



Bruksela, dnia 30.9.2015 r.
COM(2015) 468 final

**KOMUNIKAT KOMISJI DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO, RADY,
EUROPEJSKIEGO KOMITETU EKONOMICZNO-SPOŁECZNEGO I KOMITETU
REGIONÓW**

Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych

{SWD(2015) 183 final}

{SWD(2015) 184 final}

Spis treści

WPROWADZENIE	3
1. DROGA DO WZROSTU GOSPODARCZEGO – FINANSOWANIE NA RZECZ INNOWACJI, PRZEDSIĘBIORSTW TYPU START-UP I SPÓŁEK PRYWATNYCH.....	7
1.1. Finansowanie fazy rozruchu.....	8
1.2. Wczesna faza rozwoju.....	9
1.3. Wspieranie MŚP ubiegających się o finansowanie.....	11
1.4. Fundusze, w ramach których udzielane są pożyczki.....	12
1.5 System ofert na rynku niepublicznym.....	12
2. UŁATWIANIE PRZEDSIĘBIORSTWOM WEJŚCIA NA RYNKI PUBLICZNE I POZYSKANIA NA NICH KAPITAŁU	14
3. INWESTYCJE DŁUGOTERMINOWE, ZRÓWNOWAŻONE ORAZ INWESTYCJE Z ZAKRESU INFRASTRUKTURY	17
3.1. Poprawa otoczenia inwestycyjnego w oparciu o ramy regulacyjne.....	17
3.2. Wspieranie finansowania długoterminowego i finansowania infrastruktury..	18
3.3. Wykorzystanie finansowania do osiągnięcia zrównoważenia środowiskowego.....	19
3.4. Zaproszenie do składania uwag dotyczących istniejących ram regulacyjnych	19
4. WSPIERANIE INWESTYCJI DOKONYWANYCH PRZEZ INWESTORÓW DETALICZNYCH ORAZ INWESTYCJI INSTYTUCJONALNYCH.....	21
4.1. Inwestorzy detaliczni.....	21
4.2. Inwestorzy instytucjonalni	23
5. ZWIĘKSZANIE ZDOLNOŚCI WSPIERANIA PRZEZ BANKI SZERZEJ ROZUMIANEJ GOSPODARKI	25
6. UŁATWIANIE INWESTOWANIA NA POZIOMIE TRANSGRANICZNYM.....	27
6.1. Pewność prawa i infrastruktura rynkowa dla inwestycji transgranicznych	27
6.2. Usuwanie krajowych barier w zakresie inwestycji transgranicznych	28
6.3. Promowanie stabilności finansowej i spójności w zakresie nadzoru.....	30
6.4. Ułatwianie dokonywania inwestycji międzynarodowych.....	32
7. DALSZE DZIAŁANIA I MONITOROWANIE	33

WPROWADZENIE

Głównym priorytetem Komisji jest wzmocnienie gospodarki Europy i pobudzenie inwestycji w celu tworzenia nowych miejsc pracy. Plan inwestycyjny o wartości 315 mld EUR, którego wdrażanie rozpoczęto mniej niż rok po rozpoczęciu obecnej kadencji Komisji, ułatwi rozpoczęcie tego procesu. Aby zwiększyć inwestycje w perspektywie długoterminowej, potrzebne są silniejsze rynki kapitałowe. Zapewniłyby one nowe źródła finansowania dla przedsiębiorstw, przyczyniłyby się do powstania większej liczby możliwości dla oszczędzających oraz poprawiłyby odporność gospodarki. Dlatego też jednym z kluczowych priorytetów wyznaczonych przez przewodniczącego Komisji Jean-Claude'a Junckera jest potrzeba stworzenia prawdziwego jednolitego rynku kapitałowego – unii rynków kapitałowych – dla wszystkich 28 państw członkowskich Unii.

Swobodny przepływ kapitału jest jedną z podstawowych zasad, na których zbudowano UE. Mimo postępów poczynionych przez ostatnie 50 lat rynki kapitałowe Europy nadal są stosunkowo słabo rozwinięte i rozdrobnione. Gospodarka europejska dorównuje pod względem wielkości gospodarce amerykańskiej, jednak europejskie rynki akcji nie są nawet w połowie, a rynki długu nawet w jednej trzeciej tak duże, jak te amerykańskie. Różnice między poszczególnymi państwami członkowskimi są jeszcze większe niż różnica między Europą a Stanami Zjednoczonymi. Bardziej zintegrowane rynki kapitałowe będą skutkowały przyrostami wydajności i będą wspierały zdolność Europy do finansowania wzrostu gospodarczego.

Unia rynków kapitałowych wzmocni trzeci filar Planu inwestycyjnego dla Europy. Będzie przynosiła korzyści dla wszystkich 28 państw członkowskich, jednocześnie wzmacniając unię gospodarczą i walutową poprzez wspieranie konwergencji gospodarczej i pomoc w radzeniu sobie ze wstrząsami gospodarczymi w strefie euro, jak określono w sprawozdaniu czterech przewodniczących i prezesa EBC dotyczącym dokończenia budowy unii gospodarczej i walutowej.

Silniejsze rynki kapitałowe będą uzupełniały mocno zakorzenioną europejską tradycję finansowania bankowego i przyczynią się do:

- **uruchomienia większej liczby inwestycji z UE i pozostałej części świata:** unia rynków kapitałowych pomoże gromadzić kapitał w Europie i przekazywać go wszystkim przedsiębiorstwom, w tym MŚP, na realizację projektów z zakresu infrastruktury i zrównoważonych projektów długoterminowych, którym kapitał ten jest potrzebny do rozwoju i tworzenia miejsc pracy. Dzięki temu gospodarstwa domowe będą miały lepsze możliwości realizacji swoich celów oszczędnościowych związanych z emeryturami;
- **lepszego połączenia finansowania z projektami inwestycyjnymi w całej UE:** państwa członkowskie o małych rynkach i wysokim potencjale wzrostu mogą wiele zyskać dzięki poprawie przekazywania kapitału i inwestycji na realizację ich projektów. Państwa członkowskie o bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych będą czerpały korzyści z większych inwestycji transgranicznych i możliwości oszczędzania;
- **zapewnienia większej stabilności systemu finansowego:** zintegrowane rynki finansowe i kapitałowe mogą być pomocne dla państw członkowskich, w szczególności tych należących do strefy euro, pod względem współdzielenia wpływu wstrząsów gospodarczych. Poszerzenie źródeł finansowania pomoże w podziale ryzyka finansowego, a dzięki temu obywatele i przedsiębiorstwa UE będą w mniejszym stopniu odczuwali spadki aktywności sektora bankowego. Ponadto bardziej rozwinięte rynki akcji, w

przeciwnieństwie do wzrostu zadłużenia, pozwalają na dokonywanie większych inwestycji w perspektywie długoterminowej;

- **pogłębienia integracji finansowej i zwiększenia konkurencji:** bardziej transgraniczny podział ryzyka, pogłębione i płynniejsze rynki oraz zróżnicowane źródła finansowania zacieśnią integrację finansową, obniżą koszty i poprawią europejską konkurencyjność.

Mówiąc prościej, unia rynków kapitałowych wzmocni związek między oszczędnościami a wzrostem gospodarczym. Zapewni też więcej możliwości i lepsze zyski dla oszczędzających i inwestorów. Ponadto będzie oferowała przedsiębiorstwom większy wybór źródeł finansowania na różnych etapach ich rozwoju.

Dlaczego to się opłaca?

Kilka przykładów ilustruje potencjalne korzyści. Europejskie MŚP pozyskują pięć razy mniej środków finansowych na rynkach kapitałowych niż ma to miejsce w Stanach Zjednoczonych. Jeżeli nasze rynki kapitału wysokiego ryzyka byłyby równie głębokie jak w USA, w latach 2009–2014 przedsiębiorstwa miałyby dostęp do finansowania w wysokości ponad 90 mld EUR. Gdyby można było przywrócić sekurytyzację w UE – w sposób bezpieczny – do średnich poziomów emisji sprzed kryzysu, banki byłyby w stanie udzielić dodatkowych kredytów na rzecz sektora prywatnego w wysokości ponad 100 mld EUR. Ponadto gdyby sekurytyzacje MŚP zostały odtworzone do poziomu o połowę niższego w porównaniu ze szczytowym poziomem sprzed kryzysu, mogłyby generować 20 mld EUR dodatkowych funduszy. Potrzeby inwestycyjne również są duże – na przykład szacuje się, że przejście UE na gospodarkę niskoemisyjną będzie wymagało inwestycji w wysokości 200 mld EUR rocznie¹.

Unia rynków kapitałowych powinna przybliżyć UE do sytuacji, w której przykładowo: MŚP mogą zdobywać finansowanie tak łatwo, jak duże przedsiębiorstwa; koszty inwestowania i dostępu do produktów inwestycyjnych są podobne w całej UE; uzyskiwanie finansowania na rynkach kapitałowych staje się coraz łatwiejsze; pozyskiwanie finansowania w innym państwie członkowskim nie jest utrudnione zbędnymi barierami prawnymi ani barierami w zakresie nadzoru.

Plan działania na rzecz unii rynków kapitałowych

W następstwie konsultacji, które rozpoczęto w lutym, Komisja otrzymała ponad 700 odpowiedzi. W informacjach zwrotnych ogólnie potwierdzono znaczenie tworzenia unii rynków kapitałowych, a Parlament Europejski² i Rada³ potwierdziły swoje silne poparcie dla podejścia stopniowego oraz fakt, że kwestie zidentyfikowane w trakcie przeprowadzonych przez Komisję konsultacji były tymi kwestiami, na które należy położyć szczególny nacisk.

Nie ma jednego ogólnego środka pozwalającego na zbudowanie unii rynków kapitałowych. Wręcz przeciwnie, należy podjąć szereg działań, których łączny wpływ będzie znaczący. Komisja podejmie dalsze środki na rzecz eliminacji barier stojących między pieniędzmi inwestorów a możliwościami inwestycyjnymi oraz na rzecz przezwyciężenia przeszkód, które uniemożliwiają przedsiębiorstwom dotarcie do inwestorów. System przekazywania tych

¹ Model PRIMES, Ocena skutków na 2030 r.

² Rezolucja Parlamentu Europejskiego w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych (2015/2634(RSP)).

³ [Konkluzje Rady UE](#) w sprawie unii rynków kapitałowych z dnia 19 czerwca.

funduszy zostanie usprawniony w możliwie największym stopniu, zarówno na szczeblu krajowym, jak i transgranicznym.

Ponieważ ściślejsza integracja rynków kapitałowych i stopniowa eliminacja pozostałych barier krajowych mogą stwarzać nowe zagrożenia dla stabilności finansowej, Komisja będzie wspierała działania na rzecz zwiększenia spójności w zakresie nadzoru, tak aby organy regulacji rynku kapitałowego działały spójnie i umacniały dostępne instrumenty w celu ostrożnego zarządzania ryzykiem systemowym. Na podstawie informacji zwrotnych i własnej analizy Komisja podejmie działania w przedstawionych poniżej obszarach priorytetowych.

Zapewnianie europejskim przedsiębiorstwom, w tym MŚP, większego wyboru źródeł finansowania

Europejskie przedsiębiorstwa zabiegające o finansowanie na rynkach kapitałowych napotykać bariery na każdym etapie drabiny finansowania oraz na rynkach publicznych. Bariery te ograniczają możliwości mniejszych przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania finansowania kapitałem własnym i finansowania dłużnego. Komisja podejmie następujące działania:

- zmodernizuje dyrektywę w sprawie prospektu emisyjnego, aby obniżyć koszty publicznego pozyskiwania przez przedsiębiorstwa środków finansowych, dokona przeglądu barier regulacyjnych dla notowania małych przedsiębiorstw na rynkach akcji i długu oraz będzie wspierała działania w zakresie notowania na rynkach małych przedsiębiorstw za pośrednictwem europejskich struktur doradczych;
- uruchomi pakiet środków w celu wsparcia finansowania kapitałem wysokiego ryzyka i kapitałem własnym w UE, w tym stymulację inwestycji prywatnych poprzez wykorzystywanie środków UE za pośrednictwem ogólnoeuropejskich funduszy funduszy, reformę regulacyjną i promowanie najlepszych praktyk w zakresie zachęt podatkowych;
- będzie promowała innowacyjne formy finansowania przedsiębiorstw, takie jak finansowanie społecznościowe, oferta na rynku niepublicznym i środki pochodzące z pożyczek przy jednoczesnym zapewnianiu ochrony inwestorów i stabilności finansowej; oraz
- zbada sposoby wypracowania ogólnoeuropejskiego podejścia w celu poprawy łączenia MŚP z różnymi źródłami finansowania.

Zapewnianie odpowiedniego otoczenia regulacyjnego w odniesieniu do długoterminowych i zrównoważonych inwestycji i finansowania europejskiej infrastruktury

Europa potrzebuje znacznej liczby nowych, zrównoważonych inwestycji długoterminowych, aby utrzymać i zwiększać konkurencyjność. Wsparcie publiczne za pośrednictwem środków takich jak Plan inwestycyjny dla Europy o wartości 315 mld EUR może być pomocne, jednak potrzebne są też dalsze środki, aby uruchomić prywatne inwestycje na dłuższy okres. Komisja podejmie następujące działania:

- szybko wprowadzi zmiany do kalibracji, o których mowa w przepisach Wyłącalność II, tak by lepiej odzwierciedlały one rzeczywiste ryzyko związane z inwestycjami infrastrukturalnymi, a następnie dokona weryfikacji sposobu jego ujmowania zgodnie z rozporządzeniem w sprawie wymogów kapitałowych w odniesieniu do ekspozycji banków na infrastrukturę; oraz

- dokona oceny łącznego wpływu poprzednich reform regulacyjnych w celu zapewnienia spójności i zgodności w ramach inicjatywy Komisji w sprawie lepszych uregulowań i w oparciu o prace rozpoczęte w Parlamencie Europejskim w 2013 r. w zakresie spójności przepisów UE dotyczących usług finansowych.

Zwiększanie inwestycji i możliwości wyboru dla inwestorów detalicznych i instytucjonalnych

Oszczędności inwestorów detalicznych utrzymywane bezpośrednio lub za pośrednictwem podmiotów zarządzających aktywami, zakładów ubezpieczeń na życie i funduszy emerytalno-rentowych są kluczem do otwarcia rynków kapitałowych. Konsultacje wykazały, że w przypadku inwestorów detalicznych oszczędzających na przyszłość pomocne w dokonywaniu właściwych inwestycji mogą być większe zaufanie inwestorów, przejrzystość, pewność i możliwości wyboru. Ogólnie europejski sektor zarządzania aktywami funkcjonuje dobrze, jednak należy podjąć dalsze wysiłki, aby poprawić paszportyzację i konkurencję transgraniczną. Komisja podejmie następujące działania:

- Zbada sposoby zwiększenia wyboru i konkurencji w ramach transgranicznych detalicznych usług finansowych i ubezpieczeniowych za pośrednictwem zielonej księgi, która zostanie opublikowana jeszcze w tym roku. Komisja oceni także ramy regulacyjne w odniesieniu do inwestycji detalicznych, zwracając szczególną uwagę na poprawę przejrzystości i jakości oraz dostępność doradztwa inwestycyjnego w kontekście wzrostu świadczenia usług *online*;
- zbada sposoby zwiększenia możliwości wyboru w zakresie oszczędzania na emeryturę i tworzenia unijnego rynku prywatnych emerytur osobistych, na które podmioty wypłacające emeryturę mogą się zdecydować, oferując emerytury prywatne w całej UE; oraz
- wprowadzi skuteczny europejski paszport funduszu, który likwiduje opłaty i bariery transgraniczne w celu zwiększenia konkurencji i wyboru dla konsumentów.

