

## III

(Akty przygotowawcze)

## EUROPEJSKI KOMITET EKONOMICZNO-SPOŁECZNY

## 491. SESJA PLENARNA W DNIACH 10 I 11 LIPCA 2013 R.

**Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie zielonej księgi w sprawie długoterminowego finansowania gospodarki europejskiej**

COM(2013) 150 final

(2013/C 327/03)

Sprawozdawca: **Michael SMYTH**

Dnia 25 marca 2013 r., działając na podstawie art. 304 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Komisja Europejska postanowiła zasięgnąć opinii Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie

*zielonej księgi w sprawie długoterminowego finansowania gospodarki europejskiej*

COM(2013) 150 final/2.

Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej, której powierzono przygotowanie prac Komitetu w tej sprawie, przyjęła swoją opinię 19 czerwca 2013 r.

Na 491. sesji plenarnej w dniach 10 i 11 lipca 2013 r. (posiedzenie z 10 lipca 2013 r.) Europejski Komitet Ekonomiczno-Społeczny stosunkiem głosów 151 do 3 – 3 osoby wstrzymały się od głosu – przyjął następującą opinię:

**1. Wnioski i zalecenia**

1.1 Jednym z najważniejszych elementów strategii mającej na celu przywrócenie Europy na ścieżkę trwałego wzrostu gospodarczego jest zapewnienie odpowiedniej podaży długoterminowego finansowania po rozsądnych kosztach. Dokument konsultacyjny Komisji w tej sprawie jest zatem potrzebny i pojawia się w odpowiednim czasie.

1.2 EKES przyjmuje z zadowoleniem fakt, iż w zielonej księdze skupiono się na produktywnych inwestycjach oraz na tworzeniu trwałych materialnych i niematerialnych dóbr kapitałowych, lecz również wzywa Komisję do bliższego przyjrzenia się potrzebie finansowania bardziej „pożytecznych dla społeczeństwa” inwestycji kapitałowych.

1.3 Ponieważ oczekuje się, iż w przyszłości banki będą odgrywać mniej znaczącą rolę jako dostawcy długoterminowego finansowania, mogą się pojawić nowe możliwości dla innych pośredników, takich jak banki krajowe, wielostronne banki rozwoju, inwestorzy instytucjonalni, fundusze państwowe i przede wszystkim rynki obligacji. Niemniej należy zapobiegać powstawaniu przeszkód uniemożliwiających bankom pełnienie funkcji głównych dostawców długoterminowego finansowania, a także zadbać o to, by ramy prawne zapobiegały przeniesieniu się finansowania i przepływów kapitałowych poza sektor regulowany.

1.4 EKES przyjmuje z zadowoleniem niedawne dokapitalizowanie EBI, ponieważ wzmocni ono jego zdolność do dodatkowego finansowania inwestycji sektora prywatnego oraz umożliwi zwiększenie odgrywanej przez niego antycyklicznej roli w finansowaniu inwestycji oraz w udzielaniu kredytów MŚP. Zastrzyk kapitałowy w wysokości 10 mld EUR jest zastrzykiem znaczącym, jednak EKES uważa, iż jest on niewystarczający w stosunku do tego, co jest potrzebne w obecnych okolicznościach.

1.5 Również pojawienie się inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach strategii „Europa 2020”, aczkolwiek w fazie pilotażowej, uznawane jest za pozytywne zjawisko. Wspomniane obligacje projektowe zostały opracowane wspólnie przez Komisję i EBI. Należałoby rozważyć podobne wspólne przedsięwzięcia z udziałem funduszy państwowych.

1.6 Jeśli dzięki takim inicjatywom, jak obligacje projektowe, uda się rozszerzyć rynek dla finansowania w oparciu o obligacje, należy zintensyfikować takie działania po zakończeniu fazy pilotażowej i dokonaniu jej oceny.

1.7 W zielonej księdze analizuje się rolę oszczędności w podaży długoterminowego finansowania inwestycji. Niektóre państwa członkowskie przyjęły specjalne programy oszczędnościowe mające na celu stymulowanie długoterminowych

oszczędności powiązanych z większymi inwestycjami społecznymi, jednak być może warto rozważyć utworzenie systemu oszczędnościowego na szczeblu UE lub strefy euro, na przykład z preferencyjną stopą procentową.

