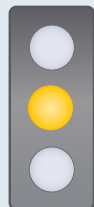


TEMAT KOMUNIKATU: Komisja Europejska chce zwiększyć skalę finansowania długoterminowego.

STRONY ZAINTERESOWANE: banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, oszczędzający, organy nadzoru oraz przedsiębiorstwa poszukujące finansowania.



ZALETY:

- Dywersyfikacja kanałów finansowania długoterminowego może pobudzić podaż kredytów, o ile związane z tym ryzyka zostaną odpowiednio uwzględnione.
- Wprowadzenie oznaczenia „wysokiej jakości sekurytyzacji” może odbudować zaufanie na rynku finansowym

WADY:

- Komisja pomija przyczyny braku inwestycji długoterminowych istniejące po stronie popytowej, których nie da się wyeliminować bez strukturalnych reform służących poprawie konkurencyjności.
- Propozycje w zakresie zwiększenia inwestycji towarzystw ubezpieczeniowych w projekty infrastrukturalne oraz skali kredytowania małych i średnich firm są ryzykowne.
- Pomysł wprowadzenia finansowanego przez państwo „unijnego rachunku oszczędnościowego” należy odrzucić. Może on spowodować raczej spadek niż wzrost inwestycji.

TREŚĆ

Tytuł

Komunikat z 27 marca 2014 r. w sprawie Długoterminowego Finansowania Gospodarki Europejskiej. Sygnatura COM(2014) 168.

Streszczenie

› Tło i cele

- Komisja dostrzega potrzebę przeprowadzenia do roku 2020 inwestycji w sektorze transportu, energii i telekomunikacji wartych ok. biliona euro, związanych z budową sieci infrastrukturalnych o znaczeniu ogólnoeuropejskim. Komisja uważa również, że istnieje istotna potrzeba inwestycji w badania i rozwój, nowe technologie oraz wdrażanie pakietu energetycznego i klimatycznego 2030 [COM(2014) 15].
- Zdaniem Komisji, kryzys finansowy i gospodarczy doprowadził do: (s. 3)
 - z jednej strony – „niższego od optymalnego poziomu” zainteresowania inwestycjami długoterminowymi;
 - z drugiej strony – braku oferty w zakresie finansowania długoterminowego, co spowodowane jest skłonnością do preferowania płynności i delewarowaniem banków.
- Komisja dostrzega „niedoskonałości i niewydolności rynku” w zakresie akcji kredytowej banków i chce udzielić pozostałym kanałom finansowania długoterminowego:
 - uruchomić prywatne źródła finansowania;
 - rozwijać rynki kapitałowe;
 - znowelizować istniejące standardy rachunkowości oraz ramy prawne, a także
 - poprawić dostępność informacji kredytowej dotyczącej małych i średnich firm.

› Uruchomienie prywatnych źródeł finansowania

- Akcja kredytowa banków jest kluczowym elementem finansowania inwestycji długoterminowych. Zdaniem Komisji, dywersyfikacja kanałów finansowania jest niezbędna, by zwiększyć dostępność finansowania długoterminowego oraz odporność europejskiej gospodarki na kryzysy (s. 4).
- W ramach trwającej reformy związanej z wprowadzeniem rozporządzenia w zakresie wymogów kapitałowych dla banków [CRR, Rozporządzenie UE 575/2013], Komisja zamierza wprowadzić takie limity dotyczące minimalnej skali płynności oraz strukturalnej skali płynności, by nie ograniczały one „nadmiernie” finansowania długoterminowego oferowanego przez banki (s. 5).
- Dyrektywa Wypłacalność II (Solvency II), wchodząca w życie 1 stycznia 2016 r. [2009/138/EC, znowelizowana dyrektywą Omnibus II 2014/51/EU) ułatwi towarzystwom ubezpieczeniowym inwestowanie w mniej płynne aktywa. Komisja rozważa również ograniczenie wymogów kapitałowych dotyczących inwestycji towarzystw ubezpieczeniowych w małe i średnie przedsiębiorstwa oraz projekty infrastrukturalne (str. 6 i 7).
- Składając wniosek w sprawie Dyrektywy dotyczącej pracowniczych programów emerytalnych [IORP II, COM(2014) 167], Komisja chce zwiększyć możliwości tych funduszy w zakresie udziału w finansowaniu inwestycji długoterminowych. Zamierza również stworzyć jednolity rynek emerytur indywidualnych, w związku z czym rozważa wprowadzenie unijnych przepisów umożliwiających transgraniczną działalność systemów emerytur indywidualnych lub stworzenie 29. systemu, stanowiącego alternatywę dla istniejących przepisów krajowych (s. 6).
- Do końca 2014 r. Komisja zamierza przeprowadzić analizę, która ma dać odpowiedź na pytanie, czy „niedoskonałości rynku i inne problemy” utrudniają transgraniczne „wykorzystywanie oszczędności” w UE. W analizie Komisja zamierza oszacować możliwości związane z wprowadzeniem „unijnego rachunku oszczędnościowego” oraz m.in. odnieść się do kwestii oprocentowania i systemów gwarancji depozytowych (s. 7).

