

Stanowisko
Europejskiego Kongresu Finansowego¹
opracowane we współpracy z Komitetem Nauk o Finansach
Polskiej Akademii Nauk² dotyczące koncepcji Unii Rynków
Kapitałowych przedstawionej przez Komisję Europejską
w materiale konsultacyjnym
„Green Paper - Building a Capital Markets Union”³

I.	Wprowadzenie	str. 2
II.	Metodologia opracowania stanowiska	str. 5
III.	Uwagi ogólne	str. 7
IV.	Odpowiedzi na pytania konsultacyjne	str. 9

¹ Europejski Kongres Finansowy (www.efcongress.com). Celem cyklicznych debat w ramach EKF jest bezpieczeństwo finansowe Unii Europejskiej i Polski.

² Komitet Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk jest ogólnokrajową reprezentacją całego środowiska naukowego z obszaru nauk o finansach, zrzeszającą najwybitniejszych specjalistów w tej dziedzinie.

³ eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN

I. Wprowadzenie

Przesłanki dla tworzenia unii rynków kapitałowych i główny jej cel

Budowanie unii rynków kapitałowych wymienione zostało wśród priorytetowych inicjatyw Komisji Europejskiej ogłoszonych przez jej przewodniczącego Jean-Claude Juncker'a. W nowej Komisji powołano komisarza odpowiedzialnego za opracowanie projektu unii rynków kapitałowych i realizację tej inicjatywy. Głównymi przesłankami dla jej podjęcia są według Komisji niebezpieczne obniżenie wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej, utrzymujące się wysokie bezrobocie oraz spadek poziomu inwestycji. Do szybkiego budowania unii rynków kapitałowych nawołuje również Mario Draghi, prezes Europejskiego Banku Centralnego. Poluzowania ilościowe stosowane przez EBC jawią się już jako niewystarczające metody stymulowania wzrostu.

Komisja Europejska wskazuje, że celem nadrzędnym unii rynków kapitałowych jako lekarstwa na wymienione wyżej niepokojące następstwa kryzysu finansowego i gospodarczego winno być zatem stymulowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz wzrostu zatrudnienia, a w konsekwencji zwiększenie innowacyjności i konkurencyjności gospodarki Unii Europejskiej. Według Komisji, w okresie pokryzysowym przychodzi czas na działania zapewniające rozwój, a nie tylko zapobieganie kolejnym kryzysom.

Cel ten osiągnąć ma być w drodze odblokowania zasobów kapitału oraz umożliwienia efektywnej alokacji kapitału poprzez rozwój pozabankowych form finansowania i inwestowania go w europejskie przedsiębiorstwa i infrastrukturę. W opinii Komisji Europejskiej niezbędne jest odejście od banko-centrycznego modelu finansowania. Aktywa banków w Europie wynoszą ok. 300% europejskiego PKB, podczas gdy w USA stanowią jedynie 70% tamtejszego PKB. Europejskie spółki finansują się w ponad 80% ze źródeł bankowych, a w poniżej 20% z rynków kapitałowych. Na rynku amerykańskim proporcje te są niemal odwrotne. Zwiększanie w gospodarce europejskiej, *mutatis mutandis*, roli rynków kapitałowych w finansowaniu spółek poprawiłoby według Komisji odporność gospodarki europejskiej na sytuacje kryzysowe i sprzyjało wzrostowi. Uzasadnione jest to również zmniejszaniem się możliwości finansowania przedsiębiorstw przez banki, co wynika z zaostrzenia wymogów kapitałowych i konieczności delewarowania się przez banki.

Cele szczegółowe unii rynków kapitałowych

Zdaniem Komisji Europejskiej, niezbędne dla zwiększenia skali finansowania gospodarki z rynków kapitałowych są:

- a) odbudowanie zaufania inwestorów do rynków finansowych,
- b) zapewnienie stabilności finansowej i płynności na rynkach finansowych,
- c) integracja rynków finansowych w skali europejskiej,
- d) tworzenie warunków korzystnych dla różnicowania źródeł finansowania działalności gospodarczej i lepszego wykorzystania rynków kapitałowych dla wzrostu gospodarki i zatrudnienia.

Proponowane przez Komisję Europejską sposoby realizacji celów unii rynków kapitałowych

Ad a)

Zaufanie inwestorów do rynków finansowych może wzrosnąć dzięki wprowadzeniu standardów ochrony praw inwestorów, w tym zwłaszcza w odniesieniu do praw do zabezpieczeń i transgranicznej egzekwowalności zabezpieczeń. Konieczna jest również harmonizacja przepisów dotyczących upadłości.

Ad b)

Zwiększenie stabilności rynków wymaga ograniczenia ryzyk systemowych oraz wykorzystania stabilizujących funkcji centralnych kontrahentów i depozytów papierów wartościowych. Na płynność rynków wpłynąć może m.in. wzrost zaufania do papierów emitowanych w procesie sekurytyzacji, np. dzięki wprowadzeniu odpowiednich wymogów jakościowych poprzez określenie grupy sekurytyzacji wysokiej jakości lub dzięki budowie europejskiego rynku listów zastawnych oraz zamkniętych niepublicznych emisji. Niezbędna jest także rewizja systemów podatkowych, tak by sprzyjały one emisji papierów kapitałowych i dłużnych.

Ad c)

Warunkiem integracji rynków finansowych jest integracja infrastruktury tych rynków, w szczególności systemów rozliczeniowych. Tworzenie jednolitego rynku wiąże się z eliminowaniem barier dla transgranicznych inwestycji, co oznacza np. możliwość emisji, obrotu oraz zarządzania ryzykiem na rynku paneuropejskim. Wpłyne ono też korzystnie na współpracę z rynkami globalnymi oraz atrakcyjność inwestycyjną Unii Europejskiej dla inwestorów spoza Europy.

Ad d)

- Dywersyfikacja źródeł i wzrost finansowania z rynków finansowych wymaga promowania długoterminowych oszczędności oraz inwestowania ich na rynkach. Unia rynków kapitałowych powinna tworzyć zachęty dla instytucjonalnych i detalicznych inwestorów do inwestowania długoterminowego na europejskich rynkach kapitałowych. W tym celu konieczne jest poszerzenie oferty produktów inwestycyjnych. Regulacje dotyczące European Long-term Investment Funds mają na celu zwiększenie zaufania inwestorów, że ich wkłady zarządzane będą według jasnych i zharmonizowanych parametrów.
- Ważna jest transparentność rynków i wprowadzenie standardów informacyjnych dotyczących prezentowania sytuacji finansowej przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza ujednoczenie standardów rachunkowości i wymogów informacyjnych w sektorze MŚP, oraz zwiększenie dostępności tych informacji, m.in. poprzez obniżenie kosztów związanych z dostępem do danych.
- Komisja Europejska podkreśla konieczność ułatwienia dostępu do kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom. Przedsiębiorstwa te mają istotne znaczenie dla gospodarki, ponieważ stanowią ok. 98% firm w gospodarce Unii Europejskiej i zatrudniają ok. 2/3 pracowników.
- Proponuje się również nowe uregulowanie dotyczące poluzowania w pewnych sytuacjach wymogów w odniesieniu do prospektów emisyjnych.

Konsultacje Komisji Europejskiej w sprawie unii rynków kapitałowych

Szersza dyskusja na temat celów i formy unii rynków kapitałowych zaczęła się po 18 lutego 2015, kiedy Komisja Europejska opublikowała dokument zatytułowany „Green Paper - Building a Capital Markets Union”, w którym opisano proponowane obszary działań oraz zawarto szereg pytań konsultacyjnych. Pytania te dotyczą głównie możliwości rozwoju i integracji europejskich rynków finansowych, lepszego dostępu do źródeł finansowania i dywersyfikacji tych źródeł oraz podwyższenia efektywności rynku. Komisja chciałaby również zidentyfikować bariery na drodze do ściślejszej integracji europejskich rynków finansowych.

Inicjatywa Komisji Europejskiej łączy rozwiązania polegające na niekontrowersyjnych zmianach i małych krokach, które powinny przynieść pożądane efekty już w najbliższych latach, z planami rozwiązania poważniejszych problemów na drodze do integracji.