1.8 Niektórym państwom członkowskim udało się osiągnąć względny sukces w zachęcaniu obywateli do oszczędności związanych z funduszami emerytalnymi oraz innych oszczędności poprzez zręczne wykorzystanie systemu podatkowego. Obywatele z reguły niechętnie podchodzą do perspektywy płacenia podatku dochodowego, a następnie kolejnego podatku od długoterminowych oszczędności z dochodu już po opodatkowaniu. W kontekście społecznie odpowiedzialnych inwestycji powinna istnieć możliwość opracowania i wprowadzenia na rynek odpowiednich produktów oszczędnościowych o rozsądnych limitach rocznych dla osób prywatnych w celu rozpowszechnienia długoterminowego planowania finansowego.

1.9 Krótkoterminowość systemu finansowego stanowiła największą przeszkodę dla podaży odpowiednich długoterminowych inwestycji i jest ściśle powiązana z ładem korporacyjnym. Zmiana bodźców mająca na celu promowanie długoterminowych działań jest niełatwym wyzwaniem. EKES przyjmuje z zadowoleniem sugestie Komisji dotyczące rozszerzenia prawa głosu oraz zwiększenia wysokości dywidend dla inwestorów długoterminowych oraz zmiany dyrektywy w sprawie praw akcjonariuszy. Ponadto można by rozważyć skoordynowane zastosowanie ulg podatkowych od zysków kapitałowych w celu zachęcania do długoterminowego zaangażowania akcjonariuszy przez menedżerów funduszy.

1.10 W kwestii kapitału wysokiego ryzyka (*venture capital*) zielona księga zawiera kilka ciekawych sugestii. EKES już wcześniej proponował, aby rola Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI) została rozszerzona poza udzielanie pożyczek i objęła również podaż kapitału wysokiego ryzyka. To właśnie przewidywali jego założyciele w 1994 roku. Jeśli EFI zostałby, podobnie jak EBI, odpowiednio dokapitalizowany, mógłby stać się głównym dostawcą finansowania opartego na kapitale wysokiego ryzyka dla MŚP.

1.11 Ponadto biorąc pod uwagę, że instytucje rządowe i samorządowe na szczeblu krajowym i regionalnym są już zaangażowane w działania mające na celu umożliwienie przetrwania oraz wspieranie długoterminowego rozwoju MŚP poprzez działania regionalnych organów ds. rozwoju, organy te powinny odgrywać również odpowiednią rolę w działaniu platform obrotu takich MŚP. Zakres tej roli mógłby rozciągać się od oceny zdolności kredytowej MŚP klienta po dostarczanie ograniczonych gwarancji inwestorom instytucjonalnym.

1.12 EKES pragnąłby, aby zwiększono nacisk na społecznie odpowiedzialne inwestycje oraz proponuje ustanowienie centrum monitorowania warunków długoterminowych inwestycji.

## 2. Wprowadzenie do zielonej księgi i jej kontekst

2.1 Głównym powodem, dla którego Komisja Europejska sporządziła tę zieloną księgę, jest potrzeba przywrócenia Europy na ścieżkę inteligentnego i trwałego wzrostu gospodarczego sprzyjającego włączeniu społecznemu. Europa mierzy się z koniecznością podjęcia szeroko zakrojonych inwestycji długoterminowych stanowiących podstawę trwałego wzrostu gospodarczego. Osiągnięcie tych celów jest znacznie utrudnione

z powodu niechęci do podejmowania ryzyka przez gospodarstwa domowe i firmy oraz potrzeby konsolidacji fiskalnej wielu rządów, które wspólnie ograniczają podaż długoterminowego finansowania inwestycji.

