

Stanowisko Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych wobec Zielonej Księgi „Unia Rynków Kapitałowych”

Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych (IGTE) z satysfakcją przyjmuje inicjatywę Komisji Europejskiej dotyczącą budowania unii rynków kapitałowych. Podzielamy szereg zawartych w niej poglądów, przede wszystkim w zakresie konieczności zwiększenia roli rynku kapitałowego, który oferuje szereg zróżnicowanych źródeł finansowania dla gospodarki i może stanowić ważną alternatywę dla finansowania bankowego.

Za szczególnie istotne uważamy wypracowanie rozwiązań, które umożliwią - przy wykorzystaniu rynku kapitałowego:

- Poprawę dostępu do finansowania przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza MŚP,
- Stymulowanie napływu inwestycji od inwestorów instytucjonalnych i detalicznych co pozwoliłoby zróżnicować źródła finansowania,
- Wzmocnienie zaufania społeczeństwa, a w konsekwencji inwestorów detalicznych do rynków kapitałowych i pośredników finansowych,
- Poprawę efektywności rynku kapitałowego przy jednoczesnym ustabilizowaniu przepisów prawa dotyczących funkcjonowania poszczególnych branż w ramach rynku kapitałowego. Ta kwestia jest szczególnie istotna w przypadku Polski, gdzie w wyniku ostatnich reform systemu emerytalnego nastąpiło znaczne ograniczenie zaufania obywateli do możliwości, jakie oferuje rynek kapitałowy.

Jesteśmy przy tym zdania, że poza odniesieniem się do sugestii Komisji Europejskiej należy ustosunkować się do następujących czterech kwestii, co pozwoli by Unia Rynków Kapitałowych mogła zrealizować swój pełny potencjał:

1. **Zachęcanie do rozwoju prywatnych systemów emerytalnych:** Uważamy, że prywatne aktywa emerytalne są podstawowym źródłem stabilnych i długookresowych środków, które mogą pobudzać rozwój gospodarczy. Biorąc pod uwagę to, że systemom emerytalnym w Europie w dużej mierze brakuje środków, proponujemy, aby Komisja Europejska prowadziła prace z państwami członkowskimi w celu zmniejszenia uzależnienia tych państw od systemów emerytalnych finansowanych z podatków i rozwijania zamiast nich prywatnie finansowanych programów za pośrednictwem funduszy emerytalnych, funduszy wzajemnych lub zakładów ubezpieczeniowych. Takie podmioty lokalnie zarządzające aktywami powinny mieć więcej swobody w zakresie inwestowania zgromadzonych oszczędności w całej UE, a nie tylko na własnych rynkach krajowych. Zwiększyłyby to dostępność kapitału na inwestycje w wydajne aktywa długookresowe i tym samym wspierałyby wzrost w całej UE.
2. **Zadbanie o ochronę konsumentów przy jednoczesnym zachęcaniu ich do zakupu detalicznych produktów inwestycyjnych:** Konsumentom powinni móc podejmować świadome decyzje i mieć dostęp do bezpiecznych, prostych produktów inwestycyjnych. Jednak zasady dystrybucji produktów inwestycyjnych dla klientów indywidualnych w UE mogą wywołać niezamierzone konsekwencje zarówno dla konsumentów jak i dla dostawców usług finansowych. Jeśli mamy zachęcać konsumentów do odejścia od lokat bankowych na rzecz instrumentów rynku kapitałowego, aby zwiększyć podaż środków długookresowych, zasady ochrony konsumentów muszą wspierać świadome

podejmowanie decyzji i jednocześnie gwarantować, że dostęp do produktów pozostanie prosty i zróżnicowany pod względem kanałów dostępu.