Te ostatnie wiążą się z różnicami w systemach prawnych i podatkowych.

Jako materiał towarzyszący konsultacjom dotyczącym unii rynków kapitałowych Komisja Europejska opublikowała dwa dodatkowe dokumenty konsultacyjne:

- w sprawie analizy wymogów odnoszących się do prospektów emisyjnych oraz
- w sprawie wymogów jakościowych odnoszących się do sekurytyzacji.

W opinii Europejskiego Kongresu Finansowego (EKF) niezbędne jest, aby w konsultacjach dotyczących budowania unii rynków kapitałowych głos zabrali polscy eksperci oraz uczestnicy polskiego rynku kapitałowego. Stąd decyzja EKF o przeprowadzeniu szeroko zakrojonego badania oraz opracowaniu na jego podstawie stanowiska celem przedstawienia Komisji Europejskiej.

II. Metodologia opracowania stanowiska

Opracowanie wspólnego stanowiska przebiegało w pięciu etapach.

Etap 1

W lutym 2015 roku zespół Europejskiego Kongresu Finansowego postanowił przygotować stanowisko polskich ekspertów odnośnie do materiału konsultacyjnego Komisji Europejskiej zawartego w „Green Paper - Building a Capital Markets Union”, ponieważ uznał, że proponowane rozwiązania mogą mieć istotne znaczenie dla bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego UE, w tym Polski. W swoim badaniu Europejski Kongres Finansowy skoncentrował się na pytaniach o charakterze strategicznym, najważniejszych dla kształtu przyszłej unii rynków kapitałowych. Spośród 32 pytań zadanych w dokumencie konsultacyjnym Komisji Europejskiej wybrano 23 pytania.

Etap 2

Do wzięcia udziału w badaniu zaproszono grupę ekspertów obejmującą ponad 80 specjalistów zajmujących się problematyką rynków kapitałowych. Przesłano im opis projektu oraz 23 wybrane pytania. Ekspertom zagwarantowana została anonimowość.

Etap 3

Do Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową⁴ wpłynęło 28 opinii (indywidualnych ekspertów, grup ekspertów oraz instytucji). Wszystkie odpowiedzi zostały zebrane i przedstawione w formie anonimowej ekspertom, którzy wzięli aktywny udział w konsultacjach. Zwrócono się do nich z prośbą o zaznaczenie w opiniach innych uczestników konsultacji tych sformułowań, które powinny znaleźć się w stanowisku końcowym. Ekspertom mogli również skorygować swoje stanowisko pod wpływem argumentów innych ekspertów, których wcześniej nie znali. Odpowiedzi uzyskano od:

- inwestorów
- emitentów
- członków zarządów instytucji tworzących infrastrukturę rynku kapitałowego
- przedstawicieli instytucji regulacyjnych
- przedstawicieli renomowanych firm konsultingowych
- profesorów uniwersyteckich.

Na bazie uzyskanych odpowiedzi opracowana została synteza opinii polskich ekspertów, która stanowi projekt stanowiska Europejskiego Kongresu Finansowego.

Etap 4

W dniu 29 kwietnia 2015 zorganizowano debatę okrągłego stołu z udziałem ekspertów, którzy otrzymali pytania konsultacyjne, a także innych zainteresowanych. Podczas debaty przedyskutowano projekt stanowiska końcowego. Przed debatą wszyscy eksperci, którzy wzięli aktywny udział w badaniu otrzymali projekt tego stanowiska.

⁴ Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR) – pierwszy niezależny think tank w Europie Środkowo-Wschodniej, założony w 1989 roku przez grupę ekonomistów związanych z opozycją demokratyczną i ruchem „Solidarność”.

Etap 5

Na podstawie tak przeprowadzonego badania koordynatorzy projektu z ramienia Europejskiego Kongresu Finansowego, Maciej Borkowski i Rafał Broniewski, we współpracy z prof. Wiesławem Dębskim z Komitetu Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk, przygotowali ostateczną wersję stanowiska Europejskiego Kongresu Finansowego, która przekazana została do Komisji Europejskiej.

III. Uwagi ogólne

Eksperci biorący udział w badaniu przesłali swoje ogólne uwagi odnośnie do przygotowanego przez Komisję Europejską materiału w sprawie Unii Rynków Kapitałowych. Opinie te (komentarze) można pogrupować w sposób następujący:

1. Wysoko oceniono główny cel Unii Rynków Kapitałowych, którym jest zmiana struktury finansowania przedsiębiorstw, przede wszystkim rozwiniecie finansowania poprzez rynek kapitałowy (głównie sektora MSP, projektów infrastrukturalnych, wprowadzenie na znaczną skalę takich instrumentów jak sekurytyzacja) oraz przyciągnięcie inwestorów z innych części świata. Celem tym jest także zapewnienie większej konkurencyjności UE w świecie, jak również zapewnienie jej stabilnego rozwoju, w tym poprzez zapewnienie stabilności na rynku finansowym. Podkreślono przy tym, iż przeniesienie części finansowania z sektora bankowego na rynek kapitałowy powinno iść w parze ze zwiększeniem wiarygodności rynków kapitałowych.
2. W przygotowanym przez Komisję Europejską materiale propozycja stworzenia URK jest bardzo szeroka oraz kompleksowa – uwzględnia zarówno aspekty prawne, jak i zachęty rynkowe (np. standardy polityki informacyjnej MSP, ulgi podatkowe), jak również odnosi się do wszystkich podmiotów tworzących rynek kapitałowy (emitentów, inwestorów, infrastruktury) oraz akcentuje znaczenie alternatywnych źródeł finansowania przedsiębiorstw (system market oriented). Wyrażono jednak opinię, iż w dokumencie zostały dobrze zdefiniowane cele krótkookresowe, podczas gdy cele długookresowe zostały zarysowane w sposób dosyć ogólny.
3. Przyjęto z zadowoleniem, iż wprowadzenie zintegrowanego rynku kapitałowego w UE (także realizacja standaryzacji w zakresie niektórych segmentów jego funkcjonowania) wpłynie na zniesienie barier pomiędzy rynkami lokalnymi (mniejszymi, słabiej rozwiniętymi) oraz usunie przewagi konkurencyjne wynikające np. z prawa spółek, podatkowego) a głównym przedmiotem konkurencji stanie się skala działania (m.in. płynność), co spowoduje konkurowanie efektywnością (efekt ceny za usługę). Efektem będzie też dostępność do kompletnej informacji o spółkach pożądaną przez inwestorów. Wyrażono jednak obawę, iż wprowadzenie zintegrowanego rynku prowadzi do konsolidacji podmiotów (co robią z reguły duże podmioty), a co za tym idzie eliminacji z rynku podmiotów mniejszych. A zatem regulacje systemowe nie powinny wzmacniać systemowej przewagi globalnych instytucji finansowych.

Na uwagę zasługuje fakt, iż integracja rynku kapitałowego powinna prowadzić do zwiększenia wydajności alokacji kapitału przez co powinien obniżyć się koszt jego pozyskiwania, a w rezultacie powinno to prowadzić do pobudzenia inwestycji i wzrostu gospodarczego. Integracja rynków kapitałowych powinna również prowadzić do zwiększenia efektywności tego rynku (efektywny przepływ kapitału pomiędzy krajami (cross-border), klasami aktywów, ułatwienia dostępu do rynku mniejszym przedsiębiorstwom), co w rezultacie mogłoby spowodować radykalne ograniczenie nadwyżki środków i skierowanie jej w większym stopniu do realnej gospodarki.

4. Uczestnicy ankiety wyrazili opinię, iż powstanie URK dla Polski może mieć szereg negatywnych konsekwencji, np.:

- a) marginalizację GPW (wspieranie globalizacji rynku kapitałowego),
- b) eliminację z rynku pośredników typu biura maklerskie (są generalnie słabsze ekonomicznie),
- c) wyjście z rynku polskiego znaczących emitentów,
- d) osłabienie dostępu sektora MSP do rynku kapitałowego – zainteresowanie tylko przez lokalnych inwestorów,
- e) brak możliwości pełnej harmonizacji prawa gospodarczego we wszystkich krajach UE (prawo spółek handlowych, upadłościowe, podatkowe, etc.).

