicze znaczenie dla wspierania strukturalnych reform gospodarczych i powrotu do wzrostu gospodarczego w długim okresie. Finansowanie długoterminowe jest również konieczne w trakcie całego cyklu życia przedsiębiorstwa, począwszy od uruchomienia działalności po zapewnianie jego rozwoju, a następnie utrzymanie jego wzrostu. Finansowanie długoterminowe wspiera ewolucję przedsiębiorstw, w miarę jak przechodzą kolejne etapy rozwoju. Proces ten wymaga wiedzy i dostępności różnych instrumentów i procesów finansowych. Finansowanie długoterminowe pozwala również na finansowanie eksportu, przyczyniając się w ten sposób do poprawy konkurencyjności zewnętrznej. Znaczenie finansowania długoterminowego dla wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy zostało podkreślone na poziomie międzynarodowym przez grupę G-20⁶.

Kryzys finansowy wpłynął na zdolność europejskiego sektora finansowego do zapewniania środków (np. oszczędności) na realizację inwestycji długoterminowych. Kryzys finansowy i niestabilna sytuacja makroekonomiczna doprowadziły przede wszystkim do atmosfery niepewności i niechęci do podejmowania ryzyka, szczególnie w przypadku państw członkowskich znajdujących się w trudnościach finansowych i MŚP. Kryzys ograniczył też zdolność banków do udzielania kredytów z długim terminem spłaty, gdyż przeprowadzają one obecnie proces delewarowania, likwidując w ten sposób przerost aktywów w stosunku do posiadanego kapitału. Jednocześnie kryzys doprowadził do spadku zaufania kredytobiorców i inwestorów instytucjonalnych i niechęci do podejmowania przez nich ryzyka.

Jednym z głównych wniosków płynących z kryzysu jest to, że odpowiednia regulacja i nadzór nad sektorem finansowym są niezbędne do przywrócenia stabilności finansowej i utrzymania zaufania na rynkach. W ramach szerzej zakrojonych środków politycznych należy zapewnić szczegółowe doprecyzowanie nowych ram regulacji i nadzoru, tak aby jak najskuteczniej umożliwić sektorowi finansowemu wspieranie gospodarki realnej, nie zagrażając stabilności finansowej.

Niezależnie od kryzysu finansowego ważną kwestią jest ustalenie czy dotychczasową znaczącą zależność Europy od pośrednictwa banków w finansowaniu inwestycji długoterminowych zastąpi bardziej zróżnicowany system z dużo większym udziałem bezpośredniego finansowania przez rynki kapitałowe, większym zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych i alternatywnych rynków finansowych. Ze względu na umiejętności zarządzania ryzykiem i wiedzę na temat warunków lokalnych oraz relacje z przedsiębiorstwami, banki będą bez wątpienia nadal odgrywały ważną rolę w zapewnianiu finansowania inwestycji długoterminowych. Nie ma jednak pewności czy banki komercyjne wznowią stosowanie praktyki przetrzymywania aktywów długoterminowych do terminu zapadalności w dotychczasowym wymiarze.

Ograniczenie roli banków w zakresie udzielania kredytów długoterminowych stwarza nowe potrzeby i możliwości zapewniania finansowania inwestycji długoterminowych dla pozostałych instytucji finansowych oraz pośredników działających na rynku. Jednak to, czy inwestorzy instytucjonalni i rynki wypełnią tę lukę jest uwarunkowane szeregiem czynników. Poza właściwym dostosowaniem ram regulacji i nadzoru panuje przekonanie, że zasady

⁶ Zob. <http://www.g20.org/news/20130216/781212902.html>

rachunkowości, sposoby wyceny aktywów i praktyki zarządzających aktywami prowadzą do powstania dodatkowych kosztów i niewłaściwych zachęt. Ponadto rynki obligacji korporacyjnych, papierów wartościowych i sekurytyzacji w Europie pozostają stosunkowo słabo rozwinięte w porównaniu z innymi gospodarkami, a finansowanie pozabankowe jest w dużej mierze niedostępne dla MŚP.

Zapewnienie efektywnych i skutecznych kanałów pośrednictwa dla finansowania długoterminowego jest skomplikowanym i wielowymiarowym zadaniem. Celem niniejszej zielonej księgi jest rozpoczęcie szeroko zakrojonej debaty na temat sposobów zapewniania finansowania długoterminowego oraz usprawnienia i dywersyfikacji systemu pośrednictwa finansowego na potrzeby inwestycji długoterminowych w Europie. Jak wynika z postawionych w niniejszym dokumencie pytań, w debacie na ten temat należy uwzględnić specyfikę poszczególnych uczestników rynków finansowych oraz kwestie związane ze stworzeniem szeregu zróżnicowanych, lecz sprzyjających warunków. Odpowiedzi uzyskane podczas konsultacji stanowią będą wkład na potrzeby dalszej oceny przez Komisję przeszkód dla długoterminowego finansowania w celu wskazania możliwych działań politycznych służących ich wyeliminowaniu. Ewentualne działania następne mogą przybrać wiele form: w niektórych obszarach niezbędne może być nowe lub zmienione podejście regulacyjne, podczas gdy w innych dziedzinach rolą Unii Europejskiej mogłoby być wspieranie większej koordynacji i szerzenie najlepszych praktyk. W innych przypadkach działania następne mogłyby dotyczyć poszczególnych państw członkowskich w kontekście europejskiego semestru. Do niniejszej zielonej księgi dołączony jest dokument roboczy służb Komisji, w którym znajduje się bardziej szczegółowa analiza.

2. ZAPEWNIANIE FINANSOWANIA DŁUGOTERMINOWEGO I CECHY INWESTYCJI DŁUGOTERMINOWYCH

Możliwość zapewniania przez gospodarkę finansowania długoterminowego zależy od jej zdolności do generowania oszczędności oraz pozyskiwania i utrzymywania bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ).

Różne podmioty mogą stanowić źródło finansowania długoterminowego, w tym organy administracji, przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Organy administracji i przedsiębiorstwa tworzą również popyt na finansowanie długoterminowe. Stosunek inwestycji do PKB, jak i stosunek oszczędności do PKB w Europie wynosi w każdym przypadku około 20 %. Wskaźniki te kształtują się na korzystnym poziomie w porównaniu z innymi regionami. Jednakże ten ogólny obraz skrywa fakt, że prywatne inwestycje w 2011 r. były znacznie poniżej poziomu z 2007 r., a spadek ten był cztery razy większy niż spadek realnego PKB w tym samym okresie⁷. Ze względu na niestabilną sytuację makroekonomiczną i prognozy gospodarcze zarówno oszczędzających, jak i inwestorów charakteryzuje obecnie wysoki stopień niepewności, niechęć do podejmowania ryzyka oraz brak zaufania. Ta sytuacja może mieć długotrwałe skutki, tworząc bardziej trwałe bariery dla podaży finansowania długoterminowego, a także doprowadzając do spadku popytu:

- **Organy administracji:** środki publiczne pochodzące z wpływów podatkowych i długu publicznego odgrywają kluczową rolę w finansowaniu inwestycji długoterminowych, ze względu na pozytywne efekty zewnętrzne często kojarzone z inwestycjami publicznymi i ich komplementarność z inwestycjami prywatnymi. Organy administracji zawsze będą odgrywać

⁷ Zob. McKinsey Global Institute (2012 r.).

kluczową rolę w zapewnianiu dóbr publicznych i infrastruktury publicznej, jednak od dawna wyzwaniem była poprawa efektywności wydatków poprzez bardziej systematyczne przeprowadzanie ocen kosztów i korzyści oraz szczegółową weryfikację projektów. Ponadto środki publiczne w postaci dotacji lub pożyczek są wykorzystywane do wpierania inwestycji długoterminowych realizowanych przez sektor prywatny w obszarach, w których niedoskonałość rynku prowadzi do nieoptymalnych poziomów finansowania prywatnego lub inwestycji prywatnych. W obszarach tych środki publiczne nie powinny zastępować finansowania prywatnego, ale pobudzać je i wspierać w ograniczaniu związanego z nim ryzyka;

- **Przedsiębiorstwa:** przedsiębiorstwa finansują inwestycje ze środków własnych lub ze środków udostępnianych przez system finansowy. Niski popyt i niepewność na rynku wpłynęły na zyski przedsiębiorstw. Jednocześnie przedsiębiorstwa ograniczyły inwestycje, czego skutkiem jest wzrost w niektórych państwach członkowskich stanu wewnętrznych oszczędności, zwłaszcza dużych przedsiębiorstw – szacuje się, że stan środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w dużych przedsiębiorstwach zwiększył się o około cztery punkty procentowe w latach 2009-2011⁸. Jednak wiele MŚP doświadcza również problemów w związku z ciągłym brakiem płynności,
- **Gospodarstwa domowe:** gospodarstwa domowe są głównym źródłem środków na finansowanie inwestycji. Krótkoterminowe oszczędności są jednak ich preferowanym instrumentem. Na przykład w latach 2000–2010 stan posiadanych przez gospodarstwa domowe akcji zmniejszył się o osiem punktów procentowych jako odsetek ogółu posiadanych przez nie aktywów finansowych⁹. Gospodarstwa domowe z reguły wolą aktywa finansowe o dużej płynności, które można łatwo zrealizować. Preferowana jest stabilność, a niechęć do podejmowania ryzyka jest obecnie zjawiskiem powszechnym. W związku z tym istnieje potrzeba nakłonienia większej liczby oszczędzających do oszczędzania długoterminowego; oraz
- **Finansowanie zewnętrzne:** bezpośrednie inwestycje zagraniczne stanowią inne tradycyjnie znaczące źródło finansowania projektów długoterminowych. Mimo kryzysu po gwałtownym spadku w ostatnich latach, w 2011 r. nastąpiło ożywienie w napływie bezpośrednich inwestycji zagranicznych do UE. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne napływające do UE wyniosły 242 mld EUR w 2011 r., co oznacza wzrost o 13 % w stosunku do 2010 r. W UE istnieją pod tym względem znaczne różnice między poszczególnymi krajami.

