

TEMAT ZIELONEJ KSIĘGI: Komisja chce zwiększyć poziom finansowania dla inwestycji długoterminowych.

STRONY ZAANGAŻOWANE: dostawcy kapitału – w szczególności banki, przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe i inni inwestorzy; przedsiębiorstwa, przede wszystkim z branży energetycznej, transportowej i komunikacyjnej oraz sektor MŚP.

**ZA**

· Aktywność inwestycyjna w UE, szczególnie w przypadku projektów długoterminowych, jest obecnie na krytycznie niskim poziomie. Zająć się tym problemem jest konieczne.

PRZECIW

- Nie można osłabiać regulacji wprowadzonych w sektorze bankowym poprzez zezwolenie firmom ubezpieczeniowym i funduszom emerytalnym – które podlegają regulacjom mniej rygorystycznym - na przejście od banków aktywności finansowej w celu realizacji doraźnych celów politycznych.
- Wspierane przez państwo modele oszczędzania mogą prowadzić raczej do spadku, a nie wzrostu inwestycji; ich wprowadzenie wiąże się z groźbą niewłaściwego lokowania środków i koniecznością utrzymywania ich przez podatników.
- Uprzywilejowane traktowanie akcjonariuszy długoterminowych może być sprzeczne z prawem UE.

TREŚĆ

Tytuł

Zielona Księga: Finansowanie długoterminowe w Unii Europejskiej. Sygnatura (2013) 150 z 25 marca 2013 r.

Streszczenie

› Definicja, tło, cele

- „Finansowanie długoterminowe” to proces, w ramach którego „system finansowy zapewnia środki na pokrycie kosztów inwestycji realizowanych w dłuższym okresie czasu” (s. 5).
- Komisja dostrzega „olbrzymią potrzebę” podjęcia inwestycji długoterminowych w: (s. 2)
 - „trwałe dobra kapitałowe” - np. w infrastrukturę energetyczną, transportową i telekomunikacyjną, oraz
 - „wartości niematerialne” - np. edukację, badania i rozwój.
- Zdaniem Komisji, zdolność sektora bankowego do kierowania oszczędności na finansowanie potrzeb w zakresie inwestycji długoterminowych jest – ze względu na kryzys finansowy – ograniczona. Przyczyną tego jest w szczególności (s. 3):
 - „klimat niepewności i awersji do ryzyka” wywołany aktualną sytuacją ekonomiczną oraz
 - dążenie banków do zmniejszenia swoich długów, co obniża dostępność kredytów długoterminowych.
- Publikując Zieloną Księgę, Komisja Europejska chce zainicjować debatę o tym, w jaki sposób: (s. 3)
 - zwiększyć dostępność finansowania długoterminowego oraz
 - ulepszyć i zdywersyfikować kanały „pośrednictwa” finansowego pomiędzy dostawcami kapitału i podmiotami, którego go poszukują.
- Zdaniem Komisji, kluczowe znaczenie dla wielkości inwestycji ma „stworzenie długoterminowej strategii politycznej”, ponieważ zagwarantuje ona „większą przejrzystość i zaufanie do prawa” (s. 13).

› Dane empiryczne

- Zdolność gospodarki do finansowania inwestycji długoterminowych zależy od: (s. 4 i 5)
 - poziomu oszczędności „w budżetach prywatnych i publicznych oraz budżetach przedsiębiorców”, jak również
 - poziomu zagranicznych inwestycji bezpośrednich (FDI).
- Przez 20 lat poziom oszczędności w porównaniu do PKB w UE – gdzie wskaźnik oszczędności wyraża się w procentach PKB – był korzystny i wynosił 20 proc. (w USA – 14 proc.). Udział oszczędności gospodarstw domowych – sięgający dotychczas 80 proc. - aktualnie spada, rośnie natomiast udział oszczędności dużych przedsiębiorstw.
- 40 proc. FDI pochodzi z krajów spoza UE, a 60 proc. stanowią inwestycje ponadgraniczne w ramach UE. Wartość FDI z krajów spoza UE w czasie kryzysu spadła, ale obecnie znów wzrasta - stanowi 1,7 proc. PKB Unii Europejskiej [s. 4 oraz dokumenty towarzyszące: SWD(2013) 76, s. 7 i 8]

Analiza z dnia 29 lipca 2013 r.