Problem dla Polski wynika również z tego, iż polski rynek kapitałowy (również wielu innych krajów nowo przyjętych do UE na początku obecnego stulecia) jest słabiej rozwinięty, mniej efektywny i płytszy. Rynek ten odgrywa też znacznie mniejszą rolę w finansowaniu sektora MSP (główną rolę pełnią banki), co będzie miało swoje konsekwencje na zintegrowanym rynku kapitałowym. Wyrażono opinię, iż ponieważ bardzo duża ilość przedsiębiorstw z sektora MSP, w szczególności mikroprzedsiębiorstwa, w Polsce szukają finansowania głównie w banku, to można byłoby w tym kontekście poprawić działanie funduszy VC/PE, np. w odniesieniu do finansowania start-upów, przedsiębiorstw innowacyjnych, a także wspierać pożyczki peer-to-peer czy crowdfunding.

5. Ogólne uwagi (postulaty):

- a) istotne różnice w stanie prawnym funkcjonowania rynków kapitałowych w krajach UE (inne zazwyczaj regulacje lokalne) znacznie utrudnią czy wręcz uniemożliwią pełną integrację,
- b) w niektórych aspektach funkcjonowania rynku kapitałowego są bardzo dobre regulacje lokalne – nie ma więc potrzeby tworzenia nowych regulacji (wystarczy przenieść je na szczebel UE),
- c) ważną rzeczą, w szczególności dla sektora MSP, jest ujednoczenie polityki informacyjnej, np. poprzez wprowadzenie jednolitego standardu raportu okresowego (ważnym elementem jest zmniejszenie kosztów raportowania ale też zapewnienie określonego stopnia ochrony inwestora, a także porównywalności danych),
- d) większą rolę można nadać funkcjonowaniu różnego typu funduszom emerytalnym (ich rola powinna rosnać ze względu na niekorzystne zmiany demograficzne w wielu krajach UE),
- e) większe znaczenie można nadać edukacji rynkowej (w ramach infrastruktury rynkowej mogłyby powstać „agendy edukacyjne”).

IV. Odpowiedzi na pytania konsultacyjne

Pytanie 1.

Wśród priorytetowych działań, które powinny być podjęte w krótkiej perspektywie czasowej wymienia się obniżenie barier w dostępie do rynków kapitałowych, poszerzenie bazy inwestorów dla SME, rozwój rynku sekurytyzacji opartego na transparentnych i standaryzowanych instrumentach, tworzenie warunków sprzyjających długoterminowemu inwestowaniu, budowanie europejskiego rynku zamkniętych, niepublicznych emisji.

Jakie inne priorytety należy brać pod uwagę w krótkiej perspektywie czasowej?

W opinii polskich ekspertów dodatkowymi priorytetami w krótkiej perspektywie czasowej powinny być:

- 1) zwiększenie wiarygodności rynków kapitałowych
- 2) wprowadzenie zachęt stymulujących długoterminowe inwestycje
- 3) zmniejszenie kosztów związanych z pozyskiwaniem finansowania na rynkach kapitałowych oraz z notowaniem papierów na tych rynkach

Ad 1)

Priorytetem na który należy położyć nacisk w krótkiej perspektywie czasowej jest kwestia zwiększenia wiarygodności rynków kapitałowych, w tym z wykorzystaniem niezależnego systemu oceny wiarygodności kredytowej przedsiębiorstw z segmentu SME.

Wiarygodność można zwiększyć m.in. poprzez:

- a) upowszechnienie oceny ryzyka inwestycyjnego przez niezależnych analityków i agencje ratingowe działające na rzecz SME. Rozpowszechnienie niezależnych ocen ratingowych wiarygodności kredytowej emitentów jest szczególnie istotne w przypadku SME, które nie są w stanie ponieść kosztów badania przeprowadzanych przez największe agencje ratingowe. Proponowane jest więc wprowadzenie subsydiowania systemu informacyjno-ratingowego z funduszy UE.
- b) zapewnienie efektywności sądownictwa gospodarczego, w tym wprowadzenie efektywnych mechanizmów egzekucji z zabezpieczenia obligacji w przypadku niewypłacalności emitenta,
- c) przywrócenie zaufania inwestorów, w szczególności indywidualnych do rynków kapitałowych, poprzez szeroko pojęte działania edukacyjne inwestorów i emitentów oraz promocję rynków kapitałowych jako miejsca efektywnego i bezpiecznego lokowania oszczędności i pozyskiwania długoterminowego finansowania.

Ad 2)

Wprowadzenie zachęt stymulujących długoterminowe inwestycje poprzez:

- wspieranie długoterminowego lokowania oszczędności na rynku kapitałowym np. poprzez zachęty podatkowe preferujące stałe zaangażowanie kapitału w instrumenty rynku kapitałowego, przy założeniu dopuszczeniu obrotu tym kapitałem
- edukację w zakresie instrumentów pochodnych, gdzie główny akcent położony będzie na rolę instrumentów pochodnych jako instrumentów służących zabezpieczeniu transakcji.

Ad 3)

Zmniejszenie kosztów pozyskiwania finansowania na rynkach kapitałowych oraz notowania na nich papierów wartościowych. Obniżenie kosztów mogłoby się odbyć głównie poprzez uproszczenie wymagań informacyjnych dla SME. Jedną z propozycji jest subsydiowanie systemu informacyjno-ratingowego z funduszy UE, ponieważ zmniejszenie wymagań informacyjnych powinno towarzyszyć niezależnemu ratingowi, aby nie obniżyć wiarygodności rynku.

Pytanie 2.

Jakie kroki należy przedsięwziąć w zakresie wypracowania standardów informacyjnych prezentujących sytuację finansową SME oraz zwiększenia dostępności tych informacji celem pogłębienia rynku finansowania SME oraz poszerzenia bazy inwestycyjnej, także w odniesieniu do start-upów?

Znaczącym ograniczeniem dostępności do wystandaryzowanej informacji na temat sytuacji finansowej SME jest brak wyspecjalizowanych w tym segmencie rynku agencji ratingowych lub innych mechanizmów zapewniających analityczną ocenę SME. Stworzenie lokalnych agencji ratingowych, które specjalizowałyby się w ocenie sytuacji finansowej małych i średnich przedsiębiorstw lub wprowadzenie obowiązku oceny SME przez niezależnych analityków poprawiłyby przejrzystość i wiarygodność rynku. Co w konsekwencji wpłynie na poszerzenie bazy inwestorów i zwiększenie płynności rynku. Szczególny nacisk powinien zostać położony na konieczność nadawania ocen przy emisjach obligacji korporacyjnych. W celu wyeliminowania konfliktu interesów na linii emitent i oceniający koszty działania agencji ratingowych mogłyby być pokryte poprzez przekierowanie części strumienia opłat ogólnych ponoszonych przez spółki na rzecz instytucji dokonującej oceny i/lub przez wprowadzenie subsydiowania systemu informacyjno-ratingowego z funduszy UE.

Warto rozważyć budowę jednolitej europejskiej platformy informacyjnej, na której dostępne byłyby raporty w językach angielskim i ojczystym.

Ważne są działania, które mogą być podejmowane przez same MSP, w tym w szczególności w zakresie relacji inwestorskich. Przedsiębiorstwa powinny same zadbać o publikowanie oraz regularne i bezzwłoczne aktualizowanie informacji na swoich stronach internetowych. Warto wypracować ogólne standardy w tym zakresie dla całej UE.

Należy mieć również na uwadze, że mniej restrykcyjne standardy dla emitentów mogą wpłynąć negatywnie na możliwości oceny przez inwestorów ryzyka związanego z daną inwestycją i bieżącego monitoringu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Nie należy iść drogą nadmiernej standaryzacji, która może prowadzić do zubożenia zasobu informacji dostępnych dla inwestorów. Istotniejsze będzie położenie nacisku na przekazywanie informacji umożliwiających prawidłową ocenę ryzyka.