Długoterminowe szanse wzrostu każdej gospodarki zależą między innymi od zdolności sektora finansowego do kierowania wyżej wspomnianych źródeł oszczędności na potrzeby **produktywnych inwestycji**. Niniejsza zielona księga dotyczy inwestycji długoterminowych, przez co rozumie się tworzenie trwałych materialnych i niematerialnych dóbr kapitałowych. Skupiono się zatem na kapitale produkcyjnym (w przeciwieństwie do finansowego) podobnego do pojęcia rachunków narodowych, w którym inwestycje określa się jako nakłady brutto na środki trwałe. Kryzys finansowy mocno uderzył w tworzenie kapitału produkcyjnego, a poziom inwestycji nadal pozostaje poniżej poziomu sprzed kryzysu w wielu

⁸ Na podstawie przeglądu zmian stanu środków pieniężnych i ich ekwiwalentów 170 dużych europejskich przedsiębiorstw niefinansowych ocenianych przez agencję Fitch.

⁹ Zob. McKinsey Global Institute (2011 r.).

krajach UE. Inwestycje w materialne i niematerialne dobra kapitałowe są niezbędne w celu przekształcenia gospodarki UE i będą podstawą każdej długoterminowej strategii wzrostu.

Szczególną uwagę zwraca się na trwałe dobra kapitałowe (takie jak infrastruktura gospodarcza i społeczna, mieszkalnictwo, badania i rozwój, edukacja i innowacje) nie dlatego, że mają one większe znaczenie dla wzrostu niż krótkotrwałe dobra kapitałowe (takie jak komputery, telefony komórkowe i pojazdy). Chodzi o to, że poziom inwestycji w krótkotrwałe dobra kapitałowe ma charakter wyraźnie procykliczny. Z powodu słabej sytuacji makroekonomicznej w Europie wielkości te obecnie spadły, ale oczekuje się, że wraz z ożywieniem gospodarczym nastąpi ich wzrost. To samo dotyczy innych wydatków przedsiębiorstw produkcyjnych, takich jak koszty personelu (zatrudnienia) oraz zakupy nakładów pośrednich.

Sytuacja ma zupełnie odmienny charakter w przypadku trwałych dóbr inwestycyjnych, które cechuje długi okres inwestycji/budowy i które wymagają **finansowania długoterminowego** biorąc pod uwagę, że przepływy pieniężne generujące zwrot z inwestycji następują dopiero po dłuższym czasie. Ponieważ znaczna część stanu długoterminowego kapitału produkcyjnego to infrastruktura publiczna, tego rodzaju kapitał tradycyjnie odgrywał w gospodarce rolę stabilizującą – zależnie od zdolności organów administracji do realizacji inwestycji publicznych w sposób antycykliczny oraz od tego, czy w momencie udzielania środków na inwestycje sektor finansowy stwierdzi z wystarczającą pewnością, że po okresie budowy panować będą korzystne warunki koniunkturalne.

Nie istnieje jedna powszechnie przyjęta definicja finansowania długoterminowego. Ogólnie rzecz ujmując, finansowanie długoterminowe można uznać za proces, w ramach którego system finansowy zapewnia środki na pokrycie kosztów inwestycji realizowanych w dłuższym okresie czasu. Definicja ta uwypukla szereg cech finansowania długoterminowego¹⁰. Definicja finansowania długoterminowego opracowana w ramach prac międzynarodowych prowadzonych pod auspicjami grupy G-20 w zakresie inwestycji długoterminowych jest bardziej zawężona: kładzie się w niej nacisk na terminy zapadalności zobowiązania z tytułu finansowania przekraczające pięć lat, w tym źródła finansowania, które nie mają określonych terminów zapadalności (np. akcje).

Pytania:

- 1) *Czy zgadzają się Państwo z powyższą analizą dotyczącą zapewniania finansowania długoterminowego i jego cech?*
- 2) *Czy mają Państwo opinię na temat najbardziej odpowiedniej definicji finansowania długoterminowego?*

3. POPRAWA DŁUGOTERMINOWEGO FINANSOWANIA GOSPODARKI EUROPEJSKIEJ

Podobnie jak w przypadku wszystkich rodzajów finansowania, zdolność gospodarki do finansowania inwestycji długoterminowych zależy od możliwości skutecznego i wydajnego kierowania środkami przez system finansowy do odpowiednich podmiotów i na odpowiednie inwestycje za pośrednictwem otwartych i konkurencyjnych rynków. Proces ten może być realizowany przy pomocy różnych pośredników - banków, zakładów ubezpieczeń i funduszy emerytalnych - oraz poprzez bezpośredni dostęp do rynków finansowych. Szereg czynników

¹⁰ Cechy te obejmują: specyfikę inwestora, rodzaj aktywów, rodzaj pośrednictwa finansowego oraz wycenę aktywów. Dalsze informacje można znaleźć w dokumencie roboczym służb Komisji dołączonym do niniejszej zielonej księgi.

uniemożliwia im jednak w pełni skuteczne odgrywanie roli w zapewnianiu finansowania długoterminowego. Zarządzenie niektórym z tych czynników potrwa dłużej niż w przypadku innych czynników.

Jednym z głównych wniosków płynących z kryzysu jest to, że odpowiednia regulacja i nadzór nad sektorem finansowym są niezbędne do przywrócenia stabilności finansowej i utrzymania zaufania na rynkach. Unia Europejska realizuje w tym kontekście wszechstronny program reform systemu finansowego, towarzyszący szerzej zakrojonym reformom polityki budżetowej i reformom gospodarczym. Stabilność finansowa ma podstawowe znaczenie, lecz sama w sobie jest niewystarczająca. W ramach szerzej zakrojonych środków politycznych szczegółowe doprecyzowanie nowych ram regulacji i nadzoru musi skutecznie umożliwić sektorowi finansowemu wspieranie gospodarki realnej, w tym w dziedzinie podatków, i zachęcać go do tego, nie zagrażając jednocześnie stabilności finansowej.

Zarówno organy publiczne, jak i uczestnicy rynku są odpowiedzialni za stworzenie takiego otoczenia regulacyjnego, przywrócenie zaufania i pewności oraz poprawę ogólnej atrakcyjności Europy jako miejsca inwestowania. W związku z tym **działania służące poprawie długoterminowego finansowania europejskiej gospodarki powinny dotyczyć szeregu wzajemnie powiązanych czynników:**

- **zdolności instytucji finansowych do zapewniania finansowania długoterminowego;**
- **skuteczności i efektywności rynków finansowych w oferowaniu instrumentów finansowania długoterminowego;**
- **czynników przekrojowych umożliwiających długoterminowe oszczędzanie i finansowanie; oraz**
- **ułatwienia dostępu MŚP do finansowania bankowego i pozabankowego.**

3.1. Zdolność instytucji finansowych do pośredniczenia w udostępnianiu finansowania długoterminowego

Banki komercyjne

Banki tradycyjnie należą do najważniejszych pośredników finansowych w Europie. Udział sektora bankowego w UE jest znaczący w porównaniu z innymi regionami, w szczególności z USA, co odzwierciedla większą zależność w Europie od pośrednictwa banków. W dłuższej perspektywie stanowi to wyzwanie dla długoterminowego finansowania.