Zwiększenie zdolności banków w zakresie udzielania pożyczek

Jako kredytodawcy mający znaczny udział w gospodarce i pośrednicy na rynkach kapitałowych banki będą odgrywały główną rolę w unii rynków kapitałowych. Banki posiadają silne lokalne więzi i wiedzę: pożyczki bankowe będą nadal stanowiły, obok rynków kapitałowych, główne źródło finansowania dla wielu przedsiębiorstw. Komisja podejmie następujące działania:

- pobudzi prostą, przejrzystą i znormalizowaną europejską sekurytyzację w celu uwolnienia potencjału bilansów bankowych i zapewnienia dostępu do możliwości inwestycyjnych dla inwestorów długoterminowych;
- zbada w odniesieniu do wszystkich państw członkowskich możliwość czerpania korzyści z działalności lokalnych spółdzielni kredytowych poza zakresem zasad dotyczących wymogów kapitałowych UE dla banków;
- oceni, czy i w jaki sposób można stworzyć ogólnoeuropejskie ramy obligacji zabezpieczonych w oparciu o dobrze funkcjonujące systemy krajowe, i zbada wykonalność podobnych instrumentów finansowania w odniesieniu do pożyczek dla MŚP.

Likwidacja barier transgranicznych i rozwój rynków kapitałowych we wszystkich 28 państwach członkowskich

Mimo postępów poczynionych w ostatnich dekadach na rzecz rozwoju jednolitego rynku kapitałowego nadal istnieje wiele przeszkód utrudniających realizację inwestycji transgranicznych. Obejmują one szeroki zakres przeszkód, począwszy od tych wynikających z prawa krajowego, takiego jak prawo dotyczące niewypłacalności, prawo podatkowe i prawo papierów wartościowych, po przeszkody wynikające z rozdrobnionej infrastruktury rynku. W związku z tym Komisja podejmie następujące działania:

- przeprowadzi konsultacje dotyczące głównych barier w zakresie niewypłacalności oraz podejmie inicjatywę ustawodawczą dotyczącą niewypłacalności przedsiębiorstw, eliminując najistotniejsze bariery w zakresie swobodnego przepływu kapitału w oparciu o prawidłowo funkcjonujące systemy krajowe;
- rozwiąże problem niepewności związanej z prawami własności papierów wartościowych i usprawni rozwiązania w zakresie rozliczania i rozrachunku transgranicznych transakcji na papierach wartościowych;
- będzie promowała rozwój rynków kapitałowych we wszystkich 28 państwach członkowskich w ramach europejskiego semestru i poprzez oferowanie państwom członkowskim dopasowanego wsparcia na rzecz zwiększenia potencjału administracyjnego za pośrednictwem Służby Komisji ds. Wspierania Reform Strukturalnych;
- podejmie współpracę z Europejskimi Urzędami Nadzoru w celu opracowania i wdrożenia strategii na rzecz zwiększenia spójności w zakresie nadzoru i zidentyfikowania obszarów, w których zastosowanie bardziej zbiorowego podejścia może poprawić funkcjonowanie jednolitego rynku kapitałowego;
- wykorzysta oczekiwany przegląd Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) i opracowania międzynarodowe w celu zapewnienia, aby krajowe i europejskie organy makroostrożnościowe posiadały narzędzia pozwalające im na odpowiednie reagowanie na zmiany zachodzące na rynkach kapitałowych.

Celem niniejszego planu działania jest ustanowienie fundamentów odpowiednio funkcjonującej i zintegrowanej unii rynków kapitałowych obejmującej wszystkie państwa członkowskie, która ma powstać do 2019 r. Jest to projekt długoterminowy, ale Komisja będzie podejmowała szybkie działania. Komisja przeprowadzi ocenę postępów i ponowną ocenę priorytetów w 2017 r.

Kierunek, który należy przyjąć, jest jasny: stworzyć jednolity rynek kapitałowy od podstaw, identyfikując bariery i obalając je jedna po drugiej; nadając nową dynamikę i tworząc podstawy rosnącego zaufania do inwestowania w przyszłość Europy. Swobodny przepływ kapitału jest jedną z podstawowych zasad, na których zbudowano UE. Ponad 50 lat od traktatu rzymskiego powinniśmy skorzystać z okazji, by tę wizję urzeczywistnić.

1. ŚCIEŻKA ROZWOJU – FINANSOWANIE NA RZECZ INNOWACJI, PRZEDSIĘBIORSTW TYPU START-UP I SPÓŁEK PRYWATNYCH

Nowe przedsiębiorstwa typu start-up mają zasadnicze znaczenie dla napędzania wzrostu gospodarczego. W całej UE małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) zatrudniają 2/3 pracowników i odpowiadają za generowanie 58 centów z każdego euro wytworzonej wartości

dodanej⁴. Przedsiębiorcy posiadający obiecujące biznesplany muszą być w stanie zapewnić finansowanie na realizację swoich pomysłów. Przedsiębiorstwa, którym się powiodło, będą potrzebowały dostępu do finansowania na atrakcyjnych warunkach w celu sfinansowania swojego rozwoju. Kanały finansowania na rzecz rozwijających się przedsiębiorstw, które dążą do pozyskania kapitału własnego lub szukają innych form kredytu poza systemem bankowym, nie są wystarczająco rozwinięte w Europie. Ma to w szczególności miejsce w przypadku europejskich MŚP, których finansowanie zewnętrzne jest w ponad 75 % pokrywane z kredytów bankowych. Dobrze prosperująca unia rynków kapitałowych powinna rozszerzyć możliwości finansowania rozwijających się przedsiębiorstw. Możliwości te powinny istnieć i być dostępne dla przedsiębiorców we wszystkich 28 państwach członkowskich UE i na wszystkich etapach „drabiny finansowania”.

1.1. Finansowanie fazy rozruchu

Dzięki silnym lokalnym sieciom i relacjom banki mogą zapewnić europejskim MŚP większą część finansowania zewnętrznego. W ostatnich latach, w celu uzupełnienia tej możliwości, wyłoniło się również coraz więcej różnorodnych pozabankowych możliwości finansowania, które mogą być pomocne dla przedsiębiorstw. Te pozabankowe możliwości obejmują platformy pośredniczące w udzielaniu pożyczek i znajdowaniu darczyńców, przedsiębiorstwa prowadzące handel fakturami, pożyczki społecznościowe, finansowanie społecznościowe oparte na inwestycjach lub wsparcie ze strony aniołów biznesu.

W niektórych państwach członkowskich bardzo szybko rozwija się na przykład finansowanie społecznościowe. Obecnie w UE istnieje ponad 500 platform świadczących szereg takich usług⁵. Z uwagi na głównie lokalny wymiar tych działań państwa członkowskie, w których prowadzona jest największa liczba działań w zakresie finansowania społecznościowego, podejmują starania na rzecz sprecyzowania warunków w odniesieniu do tego nowego modelu biznesowego. Platformy finansowania społecznościowego opartego na papierach wartościowych mogą otrzymać zezwolenie zgodnie z dyrektywą w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) i korzystać z paszportu w celu świadczenia usług i prowadzenia działań o regulowanym dostępie w całej UE⁶. Aktualnie nie istnieją żadne ramy UE, które dotyczyłyby w szczególności finansowania społecznościowego opartego na pożyczkach. UE powinna wypracować odpowiednią równowagę między celami w zakresie ochrony inwestorów a nieustannym rozwojem finansowania społecznościowego. Pochopne regulacje mogłyby zahamować, a nie pobudzić, wzrost tego szybko rozwijającego się i innowacyjnego kanału finansowania. Komisja utworzyła Forum Stron Zainteresowanych Finansowaniem Społecznościowym w celu zapewnienia wsparcia dla rozwoju polityki w tym obszarze i rozpoczęła badanie ukierunkowane na zgromadzenie i przeanalizowanie danych dotyczących rynków finansowania społecznościowego w całej UE oraz ocenę wpływu przepisów krajowych. Opierając się na istniejących opracowaniach⁷, Komisja opublikuje sprawozdanie dotyczące rozwoju europejskiego finansowania społecznościowego.

⁴ Komisja Europejska (2014), Sprawozdanie roczne w sprawie europejskich MŚP: „A Partial and Fragile Recovery”, s. 24.

⁵ Oszacowanie oparte na danych pochodzących z 22 państw członkowskich UE z 2014 r. Źródło: Crowdsurfer Ltd i Ernst & Young LLP, „Crowdfunding: Mapping EU markets and events study”, 2015.

⁶ Jeżeli platforma finansowania społecznościowego posiada zezwolenie jako przedsiębiorstwo inwestycyjne i spełnia odpowiednie wymogi określone w MiFID.

⁷ Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, „Opinion and Advice on investment-based crowdfunding”, ESMA/2014/1378 i ESMA/1560, 18.12.2014; „Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding”, EBA/Op/2015/03, 26.03.2015.

Komisja przeprowadzi ocenę krajowych systemów i najlepszych praktyk oraz będzie monitorowała rozwój sektora finansowania społecznościowego. Po przeprowadzeniu tej oceny Komisja wybierze najlepsze środki potrzebne do rozwoju tego nowego kanału finansowania w całej Unii.

Inwestorzy pełniący rolę aniołów biznesu są często doświadczonymi przedsiębiorcami gotowymi oferować przedsiębiorstwom typu start-up wsparcie finansowe i wsparcie innego rodzaju. Stali się oni ważnym źródłem kapitału własnego na początkowym i wczesnym etapie tworzenia przedsiębiorstwa. Kwoty inwestowane przez europejskich aniołów biznesu pozostają niewielkie⁸ – 357 mln EUR w 2013 r., z czego ponad połowę zgromadzono w zaledwie 3 państwach członkowskich UE (Zjednoczonym Królestwie, Hiszpanii i Francji)⁹. Europa potrzebuje silniejszej sieci aniołów biznesu, w ramach której możliwe jest prowadzenie działalności transgranicznej w UE. Komisja będzie nadal wspierała tworzenie sieci kontaktów na poziomie transgranicznym i budowanie zdolności w odniesieniu do aniołów biznesu, ze szczególnym naciskiem na Europę Środkową i Wschodnią, w celu rozwoju platform transgranicznych łączących anioły biznesu z innowacyjnymi MŚP i ułatwiających współfinansowanie.

1.2. Wczesna faza rozwoju

Szybko rozwijające się przedsiębiorstwa z dużym potencjałem wzrostu, ale ograniczonym kapitałem obrotowym, mogą napotkać luki w finansowaniu w krytycznych momentach dla ich rozwoju. Same kredyty bankowe w rachunku bieżącym lub krótkoterminowe pożyczki często nie mogą zaspokoić tych potrzeb. W odpowiedziach uzyskanych w ramach konsultacji wskazywano na środki finansowe na rozszerzenie działalności jako etap, na którym system finansowy w UE osiąga najgorsze wyniki. Ponieważ przedsiębiorstwa te mogą stać się w przyszłości znaczącymi pracodawcami, niewykorzystane szanse dla społeczeństwa UE mogą być bardzo istotne¹⁰.

Kapitał wysokiego ryzyka ma do odegrania ważną rolę we wspieraniu wzrostu gospodarczego i oferowaniu przedsiębiorcom możliwości pozyskania środków w Europie, a także poza jej granicami. Kapitał wysokiego ryzyka jest zwykle kapitałem (własnym) długoterminowym przekazywanym za pośrednictwem funduszy łączących udziały inwestorów i zapewniających dywersyfikację ryzyka. Fundusze *venture capital* w UE są jednak nadal stosunkowo niewielkie. Średnia wartość europejskiego funduszu *venture capital* wynosząca około 60 mln EUR stanowi jedynie połowę wartości takiego funduszu w Stanach Zjednoczonych, a około 90 % inwestycji kapitału wysokiego ryzyka w UE skupia się w zaledwie ośmiu państwach członkowskich¹¹. Podział ryzyka w sektorze publicznym może przyczynić się do zwiększenia

⁸ Nie wszystkie inwestycje dokonywane przez anioły biznesu można przełożyć bezpośrednio na liczby. Zgodnie z niektórymi szacunkami całkowite inwestycje dokonywane przez anioły biznesu mogą przewyższać inwestycje kapitału wysokiego ryzyka w niektórych państwach europejskich z dobrze rozwiniętymi rynkami aniołów biznesu – zob. OECD (2011), „Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors”.

⁹ Źródło: „EBAN Statistics Compendium 2014”. Dane są dostępne w odniesieniu do 21 państw członkowskich.

¹⁰ Dowody zebrane w 15 państwach OECD w latach 2001–2011 wykazują, że młode przedsiębiorstwa odgrywają kluczową rolę w tworzeniu nowych miejsc pracy. Młode przedsiębiorstwa systematycznie tworzą więcej miejsc pracy niż ich likwidują. W szczególności młode przedsiębiorstwa zatrudniające mniej niż 50 pracowników stanowią około 11 % zatrudnienia i w ogólnym ujęciu przyczyniają się do tworzenia 33 % nowych miejsc pracy w sektorze przedsiębiorstw, natomiast ich udział w utracie miejsc pracy wynosi około 17 %. (Źródło: OECD (2013), Tablica wyników nauki, technologii i przemysłu).

¹¹ Źródło: Europejskie Stowarzyszenie *Private Equity* i *Venture Capital*.

skali funduszy *venture capital* w Europie i śladu sektora we wszystkich 28 państwach członkowskich, a także może służyć jako katalizator dla inwestycji dokonywanych w sektorze prywatnym, pomagając w promowaniu skali, dywersyfikacji i zasięgu geograficznego. Wspieranie funduszy funduszy może z kolei pomóc w szczególności rozszerzyć zakres inwestycji prywatnych w kapitał wysokiego ryzyka przez przyciągnięcie inwestorów instytucjonalnych.