Ważne byłoby również podjęcie działań zmierzających do ułatwienia dostępu do informacji o małych i średnich przedsiębiorstwach dla inwestorów z różnych krajów. Mogłaby temu służyć centralna baza informacji, zarządzana przez centra lokalne.

Istotnym elementem obniżającym koszty sprawozdawczości, byłoby wprowadzenie standardu pozwalającego na analizę danych i zachowanie ich porównywalności. Standard ten powinien być zgodny z innymi standardami stosowanymi przez organy nadzoru UE i powinien uwzględniać obecne i przyszłe możliwości technologiczne.

Pytanie 3.

Jakiego wsparcia należy udzielić dla ELTIFs (European Long Term Investment Funds)?

Należy rozważyć zniesienie ograniczeń w zakresie wymaganej struktury portfela inwestycyjnego tych ELTIFs, w których występują wyłącznie inwestorzy profesjonalni. Pozwoliłoby to na bardziej swobodny dobór aktywów i przedsiębiorstw portfelowych, w które mogą inwestować wspomniane rodzaje ELTIFs. Takie ELTIFs mogłyby samodzielnie określać jasne i precyzyjne zasady dywersyfikacji portfela. Zasady te byłyby przekazywane potencjalnym inwestorom profesjonalnym przed podjęciem przez nich decyzji o inwestycji w dany ELTIF. Jednocześnie, z uwagi na konieczność ochrony inwestorów indywidualnych, należy pozostawić w przepisach prawa wyraźne zasady dywersyfikacji portfela tych ELTIFs, w których występowałiby inwestorzy indywidualni.

Pytanie 4.

Wśród działań umożliwiających lepszy dostęp do finansowania wymienia się poprawę transparentności projektów infrastrukturalnych, zintegrowanie rynku listów zastawnych w UE, standaryzację obligacji korporacyjnych, rozwój rynku zielonych obligacji (green bonds) łączących się ze zwolnieniami podatkowymi.

Jakie inne działania mogą poprawić dostęp do źródeł finansowania (funding)?

Inne działania jakie należy podjąć dla poprawy do źródeł finansowania to m.in.:

a) Zwiększenie wiarygodności poprzez:

- zapewnienie powszechnego dostępu emitentów infrastrukturalnych, *project bonds*, emitentów z grupy SME do produktu oceny ryzyka kredytowego w postaci zewnętrznego i niezależnego ratingu,
- zwiększenie udziału instytucji finansowych UE, w tym EBRD oraz EBI w emisjach papierów wartościowych,
- zapewnienie efektywnych możliwości dochodzenia i egzekucji roszczeń inwestorów w przypadku niewypłacalności emitentów.

b) Wykorzystanie zachęt podatkowych, w tym np.:

- ujednoczenie ulg inwestycyjnych i odpisów podatkowych dla inwestorów indywidualnych inwestujących bezpośrednio lub przez instytucje wspólnego inwestowania, np. w szczególności z naciskiem na inwestowanie/oszczędzanie w ramach programów emerytalnych,
- zróżnicowanie stawek podatkowych od zysków ze środków trzymany na lokatach bankowych i tych inwestowanych na rynku kapitałowym, przy czym:
 - obowiązywanie niższej stawki podatku od zysków z inwestycji w przedsiębiorstwa na wczesnym etapie rozwoju, gdzie wskazuje się na największą lukę kapitałową
 - opóźnienie momentu powstania obowiązku podatkowego w przypadku wykorzystania środków pochodzących ze zbycia papierów wartościowych do nabycia kolejnych papierów wartościowych,

c) Rozwój pozabankowych źródeł finansowania poprzez:

- stworzenie i implementację jednolitych w UE zasad działania *crowdfundingu* udziałowego oraz platform pożyczkowych *peer-to-peer*,
- zmniejszenie wymogów regulacyjnych związanych z emisją papierów wartościowych, w tym dotyczących dokumentów emisyjnych,
- skrócenie czasu wydawania decyzji administracyjnych, np. poprzez wskazanie jednolitego terminu na wydanie decyzji

d) Rozwój długoterminowych instrumentów finansowych

- wspieranie rozwoju rynku listów zastawnych, w tym obniżenie kosztów emisyjnych i aktualizacja standardów,
- rozwój i standaryzacja instrumentów sekurytyzacyjnych.

Pytanie 5.

Jak należy zwiększyć płynność rynków obligacji korporacyjnych – czy wystarczą środki rynkowe, czy konieczne są działania regulacyjne?

Głównymi barierami dla zwiększenia płynności na rynku obligacji z perspektywy Polski są:

- brak powszechności ratingów na rynku obligacji korporacyjnych,
- obrót obligacjami głównie na rynku międzybankowym i niewielkie obroty na rynku regulowanym,
- brak odpowiednio rozwiniętej animacji rynku z powodu regulacji ograniczających udział banków jako aktywnych uczestników rynku Catalyst oraz realizowania animacji wyłącznie przez domy maklerskie nie posiadające odpowiednich zasobów kapitałowych lub zespołów dedykowanych obligacjom korporacyjnym,
- niekorzystne opodatkowanie przychodów odsetkowych inwestorów indywidualnych,
- większość emisji oparta jest na konstrukcji zmiennokuponowej, co wydawać by się mogło korzystne mając na uwadze mniejsze ryzyko wynikające ze zmian stopy procentowej, ale faktycznie jest to przyczyna małej płynności, bo skoro inwestor ma niewielkie ryzyko stopy procentowej to może ten papier trzymać aż do wykupu.

W celu zwiększenia płynności rynku obligacji niezbędne są zarówno działania rynkowe jak i regulacyjne.

I. Działania rynkowe:

- 1) wprowadzenie taniego i powszechnego systemu oceny ryzyka inwestycyjnego obligacji korporacyjnych
 - 1a) stworzenie właściwych warunków w celu zwiększenia liczby dużych i płynnych emisji o odpowiednim ratingu kredytowym:
 - wprowadzenie odpowiednich modeli obrotu stymulujących płynność (np. wprowadzenie modeli kierowanych ceną w oparciu o wyłączność kwotowania przez *market-maker*a oraz „uderzania” w cenę przez pozostałych uczestników rynku)
 - przyjęcie modeli opłat adekwatnych do modelu biznesowego obsługi rynku instrumentów dłużnych (np. uwzględniając relatywnie wyższe przychody z tytułu opłat transakcyjnych w przypadku większych, płynnych emisji vs. wyższe opłaty za wprowadzenie/notowanie w przypadku mniejszych i mniej płynnych emisji)
 - zróżnicowanie cenników z uwzględnieniem zachęt dla dużych płynnych emisji oraz emisji posiadających rating emisji/emitenta
 - stworzenie systemu zachęt cenowych dla emitentów, którzy zdecydują się na podpisanie umowy z animatorami
 - utworzenie centralnego rejestru informacji (w tym – wyceny) na temat obligacji korporacyjnych
 - 1b) wspieranie działań w zakresie budowy kultury ratingu kredytowego:
 - wprowadzenie odpowiedniego oznaczenia wskazującego na daną klasę ryzyka kredytowego
 - przypisanie instrumentów posiadających rating do określonego segmentu rynku/klasy instrumentów/modelu obrotu
 - wprowadzenie mechanizmów cenowych promujących emisje posiadające przyznany rating (np. niższe opłaty na wprowadzenie/notowanie)

- prowadzenie działań promocyjnych i edukacyjnych skierowanych do inwestorów i emitentów w celu podnoszenia świadomości znaczenie ratingu kredytowego.
- 2) zwiększenie udziału „mniejszych” inwestorów poprzez: niższe nominały, prostsze i standardowe warunki emisji, powszechną dostępność oceny ratingowej, rozwój kanałów dystrybucji;
 - 3) zwiększenie roli animatorów w obrocie, m.in. poprzez stworzenie właściwych warunków wykonywania funkcji *market-maker*, w tym:
 - minimalnych wymogów *market-makerów*,
 - systemu promocji uczestników pełniących funkcję *market-maker*,
 - opracowanie nowego cennika dla podmiotów pełniących funkcję *market-maker*;
 - 4) wprowadzenie kodeksów dobrych praktyk w zakresie emisji obligacji, w tym wspieranie standaryzacji:
 - dokumentacji będącej podstawą wprowadzenia emisji do obrotu
 - sposobu wyliczania odsetek
 - obsługi zdarzeń korporacyjnych (częściowy lub wcześniejszy wykup)
 - obsługi sytuacji „kryzysowych” (opóźnienie lub brak obsługi wypłaty odsetek oraz wykupu obligacji)
 - 5) rozwój w bankach wyspecjalizowanych wydziałów („desków tradingowych”) odpowiedzialnych za obrót papierami komercyjnymi
 - 6) wprowadzenie modelu, na podobieństwo rynku akcji, w ramach którego oferta danej serii obligacji kierowana jest jednocześnie do inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych
 - 7) umożliwienie oferowania obligacji detalicznych bezpośrednio detalicznym odbiorcom, z pominięciem instytucji finansowych, np. poprzez możliwość nabywania na giełdzie obligacji w ramach oferty pierwotnej.