Kryzys uwypuklił zagrożenia związane z nadmiernym stosowaniem dźwigni finansowej i transformacji terminów zapadalności. Wraz ze słabnącym popytem w niektórych krajach podczas recesji, doprowadziło to do rozpoczęcia przez wiele banków procesu delewarowania, co przyczynia się w szczególności do obecnego niedoboru finansowania długoterminowego¹¹. Nawet po zakończeniu procesu delewarowania, aktualizacja wyceny ryzyka w następstwie kryzysu spowoduje wzrost kosztów kapitału. Koszty związane z narzędziami zarządzania w

¹¹ Przykładowo, według opublikowanej przez EBC w październiku 2012 r. analizy działalności kredytowej zastrzeżenie netto warunków udzielania kredytów lub linii kredytowych przez banki w strefie euro wzrosło o 15 % w ujęciu netto, w porównaniu z 10 % w drugim kwartale 2012 r. Analogicznie, liczba nowo udzielonych pożyczek długoterminowych zauważalnie obniżyła się w pierwszej połowie 2012 r., a ich łączna liczba wykazuje znaczącą tendencję spadkową.

sytuacji kryzysowej przez banki również mogą być przyczyną wzrostu kosztów kapitału, mimo iż pozytywne skutki objęcia sektora bankowego zasadami restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji przyniosą społeczeństwu i gospodarce ogromne korzyści. Powiązania między bankami i państwami oraz zaostrzenie regulacji również przyczyniły się do koncentracji działalności bankowej na rynkach krajowych, powodując ograniczenie finansowania transgranicznego i rozdrobnienie jednolitego rynku, co zmniejsza dostępność finansowania i zwiększa koszty kapitału, w szczególności w krajach znajdujących się w trudnej sytuacji.

W dłuższej perspektywie celem wspólnych europejskich **zasad ostrożnościowych dotyczących banków** jest zapobieżenie wystąpieniu nadużyć, jakie miały miejsce w przeszłości, zwiększenie odporności banków na ryzyko i wzbudzenie zaufania oraz opracowanie jednolitego zbioru przepisów w celu ochrony integralności jednolitego rynku. Z punktu widzenia finansowania długoterminowego regulacja ostrożnościowa musi uwzględniać zagrożenia, na jakie narażone są banki przy wykorzystywaniu krótkoterminowych depozytów do finansowania długoterminowych pożyczek. Samo w sobie nie oznacza to, że przepisy ograniczające możliwość wykorzystywania przez banki finansowania krótkoterminowego we wspomnianym celu przełożą się na spadek udzielania kredytów w gospodarce realnej. Ewentualny kompromis między ograniczaniem tworzenia płynności w celu zapewnienia stabilności a zapewnianiem długoterminowego finansowania gospodarki realnej wyjaśnia jednakże potrzebę odpowiedniego sprecyzowania i stopniowego wdrożenia tych przepisów. Niedawno przedstawione przez Komitet Bazylejski propozycje dotyczące wymogów w zakresie płynności mają na celu zwiększenie odporności banków, przy jednoczesnym zapewnieniu, by ograniczenia transformacji terminów zapadalności nie miały niezamierzonych konsekwencji. Komisja zaproponowała okres monitorowania, a także przegląd dostosowania parametrów wymogów w zakresie płynności¹².

Innym skutkiem kryzysu, który może mieć wpływ na możliwość zapewniania przez banki finansowania długoterminowego, jest coraz szersza debata na temat tego, czy kolejne reformy bezpośrednio dotyczące struktury banków przyczynią się do dalszego ograniczenia prawdopodobieństwa i skutków upadłości, skuteczniejszego utrzymywania podstawowych funkcji gospodarczych i poprawy ochrony klientów detalicznych. W najnowszym sprawozdaniu grupy ekspertów wysokiego szczebla ds. **reformy struktury sektora bankowego w UE** przedstawiono, w jaki sposób praktyki banków w ostatnich dekadach doprowadziły do nieproporcjonalnego wzrostu działalności w obrębie samego systemu finansowego w stosunku do działalności obejmującej kontakt z klientem, w tym długoterminowego finansowania przedsiębiorstw. Grupa zaleciła ograniczenie i wydzielenie ryzykownych praktyk handlowych. Obecnie Komisja zastanawia się nad działaniami następczymi, jakie należy podjąć w odpowiedzi na sprawozdanie grupy ekspertów.

Banki będą oczywiście nadal prowadzić działalność w zakresie pośrednictwa w Europie. Ich umiejętności w zakresie oceny ryzyka kredytowego i wiedza na temat warunków lokalnych oraz relacje z przedsiębiorstwami oznaczają, że będą one nadal odgrywać ważną rolę. W obliczu zmian, jakie zaszły w sektorze bankowym od początku kryzysu, pojawiły się jednak nowe potrzeby i możliwości uzupełnienia przez innych pośredników działalności banków poprzez zapewnienie finansowania długoterminowego inwestycji w bardziej wyważony sposób.

¹² Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/new_proposals_en.htm.

Pytanie:

3) Biorąc pod uwagę zmieniający się charakter sektora bankowego, jaką rolę w dalszej perspektywie przewidują Państwo dla banków w zapewnianiu finansowania inwestycji długoterminowych?

Banki krajowe i wielostronne banki rozwoju oraz zachęty finansowe

Banki rozwoju aktywnie działające zarówno na arenie międzynarodowej, jak i na szczeblu krajowym powinny odgrywać istotną rolę w przyczynianiu się do stymulowania finansowania długoterminowego oraz poprawy skuteczności i efektywności rynków i instrumentów finansowych. Pomimo bezpośredniego przyczyniania się niektórych inwestycji do wzrostu dobrobytu gospodarczego, niedoskonałość rynku może zniechęcić inwestorów od podejmowania niektórych rodzajów ryzyka lub pewnych decyzji inwestycyjnych. W takich przypadkach banki krajowe i wielostronne banki rozwoju mogą być użyteczne w stymulowaniu finansowania prywatnego ze względu na realizowanie przez nie konkretnych celów polityki publicznej związanych z wartością dodaną w szerszym kontekście gospodarczym, społecznym i środowiskowym, w przeciwieństwie do wartości dodanej o charakterze czysto finansowym. Pod warunkiem, że banki skoncentrują się stwierdzonych niedoskonałościach rynku, mogą one pełnić ważną antycykliczną rolę, w tym poprzez ograniczanie zmienności kosztów finansowania dla niektórych kategorii inwestorów i krótkowzrocznego podejścia podmiotów prywatnych. Ważne jest to, by w zarządzaniu bankami rozwoju zagwarantowano, by nie wykorzystywały one swojej przewagi pod względem kosztów finansowania do wypierania finansowania prywatnego. Powinny one raczej starać się stymulować finansowanie prywatne w obszarach, gdzie jest ono niechętnie zapewniane.

Interwencja publiczna może mieć charakter bezpośredni lub pośredni: poprzez oferowanie szeregu produktów finansowania lub udział w tych produktach, w tym przejmowanie części ryzyka lub udzielanie gwarancji obejmujących ryzyko¹³, oraz poprzez gromadzenie pośredników finansowych w odpowiednich sieciach¹⁴. W obecnym budżecie UE szereg unijnych instrumentów kapitałowych¹⁵, z czego kilka zarządzanych jest wspólnie przez Komisję, Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) i Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI), jak również we współpracy z państwami członkowskimi, ma na celu wypełnienie konkretnych luk rynkowych i ułatwianie dostępu do źródeł finansowania, w tym finansowania długoterminowego.¹⁶ W przyszłości w ramach wieloletnich ram finansowych UE coraz

¹³ Na przykład „produkty pomostowe” są instrumentami, które mogą ograniczyć niechęć inwestorów lub instytucji finansowych do podejmowania ryzyka. Mogą one obejmować rozwiązania poprawiające jakość kredytową na pokrycie pierwszej straty lub produkty typu mezzanine; spółki celowe wyspecjalizowane w prowadzeniu na wczesnym etapie zakrojonych na szeroką skalę projektów z wykorzystaniem finansowania ze środków publicznych wraz z sektorem prywatnym.

¹⁴ Na przykład poprzez Klub Inwestorów Długoterminowych. Zob. <http://www.ltic.org/>.

¹⁵ Instrumenty kapitałowe lub kapitał wysokiego ryzyka, gwarancje lub inne instrumenty podziału ryzyka wspierane z budżetu centralnego UE lub z budżetu funduszy strukturalnych. Dalsze informacje można znaleźć w komunikacie Komisji „Ramy dla nowej generacji innowacyjnych instrumentów finansowych – unijnych platform instrumentów kapitałowych i dłużnych” (COM(2011) 662).