› **Rozwój europejskich rynków finansowych, szczególnie w obszarze małych i średnich przedsiębiorstw**

- Zdaniem Komisji, europejskie rynki kapitałowe – zarówno obligacji, jak i akcji, pozostają rozdrobione i nieatrakcyjne dla małych i średnich przedsiębiorstw. W ramach trwającej reformy związanej z wdrażaniem Dyrektywy MiFID II, Komisja chce [na podst. art. 33 dyrektywy 2014/56/EU] ułatwić małym i średnim firmom dostęp do specjalnego segmentu rynku stworzonego na podstawie wspomnianej Dyrektywy - „rynków wzrostu na rzecz MŚP”. Stanie się to poprzez:
 - określenie „odpowiednich kryteriów” dostępu do handlu, informacji dla inwestorów oraz sprawozdawczości finansowej w tym segmencie rynku;
 - zminimalizowanie obciążeń biurokratycznych związanych z emisją obligacji korporacyjnych i obligacji detalicznych oraz
 - wprowadzenie minimalnego odsetka małych i średnich przedsiębiorstw w gronie wszystkich emitentów na wspomnianych rynkach.
- By poprawić dostępność finansowania długoterminowego, Komisja chce (s. 9 i 10):
 - przeanalizować, czy fundusze inwestycyjne otwarte na inwestorów prywatnych (UCITS, dyrektywa 2009/65/EC), mogą w przyszłości inwestować w papiery wartościowe notowane na „rynkach na rzecz wzrostu MŚP”, odznaczające się określonymi parametrami płynności.
 - podjąć badania, które dadzą odpowiedź na pytanie, czy płynność i transparentność rynków wtórnych w zakresie obrotu obligacjami korporacyjnymi powinna i może być zwiększona (s. 9) oraz
 - ocenić do końca 2015 r., czy zasady ujawniania informacji, określone w Dyrektywie Prospectus [2010/73/EU], stosowane w odniesieniu do małych i średnich firm oraz innych przedsiębiorstw o ograniczonej kapitalizacji rynkowej mają charakter proporcjonalny (s. 9).

› **Pozostałe działania na rzecz rozwoju europejskich rynków kapitałowych**

- Banki mogą komasować aktywa, takie jak długi, konwertować je na zbywalne papiery wartościowe i sprzedawać. Tego rodzaju transakcje sekurytyzacyjne odblokowują zasoby kapitału i zwiększają potencjał kredytowy banków. Komisja chce (s. 9):
 - wprowadzić etykietę produktów sekurytyzacyjnych „wysokiej jakości”, a także ocenić, czy w przypadku inwestycji dokonywanych przez banki i towarzystwa ubezpieczeniowe w tego rodzaju produkty sekurytyzacyjne nie powinny obowiązywać niższe wymogi kapitałowe.
 - współpracować z twórcami międzynarodowych standardów, w szczególności z Komitetem Bazylejskim, w celu opracowania ogólnych standardów dotyczących m.in. zatrzymania ryzyka (risk retention) w przypadku transakcji sekurytyzacyjnych.
- Zdaniem Komisji Europejskiej, obligacje zabezpieczone są tanim i bezpiecznym sposobem finansowania inwestycji długoterminowych na rynku kapitałowym.
 - Komisja zamierza stworzyć zintegrowany unijny rynek obligacji zabezpieczonych.
 - Do końca 2014 r. Komisja sprawdzi, w jakim stopniu uzasadnione są wymogi kapitałowe odnoszące się do obligacji zabezpieczonych. Komisja rozpocznie analizę korzyści wynikających z wprowadzenia unijnych ram prawnych dla obligacji zabezpieczonych (s. 10).
- Emisje na rynku niepublicznym pozwalają przedsiębiorstwom pożyczać kapitał od wielkich inwestorów, m.in. w formie weksli własnych. Do końca 2014 r. Komisja zamierza przeprowadzić analizę funkcjonowania niepublicznych rynków emisji, zidentyfikować kluczowe warunki sukcesu emisji niepublicznych, przeanalizować związane z nimi ryzyka i opracować zalecenia polityczne dotyczące tego, jak prowadzić emisje niepubliczne na szczeblu UE (s. 10).