II) Działania regulacyjne:

- wprowadzenie obligatoryjnej procedury poddawania emitentów ocenie kredytowej przez agencje ratingowe, w szczególności w zakresie obligacji detalicznych
- wprowadzenie obliigo notowania obligacji korporacyjnych na rynku zorganizowanym i notyfikacji transakcji OTC tymi obligacjami
- wprowadzenie zachęt podatkowych w tym degresywnej stawki podatkowej uzależnionej od długości utrzymywania inwestycji
- opracowanie konstrukcji prawnej umożliwiającej emitowanie długu przez grupy podmiotów (*pooling*)
- stosowanie jednolitych standardów nadzorczych dla rynku OTC i regulowanego, uwzględniającą w szczególności deregulację rynku regulowanego
- zmiana przepisów na umożliwiające dostęp banków do obrotu zorganizowanego na zasadzie jednolitej licencji bankowej
- uruchomienie segmentu repo na obligacjach korporacyjnych
- działania wspierające poszerzenie listy obligacji dopuszczonych jako zabezpieczenia transakcji repo z NBP
- rozwój transakcji krótkiej sprzedaży w zakresie obligacji korporacyjnych

Pytanie 6.

Czy wskazane jest opracowanie wspólnych unijnych standardów rachunkowych dla SME notowanych na MTF-ach?

Oczywiście tak. Jednolite standardy są kluczowe dla powstania efektywnego transgranicznego rynku papierów wartościowych. Jednakże nie powinny być stosowane inne standardy rachunkowe dla SME niż dla pozostałych podmiotów.

Należy zwrócić uwagę, że Rada Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (International Accounting Standards Board; IASB) opracowała osobne standardy rachunkowe dla SME, jednakże z zakresu ich stosowania wyłączono SME, które są notowane publicznie, w tym na MTF-ach. Zgadzamy się z oceną IASB, że decyzja jednostki o wejściu na rynek kapitałowy, w tym na MTF, czyni ją podmiotem publicznie odpowiedzialnym wobec inwestorów, zwłaszcza mniejszościowych. W rezultacie inwestorzy ci powinni mieć możliwość zapoznania się ze stosownymi informacjami finansowymi potrzebnymi do podjęcia decyzji inwestycyjnych. Tym samym zasadne wydaje się zobowiązanie wszystkich jednostek notowanych na MTF, w tym SME, do sporządzania sprawozdań finansowych w pełnym zakresie, a nie jedynie w ograniczonym stopniu, mającym wynikać ze specyfiki SME.

Pytanie 7.

Czy istnieją bariery dla rozwoju crowdfundingu lub platform P2P o zasięgu transgranicznym, założywszy odpowiedni stopień ich uregulowania? Jeśli tak, to czy należy je eliminować?

Barierami dla rozwoju *crowdfundingu* i platform P2P o zasięgu transgranicznym są głównie:

- różnice w regulacjach, w tym np. nieposługiwanie się przez organy administracji, podatkowe i sądowe w niektórych krajach językiem innym niż ojczysty
- różnice w systemach podatkowych.

Państwa UE jak najmniej powinny ingerować w realizację projektów, gdzie finansowanie pozyskiwane jest na zasadach *crowdfundingu*. Powinny powstać mechanizmy uniemożliwiające działania zmierzające do oszukiwania inwestorów. Przeprowadzenie *crowdfundingu* transgranicznie wymagałoby wprowadzenia mechanizmów dodatkowej ochrony zagranicznych inwestorów, gdyż osoby wpłacające fundusze z zagranicy miałyby utrudnione możliwości korzystania z lokalnych instrumentów prawnych dochodzenia własnych roszczeń.

Pytanie 8.

Jakie środki mogą zachęcić inwestorów instytucjonalnych do dywersyfikacji inwestycji i szczególnego uwzględnienia projektów długoterminowych, SME oraz innowacyjnych i wzrostowych start-upów?

Środkami mającymi na celu zwiększenie zainteresowania inwestorów instytucjonalnych dywersyfikacją ryzyka poprzez szczególne uwzględnienie projektów długoterminowych, SME oraz innowacyjnych i wzrostowych start-upów mogą być:

a) System podatkowy

Wprowadzanie ulg podatkowych preferujących inwestycje długoterminowe (np. wprowadzenie niższych stawek podatku dochodowego dla zysków kapitałowych przy dłuższym horyzoncie inwestycyjnym), które mogłyby być dodatkowo powiązane z systemami indywidualnych programów emerytalnych.

Przykładem mogą być rozwiązania stosowane przy brytyjskim AIM.

b) Budowanie portfeli, inwestowanie w sposób pośredni

W przypadku inwestorów instytucjonalnych zarządzających aktywami o dużej wartości, podejmowanie indywidualnych inwestycji w podmioty o niskiej kapitalizacji i płynności napotyka na barierę związaną z nieproporcjonalnym nakładem pracy w stosunku do potencjalnych korzyści inwestycyjnych. Rozwiązaniem umożliwiającym wyeliminowanie tej bariery byłoby stworzenie możliwości (lub zniesienia ograniczeń) inwestowania w te segmenty rynku w sposób pośredni, tj. poprzez zakup udziałów/jednostek w podmiotach wyspecjalizowanych w zarządzaniu SME lub start-upami, a więc w wyspecjalizowanych funduszach inwestycyjnych lub podmiotach typu *private equity*.

Z drugiej strony należałoby zachęcać do tworzenia specjalnych funduszy inwestycyjnych, grupujących szereg projektów, które mogłyby być współfinansowane przez Państwo oraz inwestorów instytucjonalnych.

c) Płynność

Należy podejmować działania w zakresie poprawy płynności na rynkach, na których odbywa się obrót wskazanymi walorami. Jest to istotny warunek zainteresowania ze strony inwestorów instytucjonalnych.

Pytanie 9.

Czy wprowadzenie standaryzowanych produktów lub usunięcie istniejących przeszkód dla dostępu transgranicznego wzmocni jednolity (single) rynek zabezpieczeń emerytalnych?

Uregulowanie tworzenia i funkcjonowania funduszy emerytalnych powinno być jednym z działań priorytetowych projektu CMU ponieważ należą one do najbardziej istotnych inwestorów na rynku kapitałowym. Ich rola będzie stale rosta, w związku z tendencjami demograficznymi w UE. Regulacja kwestii emerytalnych na poziomie UE wydaje się uzasadniona w kontekście tworzenia kapitału długoterminowego sprzyjającego inwestowaniu na rynkach kapitałowych.

Podstawowym problemem dla rozwoju jednolitego rynku zabezpieczeń emerytalnych są wyraźne różnice w systemach emerytalnych w krajach UE. W celu budowy rozwiązań transgranicznych należałoby położyć akcent na rozwój prywatnych systemów emerytalnych, charakteryzujących się ograniczonym ryzykiem politycznym i podlegających ścisłemu nadzorowi ostrożnościowemu.

Pytanie 10.

Jak UE może rozwijać private equity i venture capital jako alternatywne źródła finansowania gospodarki? Jakie kroki zwiększą skalę funduszy VC i poprawią możliwości ich wyjścia z inwestycji?