¹⁶ Na przykład inicjatywa w zakresie obligacji projektowych i instrumenty wykorzystujące środki z funduszy strukturalnych i inwestycyjnych zapewniające MŚP, gminom i projektom związanym z infrastrukturą finansowanie dłużne, finansowanie kapitałowe i finansowanie typu mezzanine. W 2011 r. Komisja zaproponowała pakiet na rzecz infrastruktury obejmujący nowy instrument budżetowy tj. instrument „Łącząc Europę”, jak również zmienione wytyczne dotyczące transportu, energetyki i ICT oraz Program na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz MŚP (COSME). Komisja i EBI opracowały dwa mechanizmy finansowania oparte na podziale ryzyka, w tym mechanizm finansowania

częściej wykorzystywane będą instrumenty finansowe, które mogą odgrywać ważną rolę w zwiększeniu efektywności unijnych wydatków, poprzez dalsze wykorzystywanie i pobudzanie prywatnego finansowania długoterminowego. W szczególności większość środków przewidzianych w wieloletnich ramach finansowych, w tym wszystkie unijne instrumenty strukturalne, będą kwalifikowały się do wykorzystania na potrzeby instrumentów finansowych. Ich skuteczność będzie uzależniona od ścisłej współpracy pomiędzy Komisją, grupą EBI i państwami członkowskimi.

Ważne jest również, aby interwencja publiczna nie przyczyniała się do fragmentacji jednolitego rynku. Zapobiec temu może koordynacja działań na szczeblu krajowym i unijnym, ich ocena i rozliczalność, zwiększając w ten sposób wartość dodaną europejskiego podejścia. Zacieśnienie współpracy pomiędzy bankami krajowymi a wielostronnymi bankami rozwoju pod egidą Komisji i EBI mogłoby stanowić narzędzie takiej koordynacji, w tym poprzez wspieranie tworzenia europejskich ugrupowań interesów gospodarczych na potrzeby finansowania projektów transgranicznych. Można by również rozważyć wpływ zagranicznych funduszy państwowych oraz możliwość wzmocnienia lub tworzenia funduszy europejskich.

Pytania:

4) Na czym powinna polegać rola banków krajowych i wielostronnych banków rozwoju w jak najskuteczniejszym wspieraniu inwestycji długoterminowych? Czy należy zwiększyć koordynację tych banków na potrzeby osiągnięcia celów polityki unijnej? Jak zwiększyć rolę instrumentów finansowych przewidzianych w budżecie UE w zakresie finansowania inwestycji długoterminowych w celu zapewnienia trwałego wzrostu gospodarczego?

5) Czy istnieją inne narzędzia i ramy polityki publicznej, które mogą wspierać finansowanie inwestycji długoterminowych?

Inwestorzy instytucjonalni

Biorąc pod uwagę dłuższe perspektywy czasowe modeli biznesowych inwestorów instytucjonalnych np. zakładów ubezpieczeń (na życie), funduszy emerytalnych, funduszy wspólnego inwestowania i fundacji – stanowią oni odpowiednich dostawców finansowania długoterminowego. Szacuje się, że wartość posiadanych przez nie aktywów wynosi łącznie 13,8 biliarda euro, co odpowiada ponad 100 % PKB UE¹⁷. Inni inwestorzy instytucjonalni np. państwowe fundusze majątkowe, specjalne fundusze inwestycji infrastrukturalnych oraz, do pewnego stopnia, fundusze *private equity*, również mogliby stać się dostawcami kapitału długoterminowego. Kapitał wysokiego ryzyka również może być wykorzystywany na potrzeby finansowania długoterminowego.

Odległe terminy zapadalności ich zobowiązań pozwala inwestorom instytucjonalnym, przynajmniej co do zasady, dokonywać inwestycji „kup i trzymaj” w trwałe aktywa produkcyjne, co pozwala im osiągnąć wyższe zyski rekompensujące ryzyko w dłuższym okresie i niższą płynność, jaką charakteryzuje się wiele z tych aktywów. Dłuższe perspektywy czasowe inwestorów instytucjonalnych pozwalają im prowadzić działalność w sposób cierpliwy, antycykliczny, wybiegający poza podejście krótkowzroczne, zmniejszając tym

oparty na podziale ryzyka (RSFF) dla przedsiębiorstw badawczych i przedsiębiorstw innowacyjnych oraz instrument gwarancji kredytowej dla projektów transportowych sieci TEN (LGTT) dla projektów związanych z rozwojem transportu. W ramach funduszy strukturalnych na lata 2007-2013 dotychczas zainwestowano co najmniej 10,7 mld EUR w instrumenty inżynierii finansowej, głównie z EFRR na potrzeby zapewnienia MŚP dostępu do finansowania. Środki te zostaną ponownie zainwestowane w perspektywie długoterminowej z korzyścią dla gospodarki europejskiej.

¹⁷

Zob. Fitch (2011 r.) i EFAMA (2012 r.).

samym potrzebę transformacji terminów zapadalności. Potrzeba dywersyfikacji i poszukiwanie zysków z uwagi na niskie poziomy stóp procentowych sprawiły, że inwestorzy instytucjonalni zainteresowali się finansowaniem długoterminowym, przeznaczając znaczną część swoich portfeli na instrumenty długoterminowe, takie jak instrumenty kapitałowe, instrumenty typu *private equity* i inne aktywa charakteryzującą się niską płynnością (np. w ubiegłych latach niektóre fundusze emerytalne bezpośrednio zainwestowały w szeroko zakrojone projekty dotyczące wytwarzania energii odnawialnej).

W tym kontekście, podobnie jak banki, inwestorzy instytucjonalni są zobowiązani przestrzegać przepisów ostrożnościowych i standardów rachunkowości. Nowe przepisy ostrożnościowe w odniesieniu do **zakładów ubezpieczeń** (dyrektywa Wyłącalność II)¹⁸ zobowiązują je do posiadania aktywów na pokrycie ich zobowiązań, z uwzględnieniem ich charakteru i terminów zapadalności; posiadanie inwestycji długoterminowych jest zgodne z rolą społeczną, jaką pełnią te przedsiębiorstwa. Celem dyrektywy Wyłącalność II jest wprowadzenie ujednoliconego systemu opartego na podziale ryzyka i wycena aktywów według wartości rynkowej. Wpływ nowych przepisów ostrożnościowych na zapewnianie finansowania długoterminowego przez zakłady ubezpieczeń będzie częściowo uzależniony od ich pozycji wyjściowej i doprecyzowania sposobu traktowania aktywów długoterminowych. Dyskusja skupiła się na sposobie zapewnienia, by regulacyjne narzuty kapitałowe z tytułu ryzyka aktywów nie obciążały nadmiernie posiadanych aktywów długoterminowych; oraz by nie ograniczać zachęt przewidzianych w dyrektywie Wyłącalność II w zakresie nagradzania takiego kształtowania struktury wiekowej zobowiązań i należności, by zobowiązaniom długoterminowym odpowiadały inwestycje długoterminowe.

W tym kontekście służby Komisji zwróciły się do Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) o zbadanie, czy szczegółowo sprecyzowane wymogi kapitałowe dotyczące inwestycji w niektóre kategorie aktywów w ramach systemu Wyłącalność II (w tym finansowanie infrastruktury i obligacje projektowe, finansowanie MŚP, sekurytyzacja wierzytelności itp.) powinny zostać dostosowane w celu upewnienia się, że nie ma przeszkód do finansowania długoterminowego, nie tworząc jednak dodatkowych zagrożeń ostrożnościowych. Komisja, Rada i Parlament Europejski omówiły również środki w celu ułatwienia obejmowania produktów ubezpieczeniowych długoterminowymi gwarancjami i realizacji długoterminowych inwestycji w ramach systemu Wyłącalność II. EIOPA dokona oceny tych środków do czerwca 2013 r. W oparciu o te ustalenia techniczne Komisja sporządzi sprawozdanie na temat środków, które mogłyby zostać włączone do dyrektywy Wyłącalność II lub przewidziane w odrębnych aktach delegowanych.

Fundusze emerytalne muszą zarządzać ryzykiem w celu osiągnięcia wymaganego poziomu rocznych zysków dla swoich klientów. Wymogi kapitałowe dotyczące funduszy emerytalnych różnią się w poszczególnych państwach członkowskich; różnią się także od wymogów kapitałowych dla zakładów ubezpieczeń, gdyż uwzględniają inne rodzaje ryzyka związanego z pracowniczymi funduszami emerytalnymi i dostępnością źródeł finansowania. Komisja zamierza dokonać przeglądu dyrektywy w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych¹⁹. Celem tego przeglądu jest między innymi zwiększenie ochrony członków tych programów i usprawnienie działalności transgranicznej w tym zakresie. Ważne będzie zagwarantowanie, aby nowe przepisy ostrożnościowe dotyczące pracowniczych programów emerytalnych nie zniechęcały do zrównoważonego finansowania długoterminowego. W przeglądzie dyrektywy w sprawie działalności instytucji

¹⁸ Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/solvency/future/index_en.htm.

¹⁹ Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/pensions/directive/index_en.htm.

pracowniczych programów emerytalnych trzeba będzie zatem uwzględnić ewentualny wpływ na finansowanie długoterminowe i wzrost gospodarczy.