2.2 Niepowodzenia tradycyjnych kanałów pośrednictwa finansowego są obecnie kwestią problematyczną. Banki stanowiły główne źródło finansowania inwestycji w UE, jednak wiele z nich jest obecnie zaangażowanych głównie w delewarowanie, dlatego też nie są one w stanie w pełni wywiązywać się ze swojej normalnej funkcji. Zielona księga wybiega poza obecny kryzys, poszukując rozwiązań w zakresie podaży niezbędnego długoterminowego finansowania inwestycji.

2.3 Komisja skupia się na produktywnych inwestycjach oraz na tworzeniu trwałych materialnych i niematerialnych dóbr kapitałowych, które z reguły mają charakter bardziej procykliczny niż krótkotrwałe dobra kapitałowe. Według Komisji długoterminowe finansowanie to opłacanie przez system finansowy inwestycji, w których czas trwania projektu jest wydłużony.

2.4 Europa przyjęła program reform systemu finansowego mający na celu zwiększenie stabilności rynków finansowych oraz przywrócenie zaufania do nich. Stabilność systemu finansowego jest warunkiem niezbędnym do stymulowania inwestycji długoterminowych, jednak nie jest ona warunkiem wystarczającym. Komisja wskazuje szereg dodatkowych obszarów, w ramach których należy podjąć działania, takich jak:

- zdolność instytucji finansowych do zapewniania finansowania długoterminowego projektów;
- skuteczność i efektywność rynków finansowych w oferowaniu instrumentów finansowania długoterminowego;
- polityka zachęcająca do długoterminowego oszczędzania i inwestycji; oraz
- umożliwienie MŚP uzyskania łatwiejszego dostępu do finansowania bankowego i pozabankowego.

## 3. Uwagi dotyczące propozycji

### 3.1 Zdolność instytucji finansowych do pośredniczenia w udostępnianiu finansowania długoterminowego

3.1.1 Banki komercyjne. Przeprowadzona przez Komisję analiza wyzwań wiążących się z zapewnieniem odpowiedniego długoterminowego finansowania w Europie jest zasadniczo poprawna. Tradycyjna wiodąca rola banków jako głównych dostawców długoterminowego finansowania zmienia się i w przyszłości może stać się mniej istotna. Nie ulega wątpliwości kwestia potencjalnego braku spójności między niektórymi nowymi regulacjami bankowymi oraz celami zielonej księgi polegającymi na stymulowaniu długoterminowego finansowania. W zielonej księdze zaledwie napomknięto o tym, że skutki niedawnych i prawdopodobnych przyszłych reform finansowych mogą obniżyć poziom aktywności banków w łańcuchu pośredniczenia. Należałoby wypracować większą równowagę między wymogami ostrożnościowymi pakietu Bazylea III a zachętami dla banków do dalszego dostarczania długoterminowego finansowania inwestycji. Niezależnie od powyższego istnieje prawdopodobieństwo, iż pojawią się nowe możliwości dla innych rodzajów pośredników, takich jak banki krajowe i wielostronne banki rozwoju i inwestorzy instytucjonalni, oraz nowe możliwości większego wykorzystania rynków obligacji i funduszy państwowych.

3.1.2 Banki krajowe i wielostronne banki rozwoju. Instytucje te odgrywają istotną rolę w podziale ryzyka z inwestorami prywatnymi i podmiotami gospodarczymi w opracowywaniu ważnych projektów oraz zapobieganiu niedoskonałościom rynku. Odgrywają one również rolę antycykliczną poprzez długoterminowe działania strategiczne. Rola EBI i EFI stopniowo stała się rolą wiodącą w podziale ryzyka, a niedawne dokapitalizowanie EBI, chociaż według EKES-u niewystarczające, bez wątpienia wzmocni jego zdolność do udzielania dodatkowego finansowania na rzecz inwestycji sektora prywatnego. EKES zachęca EBI do dokładania wysiłków w celu promowania projektów infrastrukturalnych o charakterze transgranicznym, które mają do czynienia ze szczególnymi przeszkodami finansowymi.