3. **Zajęcie się kwestią zdolności pośredników inwestycyjnych do tworzenia rynku w celu wspierania płynności tego rynku:** Nowe zasady kapitałowe sprawiły, że tworzenie rynków przez pośredników inwestycyjnych stało się dla nich znacznie droższe, zwłaszcza w przypadku mniej płynnych aktywów. W rezultacie takie instytucje utrzymują niższe poziomy aktywów, co sprawia, że rynki są mniej płynne. Może to przynieść negatywne konsekwencje długookresowe, zniechęcając fundusze wzajemne i towarzystwa ubezpieczeniowe do utrzymywania aktywów długookresowych, które trudniej sprzedać. Postulowalibyśmy zatem, aby Komisja Europejska dokonała oceny niektórych spośród obecnych i proponowanych bankowych obciążeń kapitałowych w świetle szerszego europejskiego programu stymulowania wzrostu gospodarczego w UE.
4. **Promowanie zbieżności standardów w zakresie praw wierzycieli:** Obecnie znacznie bezpieczniej i prościej jest inwestować w pewnych jurysdykcjach w ramach UE niż w innych. Postulujemy, aby Komisja Europejska zachęcała państwa członkowskie z mniej rozwiniętymi systemami ochrony praw wierzycieli i/lub z niekorzystnymi ograniczeniami inwestowania do rozważenia, jak to wpływa na ich zdolność do przyciągania długookresowych inwestycji międzynarodowych. Lepsza ochrona wierzycieli może uwolnić kapitał na projekty w jurysdykcjach, które nie mogą korzystać z inwestycji instytucjonalnych.

Poniżej przedstawiamy również nasze przemyślenia wyrażone w odpowiedziach na pytania w ramach konsultacji.

1) *Jakie inne obszary powinny być potraktowane priorytetowo poza pięcioma obszarami priorytetowymi wskazanymi do podjęcia działań krótkookresowych?*

Uważamy, że Komisja Europejska powinna potraktować priorytetowo cztery dodatkowe obszary.

1. **Zachęcanie do rozwoju prywatnych systemów emerytalnych:** Jak zauważyła Komisja Europejska, rozwój rynków kapitałowych w UE będzie uzależniony od napływu środków inwestowanych w instrumenty rynku kapitałowego. Zgadza się i uważamy, że prywatne aktywa emerytalne są podstawowym źródłem takich środków. Jednak prywatne systemy emerytalne w Europie są niewystarczająco rozwinięte i wiele państw członkowskich wciąż w bardzo dużej mierze stosuje systemy emerytalne finansowane z podatków – często działające jako bariera wzrostu gospodarczego. Gdyby to się zmieniło i konsumenci byliby zachęceni do zapewnienia sobie komfortowego poziomu życia na emeryturze poprzez inwestowanie już dzisiaj w prywatną emeryturę, uwolniłoby to stabilny kapitał długookresowy dostępny na inwestycje wspierające rozwój jak również znacznie zmniejszyłoby przyszłe obciążenia państwowych systemów emerytalnych. W tym celu proponujemy, aby UE zachęcała państwa członkowskie do prowadzenia polityki stymulującej rozwój prywatnych systemów emerytalnych poprzez prywatne fundusze emerytalne, fundusze wzajemne lub towarzystwa ubezpieczeniowe. Ponadto takie podmioty zarządzające aktywami powinny mieć więcej swobody w zakresie

inwestowania. Dzisiaj lokalne fundusze emerytalne są zbyt ograniczone, co może często skutkować gromadzeniem kapitału zamiast jego redystrybuowania.

Ma to szczególne znaczenie w przypadku Polski, gdzie fundusze emerytalne nie mogą inwestować nie tylko w obligacje skarbu państwa, ale też w pochodne, certyfikaty typu Exchange Traded Funds, rynek NewConnect czy uczestniczyć w systemie pożyczek papierów wartościowych. Istnieje też szereg ograniczeń, które uniemożliwiają funduszom emerytalnym inwestować w długoterminowe inwestycje infrastrukturalne.

Brak stosownych możliwości ogranicza nie tylko możliwości pozyskania kapitału przez firmy, również z sektora MŚP, ale też działa na niekorzyść klientów funduszy emerytalnych. Możliwość, np. stosowania przez polskie fundusze emerytalne pochodnych instrumentów finansowych, mogłoby się przyczynić do odpowiedniego zarządzania ryzykiem, w szczególności pozwolić zabezpieczyć ryzyko zmian cen aktywów i ryzyko walutowe (w przypadku inwestycji w walutach obcych). Wykorzystanie przez OFE instrumentów pochodnych w celu zarządzania ryzykiem mogłoby w istotnym stopniu przyczynić się do poprawy rentowności inwestycji funduszy przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka. Możliwość zabezpieczenia ryzyka spadku cen akcji to priorytet w warunkach, w których ponad 75% portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych stanowią dziś akcje. Zmiany z 2014 r. oznaczały zupełne przeobrażenie profilu inwestycyjnego funduszy emerytalnych: zakaz bezpiecznych inwestycji skarbowych przy jednoczesnym nakazie utrzymywania istotnych pozycji w akcjach.