Oprócz przepisów ostrożnościowych, szereg innych czynników strukturalnych wpływa jednak na możliwość zapewniania przez inwestorów instytucjonalnych finansowania długoterminowego. Spowolnienie gospodarcze prawdopodobnie wywrze trwały wpływ na długoterminowe strategie inwestorów instytucjonalnych w zakresie alokacji aktywów długoterminowych: w strategiach inwestycyjnych będą się oni kierować ostrożnością. Przykładowo, średnie zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w aktywa infrastrukturalne pozostaje niskie w porównaniu z ich zaangażowaniem w nieruchomości czy z rzeczywistymi potrzebami w zakresie inwestycji w infrastrukturę. Pod względem zarządzania ryzykiem i jego dywersyfikacji inwestorzy instytucjonalni mogą mieć obawy dotyczące dużej skali długoterminowych projektów inwestycyjnych. Działy zarządzania aktywami inwestorów instytucjonalnych innych niż banki mogą być również nieprzyzwyczajone do zarządzania aktywami o niższej płynności, czym zajmowały się często wyspecjalizowane zakłady ubezpieczeń, które ubezpieczały te aktywa. W dalszej perspektywie oznacza to, że niektórzy inwestorzy być może będą musieli rozszerzyć zakres swoich umiejętności, by podejmować właściwe decyzje inwestycyjne.

Można będzie zatem rozważyć inicjatywy mające na celu łączenie zasobów finansowych²⁰ oraz dostosowywanie pakietów finansowania według różnych faz ryzyka. Pomocny w tym zakresie mógłby być dialog między inwestorami i przedsiębiorstwami niefinansowymi, jak również rozpowszechnianie dobrych praktyk i studiów przypadków²¹. Komisja zobowiązała się²² również do przedstawienia wniosków w sprawie możliwych form **długoterminowych funduszy inwestycyjnych** (LTIF). Wczesne sygnały od zainteresowanych stron wskazują, że tego typu fundusz mógłby ułatwić pozyskiwanie środków w całej Unii i pomóc dużym i średnim inwestorom instytucjonalnym w inwestowaniu np. w szereg projektów infrastrukturalnych. LTIF pomoże również inwestorom instytucjonalnym dywersyfikować ryzyko. Ponadto zarządzający LTIF mogą zapewnić dodatkową wiedzę fachową o sposobach traktowania zawieranych transakcji czy metodach wyboru długoterminowych projektów infrastrukturalnych i zarządzania nimi.

Pytania:

6) W jakim zakresie można zwiększyć rolę inwestorów instytucjonalnych w zmieniającym się krajobrazie finansowania długoterminowego i jak tego dokonać?

7) Jak wypracować równowagę pomiędzy celami regulacji ostrożnościowej a dążeniem do wspierania finansowania długoterminowego podczas opracowywania i wdrażania poszczególnych wymogów ostrożnościowych dla zakładów ubezpieczeń, reasekuracji i funduszy emerytalnych takich jak pracownicze programy emerytalne?

8) Jakie są przeszkody dla ustanowienia mechanizmów inwestowania z wykorzystaniem środków pochodzących od wielu inwestorów instytucjonalnych? Czy takie platformy mogłyby zostać stworzone na szczeblu UE?

9) Jakie inne opcje i instrumenty można rozważyć w celu zwiększenia zdolności banków i

²⁰ Do przykładów łączenia zasobów finansowych należy proponowana platforma skupiająca fundusze emerytalne na potrzeby inwestycji w infrastrukturę w Zjednoczonym Królestwie i koncepcje wspólnego dla niektórych regionalnych funduszy emerytalnych funduszu private equity i infrastruktury.

²¹ Ustanowiono na przykład okrągły stół dotyczący finansowania służący ustaleniu możliwości opracowania finansowania dostosowanego i innowacyjnych instrumentów finansowych na potrzeby wspierania działań na rzecz efektywnego gospodarowania zasobami

²² Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/smact/index_en.htm.

Łączny wpływ reformy regulacyjnej na instytucje finansowe

Unia Europejska realizuje szeroko zakrojony program reform finansowych. Podsumowując wszystkie przyjęte i planowane zmiany przepisów ostrożnościowych dotyczących różnych podmiotów finansowych (banków, zakładów ubezpieczeń, funduszy emerytalnych itp.), istotną kwestią jest to, czy ich łączny wpływ na długoterminowe nakłady inwestycyjne mógłby przewyższać sumę skutków wszystkich reform analizowanych odrębnie. Przykładowo, jeżeli banki zmniejszą swoje zaangażowanie w nieruchomości w wyniku zaostrzenia wymogów w zakresie płynności, inwestorzy instytucjonalni posiadający zobowiązania długoterminowe mogliby wypełnić tę lukę, o ile w ramach regulacyjnych nie będzie nadmiernego nacisku na możliwość szybkiego upłynnienia. Jednoczesne wprowadzenie wymogów w zakresie płynności dla różnych uczestników rynku finansowego może jednakże zniechęcić do inwestowania w mniej płynne aktywa i zablokować tym samym szereg możliwych sposobów finansowania inwestycji długoterminowych.

Wymaga to ścisłego monitorowania wszelkich skumulowanych skutków reform regulacji ostrożnościowej. Zajmują się tym już międzynarodowe organy regulacyjne, takie jak Rada Stabilności Finansowej oraz grupa ministrów finansów i banków centralnych w ramach grupy G-20. Wyzwanie polega na osiągnięciu celów regulacji, jakimi są zwiększenie stabilności makrofinansowej i ujednolicenie przepisów, w sposób ograniczający do minimum negatywne bodźce do finansowania produktywnych inwestycji długoterminowych.

Pytanie:

10) Czy istnieją jakieś łączne skutki bieżących i planowanych reform regulacji ostrożnościowej w zakresie liczby i cykliczności ogółu inwestycji długoterminowych, oraz na ile są one istotne? W jaki sposób można by im zaradzić?

3.2. Skuteczność i efektywność rynków finansowych w oferowaniu instrumentów finansowania długoterminowego

Oprócz inwestorów instytucjonalnych do zapewnienia szerokiego wyboru instrumentów finansowania długoterminowego niezbędne są prawidłowo funkcjonujące i głębokie rynki kapitałowe i infrastruktura.

Europejskie rynki obligacji bardzo się wzmocniły na przestrzeni ostatnich kilku lat.²³ Obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa niefinansowe w Europie nadal stanowią jedynie 15 % zadłużenia przedsiębiorstw w porównaniu z innymi gospodarkami. W praktyce jedynie duże przedsiębiorstwa mają dostęp do europejskich rynków obligacji, podczas gdy dostęp większości przedsiębiorstw o średniej kapitalizacji i MŚP do tych rynków jest bardzo ograniczony. Europejskie rynki sekurytyzacji są również słabo rozwinięte w porównaniu z innymi regionami świata, co w dalszym stopniu ogranicza zakres dostępnych instrumentów finansowania długoterminowego.

²³ Na przykład, zagregowane pozostające do spłaty kwoty dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe w strefie euro wyniosły 940 mld EUR w lipcu 2012 r., co oznacza wzrost z około 652 mld EUR na początku 2008 r. (źródło: EBC).

Komisja zaproponowała reformy w celu poprawy struktury rynku poprzez tworzenie nowych systemów obrotu, zwiększenie przejrzystości i sprawności przepływu informacji, zaostrzenie wymogów w celu zmniejszenia działalności krótkoterminowej i spekulacyjnej oraz zwiększenie ochrony inwestorów²⁴. Zakres, w jakim reformy te umożliwią rynkom kapitałowym jak najskuteczniejsze zapewnianie finansowania długoterminowego, będzie podlegał monitorowaniu. Być może konieczne będzie podjęcie dalszych działań.

Rynki obligacji zabezpieczonych²⁵ wykazały się stosunkową odpornością podczas kryzysu. Rynki te są jednak podzielone wzdłuż granic krajowych i konieczne jest przeprowadzenie dodatkowej analizy w celu zbadania, czy i w jakim stopniu większa harmonizacja mogłaby pobudzić wykorzystanie obligacji zabezpieczonych, zgodnie z najnowszymi inicjatywami rynkowymi, uwzględniając obawy związane z potencjalnym zwiększeniem obciążenia aktywów w bilansach banków.