3.1.3 EKES przyjmuje z zadowoleniem utworzenie inicjatywy w zakresie obligacji projektowych w ramach strategii „Europa 2020”, która znajduje się obecnie w fazie pilotażowej w szeregu projektów inwestycji – w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego – w infrastrukturę sektorów energetycznego, transportowego oraz ICT<sup>(1)</sup>. Komisja wspomina o potencjalnej roli funduszy państwowych w finansowaniu długoterminowych inwestycji. Tak jak w przypadku obligacji projektowych, które zostały utworzone wspólnie przez Komisję i EBI, może warto byłoby opracować podobną wspólną inicjatywę z funduszami państwowymi, zwiększając tym samym pulę dostępnych opcji finansowania długoterminowej inwestycji.

3.1.4 W kwestii inwestorów instytucjonalnych w zielonej księdze zwraca się uwagę na potencjalną sprzeczność między zapotrzebowaniem na efektywne regulacje w zakresie ryzyka aktywów dla zakładów ubezpieczeń oraz potrzebą zachęcania ich do finansowania inwestycji długoterminowych. Trwają rozmowy na ten temat między Komisją a europejskimi organami nadzoru ubezpieczeń. Komisja zamierza przedstawić wnioski w sprawie długoterminowych funduszy inwestycyjnych (LTIF) w celu stymulowania tworzenia szeregu mechanizmów podziału ryzyka angażujących różne typy inwestorów instytucjonalnych. Propozycja ta zasługuje na uznanie. Fundusze emerytalne mogłyby zacząć odgrywać bardziej znaczącą rolę w inwestycjach długoterminowych, ale na ich drodze stoi szereg przeszkód instytucjonalnych, regulacyjnych oraz politycznych. W szczególności powodem zaniepokojenia funduszy emerytalnych są podejmowane przez decydentów próby zobligowania ich do finansowania różnych typów projektów, które nie leżą w interesie ich członków. Należałoby zapewnić funduszom emerytalnym doradztwo w celu minimalizowania lub przezwyciężania takich przeszkód. W tym kontekście przydatne mogłoby okazać się utworzenie unii bankowej.

3.1.4.1 W kwestii zwiększenia uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych w podaży długoterminowego finansowania znaczną rolę mogłyby odegrać bodźce podatkowe związane z opodatkowaniem dochodów przedsiębiorstw. System ulg podatkowych dla posiadaczy akcji w odniesieniu do dużych projektów infrastrukturalnych mogłoby prowadzić do zwiększenia uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych.

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

3.2.1 W zielonej księdze zauważa się, że w celu rozszerzenia i pogłębienia dostępnej puli finansowania długoterminowego niektóre rynki kapitałowe w Europie muszą się rozwinąć i dojrzeć. Rynki obligacji w UE są słabiej rozwinięte, niż w USA i są postrzegane przez większość spółek o średniej kapitalizacji i MŚP jako niedostępne. Nawet utworzenie obligacji

projektowych zostało przyjęte z ostrożnością przez agencje ratingowe. Pokazuje to, jak wielkiego wysiłku wymaga budowanie potencjału rynku obligacji. Jeśli dzięki takim inicjatywom, jak inicjatywa w zakresie obligacji projektowych, która może dostarczyć nawet do 4,6 mld EUR na potrzeby nowych projektów infrastrukturalnych, uda się rozszerzyć rynek dla finansowania w oparciu o obligacje, należy zintensyfikować takie działania po zakończeniu fazy pilotażowej i dokonaniu jej oceny.

### 3.3 Polityka zachęcająca do długoterminowego oszczędzania i inwestycji

3.3.1 Zamieszczono szczegółowy przegląd czynników wpływających na długoterminowe oszczędności w finansowaniu. Pod względem podaży finansowania należy zrobić znacznie więcej, podczas gdy niektóre państwa członkowskie dołożyły starań, aby zwiększyć podaż w zakresie oszczędności długoterminowych. W zielonej księdze zawarto propozycję utworzenia programów oszczędnościowych na szczeblu UE mających na celu stymulowanie długoterminowych oszczędności powiązanych z szerszymi celami społecznymi. Ten pomysł może być korzystny w kontekście rozwoju infrastruktury transgranicznej. Może również przyczynić się do większej mobilności siły roboczej oraz planowania emerytur w ramach jednolitego rynku. Może zająć konieczność oferowania nowych produktów oszczędnościowych opartych na preferencyjnych stopach procentowych lub proporcjonalnych stopach procentowych w celu zachęcenia do długoterminowych oszczędności.