› **Standardy rachunkowości i ramy prawne**

- W ramach zatwierdzenia standardów rachunkowości dla instrumentów finansowych (IFRS 9), Komisja zamierza ocenić, czy stosowanie pojęcia „godziwej wartości”, podlegającej wahaniom cenowym, ogranicza bodźce na rzecz inwestycji długoterminowych (s. 14).
- Komisja zamierza zwrócić się do Międzynarodowej Rady Standardów Finansowych (IASB) o „należyte uwzględnienie” wpływu jej decyzji na horyzont inwestycyjny inwestorów oraz ponowne wprowadzenie „koncepcji ostrożności” (s. 14).
- Od 2005 r. przedsiębiorstwa notowane na giełdach muszą przygotowywać roczne sprawozdania zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości IAS/IFRS [Rozporządzenie IAS (EC) nr 1606/2002]. Komisja zamierza ocenić, czy kryteria stosowane przy włączaniu tych standardów do europejskiego prawa utrudniają prowadzenie długoterminowych inwestycji w Unii Europejskiej (s. 15).
- W ramach rekomendacji dla poszczególnych państw, wydawanych w ramach Europejskiego Okresu Oceny, Komisja chce zaproponować Państwom Członkowskim ograniczenie preferencji podatkowych, których obowiązywanie stawia inwestycje finansowane długiem w gorszej sytuacji niż inwestycje finansowane z kapitałów własnych.

› **Zwiększona dostępność informacji na temat MŚP.**

- Zdaniem Komisji, małe i średnie przedsiębiorstwa są często zależne od finansowania przez lokalne banki, ze względu na brak odpowiednich, porównywalnych, wiarygodnych i łatwo dostępnych informacji kredytowych na temat MŚP (s. 11).
- W 2014 r. Komisja zamierza zidentyfikować przepisy wpływające na dostępność informacji kredytowych na temat MŚP (s. 11).

Tło polityczne

W marcu 2013 r. Komisja opublikowała Zieloną Księgę poświęconą bardziej efektywnemu wykorzystaniu oszczędności do długoterminowego finansowania potrzeb. Komisja ds. Ekonomicznych i Finansowych Parlamentu Europejskiego powołała Grupę Ekspertów Wysokiego Szczebla, która w swoim raporcie z grudnia 2013 r. przedstawiła rekomendacje dotyczące poprawy finansowania przez rynki finansowe projektów infrastrukturalnych i inwestycji prowadzonych przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Jednocześnie z opisywanym tu Komunikatem, Komisja opublikowała wniosek w sprawie Dyrektywy dotyczącej zakładowych

funduszy emerytalnych [COM(2014) 167] oraz Komunikat w sprawie uwolnienia potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej [COM(2014) 172]. 7 sierpnia 2014 r. Komisja rozpoczęła konsultacje w sprawie Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (IFRS) w związku z planowaną nowelizacją Rozporządzenia IAS (EC 1606/2002).

Podmioty mające wpływ na proces polityczny

Dyrekcja generalna	Dyrekcja generalna ds. Rynku Wewnętrznego i Usług (prowadząca)
Komisje Parlamentu Europejskiego:	nieustalone, sprawozdawca nieustalony
Procedura konsultacji (w sprawie IAS)	Swoją opinię mogą wyrazić wszyscy obywatele. Konsultacje kończą się 31 października 2014 r.

OCENA

Ocena wpływu na gospodarkę

By pobudzić długoterminowe inwestycje niezbędny jest zarówno podmiot udzielający długoterminowego finansowania (podaż), jak i przedsiębiorstwo poszukujące możliwości kredytowych, gotowe do podjęcia długoterminowej inwestycji (popyt). Wydaje się, że Komisja ma tego świadomość, jednak w Komunikacie przygląda się wyłącznie sposobom zwiększenia podaży długoterminowego finansowania. Ignoruje przyczyny braku długoterminowych inwestycji po stronie popytowej. To podejście problematyczne – nawet bowiem w krajach, gdzie nie ma problemów z podażą kredytów, wynikających z niedokapitalizowania banków, gotowość do podejmowania długoterminowych inwestycji jest niska. Spowodowane to jest po pierwsze niestabilnym otoczeniem regulacyjnym, w którym jedno pociągnięcie pióra może sprawić, że podjęte już, długoterminowe inwestycje staną się nieopłacalne. Przykładem takich posunięć jest dyskusja o neutralności sieci w branży telekomunikacyjnej oraz niepewność w zakresie traktowania inwestycji w sektorze energetyki odnawialnej. Po drugie, istotną rolę odgrywa postępujący spadek konkurencyjności, szczególnie w krajach z południa strefy euro. Bez strukturalnych reform mających na celu zwiększenie konkurencyjności – liberalizacji rynków pracy, ograniczenia jednostkowych kosztów pracy – niewiele się zmieni. Wciąż będzie brakować długoterminowych inwestycji (popytu), niezależnie od stworzonych warunków finansowania (podaży). Biorąc to pod uwagę, należy stwierdzić, że to raczej Państwa Członkowskie, a nie Unia Europejska, mają więcej do zrobienia w tym zakresie.