W ramach przepisów UE dążono do ustanowienia warunków regulacyjnych dla prężnego sektora kapitału wysokiego ryzyka w UE. W rozporządzeniu w sprawie europejskich funduszy *venture capital* (EuVECA)¹² i rozporządzeniu w sprawie europejskiego funduszu na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EuSEF)¹³ określono w szczególności warunki, na jakich możliwe jest wprowadzenie do obrotu tych funduszy wśród podmiotów instytucjonalnych i zamożnych klientów indywidualnych w UE. Paszporty EuVECA i EuSEF są jednak obecnie dostępne jedynie dla operatorów mniejszych funduszy zarządzających portfelem aktywów poniżej 500 mln EUR. Zmiany w tych rozporządzeniach mogłyby wzmocnić skuteczność paszportów, np. dzięki umożliwieniu zarządcom większych funduszy ustanawiania i wprowadzania do obrotu funduszy EuVECA i EuSEF, obniżeniu progu inwestycji w celu przyciągnięcia większej liczby inwestorów i usprawnieniu marketingu i inwestycji na poziomie transgranicznym.

Zachęty podatkowe mogą być również stosowane w celu wsparcia finansowania kapitałem własnym, w szczególności w odniesieniu do innowacyjnych przedsiębiorstw i przedsiębiorstw typu start-up¹⁴. Komisja przeanalizuje, w jaki sposób krajowe zachęty podatkowe dotyczące kapitału wysokiego ryzyka i aniołów biznesu mogą wspierać inwestycje w MŚP i przedsiębiorstwa typu start-up oraz promować najlepsze praktyki w państwach członkowskich.

Uzupełniając finansowanie zapewnione kapitałowi wysokiego ryzyka i MŚP w ramach planu inwestycyjnego, Komisja będzie kontynuować realizację kompleksowego pakietu działań, aby wspierać finansowanie za pośrednictwem kapitału wysokiego i podwyższonego ryzyka w UE. Pakiet ten będzie obejmował zmianę przepisów dotyczących EuVECA i EuSEF oraz wnioski dotyczące szeregu ogólnoeuropejskich funduszy funduszy *venture capital* i wielokrajowych funduszy wspieranych z budżetu UE w celu uruchomienia kapitału prywatnego. Ten kompleksowy pakiet będzie również obejmował propagowanie najlepszych praktyk w zakresie zachęt podatkowych.

Organy publiczne mogą również wspierać instytucje finansowe w ustanawianiu funduszy na rzecz rozwoju przedsiębiorstw, aby promować kapitał własny MŚP. Wymiana najlepszych praktyk między państwami członkowskimi dotyczących sposobu ustanawiania funduszy na rzecz rozwoju przedsiębiorstw przyczyni się do rozszerzenia korzyści tych systemów, tak aby odniosła je większa liczba MŚP. Komisja będzie współpracować z państwami członkowskimi i organami nadzoru ostrożnościowego, aby wesprzeć rozwój branżowych funduszy na rzecz rozwoju przedsiębiorstw w celu wsparcia kapitału własnego w MŚP.

¹² Rozporządzenie (UE) nr 345/2013.

¹³ Rozporządzenie (UE) nr 346/2013.

¹⁴ W wytycznych Komisji w sprawie pomocy państwa dotyczących finansowania ryzyka wyjaśniono warunki, na jakich państwa członkowskie mogą ustanawiać programy promujące kapitał wysokiego ryzyka, 2014/C 19/04.

1.3. Wspieranie MŚP ubiegających się o finansowanie

Luka informacyjna pomiędzy MŚP i inwestorami może stanowić przeszkodę dla finansowania pozabankowego. W szczególności koszty poszukiwania powstrzymują ewentualnych inwestorów przed zidentyfikowaniem i dokonaniem oceny atrakcyjnych przedsiębiorstw, w które warto zainwestować. Istnieje potrzeba, aby – z jednej strony – zwiększać świadomość małych przedsiębiorstw potrzebujących finansowania o dostępnych dla nich możliwościach finansowania opartego na zasadach rynkowych, oraz – z drugiej strony – aby poprawiać widoczność przedsiębiorstw dla ewentualnych inwestorów lokalnych i ogólnoeuropejskich.

Pierwszym krokiem jest wskazanie MŚP dostępnych możliwości finansowania opartego na zasadach rynkowych w ramach szeregu działań podejmowanych przez rządy i opartych na zasadach rynkowych. Komunikację taką mogą rozpocząć banki, dostarczając MŚP informacje zwrotne dotyczące powodów decyzji odmawiającej udzielenia wnioskowanego kredytu¹⁵, czego przyczyną w niektórych przypadkach mogą być odpowiednie alternatywne możliwości finansowania.

Wsparcie doradcze jest coraz powszechniej dostępne dzięki szeregowi programów prywatnych i publicznych w niektórych państwach członkowskich¹⁶. Komisja ułatwi wymianę najlepszych praktyk w celu promowania dostępu do skutecznych źródeł informacji i wspierania MŚP ubiegających się o finansowanie oparte na zasadach rynkowych we wszystkich państwach członkowskich.

Ta lokalna lub krajowa infrastruktura służąca informowaniu o nowych możliwościach finansowania mogłaby stanowić fundament systemu informacyjnego łączącego potencjalne zewnętrzne źródła finansowania z MŚP ubiegającymi się o finansowanie w Europie. Powiązania transgraniczne mogłyby łączyć istniejące systemy krajowe, aby połączyć inwestorów i MŚP z całej Europy. System łączący krajowe struktury służyłby utrwalaniu wiedzy na poziomie lokalnym, która jest istotna w sektorze MŚP, i umożliwiałby MŚP udostępnianie inwestorom zestawu podstawowych danych finansowych i kredytowych na szczeblu europejskim. Warunkiem istnienia wartości dodanej takiego systemu jest odpowiednia porównywalność kluczowych danych, aby potencjalni inwestorzy w UE dysponowali odpowiednimi i wiarygodnymi danymi dotyczącymi sytuacji finansowej MŚP. Udział MŚP w tym systemie i dostarczanie wszelkich informacji będzie miało charakter dobrowolny. Ostatnie mapowanie¹⁷ informacji kredytowych MŚP przez Komisję wykazało wysoki poziom zróżnicowania w UE, jeżeli chodzi o rodzaj wymienianych informacji, o to, kto i w jaki sposób je wymienia oraz kto ma do nich dostęp. Ujednoczenie danych dotyczących kredytu będzie ułatwiona dzięki nowej bazie danych AnaCredit EBC dotyczącej kredytów dla przedsiębiorstw, która zostanie wprowadzona w 2018 r.

Komisja będzie w dalszym ciągu realizowała kompleksową strategię, aby pokonać bariery informacyjne powstrzymujące MŚP i ewentualnych inwestorów od zidentyfikowania możliwości związanych z finansowaniem lub inwestowaniem przez:

¹⁵ Jak przewidziano w art. 431 ust. 4 rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych.

¹⁶ Przykłady obejmują między innymi Aktiespararna (Szwecja), Médiateur du Credit (Francja), Better Business Finance (Zjednoczone Królestwo), Investomierz (Polska), Industrie- und Handelskammern (Niemcy).

¹⁷ Zob. „European Financial Stability and Integration Report”, rozdział 7, kwiecień 2015 r.

- współpracę z europejskimi zrzeszeniami bankowymi i organizacjami biznesowymi mającą na celu uporządkowanie informacji zwrotnych otrzymanych od banków, które odrzuciły wnioski MŚP o udzielenie kredytu;
- współpracę z Europejską Siecią Przedsiębiorczości mającą na celu mapowanie istniejących lokalnych lub krajowych możliwości wsparcia i zdolności doradczych w UE w celu promowania najlepszych praktyk dotyczących wspierania MŚP, które mogłyby czerpać korzyści z alternatywnych możliwości finansowania;
- zbadanie sposobu, w oparciu o opracowania EBC i w państwach członkowskich, w jaki można rozwinąć lub wesprzeć ogólnoeuropejski system informacyjny łączący systemy krajowe, aby połączyć MŚP ubiegające się o finansowanie i źródła finansowania oraz w stosownych przypadkach podjąć dalsze działania.

1.4. Fundusze, w ramach których udzielane są pożyczki

Dużi inwestorzy instytucjonalni lub fundusze inwestycyjne mogą inwestować w średnie przedsiębiorstwa lub bezpośrednio udzielać im pożyczek (niekiedy we współpracy z bankami), zapewniając tym samym sposób na dalszą dywersyfikację pośrednictwa kredytowego i zwiększenie możliwości finansowania. Według niektórych szacunków, na koniec 2014 r. 36 alternatywnych kredytodawców w ciągu nieco ponad dwóch lat dokonało ponad 350 transakcji. Wolumen transakcji dokonanych w Europie w ramach funduszy bezpośrednich pożyczek wzrósł o 43 % między 2013 r. a 2014 r. Obecnie na rynku działa 40 funduszy pożyczek bezpośrednich (w porównaniu z 18 zgłoszonymi w 2012 r.), a kolejnych 81 nowych funduszy liczy na zgromadzenie około 70 mld EUR¹⁸. W przyszłości może się to okazać potencjalnie istotnym źródłem kredytów pozabankowych.

W ramach EuVECA i europejskiego długoterminowego funduszu inwestycyjnego (ELTIF)¹⁹ możliwe jest udzielanie pożyczek w ograniczonym zakresie. Niektóre państwa członkowskie wprowadziły również do swoich krajowych ram prawnych specjalne systemy, aby uregulować warunki, zgodnie z którymi możliwe będzie udzielanie pożyczek w ramach alternatywnych funduszy inwestycyjnych. W wyniku tej sytuacji transgraniczna działalność funduszy musi być zgodna z różnymi wymogami dotyczącymi działań związanych z udzielaniem w ich ramach pożyczek. Wyjaśnienie sposobu traktowania funduszy, z których udzielane są pożyczki, w ramach regulacyjnych może ułatwić rozwój transgraniczny i jednocześnie zapewnić ich odpowiednie uregulowanie pod względem ochrony inwestora i stabilności finansowej.

Komisja będzie współpracować z państwami członkowskimi i z Europejskimi Urzędami Nadzoru, aby ocenić potrzebę zastosowania skoordynowanego podejścia do udzielania pożyczek w ramach funduszy oraz aby ocenić przedmiotową kwestię w odniesieniu do przyszłych ram UE.

1.5 System ofert na rynku niepublicznym

Przedsiębiorstwa europejskie coraz częściej wyrażają zainteresowanie wykorzystaniem systemu „ofert na rynku niepublicznym” w celu pozyskania kapitału (zwykle ponad 20 mln

¹⁸ Źródło: AIMA, „Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment”, maj 2015 r.

¹⁹ Rozporządzenie w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, PE-CONS 97/14, 20.03.2015.

EUR) przez emisję instrumentów dłużnych na rzecz inwestorów instytucjonalnych lub innych doświadczonych inwestorów. Z powodu ograniczonej liczby i rodzaju inwestorów ten kanał finansowania charakteryzują mniej surowe wymogi regulacyjne²⁰. Oferty na rynku niepublicznym w Europie wzrosły o około 30 % w 2014 r. – z 13 mld EUR w 2013 r. do 17 mld EUR w 2014 r.²¹. Europejskie przedsiębiorstwa zgromadziły jednak jeszcze większą ilość funduszy dzięki ofertom na rynku niepublicznym w Stanach Zjednoczonych. System europejskich ofert na rynku niepublicznym jest również ograniczony do małej liczby państw. Z powyższych rozważań wynika, że istnieje szansa na dalszy rozwój tego kanału w Europie. Komisja już wcześniej wskazała ograniczoną liczbę ujednoczonych procesów i dokumentów jako bariery dla dalszego rozwoju. W związku z tym Komisja w pełni popiera pracę dotyczącą wspomnianych kwestii wykonywaną przez ICMA²² i niemiecki system *Schuldscheine*²³ oraz będzie dążyła do uwzględnienia najlepszych praktyk i promowania ich w UE przez odpowiednie inicjatywy.

²⁰ W wykazie uwzględniono 52 % transakcji w ramach ofert na rynku niepublicznym, z wyjątkiem tych dokonywanych na niemieckim rynku *Schuldscheine*. Źródło: S&P First European Private Placement League Table, 2015 r.

²¹ Źródło: S&P.

²² W lutym 2015 r. ICMA opublikowało Przewodnik dotyczący ogólnoeuropejskiego systemu ofert na rynku niepublicznym dla przedsiębiorstw (ang. *Pan-European Corporate Private Placement Guide*). W przewodniku tym promuje się stosowanie ujednoczonej dokumentacji opracowanej przez Loan Market Association (podlegające prawu angielskiemu) i grupę roboczą Euro-PP (podlegającą prawu francuskiemu). Inicjatywa ta koncentruje się wyłącznie na zadłużeniu przedsiębiorstw.

²³ Na przykład w ramach niemieckiej branży ubezpieczeniowej opracowano prosty system uznany przez BaFin, pozwalający ubezpieczycielom obliczyć z łatwością wstępnie określony zestaw wskaźników finansowych służących ocenie zdolności kredytowej, a także ocenie zgodności z wymogami kapitałowymi dotyczącymi inwestycji dokonywanych w ramach ofert na rynku niepublicznym.

2. UŁATWIANIE PRZEDSIĘBIORSTWOM WEJŚCIA NA RYNKI PUBLICZNE I POZYSKANIA NA NICH KAPITAŁU

Oferty publiczne dotyczące instrumentów dłużnych lub kapitałowych stanowią główną ścieżkę finansowania dla średnich i dużych przedsiębiorstw dążących do pozyskania ponad 50 mln EUR. Oferują one dostęp do najszerszego zbioru źródeł finansowania oraz zapewniają możliwość wyjścia z inwestycji przez *private equity* i aniołów biznesu. Rynki publiczne są kluczowe dla przekształcenia średnich przedsiębiorstw o szybkim tempie wzrostu w globalne podmioty o ugruntowanej pozycji. Na przykład przedsiębiorstwa notowane na rynku AIM²⁴ wykazywały średni wzrost obrotów na poziomie 37 % oraz wzrost zatrudnienia na poziomie 20 % w roku następującym po przedstawieniu pierwszej oferty publicznej (IPO)²⁵. Wydajne rynki publiczne są zatem kluczowym ogniwem łańcucha finansowego.

Mimo znaczącego rozwoju europejskiego publicznego rynku kapitałowego i rynku długu, który miał miejsce w ostatnich dziesięcioleciach, rynki te nadal pozostają w tyle za innymi rozwiniętymi gospodarkami. Ponadto sytuacja w państwach członkowskich UE jest bardzo zróżnicowana. Wynika to po części z różnego rozmiaru przedsiębiorstw i ich potrzeb finansowych, a także preferencji dotyczących zachowania ciągłości własności i kontroli rodzinnej w korporacji²⁶. W wyniku konsultacji dotyczących unii rynków kapitałowych podkreślono jednak powszechne obawy dotyczące faktu, że otoczenie regulacyjne UE może nie sprzyjać dalszemu rozwojowi tych kanałów finansowania. Na przykład w ostatnim sprawozdaniu Grupy Zadaniowej UE ds. IPO oszacowano, że koszt samych opłat za notowania tylko w zakresie IPO w przypadku transakcji opiewających na kwotę poniżej 6 mln EUR stanowi 10–15 % wartości transakcji. Dla porównania, w przypadku większych transakcji (50–100 mln EUR) opłaty te wynoszą 5–8 %²⁷. Obecnie zdaniem wielu MŚP te początkowe (i bieżące) koszty notowań przeważają nad korzyściami pierwszej oferty publicznej²⁸. Ograniczenie kosztów wejścia na rynek może umożliwić większej liczbie przedsiębiorstw pozyskanie kapitału na rynkach publicznych²⁹.