Przekształcenie **rynków sekurytyzacji** mogłyby również pomóc w uruchomieniu dodatkowych źródeł finansowania długoterminowego. Pod warunkiem zapewnienia odpowiedniego nadzoru i przejrzystości danych, mogą one pomóc instytucjom finansowym uwolnić kapitał, który może następnie zostać uruchomiony na potrzeby udzielania dodatkowych kredytów, oraz zarządzać ryzykiem. Inicjatywy rynkowe mające na celu pobudzenie rynków sekurytyzacji obejmują opracowanie etykiet dla wysokiej jakości, przejrzystych i znormalizowanych sekurytyzacji. Istnieje możliwość tworzenia przejrzystych i nie stosujących dźwigni finansowej struktur opartych na prostych produktach sekurytyzowanych, przy pomocy właściwie dobranych, zróżnicowanych i charakteryzujących się niskim ryzykiem aktywów bazowych. Istotne kwestie, które należy rozważyć, obejmują utworzenie wyspecjalizowanych rynków, zwłaszcza dla MŚP, oraz opracowanie odpowiednich przepisów ostrożnościowych i stworzenie systemów nadzoru. Można również rozważyć opracowanie produktów związanych z konkretnymi sektorami.

UE jako całość nigdy nie dysponowała prawdziwie **europejskim rynkiem obligacji projektowych**²⁶. Komisja wraz z EBI zaczęła zaradzać tej kwestii poprzez realizację inicjatywy obligacji projektowych, stanowiącej zaproponowane przez rynek finansowy rozwiązanie służące zlikwidowaniu niedoskonałości rynku i zwiększeniu wiarygodności kredytowej. Celem inicjatywy jest wykazanie wykonalności finansowania projektów infrastrukturalnych za pomocą obligacji i rozwój płynnego rynku obligacji projektowych. Choć nadal na małą skalę, uczestnicy rynku tworzą również różne platformy, produkty i narzędzia inwestycyjne służące pobudzeniu rynków obligacji projektowych. Należy zatem zastanowić się na dalszym propagowaniu wykorzystywania obligacji projektowych, biorąc również pod uwagę planowaną śródkresową ocenę inicjatywy²⁷.

²⁴ Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

²⁵ Obligacje zabezpieczone to obligacje zabezpieczone kredytami hipotecznymi, które nadal wykazywane są ujmowane w bilansie ich wystawcy. Ich przeciwieństwem są papiery wartościowe zabezpieczone spłatami mieszkaniowych kredytów hipotecznych, w przypadku których aktywa nie są ujmowane w bilansie.

²⁶ Obligacje projektowe to prywatne instrumenty dłużne emitowane przez spółkę celową na potrzeby sfinansowania konkretnego projektu pozabilansowego.

²⁷ Mogłaby ona obejmować: a) standaryzację i etykietowanie obligacji projektowych emitowanych przez spółki celowe w UE; b) potrzebę stworzenia odrębnych ram regulacyjnych; oraz c) analizę potrzeby podjęcia prac nad rozwojem rynku obligacji projektowych (np. za pośrednictwem platformy obrotu). Analogicznie, obligacje projektowe można by rozszerzyć na obligacje ekologiczne i specjalne obligacje dla projektów demonstracyjnych w danych sektorach przemysłu, w tym dla pierwszych w swoim rodzaju, wykorzystywanych do celów handlowych branżowych projektów demonstracyjnych.

Wiele osób również twierdzi, że gospodarka, przedsiębiorstwa i projekty inwestycyjne potrzebują więcej **kapitału własnego** niż instrumentów dłużnych. Kapitał własny może być lepszym instrumentem finansowania długoterminowych inwestycji o wysokim ryzyku, jak również inwestycji charakteryzujących się nierównym dostępem do informacji oraz pokusą nadużyć. Od początku kryzysu niepewność makroekonomiczna i niskie stopy procentowe mogły wpłynąć na popyt przedsiębiorstw na długoterminowe instrumenty kapitałowe oraz ich gotowość do podejmowania ryzyka związanego z inwestycjami w tego rodzaju instrumenty. Inwestorzy interesowali się w zamian instrumentami długu państwowego o dużej wiarygodności kredytowej. Równocześnie dostęp ofert publicznych do rynku został jeszcze bardziej ograniczony, zmniejszając przedsiębiorstwom dostępu do kapitału, a europejskie giełdy coraz częściej odgrywają rolę dostawców płynności, zamiast świeżego kapitału. Ogólnie rzecz biorąc, koszt kapitału własnego pozostaje na wysokim poziomie, podczas gdy koszty finansowania dłużnego spadły. Podkreśla to istnienie luki kapitałowej w Europie, której zlikwidowanie prawdopodobnie będzie wymagać czasu. Rozwój sytuacji w tym kierunku wydaje się mieć większy wpływ na przedsiębiorstwa o średniej kapitalizacji. Polityka rządowa i przepisy muszą być jak najbardziej neutralne, tak aby podmiotom prywatnym pozostawić wybór pomiędzy finansowaniem kapitałem własnym a finansowaniem dłużnym (np. zobacz poniżej kwestię opodatkowania przedsiębiorstw).

Pytania:

11) Jak zwiększyć finansowanie długoterminowych inwestycji przez rynki kapitałowe w Europie?

12) Jak rynki kapitałowe mogą pomóc w zlikwidowaniu luki kapitałowej w Europie? Co powinno się zmienić w sposobie funkcjonowania pośrednictwa w zapewnianiu finansowania przez rynki, aby usprawnić przepływ środków na potrzeby inwestycji długoterminowych, wesprzeć finansowanie inwestycji długoterminowych przy jednoczesnym zapewnieniu trwałego pod względem gospodarczym, społecznym i środowiskowym wzrostu gospodarczego i odpowiedniej ochrony inwestorów i konsumentów?

13) Jakie są zalety i wady opracowania bardziej ujednoliconych ram obligacji zabezpieczonych? Jakie elementy mogłyby wchodzić w skład tych ram?

14) Jak ożywić rynek sekurytyzacji w UE, by osiągnąć właściwą równowagę między stabilnością finansową a potrzebą poprawy transformacji terminów zapadalności w ramach systemu finansowego?

3.3 Przekrojowe czynniki umożliwiające oszczędzanie i finansowanie długoterminowe

Istnieje szereg bardziej przekrojowych czynników istotnych dla inwestycji długoterminowych, które również należy rozważyć, biorąc pod uwagę wpływ jaki mogą mieć zarówno na podaż, jak i pośrednictwo w zapewnianiu finansowania długoterminowego.

Działania organów publicznych, w tym systemy opodatkowania, pełnią ważną rolę w pobudzaniu długoterminowych projektów inwestycyjnych, tworzą zachęty i umożliwiają gospodarstwom domowym oszczędzanie w dłuższej perspektywie, a uczestnikom rynku zapewnianie finansowania długoterminowego na realizację produktywnych inwestycji. Długookresowe ramy polityki określone przez organy publiczne wspierają opracowanie programów inwestycji strategicznych wybiegających poza cykl polityczny, zapewniając większą przejrzystość i pewność dla inwestorów i przedsiębiorstw. Ważne jest, aby

interwencja państwa w tym kontekście nie zakłócała konkurencji, nie wypierała inwestorów prywatnych ani nie zakłócała równych warunków działania na jednolitym rynku.

Niektóre państwa członkowskie podjęły również działania w celu promowania długoterminowego oszczędzania i podejmowania decyzji inwestycyjnych w długim horyzoncie czasowym przez gospodarstwa domowe. W niektórych krajach wprowadzono automatyczne uczestnictwo w programach emerytalnych. W innych wprowadzono celowe rachunki oszczędnościowe²⁸ służące wspieraniu finansowania długoterminowych projektów inwestycyjnych, zapewniając gwarantowany (przez państwo) zysk i w niektórych przypadkach ulgi podatkowe. Środki zgromadzone na tych rachunkach są następnie inwestowane w obiekty użyteczności publicznej, takie jak szpitale, mieszkania socjalne czy uniwersytety. W dłuższej perspektywie warto byłoby rozważyć, czy **dostępność spółek celowych na szczelnie unijnym** mogłaby skłonić większą liczbę oszczędzających do oszczędzania długoterminowego, co byłoby bardziej bezpośrednio związane z ogólnymi celami społecznymi. Model ten wymagałby dostosowania, by mógł być stosowany na szczelnie unijnym.

Wiele zainteresowanych stron wskazało również wyceny aktywów, zasady rachunkowości oraz strategie stosowane przez zarządzających aktywami jako czynniki, które utrudniają pośrednictwo, podnoszą jego koszty i prowadzą do powstania niewłaściwych zachęt, takich jak zachęty nagradzające skłonność do spekulowania i stosowania krótkowzrocznego podejścia, powodowane postrzeganiem wyższym ryzykiem i odsuniętymi w czasie zwrotami z inwestycji długoterminowych.

Pytanie:

15) Jakie są zalety różnych modeli rachunków oszczędnościowych dostępnych w UE? Czy można by stworzyć model unijny?