Proponowana przez Komisję dywersyfikacja kanałów finansowania długoterminowego, przewidująca udział różnych graczy rynkowych, może pobudzić podaż kredytów, jeśli w kosztach finansowania zostaną odpowiednio uwzględnione wszelkie związane z tym ryzyka. W innym przypadku istnieje zagrożenie ryzykiem kredytowym, co ostatecznie spowoduje utratę kapitału przez kredytodawców, i tym samym jeszcze bardziej ograniczy kredytowanie.

Propozycje Komisji są zbyt niejasne, by ostatecznie ocenić, czy rozwiązania wdrożone przez Komisję – takie jak wprowadzenie minimalnego poziomu płynności dla banków lub preferencyjnego traktowania przez organy nadzoru inwestycji finansowanych przez towarzystwa ubezpieczeniowe w infrastrukturę oraz małe i średnie firmy – zakłóca właściwą wycenę ryzyk finansowych.

Wyjątkowo ryzykowna wydaje się jednak propozycja, by skłonić towarzystwa ubezpieczeniowe do finansowania większej liczby projektów infrastrukturalnych oraz kredytowanie małych i średnich firm – ten pomysł nie zdobędzie przychylności unijnego nadzorca rynku ubezpieczeniowego (EIOPA). Obecnie dostępnych jest zbyt mało danych, by oszacować konsekwencje wprowadzenia takich preferencji. To, co budzi szczególne wątpliwości to fakt, że ze względu na zwykle niewielką liczbę znaczących, długoterminowych projektów infrastrukturalnych, nie sposób jest zagwarantować odpowiedniego rozłożenia ryzyka. Choć liczba kredytów udzielanych małym i średnim firmom byłaby olbrzymia, towarzyszyłoby im – w zależności od branży – trudne do zlekceważenia prawdopodobieństwo niespłacenia. Biorąc to pod uwagę, proponowane przez Komisję ograniczenie wymogów kapitałowych dla tego rodzaju inwestycji jest ryzykowne. W każdym razie będzie się wiązało z nałożeniem na regulatorów rynku ubezpieczeniowego dodatkowych obowiązków, ze względu na fakt, że zmieni się profil ryzyka inwestycji finansowanych przez towarzystwa. Ze względu na fakt, że towarzystwa ubezpieczeniowe nie stosują żadnych rozwiązań zabezpieczających, podobnych do systemu gwarancji depozytowych, wspomniane zobowiązania towarzystw muszą podlegać ograniczeniom. Z pomysłu stworzenia finansowanego przez państwo „unijnego rachunku oszczędnościowego” z gwarantowanym lub preferencyjnie opodatkowanym zyskiem, należy zrezygnować. Może on spowodować spadek, a nie wzrost inwestycji, ponieważ skłoni inwestorów do ponoszenia ryzyka wyłącznie wówczas, gdy spodziewane zyski będą znacząco wyższe niż te możliwe do uzyskania na subsydiowanych przez rząd rachunkach. Jeśli w dodatku unijny rachunek oszczędnościowy będzie wyraźnie wyznaczony, pojawi się ryzyko błędnej alokacji wynikające z domniemania wiedzy: ustawodawca założy, że wie lepiej niż rynek, jak powinny być inwestowane oszczędności. Istnieje zagrożenie, że finansowanie zostanie skierowane na projekty požądane politycznie, a nie na te, które mają sens ekonomiczny. Wprowadzenie wspomnianego rachunku oszczędnościowego wiąże się również z olbrzymim ryzykiem dla podatników. By przyciągnąć oszczędności, gwarantowane oprocentowanie będzie musiało znacząco przekraczać poziom rynkowy, co zmusza do zadania pytania, w jaki sposób dany bank miałby wypracować takie zyski. W ostateczności do wypłaty oprocentowania mogą zostać wykorzystane pieniądze z podatków. Tymczasem to zadaniem rynku powinno być określanie, czy dana mała lub średnia firma powinna uzyskać finansowanie. Sprzedaż akcji lub emisja obligacji korporacyjnych wiąże się z wysokimi kosztami dla przedsiębiorstw, jak również z koniecznością spełnienia wymogów informacyjnych. Dlatego też dotychczas wiele małych i średnich firm niechętnie starało się o finansowanie na rynku finansowym. Wymogi informacyjne odgrywają jednak istotną rolę w zakresie dostarczania informacji inwestorom i zapewniania im bezpieczeństwa. Ułatwienie małym i średnim firmom dostępu do rynku kapitałowego, na przykład poprzez poluzowanie przepisów dotyczących ujawnia-