› Wpływ regulacji ostrożnościowych w sektorze finansowym

Komisja pyta, czy „aktualne i planowane” zmiany regulacji obowiązujących w sektorze finansowym będą miały „znaczący” wpływ na zdolność do zapewniania długoterminowego finansowania i chce przeanalizować „łączne skutki” tych regulacji (s. 10 i 11).

› Zwiększenie szans na pozyskanie finansowania długoterminowego

- **Gospodarstwa domowe: modele rachunków oszczędnościowych**
 - Komisja pyta, czy właściwe jest funkcjonowanie „różnych modeli rachunków oszczędnościowych”, czy też właściwe byłoby stworzenie „unijnego modelu rachunku oszczędnościowego”.
 - Jako przykłady wspomnianych modeli rachunków oszczędnościowych, Komisja wymienia (s. 13):
 - obowiązkowe, prywatne systemy emerytalne – jak np. w Wielkiej Brytanii – których konstrukcja przewiduje jednak klauzulę opt-out.
 - celowe rachunki oszczędnościowe o gwarantowanej przez rząd stopie zwrotu lub związane z ulgami podatkowymi – jak np. *Livrets A* we Francji czy *libretti postali* we Włoszech – oraz
 - funkcjonujący w Niemczech *Bausparvertrag* (umowa na prowadzenie rachunku oszczędnościowego na sfinansowanie zakupu nieruchomości).
- **Banki komercyjne**
 - Zdaniem Komisji banki – w efekcie kryzysu finansowego – mogą udzielać mniejszej liczby kredytów o charakterze długoterminowym, gdyż muszą obecnie przeprowadzić proces delewarowania, korygując „przerost aktywów z przeszłości” (s. 3). Koszty kapitału wzrosną również ze względu na nowe regulacje dotyczące uporządkowanej likwidacji banków. W dodatku, zdaniem Komisji, banki są obecnie skoncentrowane na rodzimych rynkach, co zwiększa koszt kapitału dla przedsiębiorstw z państw znajdujących się „pod presją” (s. 6).
 - Komisja pyta, jaką rolę powinien pełnić sektor bankowy w zapewnianiu finansowania inwestycji długoterminowych (s. 7).
 - Komisja dostrzega „potrzebę i możliwości” zmniejszenia zależności gospodarki od tradycyjnego modelu finansowania przez banki (s. 8).
 - Komisja chce (s. 8):
 - przeanalizować przepisy dotyczące poziomów płynności zawarte w regulacjach nt. wymogów kapitałowych dla banków, dostrzega bowiem potencjalną sprzeczność pomiędzy wymaganiami w zakresie płynności a zapewnianiem długoterminowego finansowania,
 - przeciwdziałać zjawiskom opisanym w Raporcie Liikana, w którym opisano „nieproporcjonalnie olbrzymi wzrost” wartości transakcji w ramach sektora finansowego, realizowanych kosztem finansowania długoterminowego realnych projektów powstających poza sektorem finansowym.
- **Krajowe i międzynarodowe banki rozwoju**
 - Komisja postrzega banki rozwoju jako stymulatory prywatnych inwestycji realizowanych w interesie publicznym, których wartość rośnie zbyt wolno ze względu na niedoskonałości rynku. Mogą one odgrywać „ważną antycykliczną” rolę i zmniejszać zmienność kosztów finansowania. Komisja chce również zbadać zasadność stworzenia krajowych i unijnych państwowych funduszy majątkowych (s. 8).
 - Komisja pyta: (s. 8)
 - w jaki sposób banki rozwoju mogą „najlepiej wspierać” finansowanie inwestycji długoterminowych,
 - czy istnieje pole do większej koordynacji działań tych banków, oraz
 - w jaki sposób można - w ramach budżetu UE - wykorzystać takie instrumenty finansowe, jak np. fundusze *private equity*, *venture capital* czy obligacje projektowe.
- **Inwestorzy instytucjonalni**
 - Zdaniem Komisji, inwestorzy instytucjonalni – np. towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i fundacje – są „dobrze” przystosowani do udzielania finansowania długoterminowego, ze względu na swój długoterminowy model biznesowy (s. 9).
 - Komisja: (s. 9 i 10)
 - na podstawie analizy przeprowadzonej przez Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA) zamierza zdecydować, w jaki sposób odnieść się do wymogów kapitałowych dla towarzystw ubezpieczeniowych zawartych w Dyrektywie Wypłacalność II, mając na uwadze zobowiązania i inwestycje o charakterze długoterminowym,
 - w ramach przeglądu dyrektywy IORP dotyczącej pracowniczych programów emerytalnych (2003/41/EC), chce zagwarantować, by przepisy ostrożnościowe obowiązujące fundusze emerytalne „nie zniechęcały do zrównoważonego finansowania długoterminowego”,
 - chce rozwijać „ramy prawne” dla nowej kategorii „funduszy inwestycyjnych na rzecz inwestycji długoterminowych”.
 - Komisja pyta: (s. 10)
 - czy inwestorzy instytucjonalni mogliby odgrywać „większą rolę” w kwestii finansowania długoterminowego,
 - w jaki sposób „najlepiej pogodzić” regulacje ostrożnościowe i dążenie do wspierania finansowania długoterminowego – zarówno w przypadku ubezpieczycieli i przedsiębiorstw, jak i innych funduszy emerytalnych.
- **Rynki kapitałowe**
 - Zdaniem Komisji, europejskie rynki obligacji i sekurytyzacji są „słabo rozwinięte” (s. 11).
 - Komisja pyta: (s. 12-13)
 - w jaki sposób można zwiększyć finansowanie poprzez rynki finansowe w Europie,
 - czy zwiększenie kapitałów akcyjnych może przyczynić się do zlikwidowania luki kapitałowej w europejskich przedsiębiorstwach,
 - czy rozdrobnienie „wzdłuż granic krajowych” rynku obligacji zabezpieczonych może zostać przezwyciężone dzięki szerszej harmonizacji przepisów,