Drogę do rynków publicznych otwiera przedsiębiorstwom poszukującym środków finansowych prospekt emisyjny. Prospekty emisyjne są dokumentami wymaganymi przez prawo, zawierającymi wszystkie informacje dotyczące przedsiębiorstwa, których inwestor potrzebuje, aby podejmować świadome decyzje o ewentualnych inwestycjach. Wymagania dotyczące prospektów emisyjnych zostały zharmonizowane, aby umożliwić porównanie możliwości inwestycyjnych w UE. Ich opracowanie jest jednak kosztowne i uciążliwe, w szczególności dla MŚP, a ich treść zwykle zajmuje setki stron. Inwestorzy mogą postrzegać te wymagania za złożone i zbyt szczegółowe, a informacje, które mają kluczowe znaczenie dla inwestycji, za trudne do wychwycenia.

²⁴ Wielostronna platforma obrotu (MTF) londyńskiej giełdy papierów wartościowych przeznaczona dla MŚP.

²⁵ Konsorcjum ECSIP, Poprawa wyników rynku w zakresie informacji biznesowych dotyczących MŚP, 2013 r.

²⁶ W 2009 r. przedsiębiorstwa rodzinne stanowiły ponad 60 % wszystkich przedsiębiorstw europejskich. Źródło: Komisja Europejska, sprawozdanie końcowe grupy ekspertów pt. „Overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies”.

²⁷ Sprawozdanie dotyczące IPO w UE sporządzone przez europejską Grupę Zadaniową ds. IPO (emitenci europejscy, EVCA i Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych), z dnia 23 marca 2015 r.

²⁸ Sprawozdanie Demarigny, An EU-listing Small Business Act, marzec 2010 r.

²⁹ Ostatnie badania Oxera wykazują, że średni koszt w odniesieniu do inwestorów poszukujących informacji na temat inwestycji wynosi 58 USD w Stanach Zjednoczonych i 430 EUR w UE.

Komisja zmodernizuje dyrektywę w sprawie prospektu emisyjnego³⁰. Przyczyni się to do aktualizacji informacji dotyczących tego, kiedy niezbędny jest prospekt emisyjny, do ujednoczenia wymaganych informacji i procesu zatwierdzania oraz do opracowania faktycznie proporcjonalnego systemu dla MŚP służącego sporządzaniu prospektów emisyjnych i uzyskiwaniu dostępu do rynków kapitałowych. Komisja zbada również, w jaki sposób wesprzeć MŚP w procesie przygotowań do wejścia na rynki publiczne za pośrednictwem europejskich struktur doradczych, takich jak np. Europejskie Centrum Doradztwa Inwestycyjnego.

Oprócz prospektu emisyjnego istnieje szereg innych wyzwań w zakresie pozyskiwania kapitału na rynkach publicznych. Rynki rozwoju MŚP wprowadzone w ramach MiFID II będą od 2017 r. stanowić punkt wyjścia dla nowych przedsiębiorstw do przygotowania się do późniejszych notowań na większej giełdzie. Stworzenie tego specjalnego rynku może mieć szczególne znaczenie dla rozwoju rynków lokalnych lub młodych emitentów. Aby osiągnąć pełne korzyści z tych platform przeznaczonych specjalnie dla unii rynków kapitałowych, Komisja przez wdrożenie MiFID II zapewni, aby wymogi mające zastosowanie do tych platform sprzyjały uzyskaniu odpowiedniej równowagi między zapewnieniem wystarczającej ochrony inwestorów a uniknięciem zbędnych obciążeń administracyjnych.

W przypadku inwestorów dostęp do szybko rozwijających się MŚP notowanych na giełdzie może być atrakcyjny z uwagi na ewentualne zwroty z inwestycji i korzyści z dywersyfikacji. Inwestorów mogą jednak zniechęcić gorsze źródła informacji i mniejsza płynność³¹. W odpowiedziach uzyskanych w ramach konsultacji podkreślano brak badań przeprowadzanych przez analityków inwestorów³² na temat MŚP oraz brak dodatkowych wymogów dotyczących sprawozdawczości jako dwa główne wyzwania, jakim muszą sprostać MŚP, aby ich akcje były notowane na giełdzie. Wiele MŚP dopuszczonych do obrotu w ramach wielostronnych platform obrotu (MTF) zgłasza informacje finansowe jedynie na podstawie krajowych standardów rachunkowości, co może nie być wystarczające, aby zaspokoić potrzeby międzynarodowych inwestorów z uwagi na brak porównywalności. Komisja we współpracy z Radą Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (RMSR) zbada możliwość opracowania dostosowanego indywidualnie, dobrowolnego rozwiązania w zakresie rachunkowości, które mogłoby mieć zastosowanie do przedsiębiorstw dopuszczonych do obrotu na rynkach rozwoju MŚP.

Komisja przeprowadzi przegląd barier regulacyjnych dla małych przedsiębiorstw w zakresie dopuszczania ich do obrotu na rynkach publicznych oraz będzie ściśle współpracować z nowymi rynkami rozwoju MŚP na mocy MiFID II w celu zapewnienia, aby otoczenie regulacyjne tych rynków inkubatorów było zgodne ze swoim przeznaczeniem.

W przypadku większych przedsiębiorstw obligacje korporacyjne stanowią kluczowy mechanizm pozyskiwania finansowania dłużnego na większą skalę. Dokonywane przez przedsiębiorstwa niefinansowe emisje obligacji korporacyjnych denominowanych w euro,

³⁰ W ramach programu Komisji REFIT służącemu uproszczeniu i ograniczeniu obciążeń regulacyjnych.

³¹ Zob. badania Komisji: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=pl&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs

³² Na przykład zgodnie z odpowiedzią APG uzyskaną w ramach konsultacji w przypadku 50 % MŚP notowanych na giełdzie Euronext w Amsterdamie, Brukseli, Paryżu i Lizbonie nie są dostępne żadne badania finansowe, a w przypadku 16 % jest tylko jeden analityk prowadzący takie badania.

ułatwione dzięki najniższym w historii stopom procentowym, zwiększyły się prawie dwukrotnie w latach 2008–2014 r. do 340 mld EUR³³.

Pomimo rekordowych pierwotnych emisji niektórzy uczestnicy rynku zgłosili obawy dotyczące ograniczonej płynności na rynkach wtórnych utrudniającej obrót tymi instrumentami. Ograniczona płynność może przełożyć się na wyższe premie za niepłynność aktywów i wyższe koszty finansowania zewnętrznego. Jeżeli warunki kredytowe pogorszą się, dostęp niektórych przedsiębiorstw do rynków długu może w krótkim czasie zostać utrudniony.

Komisja dokona przeglądu funkcjonowania rynków obligacji korporacyjnych w UE, koncentrując się na sposobie możliwego usprawnienia płynności rynkowej, potencjalnym wpływie reform regulacyjnych, zmianach na rynku i dobrowolnym ujednoliceniu dokumentacji ofertowej.

Utworzenie, zgodnie z wymogami MiFID II, systemu publikacji skonsolidowanych informacji na temat instrumentów kapitałowych w 2017 r. i instrumentów finansowych analogicznych do akcji w 2018 r. zapewni organom regulacyjnym i uczestnikom rynku lepszą orientację na rynku, co powinno przyczynić się do wzrostu atrakcyjności rynków kapitałowych w UE jako celów inwestycji. Komisja nadal będzie monitorować zmiany w tym zakresie.

Różnice dotyczące opodatkowania różnych instrumentów finansowych mogą utrudnić skuteczne finansowanie rynku kapitałowego. Preferencyjne opodatkowanie długów, wynikające z możliwości odliczenia płatności odsetkowych od podstawy opodatkowania, odbywa się kosztem innych instrumentów finansowych, w szczególności kapitału własnego. Rozwiązanie wspomnianej kwestii nierówności podatkowej zachęciłoby do dokonywania większej liczby inwestycji kapitałowych i przyczyniłoby się do zgromadzenia większego kapitału własnego w przedsiębiorstwach. Ponadto występują liczne korzyści w zakresie stabilności finansowej, ponieważ przedsiębiorstwa o większym kapitale własnym byłyby mniej podatne na wstrząsy gospodarcze. Dotyczy to w szczególności banków.

Jako element szeroko zakrojonych prac podjętych w zakresie wspólnej skonsolidowanej podstawy opodatkowania osób prawnych (CCCTB), w odniesieniu do której w 2016 r. przygotowany ma zostać nowy wniosek, Komisja zbada sposoby rozwiązania kwestii braku równowagi pomiędzy długiem a kapitałem własnym.

³³ Źródło: Bloomberg.

3. INWESTYCJE DŁUGOTERMINOWE, ZRÓWNOWAŻONE ORAZ INWESTYCJE Z ZAKRESU INFRASTRUKTURY

Aby utrzymać i zwiększyć konkurencyjność oraz przejść na gospodarkę niskoemisyjną i zasobooszczędną, Europa potrzebuje nowych długoterminowych i zrównoważonych inwestycji o znacznych rozmiarach. Unia rynków kapitałowych będzie wspierać inwestorów w podejmowaniu świadomych decyzji inwestycyjnych i w monitorowaniu istotnych czynników ryzyka.

3.1. Poprawa otoczenia inwestycyjnego w oparciu o ramy regulacyjne

Ramy regulacyjne stanowią istotny czynnik w podejmowaniu przez inwestorów decyzji dotyczących w szczególności inwestycji długoterminowych. Poważni inwestorzy instytucjonalni są oczywistymi źródłami takiego finansowania. Zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalno-rentowe i nowoutworzone fundusze dłużne mogą korzystać ze stałych źródeł dochodów pochodzących z długów infrastrukturalnych, które strukturą czasową odpowiadają ich zobowiązaniom o również dłuższych terminach. Niektóre banki również aktywnie uczestniczą w finansowaniu infrastruktury równoległe z krajowymi bankami prorozwojowymi.

Do niedawna transgraniczne inwestycje infrastrukturalne były ograniczane przez brak powszechnie uznawanych narzędzi na rzecz pozyskiwania i inwestowania kapitału. Na mocy przyjętego ostatnio rozporządzenia w sprawie europejskiego długoterminowego funduszu inwestycyjnego (ELTIF), które zacznie obowiązywać od grudnia 2015 r., utworzone zostanie nowe narzędzie finansowania transgranicznego na rzecz takich długoterminowych projektów (np. dotyczących infrastruktury energetycznej, transportowej i komunikacyjnej; obiektów przemysłowych i usługowych oraz budownictwa mieszkaniowego). W rozporządzeniu w sprawie ELTIF połączono korzyści paszportu transgranicznego z możliwością pozyskania większego kapitału długoterminowego od mniejszych inwestorów (lokalnych programów emerytalnych, gmin, korporacyjnych programów emerytalnych itp.), w tym inwestorów detalicznych³⁴. Na mocy wspomnianego rozporządzenia stworzone zostaną nowe możliwości dla podmiotów zarządzających aktywami dotyczące udostępnienia inwestorom znacznie większego zakresu aktywów, w tym infrastruktury, niż byłoby to możliwe w zakresie poprzednich ram regulacyjnych. Krajowe opodatkowanie będzie istotne dla wdrożenia ELTIF, a Komisja zwraca się do państw członkowskich o zastosowanie wobec nich takiego samego opodatkowania, jak to stosowane w ramach podobnych programów krajowych.

Decydująca kwestia regulacyjna dotyczy braku odrębnego i odpowiednio skalibrowanego obliczenia kapitału regulacyjnego, który inwestorzy instytucjonalni powinni posiadać na pokrycie inwestycji infrastrukturalnych. Komisja proponuje definicję inwestycji infrastrukturalnych, które wiążą się z możliwymi do przewidzenia długoterminowymi przepływami środków pieniężnych i których czynniki ryzyka mogą być odpowiednio określone, zarządzane i monitorowane przez ubezpieczycieli. W uzasadnionych przypadkach wspomniana wspólna definicja umożliwi traktowanie infrastruktury jako odrębnej klasy aktywów i umożliwi wprowadzenie zmian do ram regulacyjnych.

³⁴ Podmioty zarządzające upoważnione na mocy dyrektywy w sprawie ZAFI, których siedziba znajduje się w UE, mogą zarządzać tymi funduszami do celów inwestowania w długoterminowe, nie płynne lub trudne do sprzedaży aktywa, takie jak projekty infrastrukturalne i MŚP wymagające stałego finansowania przez wiele lat. W zamian prawdopodobne jest, że aktywa te spowodują wypłatę „premii za stałość aktywów”, czyli wyższych lub bardziej stabilnych zysków, które rekompensują brak możliwości otrzymania przez inwestorów pieniędzy przed uprzednio ustalonym terminem.

Banki również pozostają istotne z punktu widzenia udzielania lub organizowania pożyczek na realizację projektów infrastrukturalnych. W lipcu 2015 r. Komisja opublikowała dokument konsultacyjny w sprawie możliwego wpływu rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych (CRR)³⁵ oraz dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (CRD IV)³⁶ na zasilanie gospodarki kredytami bankowymi, obejmujący przegląd wymogów kapitałowych banków w zakresie finansowania długoterminowego i finansowania infrastruktury. Celem jest lepsze zrozumienie wpływu nowych przepisów dotyczących wymogów kapitałowych na dostępność finansowania na rzecz infrastruktury oraz innych inwestycji wspierających długoterminowy zrównoważony wzrost.

Mając na celu ułatwienie finansowania inwestycji w infrastrukturę i zrównoważonych inwestycji długoterminowych, Komisja przedstawia zmienione kalibracje w ramach przepisów Wyplącalności II, aby zapewnić objęcie zakładów ubezpieczeń ramami regulacyjnymi, które lepiej odzwierciedlają ryzyko inwestycji infrastrukturalnych i ELTIF. W stosownych przypadkach Komisja uzupełni przegląd CRR i wprowadzi zmiany do kalibracji dotyczących infrastruktury.

3.2. Wspieranie finansowania długoterminowego i finansowania infrastruktury

Skala ostatniego kryzysu i charakter następującego po nim ożywienia gospodarczego pozostawiły w gospodarce UE poważną lukę inwestycyjną w zakresie infrastruktury. Według szacunków Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) w okresie do 2020 r. wartość całkowitych skumulowanych potrzeb w zakresie inwestycji w infrastrukturę w UE może wynieść do 2 bln EUR³⁷.