Warunkiem rozwoju funduszy niepublicznych PE i VC jest stworzenie efektywnego systemu finansowania spółek w każdej fazie rozwoju, zarówno w bardzo wczesnej fazie (głównie dla podmiotów bardzo innowacyjnych) jak i w przypadku osiągnięcia dojrzałego i stabilnego wzrostu. Często wiele ciekawych pomysłów, projektów powstałych dzięki pozyskaniu dofinansowania z UE nie ma kapitału na dalszy rozwój, będąc zbyt ryzykownym dla banków, a jednocześnie zbyt małym podmiotem dla wspomnianych funduszy. Sposobem wsparcia rozwoju rynku PE i VC może być zatem powoływanie do życia platform finansowania dla spółek (*crowdfund*), zwiększenie wsparcia dla inkubatorów przedsiębiorczości, centrów badań (współpraca nauki i biznesu), czy sieci aniołów biznesu.

Działania jakie można dokonać w zakresie bezpośredniego wsparcia funduszy VC/PE to:

- systemowe i równoprawne włączenie jednostek inwestycyjnych tych funduszy do palety dostępnego instrumentarium inwestycyjnego rynku zabezpieczeń emerytalnych (funduszy emerytalnych i ubezpieczeniowych).
- koinwestycje z funduszami VC zasilanymi środkami publicznymi wyłącznie w oparciu o zasady rynkowe.

Należy także mieć na uwadze długofalowe wspieranie rozwoju rynków kapitałowych, m.in. poprzez akcje edukacyjne, zmiany podatkowe ułatwiające plasowanie ofert publicznych na rynku (np. obniżenie podatku od zysków osiągniętych z inwestycji nabytych w ramach ofert publicznych), poprawa nadzoru itd. Działania takie wpłyną na ogólny rozwój rynku kapitałowego, w tym m.in. na procesy wyjścia z inwestycji przez fundusze VC/PE z wykorzystaniem oferty publicznej.

Pytanie 11.

Czy istnieją przeszkody dla zwiększenia skali udzielania pożyczek przez banki oraz bezpośredniego (pozabankowego) udzielania pożyczek firmom potrzebującym finansowania? Jeśli tak, to jakie?

Przeszkody dla zwiększenia skali udzielania finansowania bankowego:

- konserwatywne podejście do oceny kredytowej SME,
- kształtowanie polityki kredytowej w transgranicznych grupach bankowych w sposób globalny, bez uwzględnienia specyfiki rynków lokalnych,
- brak w małych przedsiębiorstwach odpowiedniego majątku wymaganego jako zabezpieczenie kredytu,
- wczesny etap rozwoju i związany z tym brak historii przepływów finansowych,
- wysokie koszty oceny potencjalnego ryzyka w stosunku do kwoty pozyskiwanego finansowania (niski potencjalny przychód finansującego w stosunku do kosztów związanych z udzieleniem finansowania),
- koszty zarządzania zabezpieczeniami oraz koszty i okres ich ew. egzekucji,
- zwiększanie liczby regulacji bankowych, w tym podnoszenie wymogów kapitałowych, co prowadzi do wzrostu kosztów funkcjonowania banków i spadku możliwej akcji kredytowej.

Przeszkody dla zwiększenia skali udzielania finansowania pozabankowego:

- brak odpowiedniego poziomu ochrony pożyczkodawców w obszarze finansowania społecznościowego,
- brak odpowiednich przepisów regulujących finansowanie społecznościowe.

Pytanie 12.

Jak można zwiększyć transgraniczny detaliczny udział w UCITS (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe)?

Standard UCITS nie jest obecnie standardem powszechnym w krajach UE. Najlepszym rozwiązaniem wydaje się określenie ścieżki dojścia regulacji poszczególnych krajów do wspólnego modelu UCITS.

Jedną z kluczowych barier w inwestowaniu w fundusze lokujące środki na rynkach zagranicznych jest również niewielka wiedza o globalnych firmach inwestycyjnych i ich ofertach. W związku z powyższym istotne jest podjęcie działań edukacyjnych mających na celu zwiększenie wiedzy nt. możliwości inwestowania w UCITS.

Pytanie 13.

Jak ESAs (Europejskie Urzędy Nadzoru) mogą zwiększyć poziom ochrony inwestorów i konsumentów?

Należy unikać pokusy budowania zaufania do rynków poprzez rozbudowywanie funkcji nadzorczych - podniesienie bezpieczeństwa może być pozorne, kiedy organy nadzoru zostaną przytłoczone ogromną ilością informacji, której nie będą w stanie przetworzyć i przeanalizować. Nadmierne rozbudowanie obowiązków raportowania powoduje podniesienie kosztów bieżącej działalności podmiotów nadzorowanych. Koszt funkcjonowania rynku przenosi się na inwestorów i konsumentów.

Działania, które mogą być podjęte aby zwiększyć poziom ochrony inwestorów i sprawność funkcjonowania ESAs:

- zwiększenie efektywności egzekucji regulacji prawnych chroniących inwestorów indywidualnych, w tym m.in. poprzez szkolenia prokuratorów i sędziów, tworzenie wyspecjalizowanych jednostek zajmujących się przestępstwami gospodarczymi,
- odejście od centralizacji na rzecz współpracujących ze sobą nadzorów lokalnych przy jednoczesnym ujednolicaniu najlepszych praktyk nadzorczych krajowych organów nadzoru,
- zwiększenie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych.
- ujednolicanie sposobu informowania o ryzyku i koszcie inwestycji, tak aby różne oferty były możliwe do porównania przez konsumenta,
- bliższa współpraca pomiędzy nadzorami,
- współpraca i komunikacja z rynkiem,
- wspieranie rozwoju dobrych praktyk,
- dokonywanie przez ESAs częstszych ocen działalności krajowych organów nadzoru w poszczególnych obszarach,
- stworzenie sprawnego systemu występowania przez krajowych regulatorów do ESAs o wydanie wiążących wykładni przepisów europejskich,
- postawienie na działanie proaktywne instytucji nadzorczych, tj. przewidywanie sytuacji niekorzystnych i niebezpiecznych i aktywnego działania w celu ich uniknięcia.

Pytanie 14.

Jak zwiększyć udział inwestorów indywidualnych oraz wzmocnić ich pozycję i ochronę na rynku kapitałowym?

- zwiększenie wiarygodności rynku, w szczególności poprzez poszerzenie powszechności i dostępności ratingu i większe pokrycie analityczne emitentów,
- zachęty podatkowe dla inwestorów utrzymujących lub zwiększających w długim terminie swoje zaangażowanie na rynku kapitałowym, w szczególności dokonywanych na potrzeby zabezpieczenia emerytalnego lub gdy papiery wartościowe kupowane były w ofercie publicznej,
- wprowadzenie możliwości rejestracji osoby fizycznej, jako inwestora przy umożliwieniu naliczania podatku od całościowego wyniku finansowego inwestycji, tj. od wyniku netto,
- przymusowe oszczędności emerytalne przy liberalnych zasadach ich alokacji,
- skuteczniejsze wykrywanie i karanie prób manipulacji czy wykorzystania informacji poufnych,
- zwiększenie płynności rynków,
- zmniejszenie kosztów transakcyjnych,
- poprawa komunikacji spółek z inwestorami,
- przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego przez spółki
- budowanie pozytywnego wizerunku rynku kapitałowego, m.in. poprzez działania edukacyjne oraz ograniczenie możliwości upolityczniania funkcjonowania tego rynku.

Pytanie 15.

Czy i jakie regulacje mogą wzmocnić międzynarodową konkurencyjność UE i zwiększyć jej atrakcyjność inwestycyjną?

Międzynarodową konkurencyjność może przede wszystkim poprawić uproszczenie regulacji rynkowych i formalności związanych z ich spełnianiem na wspólnym rynku i rynkach krajowych. Kapitał międzynarodowy wybiera funkcjonowanie w otoczeniu, które oferuje jak największe perspektywy oraz bezpieczeństwo inwestowania przy jak najmniejszych wymaganiach formalnych i kosztach funkcjonowania. Przy projektowaniu unijnego rynku kapitałowego należy brać pod uwagę wpływ, jaki te regulacje będą miały na konkurencyjność rynku europejskiego w stosunku do innych rynków spoza Unii Europejskiej i dążyć do tego, żeby rynek unijny był bardziej konkurencyjny od innych (w szczególności rynku amerykańskiego, czy japońskiego).