Analiza z dnia 29 lipca 2013 r.

- w jaki sposób na ożywienie rynku sekurytyzacji w UE wpłynąć może:
 - wdrożenie „inicjatyw rynkowych” - np. znaków jakości dla znormalizowanych sekurytyzacji,
 - opracowanie prostych produktów sekurytyzacyjnych opartych na strukturach nie stosujących dźwigni finansowej,
 - utworzenie rynków sekurytyzacji dla małych i średnich przedsiębiorstw.
- Wspólnie z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym (EIB), Komisja chce kontynuować unijną inicjatywę w sprawie obligacji projektowych [Inicjatywa w sprawie obligacji projektowych, COM(2011) 660] w celu stworzenia „płynnego” rynku obligacji projektowych (s. 12).
Obligacje projektowe to pożyczki na finansowanie projektów infrastrukturalnych, zaciągane przez prywatne lub publiczno-prywatne przedsiębiorstwa projektowe i zabezpieczone gwarancjami udzielonymi przez sektor publiczny

› Opodatkowanie

- Zdaniem Komisji, małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) mają szczególne trudności w dostępie do finansowania. Często są zależne od banków (s. 16).
- Komisja pyta: (s. 16-18)
 - jakie regulacje na poziomie UE mogłyby ułatwić MŚP dostęp do alternatywnych źródeł finansowania – np. funduszy *venture capital*,
 - jak należałoby zaprojektować i wykorzystywać instrumenty sekurytyzacji dla MŚP, by zwiększyć dostępność kapitału,
 - czy warto stworzyć specjalne „rynkı MŚP”, które dawałyby większe możliwości niż „rynkı na rzecz wzrostu”, przewidziane we wniosku Komisji w sprawie Dyrektywy MiFiD II, oraz
 - czy słuszne byłoby wprowadzenie unijnych ram regulacyjnych dotyczących alternatywnych, pozabankowych źródeł finansowania MŚP.