3.3.2 Opodatkowanie. Zależność między opodatkowaniem, oszczędnościami długoterminowymi oraz inwestycjami długoterminowymi została szczegółowo przeanalizowana. Opodatkowanie przedsiębiorstw w zakresie inwestycji preferuje z reguły finansowanie dłużne, a nie finansowanie kapitałem własnym. Zastanawiając się nad odpowiednimi reformami mającymi na celu zachęcenie do finansowania kapitałem własnym inwestycji długoterminowych, warto byłoby zastanowić się nad systemem ulg podatkowych dla posiadaczy akcji. Takie systemy są często stosowane w opodatkowaniu zysków kapitałowych i mogłyby zostać skonfigurowane w taki sposób, aby rekompensować część obecnych korzyści podatkowych wiążących się z finansowaniem w oparciu o zadłużenie.

3.3.3 Pod względem oszczędności długoterminowych i systemu opodatkowania Komisja zwraca uwagę na znaczenie zapewnienia stabilnej i odpowiedniej podaży oszczędności oraz zachęt mających na celu zapewnienie tej podaży. Niektórym państwom członkowskim udało się osiągnąć względny sukces w zachęcaniu obywateli do oszczędności związanych z funduszami emerytalnymi oraz innych oszczędności poprzez zręczne wykorzystanie systemu podatkowego. Obywatele z reguły niechętnie podchodzą do perspektywy płacenia podatku dochodowego, a następnie kolejnego podatku od długoterminowych oszczędności z dochodu już po opodatkowaniu. Powinna istnieć możliwość opracowania i wprowadzenia na rynek odpowiednich nieoprocentowanych lub niskoprocentowanych produktów oszczędnościowych dla osób prywatnych o odpowiednich limitach rocznych, mających na celu rozpowszechnienie długoterminowego planowania finansowego.

3.3.4 Wykorzystanie zachęt podatkowych w celu osiągnięcia pożądanego wyniku w zakresie inwestycji długoterminowych nie jest rozwiązaniem wolnym od wad. Wiąże się ono z poważnymi problemami, takimi jak efekt zastąpienia (*deadweight effect*) lub możliwości arbitrażu. Niemniej jednak stosowanie zachęt podatkowych w ramach spójnej i solidnej perspektywy planowania długoterminowego jest niezbędne w celu stymulowania i zapewnienia pożądanego poziomu inwestycji.

(<sup>1</sup>) Zob. np. COM(2009) 615 final.

3.3.5 Ład korporacyjny. Problem krótkoterminowości stanowi sedno podaży inwestycji długoterminowych i jest silnie związany z ładem korporacyjnym. Dotychczas wiele zachęt dla menedżerów funduszy, bankierów inwestycyjnych oraz kierownictwa przedsiębiorstw było zachętami krótkoterminowymi. Zmiana tych zachęt mająca na celu stymulowanie zwiększenia poziomu działań długoterminowych nie będzie łatwym zadaniem. Zielona księga zawiera szereg interesujących sugestii, łącznie z rozszerzeniem prawa głosu i zwiększeniem wysokości dywidend dla inwestorów długoterminowych oraz zmianą dyrektywy w sprawie praw akcjonariuszy. Być może bardziej proaktywne zastosowanie podatku od zysku kapitałowego może być jednym ze środków zachęcających do długoterminowego zaangażowania akcjonariuszy przez menedżerów funduszy.