Inwestorzy instytucjonalni i inni prywatni inwestorzy mogą stanowić ważne źródło finansowania dla inwestycji infrastrukturalnych, ponieważ inwestycje te mogą zapewnić stałe zyski i względnie korzystną historię jakości spłat kredytów³⁸. Można zauważyć, że inwestorzy ci w coraz większym stopniu dążą do inwestowania w projekty infrastrukturalne. W odniesieniu do projektów najbardziej ambitnych, długoterminowych i o charakterze przekształcającym interwencja publiczna często jest konieczna, aby sprawnie uruchomić dany proces³⁹.

W ramach planu inwestycyjnego w latach 2015–2017 Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS) uruchomi środki w wysokości 315 mld EUR w ramach nowych, dodatkowych inwestycji w UE – z czego kwota 240 mld EUR zostanie przeznaczona na projekty w zakresie infrastruktury i inwestycji. Europejski wykaz projektów inwestycyjnych umożliwi promotorom projektów z siedzibą w UE łączenie swoich projektów i pomysłów z potencjalnymi inwestorami oraz ich udostępnianie, a Europejskie Centrum Doradztwa

³⁵ Rozporządzenie (UE) nr 575/2013.

³⁶ Dyrektywa 2013/36/UE.

³⁷ Zob. dokument roboczy EBI pt. „Private Infrastructure Finance and Investment in Europe”, 2013/02, s. 11.

³⁸ W ogólnościowym badaniu współczynnika niewykonania zobowiązania i stopnia odzyskania należności w latach 1983–2012, przeprowadzonym przez Agencję Moody's, wykazano, że dziesięcioletni kumulacyjny współczynnik niewykonania zobowiązania dla sektora infrastruktury wynosi 6,6 %. Jest on niższy niż dla pożyczek bankowych na finansowanie projektów. Ponadto stopień odzysku dotyczący niespłaconych pożyczek na realizację projektów infrastrukturalnych jest również wysoki (do 80 %).

³⁹ Na przykład w 2013 r. łączna wartość inwestycji w infrastrukturę publiczną w państwach UE-28 wyniosła 450 mld EUR. Inwestycje publiczne stanowiły 90 % tej kwoty, a inwestycje prywatne (w tym partnerstwa publiczno-prywatne) około 10 %, dokument roboczy EBI 2013/02, s. 7.

Inwestycyjnego (ECDI) ustanowi pojedynczy punkt kontaktowy odpowiedzialny za udzielanie wytycznych i porad dotyczących wspierania inwestycji infrastrukturalnych w UE.

Nowy Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS), jeśli to możliwe wraz z europejskimi funduszami strukturalnymi i inwestycyjnymi, udostępnia szereg możliwości finansowania i podziału ryzyka poprzez wykorzystanie innowacyjnych instrumentów finansowych, takich jak platformy lub fundusze inwestycyjne. Dzięki wykorzystaniu struktur funduszu inwestycyjnego, w tym możliwie w postaci ELTIF mogących gromadzić kapitał pochodzący od publicznych inwestorów detalicznych, lub platform inwestycyjnych w ramach EFIS można połączyć środki publiczne i prywatne, a tym samym zapewnić lepsze perspektywy w zakresie ryzyka i zysku.

W odniesieniu do EFIS Komisja i Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) opracują wytyczne dotyczące wymogów kwalifikowania się struktur wspólnych inwestycji do otrzymania wsparcia w ramach Funduszu. Ponadto w ramach ECDI dostępna będzie pomoc techniczna dla inwestorów chcących zbadać wykorzystanie takich struktur. Komisja jest również gotowa do współpracy z inwestorami prywatnymi, aby wesprzeć łączenie środków prywatnych i środków UE mające na celu zwiększenie finansowania inwestycji strukturalnych i trwałego wzrostu gospodarczego.

3.3. Wykorzystanie finansowania do osiągnięcia zrównoważenia środowiskowego

Sprawnie funkcjonujące rynki finansowe mogą pomóc inwestorom w podejmowaniu świadomych decyzji inwestycyjnych, a także w analizowaniu i szacowaniu długoterminowych zagrożeń i możliwości wynikających z działań podejmowanych na rzecz gospodarki zrównoważonej i przyjaznej dla klimatu. Ta zmiana w zakresie inwestycji może przyczynić się do osiągnięcia celów polityki klimatyczno-energetycznej do roku 2030 oraz do wypełnienia zobowiązań UE dotyczących celów zrównoważonego rozwoju. W szczególności niedawne pojawienie się obligacji z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego może pomóc w skierowaniu kapitału w stronę zrównoważonego inwestowania: w 2014 r. miał miejsce gwałtowny wzrost wolumenu wyemitowanych obligacji ekologicznych – 35 mld EUR w porównaniu z 8 mld EUR w 2013 r. i niecałym 1 mld EUR w 2012 r. Szybkiemu rozwojowi tego rynku towarzyszy oparta na rynku standaryzacja, uwzględniająca kryteria wyboru projektów opracowane przez międzynarodowe instytucje finansowe, takie jak Bank Światowy, EBI i Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOR). Uczestnicy rynku opracowują również dobrowolne wytyczne, zwane „zasadami obligacji ekologicznych”, których celem jest promowanie przejrzystości i integralności w rozwoju rynku obligacji ekologicznych oraz doprecyzowanie kryteriów kwalifikowania emisji jako „obligacji ekologicznych”. Komisja będzie nadal przeprowadzać oceny tych i innych zmian w inwestycjach dotyczących ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego oraz zapewniać wsparcie w tym zakresie, będzie monitorować zapotrzebowanie na standardy UE dotyczące obligacji ekologicznych, aby ułatwić inwestorom korzystanie z bardziej zrównoważonego długoterminowego podejścia do decyzji inwestycyjnych.

3.4. Zaproszenie do składania uwag dotyczących istniejących ram regulacyjnych

UE podjęła szereg ważnych kroków w ramach porozumienia międzynarodowego, służących odbudowie stabilności finansowej systemu finansowego i zaufania opinii publicznej do tego systemu. Ważne jest, aby w przepisach UE osiągnięto odpowiednią równowagę pomiędzy zmniejszaniem ryzyka a sprzyjaniem wzrostowi gospodarczemu oraz aby nie przyczyniały się one do tworzenia nowych, niezamierzonych barier. W związku z tym Komisja uruchamia, jednocześnie z niniejszym planem działania, kompleksowy przegląd skumulowanych

skutków i spójności przepisów finansowych przyjętych w odpowiedzi na kryzys finansowy. Celem tego przeglądu jest ocena ogólnej spójności istniejących ram. Biorąc pod uwagę różne elementy przyjętych w ostatnich latach przepisów oraz liczne interakcje między nimi, istnieje ryzyko, że ich skumulowany wpływ może mieć niezamierzone konsekwencje, które mogą nie zostać wychwycone w poszczególnych przeglądach sektorowych. Jednolitość, spójność i pewność regulacyjna to kluczowe czynniki uwzględniane przez inwestorów w procesie decyzyjnym. Przedstawienie wyraźnych dowodów uzasadniających określone i ukierunkowane zmiany może pomóc w dalszej poprawie otoczenia dla inwestorów i osiągnięciu celów unii rynków kapitałowych.

W oparciu o prace Parlamentu Europejskiego i organów międzynarodowych, takich jak Rada Stabilności Finansowej i Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, Komisja wzywa do przedstawiania uwag w celu przeprowadzenia oceny interakcji między poszczególnymi przepisami oraz skumulowanego wpływu reformy finansowej na środowisko inwestycyjne.

4. WSPIERANIE INWESTYCJI DOKONYWANYCH PRZEZ INWESTORÓW DETALICZNYCH ORAZ INWESTYCJI INSTYTUCJONALNYCH

Celem unii rynków kapitałowych jest lepsze wykorzystanie oszczędności Europejczyków, poprawa skuteczności łączenia oszczędzających i pożyczkobiorców oraz zwiększenie wyników ekonomicznych gospodarki UE⁴⁰. Większe zaufanie i pewność inwestorów może pomóc im w podejmowaniu odpowiednich decyzji inwestycyjnych. Powszechnie przyjmuje się, że z powodu wydłużającego się średniego trwania życia i zmieniającej się struktury demograficznej inwestorzy detaliczni muszą więcej oszczędzać, aby spełnić swoje potrzeby emerytalne. Jednocześnie wielu inwestorów instytucjonalnych, działających w otoczeniu charakteryzującym się bardzo niskimi poziomami stóp procentowych, nie może znaleźć inwestycji, które byłyby wystarczające do zapewnienia zysku potrzebnego do wypełnienia ich zobowiązań.

4.1. Inwestorzy detaliczni

Inwestorzy detaliczni w Europie posiadają obecnie znaczne oszczędności na rachunkach bankowych, lecz ich bezpośrednie zaangażowanie na rynkach kapitałowych jest mniejsze niż w przeszłości. Odsetek europejskich gospodarstw domowych będących w bezpośrednim posiadaniu akcji spadł z 28 % w 1975 r. do 10–11 % od 2007 r.⁴¹, a odsetek inwestorów detalicznych wśród wszystkich akcjonariuszy jest o ponad połowę mniejszy niż w latach 70. XX wieku. Usunięcie barier inwestorom detalicznym oszczędzającym przy pomocy rynków kapitałowych wymaga obecności konkurencyjnych rynków finansowych, które mogą zaoferować wybór umożliwiający klientom porównanie produktów i znalezienie najbardziej odpowiednich mechanizmów oszczędzania w konkurencyjnych cenach. W celu dalszego promowania przejrzystości produktów detalicznych Komisja zwróci się do Europejskich Urzędów Nadzoru o przeprowadzenie prac dotyczących przejrzystości długoterminowych produktów detalicznych i emerytalnych oraz przeprowadzenie analizy rzeczywistych wyników netto i opłat, jak określono w art. 9 rozporządzeń ustanawiających Europejskie Urzędy Nadzoru.

Do końca 2015 r. Komisja opublikuje zieloną księgę w sprawie detalicznych usług finansowych i ubezpieczeń, której celem będzie zgromadzenie uwag dotyczących sposobów zwiększenia wyboru, konkurencji i podaży detalicznych produktów finansowych na poziomie transgranicznym, a także wpływu cyfryzacji na detaliczne usługi finansowe.

Ponieważ inwestorzy detaliczni nabywają produkty inwestycyjne wyłącznie okazjonalnie, jest im trudno zdobyć odpowiednią wiedzę lub doświadczenie na rynkach kapitałowych⁴². Chociaż za odbudowę zaufania inwestorów detalicznych do rynków kapitałowych główną odpowiedzialność ponosi sektor finansowy, regulacja i nadzór mogą pomóc w ustanowieniu „zasad postępowania”.

⁴⁰ Na przykład: zob. sprawozdanie firmy Oliver Wyman pt. „The real financial crisis: why financial intermediation is failing” (2012); sprawozdanie Grupy Zadaniowej ds. IPO pt. „Rebuilding IPOs in Europe”, z dnia 23 marca 2015 r.

⁴¹ OEE, IODS (2012): „Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012”.

⁴² W 2013 r. tylko 35 % inwestorów detalicznych miało zaufanie do dostawców usług inwestycyjnych pod względem poszanowania przepisów w zakresie ochrony konsumentów. Komisja Europejska (2013), Badanie rynku, 2010–2013.

Warunkiem wstępnym zachęcenia inwestorów detalicznych do powrotu do rynkowych źródeł finansowania jest poprawa w zakresie udzielania informacji i porad. Pierwszym krokiem jest zapewnienie przejrzystości. Dostęp do znaczących i wysokiej jakości informacji należy zapewnić w sposób porównywalny i przejrzysty dla wszystkich produktów inwestycyjnych – w tym do informacji na temat kluczowych cech produktów (np. kosztów, możliwych zysków i zagrożeń). W ostatnich latach UE poczyniła znaczne postępy w udoskonalaniu wymogów dotyczących ujawniania informacji we wszystkich sektorach. Nowe wymogi dotyczące ujawniania informacji wprowadzono za pośrednictwem różnych środków legislacyjnych⁴³. Niektóre szczegółowe przepisy wykonawcze są nadal w przygotowaniu i będą stopniowo wchodzić w życie w nadchodzących latach. Aby zapewnić osiągnięcie celów ostatnich reform ustawodawczych, kompleksowa ocena skuteczności nowych warunków dotyczących ujawniania informacji mogłaby pomóc w zapewnieniu spójności, określeniu ewentualnych luk lub niepotrzebnego powielania oraz, w stosownych przypadkach, stanowić podstawę dla uproszczenia wymogów.

Aby poprawić mobilizację oszczędności przekazywanych za pośrednictwem rynków kapitałowych, inwestorzy detaliczni powinni również posiadać łatwy dostęp do szeregu odpowiednich i opłacalnych produktów inwestycyjnych oraz przystępnego finansowo i niezależnego doradztwa. W niektórych odpowiedziach udzielonych w ramach konsultacji podkreślono, że inwestorzy detaliczni zyskują obecnie ograniczone korzyści z podejmowania większego ryzyka związanego z inwestycjami rynkowymi z powodu wysokich opłat z tytułu pośrednictwa i dystrybucji. Za pośrednictwem przepisów zawartych w MiFID II, przepisów dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) oraz przepisów dyrektywy w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego wprowadzono istotne zmiany w zasadach ujawniania informacji dotyczących doradztwa inwestycyjnego i produktów. Przejście do dystrybucji produktów inwestycyjnych za pośrednictwem internetu oraz pojawienie się nowych rozwiązań FinTech stanowi okazję do dalszego rozwoju usług z zakresu doradztwa oraz internetowych platform dystrybucji otwartego dostępu. Ważne będzie zapewnienie, aby zmianom tym towarzyszyła krytyczna ocena rozwiązań i wyników inwestycyjnych proponowanych inwestorom detalicznym.

Komisja przeprowadzi kompleksową ocenę europejskich rynków detalicznych produktów inwestycyjnych, w tym kanałów dystrybucji i doradztwa inwestycyjnego, w oparciu o wkład ekspertów. W ocenie określone zostaną sposoby ulepszenia ram polityki i kanałów pośrednictwa finansowego w taki sposób, aby umożliwić inwestorom detalicznym dostęp do odpowiednich produktów na opłacalnych i sprawiedliwych warunkach. W ocenie zbadany zostanie sposób, w jaki ramy polityki powinny się zmieniać, aby możliwe było odniesienie korzyści z szans oferowanych przez usługi online i FinTech.

Przed europejskimi gospodarstwami domowymi stoi szereg wyzwań związanych ze skutecznym oszczędzaniem w celu zapewnienia odpowiedniej wysokości emerytur⁴⁴ w

⁴³ Dyrektywa 2014/91/UE; rozporządzenie (UE) nr 1286/2014; dyrektywa 2014/65/UE; dyrektywa w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego, 10747/15; dyrektywa 2009/138/WE i wniosek Komisji dotyczący rozporządzenia w sprawie zgłaszania transakcji finansowania papierów wartościowych oraz przejrzystości tych transakcji (rozporządzenie w sprawie transakcji finansowania papierów wartościowych), COM/2014/040 final.