› Inne wnioski

- Komisja pyta:
 - czy zasady księgowania według wartości godziwej mogą mieć negatywne konsekwencje dla finansowania długoterminowego i czy są inne, alternatywne pomysły w tej dziedzinie (s. 14),
 - czy można zwiększyć skłonność do długoterminowego zaangażowania akcjonariuszy i zarządzających aktywami, obiecując długoterminowym akcjonariuszom więcej praw głosu i wyższe dywidendy (s. 15).

Tło polityczne

Na moskiewskim szczycie grupy G20 w lutym 2013 r., jego uczestnicy podkreślili znaczenie finansowania długoterminowego dla wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Niniejsza Zielona Księga związana jest ze Strategią Europa 2020 [COM(2010) 2020], Komunikatem w sprawie polityki przemysłowej [COM(2012) 582], Inicjatywą Przewodnią Strategii Europa 2020 „Unia Innowacji” [COM(2010) 546] oraz instrumentem „Łącząc Europę” [COM(2011) 665]. W Zielonej Księdze Komisja odnosi się również do kwestii wymogów kapitałowych dla towarzystw ubezpieczeniowych [Wyplacalność II, COM(2007) 361] oraz do niedawno przyjętych wymogów kapitałowych dla banków [COM(2011) 452 i 453]. Z tematem księgi wiążą się również m.in. Dyrektywa w sprawie Funduszy Emerytalnych (Dyrektywa 2003/41/EC), Akt Jednolitego Rynku II [COM(2012) 573], dyrektywa MiFiD [COM (2011) 656], dyrektywa UCITS [dyrektywa 2009/65/EC] oraz dyrektywa AIFM [dyrektywa 2011/61/EU]. Zgodnie z aktualnym, francuskim projektem ustawy, prawa głosu akcjonariuszy we Francji, którzy będą trzymać akcje dłużej niż dwa lata, zostaną w przyszłości podwojone, chyba że statut przedsiębiorstwa lub umowa spółki stanowią inaczej.

Podmioty mające wpływ na proces polityczny

Prowadząca dyrekcja generalna:

Dyrekcja Generalna ds. jednolitego rynku

OCENA

Ocena wpływu na gospodarkę

Inwestycje długoterminowe w transporcie, energetyce czy telekomunikacji wspierają wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Mają kluczowe znaczenie dla dobrobytu społeczeństwa.

Aktywność inwestycyjna w UE - w szczególności w obszarze projektów długoterminowych - znajduje się obecnie w punkcie krytycznym. Wartość inwestycji w UE, utrzymująca się przez lata na stabilnym poziomie 20 proc. unijnego PKB – czyli wyższym niż w USA – od początku kryzysu finansowego stale spada. **Przyczyną tego stanu rzeczy są głównie trzy zjawiska.**

Po pierwsze, finansowanie długoterminowych projektów inwestycyjnych wymaga stabilnych ram regulacyjnych – zarówno dla dobra samych projektów, jak i dla aktywności inwestorów. Tej stabilności obecnie w UE brakuje. Jeśli inwestorzy obawiają się, że dopiero co zrealizowane inwestycje staną się nieopłacalne ze względu na zmianę warunków gospodarowania, skłonność do inwestowania będzie maleć. Najlepszym tego przykładem są trwające od lat dyskusje i związana z tym niepewność, np. w odniesieniu do wielkości współczynnika płynności lub wymogów kapitałowych dla towarzystw ubezpieczeniowych.

Analiza z dnia 29 lipca 2013 r.