W szczególności należy:

- wprowadzić deregulację sprzyjającą obniżce kosztów transakcyjnych, w tym w szczególności kosztów *compliance*,
- zwiększyć efektywność nadzoru nad rynkiem oraz transparentność postępowań nadzorczych i sądowych,
- wprowadzać dalsze przepisy pozwalające na zwolnienie inwestorów spoza UE z wymogów regulacyjnych i administracyjnych obowiązujących na rynkach kapitałowych w państwach członkowskich w razie podlegania przez tychże inwestorów zbliżonym wymogom w ich państwach macierzystych nienależących do UE,
- wprowadzać wspólne standardy dla rynków UE, aby inwestorzy nie musieli dostosowywać się do wielu specyfik lokalnych, co zmniejszy atrakcyjność inwestowania – przede wszystkim na mniejszych rynkach,
- upowszechnienie – w większym stopniu niż obecnie – instytucji tzw. rachunków zbiorczych, pozwalającej na nabywanie papierów wartościowych notowanych w danym państwie członkowskim bez konieczności otwierania lokalnego rachunku papierów wartościowych,
- szersze wdrożenie rozwiązań umożliwiających rozdzielenie własności nominalnej (*nominal ownership*) od rzeczywistego posiadania uprawnień z papierów wartościowych (*beneficial ownership*).

Pytanie 16.

Jakie rozwiązania mogą zapewnić dostęp emitentów z UE do inwestorów i rynków kapitałowych w państwach trzecich?

Przede wszystkim jest to kwestia atrakcyjności inwestycyjnej danego emitenta. Istotną byłaby również szeroko pojęta działalność promocyjna i edukacyjna za granicami Unii.

Natomiast w kwestiach regulacyjnych można podjąć działania skierowane na zawarcie odpowiednich porozumień z państwami trzecimi, np.:

- w zakresie zwolnienia od określonych wymogów związanych z uzyskiwaniem dostępu do lokalnego rynku kapitałowego pod warunkiem wypełnienia określonych obowiązków,
- ujednoczenie w skali globalnej (w szczególności UE i USA) przepisów i standardów w zakresie dostępu emitentów do rynku,
- eliminujących dyskryminację (szczególnie ukrytą) instytucji europejskich.

Pytanie 17.

Jakie mechanizmy mogłyby poprawić funkcjonowanie i efektywność rynków, szczególnie w odniesieniu do funkcjonowania i płynności rynków akcji i obligacji, poza wymienionymi w Green Paper?

- deregulacja, uproszczenie przepisów, upraszczanie przepisów, w tym dalsze uproszczenia procedur pozyskiwania finansowania na rynku akcji i obligacji,
- działania na rzecz zwiększenia roli animatorów rynku i animatorów emitenta,
- promocja i edukacja w zakresie inwestowania na rynkach kapitałowych,
- ułatwienia w zakresie rozwijania działalności transgranicznej przez podmioty rynku kapitałowego,
- unia rynków kapitałowych powinna być zbudowana w oparciu o efektywny nadzór oparty o nadzory krajowe.

Pytanie 18.

Czy uprawnienia ESAs (nadzorów europejskich) są wystarczające, by zapewnić spójny nadzór? Jakie inne rozwiązania nadzorcze na poziomie europejskim mogłyby wnieść znaczący wkład w rozwój Unii Rynków Kapitałowych?

Przychylamy się do poglądu, wyrażonego przez Komisję Europejską w Raporcie z sierpnia 2014 r. dotyczącym funkcjonowania ESAs, o potrzebie ukształtowania uprawnień ESAs w taki sposób, by ESAs w większym stopniu koncentrowały się na konwergencji (ujednoczeniu) krajowych praktyk nadzorczych. Mogłoby to nastąpić poprzez przyznanie ESAs dodatkowych uprawnień do ingerowania w funkcjonowanie krajowych organów regulacyjnych oraz w wydawane przez nich decyzje, jak też dopracowanie obecnych regulacji dotyczących uprawnień ESAs do wszczynania mediacji między organami nadzoru.

Istotne byłoby wprowadzenie jednolitej wykładni i standardów nadzoru nad pewnymi obszarami np. w zakresie działalności maklerskiej. Różne podejście nadzorców krajowych do wybranych zagadnień powoduje arbitraż regulacyjny i migrację instytucji finansowych w kierunku jurysdykcji gdzie nadzorca łagodniej podchodzi do pewnych kwestii, lub posiadając większą wiedzę i doświadczenie jest bardziej przewidywalnym partnerem w prowadzeniu działalności maklerskiej i bankowej. Ma to szczególne znaczenie w przypadku nowych członków UE, w tym Polski, gdzie nadzorcy mają o wiele krótszą historię i mniejsze doświadczenie. Usztywnianie się pozycji nadzorcy przy jednoczesnym niższym poziomie rozwoju rynku spowoduje odpływ kompetencji i zmniejszanie się liczby centrów decyzyjnych w krajach peryferyjnych i migrację zasobów do głównych hub'ów finansowych Europy.

Pytanie 19.

Czy należy podjąć prace celem poprawy transgranicznej egzekwowalności zabezpieczeń?

Zdecydowanie tak.

Brak skutecznego systemu egzekucji zabezpieczeń jest jedną z najpoważniejszych barier w rozwoju rynku obligacji korporacyjnych. Należy rozważyć zharmonizowanie na szczeblu unijnym przepisów dotyczących uzyskiwania i wykonywania tytułów egzekucyjnych związanych z roszczeniami wynikającymi z zabezpieczonych obligacji wprowadzonych do zorganizowanego systemu obrotu (w razie nieterminowej płatności świadczeń z takich obligacji). Pożądana jest taka unifikacja regulacji krajowych, które umożliwią wyodrębnienie z masy upadłościowej zabezpieczenia obligacji oraz skuteczne zaimplementowanie mechanizmu *pass-through*.

Wskazane byłoby również wprowadzenie odpowiednich zmian proceduralnych pozwalających na skrócenie czasu potrzebnego na transgraniczne egzekwowanie zabezpieczeń.

Ponadto, pożądane są zmiany legislacyjne wprowadzające zharmonizowane zasady rozwiązywania konfliktu praw we wszystkich aspektach przechowywania, nabycia i zbycia papierów wartościowych. W szczególności powinny one zwiększać przejrzystość i podnosić pewność prawną w zakresie własności papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie, w całym łańcuchu zabezpieczeń, w tym – w kontekście transgranicznym i wielokrotnego wykorzystania zabezpieczeń.

Zalecane byłoby również rozważenie wprowadzenia jednolitej regulacji w zakresie realizacji hipotek i zastawów w UE. Chodzi w szczególności o to, by zabezpieczenia były realizowane przez samego wierzyciela zabezpieczonego, a także o to, by jedynie koszty egzekucyjne mogły być zaspokajane przed wierzytelnością zabezpieczoną.

Pytanie 20.

Jakie przeszkody dla zintegrowania rynków kapitałowych wynikają z kodeksów spółek handlowych oraz kodeksów corporate governance w różnych krajach UE?

Podstawową przeszkodą jest odmienność systemów prawnych różnych krajów, co ma wpływ nie tylko na odmienne rozumienie przepisów prawa, jak i zapisów regulacji typu *corporate governance*. Dotyczy to nie tylko rozbieżności w systemach prawnych: kontynentalnym i *common law*, ale również pomiędzy poszczególnymi krajami należącymi do reżimu kontynentalnego.

Można zauważyć, że w poszczególnych państwach członkowskich opracowywane są kodeksy *corporate governance*, których treść dostosowana jest przede wszystkim do spółek podlegających prawu danego państwa. Stosowanie takich kodeksów przez zagranicznych emitentów rodzi znaczne trudności, często bowiem treść poszczególnych zasad *corporate governance* jest nieadekwatna w stosunku do osób prawnych poddanych innemu prawodawstwu. Przykładowo kodeksy dobrych praktyk w państwach, w których spółki posiadają dualistyczną strukturę organów (zarząd oraz rada nadzorcza; ang. *two-tier board*) często zawierają reguły, które nie są możliwe do zastosowania przez spółki o monistycznej strukturze organów (ang. *one-tier board*).