⁴⁴ Sprawozdanie nt. adekwatności emerytur: obecna i przyszła adekwatność dochodów w starszym wieku w UE z 2015 r., mające się wkrótce ukazać.

obliczu wydłużającego się średniego trwania życia, presji budżetowej na poziomie poszczególnych państw i utrzymujących się niskich stóp procentowych. W tym celu Komisja wspiera rozwój zbiorowych i indywidualnych programów emerytalnych uzupełniających publiczne programy emerytalne.

System finansowy UE musi wspierać ludzi w gromadzeniu własnych oszczędności emerytalnych. Można to osiągnąć, wykorzystując środki z zakresu polityki mające na celu zachęcanie do tworzenia indywidualnych programów emerytalnych w Europie („trzeci filar”) i usunięcie przeszkód w tym obszarze.

Obecnie nie istnieje żaden skuteczny jednolity rynek emerytur indywidualnych w ramach „trzeciego filaru”. Niejednolity zbiór rozbieżnych przepisów na poziomie krajowym i UE stanowi przeszkodę dla pełnego rozwoju dużego i konkurencyjnego rynku emerytur indywidualnych⁴⁵. Fragmentacja rynku uniemożliwia dostawcom usług z zakresu emerytur indywidualnych osiągnięcie maksymalnej korzyści skali, dywersyfikacji ryzyka i innowacji, a tym samym przyczynia się do ograniczenia wyboru i zwiększenia kosztów dla osób oszczędzających na emeryturę. Możliwy do wyboru znormalizowany produkt w zakresie europejskiej emerytury indywidualnej pozwoliłby zapewnić regulacyjny wzór, w oparciu o odpowiedni poziom ochrony konsumentów, na zastosowanie którego dostawcy usług emerytalnych mogliby się decydować przy oferowaniu produktów w całej UE. Rozszerzenie europejskiego rynku emerytur „trzeciego filaru” przyczyniłoby się także do zapewnienia wsparcia inwestorom instytucjonalnym w zakresie pozyskiwania środków finansowych oraz zwiększenia inwestycji w gospodarkę realną.

Komisja oceni możliwość stworzenia dzięki ramom polityki prężnego europejskiego rynku prostych, efektywnych i konkurencyjnych emerytur indywidualnych i określi, czy konieczne jest wsparcie tego rynku przy pomocy prawodawstwa UE.

4.2. Inwestorzy instytucjonalni

Inwestorzy instytucjonalni, w szczególności zakłady ubezpieczeń na życie i fundusze emerytalno-rentowe, są zwykle inwestorami długoterminowymi. W ostatnich latach ograniczają oni jednak inwestycje w projekty długoterminowe i przedsiębiorstwa. Akcjonariat ubezpieczycieli i funduszy emerytalno-rentowych zmniejszył się z poziomu powyżej 25 % kapitalizacji rynku akcji UE w 1992 r. do 8 % pod koniec 2012 r.⁴⁶. Obecnie na ogół znaczny udział w ich portfelach stanowią aktywa o względnie niewielkim zróżnicowaniu. UE powinna wspierać inwestorów instytucjonalnych, aby zapewnić ich ekspozycję na długoterminowe aktywa i MŚP, przy jednoczesnym utrzymaniu należytego oraz ostrożnego zarządzania aktywami i pasywami.

Regulacja ostrożnościowa wpływa na zachęcenie inwestorów instytucjonalnych do inwestowania w określone rodzaje aktywów dzięki kalibracji narzutów kapitałowych. Komisja wprowadzi kalibracje w większym stopniu uwzględniające ryzyko w odniesieniu do infrastruktury i ELTIF (zob. rozdział 3) oraz prostych i przejrzystych produktów sekurytyzacyjnych (zob. rozdział 5). W informacjach zwrotnych przekazanych w ramach

⁴⁵ Przegląd obecnego rynku i ram regulacyjnych przedstawiono w dokumencie konsultacyjnym dotyczącym tworzenia znormalizowanego ogólnoeuropejskiego produktu w zakresie emerytur indywidualnych, opracowanym przez EIOPA, z 3 lipca 2015 r.

⁴⁶ Źródło: sprawozdanie końcowe pt. „Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012” sporządzone przez Observatoire de l'Epargne Européenne i Insead OEE Data Services, sierpień 2013 r.

konsultacji oprócz wspomnianych środków podkreślono również znaczenie podejścia ostrożnościowego do funduszy *private equity* i prywatnej emisji papierów dłużnych określonego w Wyłącalności II, które stanowi przeszkodę utrudniającą inwestowanie w tę klasę aktywów.

Komisja oceni, czy modyfikacje są uzasadnione, a jeżeli tak właśnie jest, przygotuje propozycje zmian, które mogą zostać przedstawione w kontekście przeglądu zasad Wyłącalność II.

Fundusze inwestycyjne zwiększyły swój akcjonariat na rynkach akcji UE z mniej niż 10 % w latach dziewięćdziesiątych XX w. do 21 % w 2012 r. Ponadto w ostatnich latach zaczęły one odgrywać coraz ważniejszą rolę jako posiadacze obligacji korporacyjnych. Fundusze te należą do najaktywniejszych inwestorów transgranicznych, jednak istotnym problemem w sektorze zarządzania aktywami pozostaje nadal fragmentacja rynku. Wielu respondentów stwierdziło w ramach konsultacji, że istnieje szereg czynników ograniczających transgraniczną działalność tych funduszy, w tym dyskryminujące opodatkowanie, różnice w krajowych wymogach dotyczących wprowadzania takich funduszy do obrotu i opłaty za powiadomienia transgraniczne. Usunięcie nieuzasadnionych barier zachęciłoby podmioty zarządzające funduszami do większego zaangażowania w transgraniczne wprowadzanie swoich funduszy do obrotu i ograniczenie kosztów dla inwestorów.

Komisja zgromadzi dowody dotyczące głównych barier w transgranicznej dystrybucji funduszy inwestycyjnych. Bariery te obejmują w szczególności nieproporcjonalne wymogi wprowadzania do obrotu, opłaty i inne uzgodnienia administracyjne nałożone przez kraje przyjmujące oraz otoczenie podatkowe. W oparciu o przedstawione dowody Komisja podejmie działania w celu wyeliminowania kluczowych barier, w razie potrzeby przy pomocy środków prawodawczych.

5. ZWIĘKSZANIE ZDOLNOŚCI WSPIERANIA PRZEZ BANKI SZERZEJ ROZUMIANEJ GOSPODARKI

Banki jako kredytodawcy dla znacznej części gospodarki i pośrednicy na rynkach kapitałowych będą odgrywały ważną rolę w unii rynków kapitałowych i w szerzej rozumianej gospodarce europejskiej. Ze względu na silne lokalne więzi i wiedzę banków, kredyty bankowe będą nadal stanowiły ważne źródło finansowania dla wielu małych przedsiębiorstw. W przypadku innych przedsiębiorstw dostęp do finansowania bankowego pozostanie ważnym elementem prowadzonej przez nie dywersyfikacji możliwości finansowania. W związku z tym równoległe do działań prowadzonych w zakresie unii rynków kapitałowych Komisja jest w trakcie przeprowadzania przeglądu regulacji bankowych w celu zapewnienia optymalnej równowagi między zarządzaniem ryzykiem a umożliwieniem wzrostu gospodarczego⁴⁷.

W przypadku mniejszych przedsiębiorstw ważną rolę we wspieraniu wzrostu gospodarczego odgrywają silne sieci lokalne. W niektórych państwach członkowskich prowadzą działalność spółdzielnie kredytowe, które na przykład zapewniają możliwość wzajemnego niekomercyjnego finansowania się przez MŚP. Spółdzielnie te mogą również ułatwiać wymianę wiedzy eksperckiej między swoimi członkami. Zastosowanie zaawansowanych i złożonych regulacji bankowych może czasami stanowić nieproporcjonalną przeszkodę dla spółdzielni kredytowych i innych niekomercyjnych spółdzielni obsługujących MŚP. Taka sytuacja może mieć miejsce szczególnie w przypadku, gdy są one małe i ukierunkowane głównie na przyjmowanie funduszy od członków i ich wtórny podział między nimi, w związku z czym ryzyko powstania zagrożeń dla szerszego systemu finansowego pozostaje ograniczone.

W niektórych państwach członkowskich spółdzielnie kredytowe zostały już wyłączone z zakresu ram regulacyjnych określonych w dyrektywie w sprawie wymogów kapitałowych. W celu zapewnienia równych warunków działania wszystkie państwa członkowskie powinny móc czerpać korzyści z funkcjonowania spółdzielni kredytowych, które podlegają krajowym zabezpieczeniom regulacyjnym proporcjonalnym do ryzyka, jakie ponoszą. W tym celu Komisja zbada możliwość udzielania we wszystkich państwach członkowskich zezwoleń spółdzielniom kredytowym prowadzącym działalność wykraczającą poza zakres ram wymogów kapitałowych UE dla banków.

Sekurytyzacja może przyczynić się do zwiększenia dostępności kredytów i zmniejszenia kosztów finansowania. Jako narzędzie finansowania sekurytyzacja może pomóc w osiągnięciu zróżnicowanej bazy finansowania. Może również pełnić rolę ważnego narzędzia transferu ryzyka mającego na celu poprawę efektywności kapitałowej i rozdzielenie ryzyka w taki sposób, aby odpowiadało zapotrzebowaniu.

W wyniku kryzysu rynki sekurytyzacji UE straciły na znaczeniu, osłabione wskutek obaw związanych z procesem sekurytyzacji i wiążącego się z nim ryzyka. Chociaż te słabe strony ujawniły się zwłaszcza w przypadku sekurytyzacji opartych na amerykańskich kredytach o obniżonej wiarygodności (ang. *sub-prime*)⁴⁸, wprowadzone w związku z tym reformy

⁴⁷ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

⁴⁸ W szczytowym momencie kryzysu najmniej skuteczne produkty sekurytyzacji w UE o ratingu AAA nie wykonały zobowiązań w 0,1 % przypadków. Dla porównania, ich amerykańskie odpowiedniki nie wykonały zobowiązań w 16 % przypadków. Bardziej ryzykowne sekurytyzacje w UE (o ratingu BBB) również osiągnęły bardzo dobry wynik, przy czym klasy o najgorszej skuteczności nie wykonały zobowiązań w 0,2 % przypadków w szczytowym momencie kryzysu. Współczynnik niewykonania zobowiązania w przypadku amerykańskich papierów wartościowych o ratingu BBB osiągnął natomiast 62 %. Źródło: EUNB.

regulacyjne miały zastosowanie do wszystkich sekurytyzacji. Nie przewiduje się cofnięcia reform UE dotyczących ryzyka nieodłącznie związanego z bardzo skomplikowanymi i niejasnymi sekurytyzacjami. Ważne jest jednak przywrócenie sekurytyzacji, aby mogła ona funkcjonować jako skuteczny kanał finansowania dla szerzej rozumianej gospodarki i mechanizm dywersyfikacji ryzyka. Komisja udziela już operacjom sekurytyzacji wsparcia finansowego w ramach planu inwestycyjnego. W ramach nowych, przyjmowanych obecnie wniosków ustawodawczych podjęte zostaną dalsze działania. Posłużą one do skuteczniejszego zróżnicowania prostych, przejrzystych i standardowych produktów w celu zwiększenia zaufania inwestorów i zmniejszenia obciążeń związanych z zachowaniem należytej staranności. W oparciu o rady EUNB Komisja zaproponuje również odpowiednie wymogi ostrożnościowe dla banków i ubezpieczycieli dotyczące inwestycji w proste, przejrzyste i standardowe produkty. Ten pakiet środków powinien pomóc uwolnić potencjał bilansów bankowych oraz zwiększyć ich zdolności do zasilania szerzej rozumianej gospodarki kredytami, jak również przyczynić się do stworzenia bazy długoterminowych inwestorów.

Komisja przyjęła wniosek dotyczący ram UE w zakresie prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji wraz z nowymi kalibracjami ostrożnościowymi dla banków w ramach CRR. Wkrótce po przyjęciu ram w sprawie prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji określone zostaną analogiczne kalibracje dla ubezpieczycieli w postaci zmiany do aktu delegowanego w ramach systemu Wyplącalność II, mającej na celu uwzględnienie kryteriów w zakresie prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji.

Kolejnym narzędziem finansowania mającym szczególne znaczenie w niektórych państwach członkowskich są obligacje zabezpieczone. Rynek obligacji zabezpieczonych jest jednak obecnie rozdrobniony na rynki krajowe. Na skutek rozbieżności między ramami prawnymi a praktykami nadzorczymi państw członkowskich, które wprowadziły specjalne przepisy dotyczące obligacji zabezpieczonych, możliwości standaryzacji rynku w zakresie praktyk dotyczących gwarantowania i ujawniania informacji są ograniczone. Może to stwarzać przeszkody w zakresie głębokości i płynności rynków oraz ich dostępności dla inwestorów, w szczególności na poziomie transgranicznym. Ramy UE dotyczące bardziej zintegrowanego rynku obligacji zabezpieczonych mogłyby przyczynić się do zmniejszenia kosztów finansowania ponoszonych przez banki emitujące obligacje zabezpieczone, zwłaszcza w niektórych państwach członkowskich.

Komisja uruchamia konsultacje w sprawie ustanowienia ogólnoeuropejskich ram dla obligacji zabezpieczonych w oparciu o prawidłowo funkcjonujące systemy krajowe, bez naruszania tych systemów, oraz wysokiej jakości normy i najlepsze praktyki rynkowe. W konsultacjach tych zgromadzone zostaną również opinie dotyczące wykorzystania podobnych struktur w celu wsparcia pożyczek dla MŚP.

6. UŁATWIANIE INWESTOWANIA NA POZIOMIE TRANSGRANICZNYM

Mimo znacznych postępów poczynionych w ostatnich dekadach na rzecz rozwoju jednolitego rynku kapitałowego nadal istnieje wiele ugruntowanych i głęboko zakorzenionych przeszkód utrudniających realizację inwestycji transgranicznych. Obejmują one zarówno przeszkody wynikające z prawa krajowego, takiego jak prawo dotyczące niewypłacalności, zabezpieczeń i papierów wartościowych, jak i przeszkody wynikające z infrastruktury rynku, przeszkód podatkowych i zmian w otoczeniu regulacyjnym, podważających przewidywalność przepisów dotyczących inwestycji bezpośrednich. Od nadejścia kryzysu podział ryzyka na poziomie transgranicznym w UE uległ osłabieniu, w tym samym okresie zmniejszyła się również ilość inwestycji pochodzących spoza UE.

Usunięcie niektórych ugruntowanych przeszkód, które zniechęcają inwestorów do dywersyfikacji swoich portfeli geograficznych, przyniosłoby znaczne korzyści podmiotom gromadzącym kapitał, inwestorom i całej gospodarce UE. Bardziej zintegrowane rynki kapitałowe UE przyczyniłyby się także do wzrostu atrakcyjności państw członkowskich UE jako celów inwestycji inwestorów pochodzących z krajów trzecich.