Po drugie, spadek poziomu inwestycji to skutek kiepskiego klimatu gospodarczego i erozji konkurencyjności niektórych państw UE. Brak konkurencyjności najłatwiej jest przezwyciężyć stosując rozwiązania o charakterze strukturalnym – deregulując rynek pracy czy zmniejszając jednostkowe koszty pracy. Uczyni to Europę regionem bardziej atrakcyjnym dla inwestorów - konsolidacja wesprze napływ do UE inwestycji bezpośrednich (FDI) i/lub zmniejszy odpływ kapitału z UE. **Uczynienie postępów w tym zakresie jest jednak raczej obowiązkiem rządów krajowych niż UE czy ECB.** Europejski Bank Centralny nie może już dla rozwiązania wspomnianego problemu uczynić niczego ponad to, co już zrobił. Mimo prowadzonej przez ECB polityki wyjątkowo niskich stóp procentowych, poziom inwestycji nie rośnie. Z drugiej strony faktem jest, że rośnie ryzyko wzrostu inflacji, a w konsekwencji wzrostu stóp procentowych. Zmniejsza to skłonność dostawców kapitału do udzielania kredytów na dłuższy okres.

Po trzecie, zarówno bardziej rygorystyczne regulacji bankowe, jak i przewyższanie skutków kryzysu w strefie Euro, powodują ograniczenie ilości kapitału, który przestaje być dostępny w celach inwestycyjnych. Rygorystyczne wymogi kapitałowe [COM(2011) 452 i 453] oraz wyższe wymogi w zakresie odpisów w bankach skutkują brakiem dostępności kredytów. Ten niedobór trzeba uznać za cenę, którą trzeba zapłacić za osiągnięcie celów wspomnianych regulacji – takiego kształtowania cen pożyczek, które byłyby dostosowane do skali ponoszonego ryzyka. Nie osiągnięcie tych celów zagrażałoby stabilności sektora bankowego. **Skutków zaostrzenia wymogów kapitałowych dla banków – mającego pomóc w wyjściu z kryzysu - nie można osłabiać, zezwalając podmiotom słabiej regulowanym - takim jak towarzystwa ubezpieczeniowe czy fundusze emerytalne – na przejmowanie od banków działalności finansowej dla realizacji doraźnych celów politycznych.** Komisja postąpiłaby wówczas wbrew swoim własnym poglądom wyrażonym w Zielonej Księdze dotyczącej uregulowania działalności „parabanków” [COM(2012) 102]. Komisja krytykuje w niej przenoszenie działalności bankowej do towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy inwestycyjnych.

Wspierane przez państwo tzw. „szczególne rachunki oszczędnościowe” - np. o zyskach gwarantowanych przez państwo lub dające prawo do ulg podatkowych – mogą spowodować raczej spadek, a nie wzrost inwestycji. W przyszłości inwestorzy będą bowiem gotowi do podejmowania ryzyka tylko wówczas, gdy spodziewany zwrot byłby znacząco wyższy niż na „rządowych” rachunkach. To, czy byłoby to możliwe, zależałoby w dodatku od poziomu rządowych subsydiów. Co więcej, **w przypadku celowych rachunków oszczędnościowych istnieje ryzyko niewłaściwej alokacji środków, wynikające z przecenienia własnej wiedzy:** ustawodawca zakłada, że wie lepiej niż rynek, w jaki sposób należy inwestować oszczędności. Istnieje ryzyko, że sfinansowane zostaną projekty pożądane ze względów politycznych, a nie te, które są ekonomicznie opłacalne. **Modele rachunków oszczędnościowych wiążą się w dodatku z wysokim ryzykiem dla podatników.** By przyciągnąć oszczędności, gwarantowane oprocentowanie musiałoby być znacząco wyższe od rynkowego. To zmusza do zadania pytania, w jaki sposób bank jest w stanie wygenerować zwrot w takiej wysokości. Z tych powodów **Komisja powinna porzucić pomysł wspieranych przez państwo rachunków oszczędnościowych.**

„Obligacje projektowe” oparte na funduszach publicznych, których wprowadzenie postulują Komisja i Europejski Banki Inwestycyjny (EIB), powinny być dopuszczone tylko w sytuacji, gdy emisja wyłącznie prywatnych obligacji służących finansowaniu infrastruktury jest wykluczona, a osiągnięcie pozytywnych skutków zewnętrznych jest możliwe. W przeciwnym razie pierwszeństwo należy przyznać obligacjom prywatnym, a nie tym wspieranym lub gwarantowanym przez państwo, ponieważ to jedyny sposób, by zapewnić, że dana inwestycja jest realizowana wyłącznie w oparciu o kryteria ekonomiczne.