Podatki

Struktura i wysokość podatków mogą mieć wpływ na decyzje inwestycyjne i oszczędnościowe, a tym samym na wzrost gospodarczy. Ogólnie rzecz biorąc, systemy podatkowe powinny być zaprojektowane w taki sposób, aby w jak najmniejszym stopniu zakłócać decyzje ekonomiczne obywateli i przedsiębiorstw, chyba że celem podatków jest skorygowanie efektów zewnętrznych wynikających ze szczególnych i jasno określonych niedoskonałości rynku:

- **podatki a inwestycje:** podatek dochodowy od osób prawnych jest jednym z wielu czynników wpływających na decyzje dotyczące poziomu inwestycji, jak i sposobu ich finansowania. W szczególności, systemy opodatkowania przedsiębiorstw w większości państw członkowskich preferują zadłużenie niż kapitał własny, tworząc zachęty dla przedsiębiorstw do zwiększania efektu dźwigni, ponieważ odsetki podlegają odliczeniu, podczas gdy zasadniczo ulga tego rodzaju nie przysługuje z tytułu zwrotu z kapitału. Dobrze zaprojektowana podstawa opodatkowania, która zmniejsza efekt zastosowania dźwigni, mogłaby również zwiększyć odporność przedsiębiorstw na krótkotrwałe ograniczenie w dostępie do kredytów. Zaledwie kilka państw członkowskich wprowadziło jednak reformy próbując wyeliminować to zakłócenie. Podjęcie dalszych dyskusji na temat takiego zaprojektowania podstawy opodatkowania

²⁸

Na przykład: Livret A we Francji, libretti postali we Włoszech, oraz Bausparvertrag (umowa na prowadzenie rachunku oszczędnościowego na sfinansowanie zakupu nieruchomości) w Niemczech.

osób prawnych, aby zapewnić jej neutralność w zakresie finansowania, mogłoby więc być przydatne w całej UE;

- **podatki a oszczędności:** opodatkowanie oszczędności ma wiele ważnych z gospodarczego punktu widzenia skutków, w tym wpływ na łączną kwotę oszczędności w gospodarce, a tym samym na alokację kapitału i podejmowanie inwestycji. Biorąc pod uwagę te skutki, należy ostrożnie kształtować politykę podatkową w tej dziedzinie. Wiele państw członkowskich wprowadziło już szereg zachęt skłaniających do zwiększania (długoterminowych) oszczędności, zwłaszcza w odniesieniu do oszczędności na cele zabezpieczenia emerytalnego. Ponadto wiele państw członkowskich stosuje podwójne systemy podatku dochodowego, w których dochody kapitałowe są zazwyczaj opodatkowane oddzielnie, według niższej stawki niż inne źródła dochodu; oraz
- **zachęty podatkowe:** uznaje się często za instrumenty wspierające niektóre rodzaje inwestycji; ulga podatkowa może być uzasadniona, jeżeli korzyści społeczne z inwestycji przewyższają zwrot z inwestycji uzyskiwany przez inwestora, co powoduje, że poziom inwestycji jest poniżej optimum społecznego (np. inwestycje w badania i rozwój oraz w technologie ochrony środowiska). Istnieją co prawda przesłanki do stosowania zachęt podatkowych, mogą one jednak prowadzić również do powstania obciążeń administracyjnych poprzez zwiększenie liczby wyłączeń lub dodatkowych przepisów, które muszą być przestrzegane. W niektórych przypadkach różne przepisy krajowe mogą stwarzać możliwości arbitrażu.

Pytania:

16) Jakie reformy podatku od osób prawnych mogłyby prowadzić do poprawy warunków inwestowania poprzez wyeliminowanie zakłóceń pomiędzy zadłużeniem a kapitałem własnym?

17) Jakie okoliczności powinny być brane pod uwagę przy ustalaniu właściwych zachęt do oszczędzania długoterminowego na poziomie krajowym? W szczególności, jak wykorzystywać zachęty podatkowe do wspierania oszczędzania długoterminowego w sposób zrównoważony?

18) Jakie rodzaje zachęt podatkowych dla przedsiębiorstw są korzystne? Za pomocą jakich środków można poradzić sobie z zagrożeniami, jakie stanowi arbitraż, w przypadku gdy zwolnienia/zachęty przyznawane są na konkretne działania?

19) Czy zwiększenie koordynacji systemów podatkowych w UE wsparłoby finansowanie inwestycji długoterminowych?

Zasady rachunkowości

Rachunkowość nie jest neutralna, gdyż wpływa na podejmowanie decyzji ekonomicznych: standardy i zasady rachunkowości (takie jak MSSF) pozwalają zapewnić przedsiębiorcom, inwestorom i organom publicznym płaszczyznę porozumienia, przyczyniając się do budowy poczucia zaufania i bezpieczeństwa. Oznacza to, że zasady te muszą pogodzić różne punkty widzenia: interesy gospodarcze i interesy finansowe/interesy inwestorów. **Zasady księgowania według wartości godziwej** mogą zwiększyć przejrzystość i spójność informacji finansowych, ponieważ wykazują wartość rynkową aktywów i zobowiązań oraz przekazują informacje na temat sytuacji finansowej poszczególnych instytucji. Mogą mieć też jednak negatywne konsekwencje dla stabilności i finansowania długoterminowego. Przykładowo, z niektórych badań wynika, że inwestorzy instytucjonalni ograniczają udział instrumentów

kapitałowych w portfelu inwestycyjnym, ponieważ uznawane są one za bardziej zmienne i ryzykowne niż obligacje. Według innych badań wycena według wartości rynkowej może zachęcić inwestorów długoterminowych do zwiększenia ekspozycji na ryzyko, jeśli zmienność ta nie jest ujmowana w ich rachunkach zysków i strat. Niemniej jednak warto by dogłębnie przeanalizować czy standardy te są odpowiednie w odniesieniu do inwestycji długoterminowych. W tym kontekście należałoby określić sposoby wypracowania równowagi pomiędzy wymogiem przekazywania inwestorom dokładnych informacji a wystarczająco silnymi zachętami do utrzymywania aktywów długoterminowych i zarządzania nimi.

Pytanie:

20) W jakim stopniu stosowanie zasad księgowania według wartości godziwej doprowadziło do szkodliwej „krótkowzroczności” w zachowaniu inwestorów? Jakie alternatywne rozwiązania lub inne sposoby zrekompensowania takich skutków można by zaproponować?

Ład korporacyjny

Sposób, w jaki aktywa są zarządzane, może odegrać ważną rolę w zakresie finansowania długoterminowego w postaci dostosowania zachęt dla zarządzających aktywami, inwestorów i przedsiębiorstw do stosowania długoterminowych strategii oraz łagodzenia obaw dotyczących podejścia krótkowzrocznego, spekulacji i pośrednictwa. Wprowadzono już przepisy dotyczące obowiązków powierniczych, konfliktów interesów, wynagrodzenia, wykonywania prawa głosu i ujawniania informacji na temat kosztów, a także świadczenia usług doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelem.²⁹ Dalsze działania, obejmujące ewentualną zmianę dyrektywy w sprawie praw akcjonariuszy, przedstawiono również w **planie działania w sprawie europejskiego prawa spółek i ładu korporacyjnego**³⁰. Można przewidzieć dodatkowe działania, w tym pogłębioną ocenę zachęt dla zarządzających aktywami, aby lepiej uwzględnić kwestie długoterminowe, oraz wymóg zwiększenia przejrzystości przez zarządzających aktywami w wypełnianiu ich obowiązków powierniczych. Przedstawiono również pomysły na zwiększenie długoterminowego zaangażowania akcjonariuszy, np. w postaci możliwości rozszerzenia praw głosu lub zwiększenia wysokości dywidend inwestorów długoterminowych.

Pytania:

21) Jakiego rodzaju zachęty mogłyby pomóc w zwiększeniu długoterminowego zaangażowania akcjonariuszy?

22) Jak opracować uprawnienia i zachęty udzielane zarządzającym aktywami, tak aby wspierały strategie i relacje w zakresie inwestycji długoterminowych?

23) Czy istnieje potrzeba przeglądu definicji obowiązku powierniczego w kontekście finansowania długoterminowego?

Ujawnianie informacji i sprawozdawczość

Ostatnie analizy wskazują na rosnące zapotrzebowanie na **ujawnianie przez przedsiębiorstwa informacji niefinansowych**. Z badań wynika, że przedsiębiorstwa, które aktywnie zarządzają swoimi operacjami z uwzględnieniem aspektów trwałego rozwoju ich

²⁹ Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/investment/ucits_directive_en.htm oraz http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm.