6.1. Pewność prawa i infrastruktura rynkowa dla inwestycji transgranicznych

Infrastruktury efektywnego oraz bezpiecznego rozliczania i rozrachunku transakcji stanowią kluczowy element sprawnie funkcjonujących rynków kapitałowych. Jedną z istotnych obaw pojawiających się w odpowiedziach uzyskanych w ramach konsultacji dotyczy faktu, iż obecnie nie ma możliwości ustalenia praw własności papierów wartościowych z pewnością prawa, w przypadku gdy siedziby emitenta papierów wartościowych i inwestora znajdują się w różnych państwach członkowskich lub gdy papiery wartościowe są w posiadaniu instytucji finansowych z różnych państw członkowskich. Tego typu sytuacje zdarzają się coraz częściej. Wielu respondentów udzielających odpowiedzi na pytania zawarte w zielonej księdze wezwało do wprowadzenia przepisów wyjaśniających, które prawo krajowe ma zastosowanie w przypadku dowolnej transgranicznej transakcji na papierach wartościowych. W tym celu Komisja planuje poprawić i rozszerzyć przepisy obowiązujące w tym obszarze. Modernizacja przepisów prawa nabiera jeszcze większego znaczenia w obliczu oczekiwanego wzrostu liczby transgranicznych transakcji na papierach wartościowych spowodowanego uruchomieniem platformy TARGET2-Securities (T2S).

Ponadto różnice w krajowym traktowaniu skutków cesji wierzytelności dla osób trzecich⁴⁹ komplikują zastosowanie tych instrumentów jako zabezpieczenia transgranicznego i utrudniają inwestorom oszacowanie ryzyka instrumentów dłużnych. Ta niepewność prawa uniemożliwia stosowanie istotnych z punktu widzenia gospodarki operacji finansowych takich jak sekurytyzacje, w przypadku których konieczne jest solidne zarządzanie zabezpieczeniem.

Komisja będzie kontynuowała wczesne ukierunkowane działania dotyczące kwestii niepewności związanej z własnością papierów wartościowych. Na podstawie dalszych konsultacji i oceny skutków Komisja proponuje również jednolite przepisy w celu określenia z pewnością prawa, które przepisy prawa krajowego mają zastosowanie do skutków cesji wierzytelności dla osób trzecich.

⁴⁹ W przypadku gdy wierzyciel pierwotny przenosi wierzytelność na kogoś innego.

W ostatnich latach prawodawstwo UE, takie jak rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (EMIR)⁵⁰, rozporządzenie w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych (rozporządzenie CDPW)⁵¹ i MiFID II, przyczyniło się do usunięcia wielu barier w zakresie rozliczania i rozrachunku transgranicznych transakcji na papierach wartościowych. W sektorze rozliczania i rozrachunku transakcji zachodzą jednak nadal istotne zmiany, o czym świadczy fakt, że jeszcze wiele przepisów oczekuje na wejście w życie, jak również niedawne ustanowienie wspólnej platformy rozrachunku T2S. Zmiany te napędzają restrukturyzację infrastruktury w zakresie rozliczania i rozrachunku transakcji, jednocześnie zachęcając do stosowania innowacyjnych praktyk rynkowych, w szczególności w dziedzinie zarządzania zabezpieczeniem. W związku z tym należy monitorować rynki w celu zapewnienia, aby prawodawstwo było aktualizowane zgodnie ze zmieniającymi się praktykami, zapewniając jednocześnie, aby bezpieczeństwo i efektywność systemu rozliczania i rozrachunku transakcji nie uległy pogorszeniu.

Mimo tych postępów nadal istnieją bariery w efektywnym rozliczaniu i rozrachunku na poziomie transgranicznym, przy czym są wśród nich takie, które zidentyfikowano w raporcie Giovanniniego⁵² przeszło dziesięć lat temu. Wiele z tych barier wynika z rozbieżności pomiędzy krajowymi przepisami prawa majątkowego i upadłościowego, jak również krajowymi przepisami dotyczącymi inwestowania w papiery wartościowe, które znacznie różnią się pod względem prawnego charakteru aktywów. Różnice te mogą powodować niepewność w ustaleniu, kto jest właścicielem papierów wartościowych w przypadku niewykonania zobowiązania oraz czyje prawa są nadrzędne w przypadku upadłości. Niepewność dotycząca takich podstawowych kwestii stwarza jednak znaczne ryzyko prawne, na przykład w zakresie wykonalności zabezpieczenia, i może zagrażać odporności w sektorze transgranicznych przepływów rozrachunków i zabezpieczeń.

W celu wsparcia efektywniejszych i cechujących się większą odpornością systemów rozliczania i rozrachunku transakcji oraz rynków zabezpieczeń Komisja dokona szerszego przeglądu postępów w usuwaniu barier Giovanniniego w zakresie rozliczania i rozrachunku transgranicznych transakcji w następstwie wdrożenia najnowszego prawodawstwa i zmian w infrastrukturze rynkowej.

6.2. Usuwanie krajowych barier w zakresie inwestycji transgranicznych

Spójność w zakresie stosowania, wdrażania i egzekwowania ram prawnych i nadzorczych ma decydujące znaczenie dla swobodnego przepływu kapitału i stworzenia równych warunków działania. Obecnie, gdy w UE obowiązuje wiele postanowień finansowych mających na celu ułatwienie inwestycji transgranicznych, należy skoncentrować się na ich skutecznym wdrażaniu i egzekwowaniu. Bariery mogą wynikać z prawodawstwa krajowego lub praktyk administracyjnych. Niektóre odnoszą się do nadmiernie rygorystycznego wdrażania minimalnych przepisów UE, natomiast inne mogą wynikać z odmiennego stosowania przepisów UE. Jeszcze inne bariery wynikają z krajowych środków podjętych w dziedzinach, w których nie istnieje prawodawstwo UE lub odpowiedzialność spoczywa na organach krajowych.

⁵⁰ Rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

⁵¹ Rozporządzenie (UE) nr 909/2014.

⁵² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

Jeżeli chodzi o bariery nieuwzględnione w innych działaniach, w tym w ramach spójności w zakresie nadzoru, Komisja będzie współpracowała z państwami członkowskimi w celu ich określenia i zniesienia dzięki wspólnemu podejściu. Komisja podejmie następujące działania:

- stworzy sieć 28 krajowych punktów kontaktowych i weźmie udział w dwustronnych rozmowach na temat potencjału krajowych działań ukierunkowanych na zniesienie barier;
- opracuje najlepsze praktyki, karty wyników, zalecenia i wytyczne w oparciu o prace prowadzone w ramach tej sieci.

Komisja przy współpracy z państwami członkowskimi zidentyfikuje i podejmie działania mające na celu rozwiązanie problemu nieuzasadnionych krajowych barier utrudniających swobodny przepływ kapitału, wynikających między innymi z niewystarczającego wdrożenia lub braku spójności w interpretacji jednolitego zbioru przepisów i prawa krajowego, które uniemożliwiają sprawne funkcjonowanie unii rynków kapitałowych, oraz opublikuje do końca 2016 r. sprawozdanie.

Ujednolicenie postępowania upadłościowego i restrukturyzacyjnego zapewniłoby większą pewność prawa dla transgranicznych inwestorów i zachęciłoby do terminowej restrukturyzacji rentownych przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej. Respondenci, którzy udzieli odpowiedzi na pytania zadane w trakcie konsultacji, przyznali powszechnie, że zarówno nieskuteczność, jak i rozbieżność w zakresie prawa upadłościowego utrudnia inwestorom ocenę ryzyka kredytowego, zwłaszcza w zakresie inwestycji transgranicznych.

W sprawozdaniu Banku Światowego dotyczącym prowadzenia działalności gospodarczej (*Doing Business Report*) z 2015 r. państwa oceniono pod względem skuteczności ich ram dotyczących niewypłacalności w skali od 0–16. Średnia arytmetyczna UE wynosi 11,6, czyli 5 % poniżej średniej OECD odnoszącej się do krajów o wysokich dochodach (12,2). Wynik niektórych państw członkowskich jest niższy niż 8.

W 2014 r. Komisja opublikowała zalecenie⁵³ w sprawie nowego podejścia do niepowodzenia w działalności gospodarczej i niewypłacalności, w którym zachęca państwa członkowskie do wdrażania procedur wczesnej restrukturyzacji i do dawania przedsiębiorcom możliwości skorzystania z drugiej szansy. W zaleceniu przedstawiono wspólne zasady dotyczące krajowych procedur w zakresie niewypłacalności w odniesieniu do przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji, a także środki mające na celu ograniczenie czasu trwania i kosztów postępowania dla MŚP (np. stosowanie standardowych formularzy, wykorzystywanie środków porozumiewania się na odległość). Chociaż we wspomnianym zaleceniu poruszono kwestie istotne dla państw członkowskich podejmujących reformy w obszarze niewypłacalności, z oceny przeprowadzonej przez Komisję wynika, że zostało ono wdrożone tylko w części, w tym również w państwach członkowskich, które rozpoczęły reformy⁵⁴.

Komisja zaproponuje inicjatywę ustawodawczą dotyczącą niewypłacalności przedsiębiorstw, w tym wczesnej restrukturyzacji i możliwości skorzystania z drugiej szansy, opierając się na doświadczeniach zgromadzonych podczas opracowywania zalecenia. Celem tej inicjatywy będzie wyeliminowanie najistotniejszych barier w

⁵³ C(2014) 1500 final, 12.3.2014.

⁵⁴ Ocena wdrożenia zalecenia w sprawie nowego podejścia do niepowodzenia w działalności gospodarczej i niewypłacalności (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm).

zakresie wolnego przepływu kapitału w oparciu o prawidłowo funkcjonujące systemy krajowe.

Niezwykle ważną kwestię w podejmowaniu decyzji dotyczących inwestycji transgranicznych stanowi również opodatkowanie. Dwie konkretne przeszkody podatkowe dotyczące inwestycji transgranicznych określono jako szczególnie istotne w kontekście unii rynków kapitałowych. Po pierwsze, wielu inwestorów podkreśliło, że obecnie, dokonując inwestycji transgranicznych, są pokrzywdzeni ze względu na stosowanie wobec nich, oprócz podatku krajowego, lokalnych podatków u źródła, których zwrot jest niemal niemożliwy. Problem ten wynika z różnych podejść krajowych do stosowania podatków u źródła i ze złożoności procedur ubiegania się o ulgę podatkową w ich zakresie. Potencjalnie dyskryminacyjne opodatkowanie funduszy emerytalno-rentowych i zakładów ubezpieczeń na życie również stanowi przeszkodę dla inwestycji transgranicznych.

Aby zachęcić państwa członkowskie do przyjęcia systemów ulg w podatkach u źródła oraz do ustanowienia szybkich i ujednoczonych procedur zwrotu podatku, Komisja będzie promować najlepsze praktyki oraz opracuje wraz z państwami członkowskimi kodeks postępowania w sprawie zasad przyznawania ulgi w podatku u źródła. Komisja przeprowadzi również badanie dotyczące dyskryminacyjnych przeszkód podatkowych dla inwestycji transgranicznych prowadzonych przez zakłady ubezpieczeń na życie i fundusze emerytalno-rentowe oraz będzie w stosownych przypadkach wszczynać postępowanie w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego.

Obecnie obowiązuje około 200 dwustronnych umów inwestycyjnych między państwami członkowskimi („wewnątrzunijne dwustronne umowy inwestycyjne”), które zawierają odmienne normy traktowania inwestycji transgranicznych na jednolitym rynku oraz są niezgodne z przepisami UE. Komisja podjęła w ostatnim czasie działania prawne przeciwko wspomnianym wewnątrzunijnym dwustronnym umowom inwestycyjnym. Komisja będzie współpracować z państwami członkowskimi w celu zbadania, czy potrzebne są dodatkowe działania mające na celu dalsze wzmacnianie środków ochronnych dla inwestorów transgranicznych, a tym samym zwiększanie atrakcyjności jednolitego rynku jako celu inwestycji.

6.3. Promowanie stabilności finansowej i spójności w zakresie nadzoru

Promując bardziej zróżnicowane kanały finansowania, unia rynków kapitałowych pomoże w zwiększeniu odporności systemu finansowego UE⁵⁵. Jednocześnie należy być przygotowanym na zagrożenia związane ze stabilnością finansową pojawiające się na rynkach kapitałowych. W ostatnich latach UE przeprowadziła szereg reform w celu stworzenia bardziej przejrzystych, dobrze regulowanych i solidnych rynków kapitałowych, w tym ograniczyła zagrożenia na rynkach instrumentów pochodnych za pośrednictwem EMIR, wprowadziła bezpieczniejsze i bardziej przejrzyste przepisy handlowe w MiFID oraz zapewniła, aby wszyscy zarządzający alternatywnym funduszem podlegali przepisom ustanowionym w dyrektywie w sprawie ZAFI. Dalsze reformy są w trakcie realizacji w ramach rozporządzenia w sprawie transakcji finansowania papierów wartościowych⁵⁶,

⁵⁵ Przemówienie V. Constâncio, wiceprezesa EBC.

⁵⁶ Jak określono w rozporządzeniu w sprawie transakcji finansowania papierów wartościowych, po otrzymaniu wyników prac prowadzonych przez odpowiednie międzynarodowe fora oraz korzystając z pomocy ESMA, EUNB i ERRS, w 2017 r. Komisja przedstawi Parlamentowi Europejskiemu i Radzie sprawozdanie z postępów poczynionych dzięki wysiłkom podjętym na skalę międzynarodową w celu ograniczenia ryzyka związanego z transakcjami finansowania papierów wartościowych, w tym w sprawie stosowania zaleceń

wniosku w sprawie funduszy rynku pieniężnego oraz wniosku ustawodawczego w sprawie działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji CCP, który zostanie przyjęty w przyszłości. Rada Stabilności Finansowej traktuje priorytetowo prace mające na celu zrozumienie podatności na zagrożenia w związku z podmiotami podejmującymi działania parabankowe na rynkach kapitałowych oraz zaradzenie takiej podatności. Zapewnienie globalnego podejścia regulacyjnego do potencjalnie powstających zagrożeń systemowych przyczyni się zarówno do wsparcia stabilności finansowej, jak również do uproszczenia inwestycji transgranicznych.

Komisja będzie współpracować z Radą Stabilności Finansowej i z Europejskimi Urzędami Nadzoru w połączeniu z Europejską Radą ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) w celu przeprowadzenia oceny możliwych zagrożeń stabilności finansowej wynikających z finansowania rynkowego. Dalsze prace analityczne będą prowadzone na przykład w celu lepszego zrozumienia kwestii płynności rynkowej i wzajemnych powiązań w systemie finansowym oraz w celu oceny, czy istnieje potrzeba opracowywania dodatkowych instrumentów makroostrożnościowych. Komisja wprowadzi do ram makroostrożnościowych wszystkie niezbędne zmiany w kontekście zbliżającego się przeglądu ERRS.