Alternatywne źródła kapitału dla MŚP – takie jak fundusze *venture capital*, specjalne rynki produktów sekurytyzowanych oraz platformy handlu – mogą poprawić dostęp MŚP do rynku kapitałowego. Zaangażowanych w uruchomienie tych możliwości jest już wiele różnych inicjatyw. Jeśli Komisja przewiduje wprowadzenie w tej dziedzinie ustępstw w regulacjach, konieczne jest zagwarantowanie, że dostarczenie kapitału zawsze będzie uzależnione od poziomu ryzyka danej inwestycji, oraz że to dostawcy kapitału ponosić będą ryzyko utraty zainwestowanych środków.

Nie ma przekonujących powodów, by traktować inwestycje długoterminowe lepiej niż krótkoterminowe, zwiększając prawa głosu i wielkość dywidendy przysługującej inwestorom długoterminowym. Wygląda na to, że ta propozycja Komisji miała na celu utrudnić inwestorom krótkoterminowym – np. funduszom hedgingowym – przejmowanie kontroli nad przedsiębiorstwami. Nie ma jednak żadnych przekonujących powodów, by to robić.

Ocena prawna

Kompetencje prawne

Nie jest jeszcze jasne, na jakich przepisach traktatowych oparte będą planowane propozycje.

Pomocniczość

Obeenie trudna do oceny.

Zgodność z prawem UE

Preferencyjne traktowanie akcjonariuszy długoterminowych w kwestiach praw głosu czy dywidendy **może**, w zależności od zastosowanych rozwiązań, **stanowić sprzeczne z prawem ograniczenie swobody przepływu kapitału** (art. 63 TFEU), **a więc i złamanie prawa UE.** Tego rodzaju ograniczenie może być uzasadnione ważnym interesem społecznym, ale nie argumentami ogólnoeconomicznymi czy związanymi z polityką wobec przedsiębiorców. Żaden interes społeczny nie wchodzi tu w rachubę. To, czy inne propozycje będą sprzeczne z prawem UE, nie jest jeszcze jasne.

Analiza z dnia 29 lipca 2013 r.

WNIOSKI

Aktywność inwestycyjna w UE znalazła się na krytycznym poziomie. Można wskazać trzy powody tej sytuacji. Po pierwsze, finansowanie długoterminowych projektów inwestycyjnych wymaga stabilnych ram regulacyjnych; tego obecnie w UE brakuje. Po drugie, spadek poziomu inwestycji w UE związany jest z kiepskim klimatem ekonomicznym i erozją konkurencyjności; podjęcie działań zaradczych jest jednak zadaniem Państw Członkowskich, a nie UE. Trzecim powodem jest to, że bardziej rygorystyczne regulacje wobec banków związują kapitał. Jest to jednak proces bardzo istotny i nie można podważać jego skutków, pozwalając towarzystwom ubezpieczeniowym i funduszom inwestycyjnym – które podlegają słabszym regulacjom – na przejmowanie działalności finansowej od banków w celu realizacji doraźnych celów politycznych. Wspierane przez państwa modele oszczędzania mogą raczej zmniejszyć niż zwiększyć poziom inwestycji; stwarzają bowiem ryzyko niewłaściwej alokacji środków, a ich koszty spadną na podatników. Preferencyjne traktowanie akcjonariuszy długoterminowych może stanowić bezprawne ograniczenie swobody przepływu kapitału, co oznacza złamanie prawa UE.

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