Barierą dla funkcjonowania transnarodowych grup spółek jest również brak unijnej regulacji prawa koncernowego. Różnice w krajowych normach prawnych w tym obszarze mogą zniechęcać zagranicznych inwestorów do nabywania kontrolnych pakietów akcji w spółkach z innych państw członkowskich.

Kolejnym utrudnieniem jest brak zintegrowania, na poziomie unijnym, krajowych rejestrów osób prawnych (w Polsce rejestry KRS), co w praktyce bardzo utrudnia lub nawet uniemożliwia uzyskanie informacji o zagranicznych kontrahentach.

Przeszkody te wynikają nie tylko z różnic w kodeksach spółek handlowych, czy *corporate governance*, ale także z regulacji dotyczących rynku kapitałowego. Znaczące różnice występują chociażby w przepisach odnośnie obowiązków informacyjnych – w niektórych krajach UE są one bardzo restrykcyjne. Konieczność dostosowywania się spółek do regulacji obowiązujących na różnych rynkach kapitałowych może powodować niechęć tych spółek do pozyskiwania kapitału spoza rynku macierzystego. Brak jednolitych regulacji może także stwarzać trudności w poszukiwaniu okazji inwestycyjnych przez inwestorów na kilku rynkach jednocześnie.

Pytanie 21.

Jakie aspekty prawa upadłościowego powinny być zharmonizowane w celu wsparcia tworzenia paneuropejskiego rynku kapitałowego?

- zakres stosowanego prawa upadłościowego,
- przyczyny dla upadłości i restrukturyzacji,
- zasady traktowania wierzycieli i kolejności zaspokajania roszczeń, w tym precyzyjne uregulowanie sytuacji prawnej wierzycieli zabezpieczonych rzeczowo (gdy majątek będący przedmiotem zabezpieczenia położony jest w innym kraju niż ten, w którym prowadzone jest postępowanie upadłościowe),
- ustanawiania zabezpieczeń na majątku masy upadłości (hipoteka, zastaw etc.),
- ujednoczenie traktowania CCP i aktywów znajdujących się w systemie zabezpieczeń wobec upadłości,
- mechanizmy egzekwowalności procedur związanych z upadłością,
- bezskuteczność transakcji *intercompany* (postulat wydłużenia terminu 6 miesięcy przed dniem złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości),
- maksymalny okres postępowania upadłościowego,
- maksymalny poziom (procentowo) kosztów postępowania upadłościowego,
- zasady dotyczące procesu likwidacji w upadłości jak i zasady zawierania układu w restrukturyzacji, tj. w szczególności:
 - wpływu otwarcia upadłości (restrukturyzacji) na procesy wobec spółki i egzekucje z majątku spółki upadłej,
 - przebiegu procesu upadłości (restrukturyzacji),
 - kolejności zaspokojenia wierzycieli,
 - podstaw dla bezskuteczności transakcji dokonanych przed otwarciem upadłości (restrukturyzacji),
 - rozwiązywania lub odstępowania od umów,
 - odpowiedzialności członków zarządu,
 - możliwości zaciągnięcia finansowania po otwarciu upadłości (restrukturyzacji),
- skutki upadłości w odniesieniu do grup spółek (holdingów),
- rejestr upadłych lub restrukturyzowanych instytucji w ramach UE.

Pytanie 22.

Na jakie kwestie podatkowe należy zwrócić uwagę, by umożliwić tworzenie bardziej zintegrowanych rynków kapitałowych w UE?

Różnice w opodatkowaniu dochodów kapitałowych w poszczególnych krajach prowadzą do masowego stosowania arbitrażu regulacyjnego. Pełna integracja rynków kapitałowych w UE będzie wymagała ujednoczenia stawek podatkowych oraz zasad poboru danin w bardzo szerokim zakresie, wykraczającym po za opodatkowanie dochodów kapitałowych.

Należy zwrócić szczególną uwagę m.in. na:

- stawki karnych odsetek podatkowych, których zróżnicowanie może prowadzić do powstawania swoistych „rajów podatkowych” na ujednoliconym rynku,
- opodatkowanie długoterminowych oszczędności / inwestycji, w tym zachęty podatkowe dla inwestujących w strategicznie istotne projekty długoterminowe, innowacje oraz wzrostowe start-upy,
- opodatkowanie zysków kapitałowych, dywidend, przychodów odsetkowych, podobnego traktowania kosztów zabezpieczeń finansowych,
- harmonizacja podatku CIT, umożliwienie tworzenia transgranicznych podatkowych grup kapitałowych oraz umożliwienie objęcia podatkową grupą kapitałową różnych struktur prawnych (w tym funduszy inwestycyjnych),
- wyłączenie z zakresu klauzul nieruchomościowych, występujących w umowach o unikaniu podwójnego opodatkowania, dochodów osiągniętych z przenoszenia akcji spółek publicznych,
- uproszczenie i odformalizowanie zasad stosowania ulg w podatku u źródła,
- wdrożenie zachęt podatkowych dla emitentów obecnych na rynku kapitałowym – w tym możliwości uznawania za koszty uzyskania przychodów wydatków ponoszonych przez emitentów w celu podwyższenia kapitału zakładowego oraz plasowania akcji nowej emisji,
- całkowite zniesienie podatku u źródła od odsetek pomiędzy państwami członkowskim Unii Europejskiej.

Pytanie 23.

Czy są jakieś inne kwestie, nieporuszone w pytaniach i Green Paper, które wymagają rozwiązania celem budowania CMU? Jeśli tak, to jakie i co należy zrobić?

- 1) Kwestie związane z wiarygodnością firm audytorskich i ratingowych w świetle konfliktu interesów wynikających z wynagradzania ich przez emitentów.
- 2) Należałoby dokonać przeglądu europejskich regulacji (w szczególności MIFID II, MAD, AIFMD) pod kątem ich faktycznego wpływu na rynek i bezpieczeństwo inwestorów. Regulacje te często wprowadzają ograniczenia i utrudnienia powodujące zahamowanie rozwoju rynków kapitałowych, oraz spadek ich konkurencyjności, przy jednoczesnym zanikiem wpływu na wzrost bezpieczeństwa obrotu i inwestowania.
- 3) Należałoby dokładnie przeanalizować i zidentyfikować powody wysokich kosztów obrotu kapitałowego w UE – uwzględniając nie tylko koszty transakcyjne i posttransakcyjne, ale całość kosztów bezpośrednich i pośrednich występujących w tym procesie, ponieważ te koszty powodują obniżenie zyskowności inwestycji i podniesienie kosztu kapitału dla przedsiębiorców.
- 4) Powinny zostać poruszone kwestie wpływu *High Frequency Trading* (HFT) na stabilność i rozwój rynków kapitałowych.
- 5) Znacznie silniejszy nacisk powinno się położyć na standaryzację w kierunku deregulacji przepisów i praktyk nadzorczych w celu obniżki kosztów *compliance* i zwiększenia płynności poszczególnych segmentów rynków kapitałowych.
- 6) Powinny być poruszone kwestie harmonizacji na poziomie Unii Europejskiej w zakresie problematyki wycofywania spółek z obrotu na rynku regulowanym (*delisting*). Obecnie kryteria pozwalające na przeprowadzenie *delistingu* są ustalane odrębnie przez poszczególne państwa członkowskie. Regulacje unijne w tym zakresie mogłyby zostać oparte na jednym z następujących rozwiązań:
 - uzależnienie *delistingu* od decyzji organizatora rynku;
 - uzależnienie *delistingu* od spełnienia dodatkowych wymogów, np. podjęcia kwalifikowaną większością głosów uchwały przez walne zgromadzenie lub ogłoszenia przez spółkę wezwania na zapisywanie się do sprzedaży wszystkich akcji; lub
 - wprowadzenie wymogu uzyskania zgody organu państwowego na przeprowadzenie *delistingu*.