W odniesieniu do nadzoru informacje zwrotne otrzymane w ramach konsultacji na temat struktury, którą UE wdrożyła w następstwie kryzysu finansowego w 2011 r., były pozytywne. Mimo iż poczyniono postępy w ustanawianiu Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego i we wprowadzaniu jednolitego zbioru przepisów, respondenci, którzy udzielili odpowiedzi na pytania zadane w ramach konsultacji, podkreślali znaczenie zapewnienia spójności w zakresie nadzoru oraz spójnego wdrażania i stosowania przepisów UE dotyczących usług finansowych, którą to kwestię podkreślono również w sprawozdaniu czterech przewodniczących i prezesa EBC pt. „Dokończenie budowy europejskiej unii gospodarczej i walutowej”.

W przyjętych w ostatnich latach przepisach dotyczących rynków kapitałowych Europejskim Urzędem Nadzoru powierzono istotną rolę w wielu obszarach. W informacjach zwrotnych otrzymanych w ramach konsultacji wezwano w szczególności ESMA do odgrywania istotniejszej roli we wzmacnianiu spójności w zakresie nadzoru nad regulacją rynku kapitałowego i sprawozdawczością rynkową oraz zapewnienia konsekwentnego stosowania jednolitego zbioru przepisów w całej UE. Wysiłki podjęte w ostatnich latach w celu utworzenia jednolitego zbioru przepisów dotyczących rynków kapitałowych powinny zaowocować bardziej zintegrowanymi i wydajnie funkcjonującymi rynkami kapitałowymi. W wyniku pogłębionej integracji finansowej ESMA będzie musiała skoncentrować się w sposób szczególny na osiągnięciu spójności wyników w zakresie nadzoru w całej UE, w tym w zakresie rachunkowości, w celu zapewnienia odpowiedniego funkcjonowania jednolitego rynku. Ponadto ESMA mogłaby skoncentrować się w większym stopniu na identyfikowaniu, wspieraniu i promowaniu najlepszych praktyk w celu zapewnienia skuteczności technik w zakresie nadzoru stosowanych przez państwa członkowskie i porównywalnych wyników w całej UE. W tym kontekście ESMA powinna korzystać z posiadanych narzędzi w bardziej systematyczny i wydajny sposób, w szczególności ze wzajemnej oceny tematycznej i wzajemnej oceny państw.

Rady Stabilności Finansowej dotyczących redukcji wartości transakcji finansowania papierów wartościowych, które nie są rozliczane centralnie, oraz kwestii potrzeby ich zastosowania na rynkach europejskich.

Komisja podejmie współpracę z ESMA w celu opracowania i wdrożenia strategii na rzecz zwiększenia spójności w zakresie nadzoru i zidentyfikowania obszarów, w których bardziej zintegrowane podejście może poprawić funkcjonowanie jednolitego rynku kapitałowego. Ponadto Komisja podejmie współpracę z ESMA w celu wzmocnienia skuteczności jej procesu decyzyjnego opartego na wzajemnej ocenie tematycznej i wzajemnej ocenie państw. W 2016 r. Komisja opublikuje białą księgę w sprawie zarządzania Europejskimi Urzędami Nadzoru i ich finansowania.

Unia rynków kapitałowych stanowi klasyczny projekt jednolitego rynku, z którego korzyści płyną dla wszystkich 28 państw członkowskich. Aby wesprzeć rynki kapitałowe w wykorzystaniu ich pełnego potencjału, Komisja opracuje, za pośrednictwem Służby ds. Wspierania Reform Strukturalnych, strategię służącą zapewnianiu państwom członkowskim niezbędnej pomocy technicznej w celu wzmocnienia szczególnych zdolności krajowych rynków kapitałowych.

6.4. Ułatwianie dokonywania inwestycji międzynarodowych

Aby rynki kapitałowe UE mogły się rozwijać, muszą być otwarte i konkurencyjne w skali globalnej oraz muszą być w stanie przyciągać dodatkowe inwestycje inwestorów międzynarodowych w formie instrumentów udziałowych i dłużnych. Unia rynków kapitałowych pomoże uczynić rynki kapitałowe UE bardziej atrakcyjnymi dla inwestorów międzynarodowych, znosząc koszty prawne i administracyjne obowiązujące w przypadku operacji transgranicznych oraz wzmacniając spójność wyników w zakresie nadzoru w całej Europie. Biorąc pod uwagę globalny charakter rynków kapitałowych, unia rynków kapitałowych musi uwzględnić szerszy globalny kontekst i zapewnić, aby europejskie rynki kapitałowe pozostały integralną częścią międzynarodowego systemu finansowego. Komisja będzie nadal ściśle współpracować z państwami członkowskimi UE i państwami trzecimi w ramach forów międzynarodowych, takich jak Rada Stabilności Finansowej i Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych, aby opracować spójne reakcje polityczne w celu wsparcia rozwoju globalnych rynków kapitałowych. Ponadto Komisja będzie dążyła do stworzenia ram współpracy regulacyjnej w zakresie usług finansowych z kluczowymi państwami trzecimi w celu wzmocnienia integracji rynków kapitałowych.

Polityka UE w zakresie międzynarodowego handlu i inwestycji odgrywa ważną rolę we wspieraniu inwestycji międzynarodowych. Umowy dotyczące międzynarodowego handlu i inwestycji zapewniają liberalizację przepływu kapitału, regulują dostęp do rynku i inwestycje, w tym świadczenie usług finansowych, i mogą pomóc w osiągnięciu odpowiedniego poziomu ochrony i równych warunków działania dla inwestorów. Komisja będzie nadal uczestniczyć w międzynarodowych działaniach na rzecz swobodnego przepływu kapitału, w tym w kontekście kodeksów liberalizacji przepływów kapitału opracowanych przez OECD.

7. DALSZE DZIAŁANIA I MONITOROWANIE

W niniejszym planie działania przedstawiono działania priorytetowe, które są konieczne do pobudzenia inwestycji we wszystkich państwach członkowskich i w całej UE oraz do lepszego powiązania oszczędności ze wzrostem gospodarczym. Przygotowanie proponowanych działań będzie przedmiotem stosownych konsultacji i oceny skutków dotyczących całego zakresu wariantów służących do osiągnięcia wyznaczonych celów.

Skuteczne przyjęcie i wdrożenie tych działań będzie wymagało nieustannego i wspólnego wysiłku. Projekt ten wymaga zaangażowania wszystkich 28 państw członkowskich, w związku z czym Komisja będzie ściśle współpracować z nimi i z Parlamentem Europejskim, aby kontynuować realizację tych wniosków.

Aby nadać im początkowego rozpędu, przyjęte zostają pierwsze konkretne wnioski, a pozostałe zostaną ogłoszone niebawem. Pierwsze działania obejmują kompleksowy pakiet w zakresie sekurytyzacji wraz z zaktualizowanymi kalibracjami w odniesieniu do CRR, definicję infrastruktury i zmienione kalibracje dotyczące zasad Wypłacalność II oraz wniosek o dokonanie zmiany dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego. W innych obszarach konieczne mogą być dalsze konsultacje z zainteresowanymi stronami. Jednocześnie Komisja będzie ułatwiać dyskusje z państwami członkowskimi dotyczące takich kwestii jak podatki i niewypłacalność, aby umożliwić osiągnięcie postępu w perspektywie średnio- i długoterminowej.

Skuteczność unii rynków kapitałowych będzie zależeła również od uczestników rynku. Pośrednicy finansowi muszą mieć swój udział w przywracaniu zaufania swoich klientów i budowaniu pewności na rynkach kapitałowych w Europie. Niniejszy plan działania zawiera inicjatywy rynkowe, w związku z czym Komisja wzywa zainteresowane strony do traktowania postępów w tych obszarach w sposób priorytetowy.

Ponadto Komisja będzie kontynuować prace zmierzające do określenia głównych braków wydajności i barier przeszkadzających w pogłębianiu rynków kapitałowych w Europie oraz opracuje najlepszy sposób ich przezwyciężenia przy jednoczesnym zachowaniu szczególnego nacisku na ochronę inwestorów i nadzór rynku.

Oprócz rocznych sprawozdań Komisja przeprowadzi w 2017 r. kompleksową inwentaryzację stanowiącą podstawę do podjęcia decyzji w sprawie wszelkich dodatkowych środków, które mogą okazać się konieczne.

Komisja będzie przedstawiać Parlamentowi Europejskiemu i państwom członkowskim regularne sprawozdania z postępu prac.

Załącznik 1: Wykaz działań i orientacyjne terminy

Finansowanie na rzecz innowacji, przedsiębiorstw typu start-up i spółek nienotowanych na rynku regulowanym		
Wsparcie dla kapitału wysokiego ryzyka i finansowania kapitałem własnym	Wniosek dotyczący ogólnoeuropejskich funduszy funduszy <i>venture capital</i> i funduszy wielokrajowych	II kw. 2016
	Zmiana przepisów dotyczących EuVECA i EuSEF	III kw. 2016
	Analiza zachęt podatkowych dla kapitału wysokiego ryzyka i aniołów biznesu	2017
Pokonanie barier informacyjnych dla inwestycji MŚP	Wzmocnienie procesu przekazywania informacji zwrotnych otrzymanych od banków, które odrzuciły wnioski MŚP o udzielenie kredytu	II kw. 2016
	Mapowanie dotychczasowych lokalnych lub krajowych możliwości wsparcia i zdolności doradczych w UE w celu promowania najlepszych praktyk	2017
	Zbadanie sposobów rozwijania lub wspierania ogólnoeuropejskich systemów informacyjnych	2017
Promowanie innowacyjnych form finansowania przedsiębiorstw	Sprawozdanie na temat finansowania społecznościowego	I kw. 2016
	Opracowanie skoordynowanego podejścia do udzielania pożyczek w ramach funduszy oraz przeprowadzenie oceny ewentualnej potrzeby wprowadzenia przyszłych ram UE	IV kw. 2016
Ułatwianie przedsiębiorstwom wchodzenia na rynki publiczne i pozyskiwania na nich kapitału		
Poprawa dostępu do rynków publicznych	Wniosek o modernizację dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego	IV kw. 2015
	Przegląd regulacyjnych barier dla dopuszczenia MŚP do obrotu na rynkach publicznych i na rynkach rozwoju MŚP	2017
	Przegląd rynku obligacji korporacyjnych w UE, ze szczególnym uwzględnieniem sposobu poprawy płynności rynkowej	2017
Wsparcie finansowania kapitałem własnym	Wniosek ustawodawczy dotyczący wspólnej skonsolidowanej podstawy opodatkowania osób prawnych, uwzględniający kwestię braku równowagi pomiędzy traktowaniem długu i kapitału własnego	IV kw. 2016
Długoterminowe, zrównoważone inwestycje z zakresu infrastruktury		
Wsparcie inwestycji w infrastrukturę	Dostosowanie kalibracji w ramach Wyłącalność II dotyczących inwestycji zakładów ubezpieczeń w infrastrukturę i w europejskie długoterminowe fundusze inwestycyjne Przegląd CRR w odniesieniu do banków, wprowadzenie stosownych zmian w kalibracjach dot. infrastruktury	III kw. 2015 W trakcie realizacji

Zapewnienie spójności zbioru przepisów UE dotyczących usług finansowych	Wezwanie do przedstawienia uwag dotyczących skumulowanego wpływu reformy finansowej	III kw. 2015
Wspieranie inwestycji dokonywanych przez inwestorów detalicznych i instytucjonalnych		
Zwiększenie wyboru i konkurencji dla konsumentów detalicznych	Zielona księga w sprawie detalicznych usług finansowych i ubezpieczeń	IV kw. 2015
Pomoc dla inwestorów detalicznych w zawieraniu korzystniejszych transakcji	Ocena unijnych rynków detalicznych produktów inwestycyjnych	2018
Wsparcie w zakresie oszczędności emerytalnych	Ocena możliwości ustanowienia w oparciu o ramy polityki europejskich emerytur indywidualnych	IV kw. 2016
Rozszerzenie możliwości dla inwestorów instytucjonalnych i zarządzających funduszami	Ocena podejścia ostrożnościowego do niepublicznych instrumentów kapitałowych i do niepublicznej emisji papierów dłużnych w ramach zasad Wyplacalność II	2018
	Konsultacje dotyczące głównych barier w transgranicznej dystrybucji funduszy inwestycyjnych	II kw. 2016
Zwiększanie zdolności wspierania przez banki szerzej rozumianej gospodarki		
Wzmacnianie lokalnych sieci finansowania	Zbadanie możliwości udzielania we wszystkich państwach członkowskich zezwoleń spółdzielniom kredytowym prowadzącym działalność wykraczającą poza zakres przepisów określonych w wymogach kapitałowych UE dla banków	W trakcie realizacji
Stworzenie rynków sekurytyzacji UE	Wniosek dotyczący prostej, przejrzystej i znormalizowanej sekurytyzacji i dokonanie przeglądu kalibracji kapitałowych w odniesieniu do banków	III kw. 2015
Wsparcie finansowania przez banki szerzej rozumianej gospodarki	Konsultacje w sprawie ustanowienia ogólnoeuropejskich ram dla obligacji zabezpieczonych i podobnych struktur w przypadku pożyczek dla MŚP	III kw. 2015
Ułatwianie inwestowania na poziomie transgranicznym		
Usuwanie krajowych barier w zakresie inwestycji transgranicznych	Sprawozdanie na temat krajowych barier w zakresie swobodnego przepływu kapitału	IV kw. 2016

Poprawa infrastruktury rynkowej dla inwestycji transgranicznych	Ukierunkowane działanie w sprawie przepisów dotyczących własności papierów wartościowych i skutków cesji wierzytelności dla osób trzecich	2017
	Przegląd postępów w eliminowaniu pozostałych barier Giovanniniego	2017
Wsparcie spójności w zakresie postępowania upadłościowego	Inicjatywa ustawodawcza dotycząca niewypłacalności przedsiębiorstw, mająca na celu wyeliminowanie najistotniejszych barier w zakresie swobodnego przepływu kapitału	IV kw. 2016
Usuwanie transgranicznych przeszkód podatkowych	Najlepsze praktyki i kodeks postępowania w zakresie procedur dotyczących ulg w podatkach u źródła	2017
	Badanie dotyczące dyskryminacyjnych przeszkód podatkowych dla inwestycji transgranicznych dokonywanych przez fundusze emerytalno-rentowe i zakłady ubezpieczeń na życie	2017
Wzmocnienie spójności w zakresie nadzoru i budowanie zdolności rynku kapitałowego	Strategia na rzecz zwiększenia spójności w zakresie nadzoru mająca na celu poprawę funkcjonowania jednolitego rynku kapitałowego	W trakcie realizacji
	Biała księga w sprawie finansowania Europejskich Urzędów Nadzoru i ich zarządzania	II kw. 2016
	Opracowanie strategii zapewnienia państwom członkowskim pomocy technicznej w celu wzmocnienia zdolności rynków kapitałowych	III kw. 2016
Zwiększenie zdolności zachowania stabilności finansowej	Przegląd ram nadzoru makroostrożnościowego UE	2017