nia informacji, zawartych w Dyrektywie Prospectus, utrudni porównywanie informacji o różnego rodzaju przedsiębiorstwach, co może w rezultacie prowadzić do błędnej alokacji kapitału. Uruchomienie „rynków na rzecz wzrostu MŚP” dla funduszy inwestycyjnych otwartych dla inwestorów prywatnych (UCITS) może zagrozić stabilności rynku finansowego. Dyrektywa UCITS (2009/65/EC) słusznie ogranicza możliwości inwestowania UCITS w papiery wartościowe. Ważnym celem tych przepisów jest zagwarantowanie płynności wspomnianych funduszy. Dzięki temu inwestorzy mogą umorzyć swoje udziały w nich w dowolnym momencie. Rozszerzenie katalogu dostępnych aktywów o papiery wartościowe małych i średnich firm, które mogą być niemożliwe do zbycia w warunkach płytkiego rynku kapitałowego, jest działaniem sprzecznym z tym celem.

Sekurytyzacja długów ma w zasadzie pozytywny efekt dla gospodarki: dzięki sprzedaży swoich długów banki mają więcej kapitału na prowadzenie akcji kredytowej. Unijna etykieta dla „wysokiej jakości sekurytyzacji” może odbudować zaufanie do rynku papierów wartościowych, jednak dobór kryteriów, koniecznych do spełnienia dla uzyskania etykiety „wysokiej jakości sekurytyzacji” musi być jasny i obiektywny. Komisja tymczasem sprawia wrażenie, że zamierza w szczególny sposób promować inwestycje długoterminowe. To nieporozumienie: ryzykiem związanym z inwestycjami długoterminowymi należy poświęcić równie wiele uwagi, co tym związanym z inwestycjami o innym okresie zapadalności.

Ocena prawna

Kompetencje legislacyjne

Obecnie trudne do określenia

Pomocniczość

Obecnie trudna do określenia

Proporcjonalność w odniesieniu do Państw Członkowskich

Obecnie trudna do określenia

Zgodność z prawem UE w innych aspektach

Obecnie trudna do określenia

WNIOSKI

Komisja rozważa wyłącznie sposoby zwiększenia finansowania długoterminowego. Pomija niedobór inwestycji długoterminowych wynikający z przyczyn leżących do strony popytowej. Tymczasem bez strukturalnych reform zwiększających konkurencyjność, ten niedobór długoterminowych inwestycji nie przestanie być faktem. Dywersyfikacja długoterminowego finansowania może pobudzić dostępność kredytów, o ile odpowiednio uwzględnione zostaną wszelkie związane z tym ryzyka. Propozycje dotyczące pobudzenia inwestycji towarzystw ubezpieczeniowych w projekty infrastrukturalne i kredytowanie małych i średnich firm są ryzykowne. Z pomysłu wprowadzenia finansowanych przez państwo „unijnych kont oszczędnościowych” należałoby zrezygnować. Może on spowodować raczej spadek niż wzrost inwestycji. Wprowadzenie unijnej etykiety „wysokiej jakości sekurytyzacji” może odbudować zaufanie do rynku papierów wartościowych.

Centrum für Europäische Politik (Centrum Polityki Europejskiej, CEP) jest niemiecką organizacją pozarządową, która na bieżąco monitoruje i analizuje procesy legislacyjne prowadzone na poziomie Unii Europejskiej oraz dzieli się tą wiedzą z politykami, naukowcami, mediami i ogółem społeczeństwa.

Więcej informacji: www.cep.eu

Fundacja FOR jest organizacją pozarządową, która prowadzi działania sprzyjające rozwojowi instytucji demokratycznych oraz wzmocnieniu społeczeństwa obywatelskiego w Polsce.

Więcej informacji: www.for.org.pl