#### 3.4 Umożliwienie MŚP uzyskania łatwiejszego dostępu do finansowania bankowego i pozabankowego

3.4.1 W zielonej księdze zwraca się uwagę na rosnące trudności, jakie napotykają MŚP w wielu państwach członkowskich przy próbie uzyskania funduszy niezbędnych do przetrwania i rozwoju. Oprócz skutków prowadzonego przez banki delewarowania MŚP muszą stawić czoła fragmentaryczności i ograniczonej alternatywności źródeł finansowania. Banki lokalne w znacznym stopniu utraciły lub ograniczyły powiązania z terytorium lokalnym. Relacje między bankami a MŚP zostały osłabione i należy je odbudować lub wzmocnić. Podjęto kilka inicjatyw mających na celu zapewnienie MŚP pozabankowych źródeł finansowania, łącznie z dostępem do niektórych funduszy venture capital, finansowaniem aktywów<sup>(2)</sup>, finansowaniem łańcucha dostaw oraz finansowaniem społecznościowym. Należy zrobić o wiele więcej. Branża ubezpieczeniowa oraz fundusze emerytalne chętnie odegrają bardziej znaczącą rolę, jednak wymagają one niezbędnych bodźców, którymi powinna się teraz zająć Komisja. W przyszłych działaniach mających ułatwić MŚP dostęp do bardziej długoterminowego finansowania należy zagwarantować, że jeśli owe działania będą realizowane za pośrednictwem banków, to MŚP będą w stanie z nich skorzystać zgodnie z pierwotnymi założeniami, tzn. że banki nie wprowadzą nadmiernych dodatkowych warunków.

3.4.2 *Venture capital*. Komisja sugeruje podejście „fundusze funduszy”, mające na celu utworzenie masy krytycznej funduszy *venture capital*. Ponadto zaproponowany fundusz gwarancyjny dla inwestorów instytucjonalnych mógłby wspomóc rozszerzenie rynku. EKES już wcześniej zaproponował rozszerzenie roli EFI poza udzielanie pożyczek, tak aby objęła ona również podaż kapitału wysokiego ryzyka<sup>(3)</sup>. To właśnie przewidywali jego założyciele w 1994 roku. Jeśli EFI zostałyby, podobnie jak EBI, odpowiednio dokapitalizowane, mógłby stać się głównym dostawcą finansowania opartego na kapitale wysokiego ryzyka dla MŚP.

3.4.2.1 Równoległe do upowszechniania finansowania MŚP kapitałem wysokiego ryzyka powinno się odbywać rozszerzanie istniejących platform obrotu na potrzeby finansowania MŚP kapitałem własnym. Zielona księga zawiera szereg przydatnych propozycji w tym zakresie. Biorąc pod uwagę fakt, że instytucje rządowe i samorządowe na szczeblu krajowym i regionalnym są już zaangażowane w działania mające na celu umożliwienie przetrwania i wspomaganie długoterminowego rozwoju MŚP poprzez działania regionalnych organów ds. rozwoju, organy te powinny odgrywać również rolę w działaniu platform obrotu takich MŚP. Zakres tej roli mógłby rozciągać się od oceny zdolności kredytowej MŚP klienta po dostarczanie ograniczonych gwarancji inwestorom instytucjonalnym.

3.4.3 EKES pragnąłby, aby w zielonej księdze przewidziano większe wsparcie dla inwestycji w fundusze społecznie odpowiedzialne poprzez utworzenie odpowiednich regulacji podatkowych i finansowych, jak również poprzez samo udzielanie zamówień publicznych. Pod tym względem być może byłoby zasadne utworzenie centrum monitorowania warunków długoterminowych inwestycji. Organ taki mógłby – z aktywnym udziałem zorganizowanego społeczeństwa obywatelskiego – monitorować rozwój zarówno popytu, jak i podaży inwestycji i oszczędności długoterminowych oraz pomóc w zapewnieniu odpowiedniej podaży informacji mających znaczenie przy rozsądnym podejmowaniu decyzji w zakresie inwestycji długoterminowych przez podmioty gospodarcze.

Bruksela, 10 lipca 2013 r.

Przewodniczący  
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego  
Henri MALOSSE

<sup>(2)</sup> Zob. np. *Program funduszy pożyczkowych* [http://www.hm-treasury.gov.uk/ukecon\\_fundingforlending\\_index.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/ukecon_fundingforlending_index.htm).

<sup>(3)</sup> Dz.U. C 143 z 22.5.2012, s. 10.