³⁰ Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_en.pdf.

działalności, ponoszą niższe koszty kapitału i zazwyczaj osiągają w dłuższej perspektywie lepsze wyniki niż ich konkurenci. Ogólne wymogi dotyczące ujawniania informacji mogą nie być wystarczające, aby skłonić do podejmowania decyzji w sprawie inwestycji długoterminowych, Komisja pracuje więc nad stworzeniem bardziej solidnych ram sprawozdawczości niefinansowej. Należałoby również rozważyć ujawnianie informacji niefinansowych przez zarządzających aktywami i właścicieli aktywów, w tym sposób przedstawiania konkretnych zagrożeń i skutków związanych z uwzględnianiem przy zarządzaniu portfelem kwestii trwałego rozwoju. Panuje również przekonanie, że konieczność sporządzania **kwartalnych sprawozdań** tworzy niewłaściwe zachęty, przez co uczestnicy rynku skupiają się na wynikach uzyskiwanych w bardzo krótkim horyzoncie czasowym. W ramach przeglądu dyrektywy w sprawie przejrzystości³¹ Komisja zaproponowała zniesienie obowiązku sprawozdawczości kwartalnej.

Wskaźniki referencyjne i ratingi kredytowe również mogą dotyczyć rocznych lub krótszych okresów. Komisja zaproponowała zaostrezenie przepisów w celu ograniczenia uzależnienia od tradycyjnych ratingów i w listopadzie 2012 r. osiągnięto porozumienie polityczne w sprawie kilku reform legislacyjnych.³² Opracowanie mierników i ratingów w sposób pozwalający osiągnąć równowagę między dążeniem do promowania perspektywy długoterminowej a koniecznością zapewnienia rozliczalności w krótkookresowej perspektywie mogłoby stanowić przydatne narzędzie wspierające inwestorów długoterminowych.

Pytania:

24) W jakim stopniu zwiększenie integracji informacji finansowych i niefinansowych może przyczynić się do zapewnienia szerszego oglądu wyników przedsiębiorstwa w dłuższym okresie oraz do usprawnienia podejmowania decyzji inwestycyjnych?

25) Czy należy określić konkretne długoterminowe wskaźniki referencyjne?

3.4 Ułatwienie dostępu MŚP do finansowania bankowego i pozabankowego

Współczesne małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) mają potencjał do wspierania długoterminowego wzrostu gospodarczego w przyszłości. W przeszłości miały one znaczne trudności w uzyskiwaniu dostępu do środków potrzebnych im do rozwoju. Ze względu na ich zależność od finansowania przez banki oraz prowadzony obecnie proces delewarowania, dostęp ten został jeszcze bardziej ograniczony. Dodatkową trudnością jest obecne rozdrobnienie rynków finansowych w UE, przejawiające się dużym zróżnicowaniem warunków w dostępie do finansowania w poszczególnych krajach.

Ograniczona dostępność kredytów bankowych zaowocowała działaniami politycznymi na rzecz propagowania alternatywnych, pozabankowych źródeł kredytowania MŚP. W 2011 r. Komisja przyjęła plan działania służący rozwiązaniu problemów finansowych, jakich doświadczają MŚP.³³ Część inicjatyw zostało już uzgodnionych, w tym nowe unijne ramy inwestowania w fundusze *venture capital* i w fundusze na rzecz przedsiębiorczości społecznej. Opracowywane są również pewne inicjatywy polityczne dotyczące ułatwienia dostępu MŚP do rynków kapitałowych. Inne wnioski ustawodawcze związane z planem działania zostaną dopiero przyjęte. Przedstawione zostały również wnioski służące umożliwieniu operatorom wielostronnych platform obrotu oznaczenia ich mianem „rynek na

³¹ Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf.

³² Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm.

³³ Zob. http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/com-2011-870_en.pdf.

rzecz wzrostu MŚP”; oraz dotyczące odpowiedniego systemu, który zmniejszy koszty administracyjne i obciążenia dla MŚP w dostępie do rynków w celu uzyskania finansowania³⁴. Równocześnie nastąpił rozwój rynków tradycyjnych, takich jak finansowanie aktywów i finansowanie łańcucha dostaw, pojawiły się również innowacje finansowe wykorzystujące rozwój technologii i internet np. finansowanie społecznościowe.

Środki te mogą jednak okazać się niewystarczające do zaradzenia trudnościom, jakie napotykają MŚP w dostępie do finansowania. Można rozważyć dalsze kroki, w tym:

- **rozwój sektora kapitału wysokiego ryzyka.** Sektor kapitału wysokiego ryzyka cierpi na brak środków i wpływa na niego regulacja ostrożnościowa banków i zakładów ubezpieczeń. Fundusze funduszy mogą stanowić skuteczne narzędzie zwiększania stanu kapitału wysokiego ryzyka. Fundusz gwarancji dla inwestorów instytucjonalnych może przyczynić się do dalszego znoszenia ograniczeń na tym rynku;
- **rozwój specjalnych rynków i sieci dla MŚP.** Fundusze *venture capital* są również zależne od sprawnie funkcjonujących giełd zorientowanych na MŚP, umożliwiając realizację ich inwestycji w drodze pierwszej oferty publicznej. Środki mogłyby obejmować opracowanie odrębnego podejścia do MŚP, wykraczającego poza obecny wniosek w sprawie MiFID II, w tym opracowanie szczegółowych zasad rachunkowości dla MŚP notowanych na giełdzie i nowych platform obrotu. Specjalne rynki dla MŚP mogłyby pomóc w zwiększaniu ich widoczności i pozyskiwaniu nowych inwestorów, a także wspierać rozwój nowych instrumentów sekurytyzacyjnych przeznaczonych dla MŚP; Opracowanie ram dotyczących sieci biznesowych mogłoby zachęcić do łączenia zasobów MŚP, podziału ryzyka, uwspólniania i dywersyfikacji i w ten sposób zwiększać ich dostęp do finansowania;
- **rozwój nowych instrumentów sekurytyzacyjnych przeznaczonych dla MŚP.** Komisja wprowadziła już instrument sekurytyzacyjny dla MŚP i zaproponowała, aby kontynuować wsparcie na rzecz sekurytyzacji za pośrednictwem programu COSME. Ponadto zgodnie z unijnymi kryteriami dotyczącymi inwestycji przemysłowych MŚP leżących w interesie ogółouropejskim, spółki celowe udzielające kredytów strukturyzowanych mogłyby otrzymać etykietę europejską. Wobec dużych różnic pomiędzy sektorami przemysłu, jak i pomiędzy cyklami inwestycyjnymi, instrumenty te powinny być zróżnicowane;
- **opracowanie standardów dotyczących ocen kredytowych MŚP** mogłoby zaradzić kwestii niedostępności wiarygodnych informacji na temat MŚP oraz związanej z tym trudności oceny ich wiarygodności kredytowej przez potencjalnych inwestorów. Opracowanie wspólnych minimalnych standardów jakości w zakresie zewnętrznej oceny przedsiębiorstw o średniej kapitalizacji i MŚP również mogłoby przyczynić się do dalszego ułatwiania im dostępu do finansowania, w tym zagranicznego, i do pogłębiania integracji rynku; oraz
- **stworzenie lub promowanie innych alternatywnych źródeł finansowania** takich jak leasing, finansowanie łańcucha dostaw, źródła finansowania za pośrednictwem internetu takie jak finansowanie społecznościowe itp. Należy

³⁴

Zob. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

się bliżej zastanowić nad sposobem zapewnienia trwałego rozwoju tych rynków i ich właściwego wspierania w ramach regulacyjnych.

Pytania:

26) Jakie dalsze działania w zakresie unijnych regulacji lub innych reform można podjąć, aby ułatwić MŚP dostęp do alternatywnych źródeł finansowania?

27) Czym powinny się charakteryzować instrumenty sekurytyzacyjne przeznaczone dla MŚP? Jakie są najlepsze sposoby wykorzystania sekurytyzacji do uruchamiania kapitału pośredników finansowych na potrzeby zapewniania MŚP dodatkowego finansowania/inwestycji?

28) Czy warto by stworzyć w pełni odrębne podejście do rynków MŚP? Kto powinien się zająć stworzeniem rynku (obejmującego produkty sekurytyzacyjne przeznaczone na potrzeby MŚP w zakresie finansowania) dla MŚP i w jaki sposób można by przeprowadzić ten proces?

29) Czy unijne ramy regulacyjne pomogłyby w rozwoju tych alternatywnych pozabankowych źródeł finansowania MŚP czy wręcz przeciwnie? Jakie reformy umożliwiłyby MŚP ciągły rozwój?

Pytanie:

30) Oprócz analizy i potencjalnych środków przedstawionych w niniejszej zielonej księdze, co jeszcze mogłoby się przyczynić do długoterminowego finansowania europejskiej gospodarki?

4. DALSZE DZIAŁANIA

Na podstawie wyników niniejszej konsultacji Komisja rozważy podjęcie odpowiednich działań. Otrzymane opinie zostaną udostępnione na stronie internetowej Komisji, chyba że przesyłające je podmioty zastrzegą wyraźnie ich poufność; Komisja opublikuje również streszczenie wyników konsultacji.

Zainteresowane strony zaprasza się do nadsyłania uwag do dnia 25 czerwca 2013 r. na następujący adres: markt-consultation-long-term-financing@ec.europa.eu