Bardziej aktywne współdziałanie Komisji Europejskiej z państwami członkowskimi nad rozwojem prywatnych, długoterminowych oszczędności emerytalnych ma też kluczowe znaczenie dla Polski. Ostatnia reforma systemu emerytalnego pokazała bardzo wyraźnie, że chcąc ograniczyć istotny spadek wysokości świadczeń emerytalnych, przyszli emeryci będą potrzebować dodatkowego kapitału na starość. Szereg analiz pokazuje, że w następnych dziesięcioleciach dojdzie do wyraźnego obniżenia poziomu przyznawanych emerytur w relacji do płac. I tak, wysokość emerytury przyznanej osobie, która w okresie pracy otrzymywała średnią płacę w gospodarce, w odniesieniu do średniej płacy w gospodarce w chwili przejścia na emeryturę, wyniesie zaledwie ok. 40 %. Co więcej, coraz liczniejsza grupa ludzi pracuje na podstawie umów z najniższym wynagrodzeniem, opłacając minimalne składki ubezpieczeniowe. To oznacza, że w przyszłości konieczne będzie dopłacanie przez państwo do minimalnych emerytur, co spowoduje poważne konsekwencje dla finansów publicznych. Dziś emeryturę minimalną otrzymuje około 1% Polaków. W 2060 r. liczba osób, którym wypłacana będzie emerytura minimalna może wzrosnąć nawet do 50%.

Niedostatek długoterminowych oszczędności krajowych zagraża jednak nie tylko przyszłym emerytom, ale też rozwojowi gospodarczemu Polski – będzie hamować rozwój firm mających w Polsce swoje centra decyzyjne oraz rozwój polskiego rynku kapitałowego. Już dziś niepokojący jest też bardzo wysoki udział inwestorów zagranicznych wśród posiadaczy polskich papierów skarbowych.

W związku z tym uważamy, że stworzenie mechanizmów mobilizujących długoterminowe oszczędności jest niezbędne, aby podnieść poziom przyszłych emerytur, zwiększyć dostępność kapitału, który przez giełdę może finansować gospodarkę. Długoterminowe oszczędności zmniejszą też zależność polskiej giełdy od kapitału zagranicznego oraz umożliwią rozwój długoterminowych inwestorów instytucjonalnych, których obecność może stanowić w pewnym zakresie alternatywę dla zagranicznej kontroli nad polskimi firmami.

2. **Zadbanie o ochronę konsumentów przy jednoczesnym zachęcaniu ich do zakupu detalicznych produktów inwestycyjnych:** Jako opiekunowie oszczędności długookresowych zdajemy sobie sprawę z potrzeby zadbania o to, aby konsumenci mogli podejmować świadome decyzje i mieli dostęp do prostych i bezpiecznych produktów. Jednak uważamy, że unijne zasady dystrybucji produktów inwestycyjnych dla klientów indywidualnych, takie jak IMD2, MiFID2 i PRIIPS KID, mogą zniechęcać konsumentów do nabywania takich produktów lub ograniczać zachęty dla spółek do ich dostarczania. Jeśli mamy zachęcać konsumentów do odejścia od lokat bankowych na rzecz rynków kapitałowych oraz zwiększać podaż środków długookresowych, zasady ochrony konsumentów muszą wspierać podejmowanie świadomych decyzji, dbając jednocześnie o to, aby dostęp do produktów pozostał prosty i zróżnicowany pod względem kanałów dystrybucji.

3. **Zajęcie się kwestią zdolności pośredników inwestycyjnych do tworzenia rynku w celu wspierania płynności tego rynku:** Nowe zasady kapitałowe sprawiły, że tworzenie rynków przez pośredników inwestycyjnych (banki inwestycyjne) stało się dla nich znacznie droższe, zwłaszcza w przypadku mniej płynnych aktywów. W rezultacie takie instytucje utrzymują mniej aktywów, woląc tylko kojarzyć kupujących ze sprzedającymi zamiast zatrzymywać aktywa we własnych księgach. To sprawia, że rynki są mniej płynne, a także podnosi koszty kredytu. W obecnych uwarunkowaniach program poluzowania polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego zrównoważył efekty tego trendu, jednak instytucje już dostosowują swoje zachowanie przewidując niekorzystne zmiany. Zaniepokojeni o możliwość sprzedaży aktywów, jesteśmy ostrożniejsi z ich kupowaniem – szczególnie obligacji infrastrukturalnych, obligacji komunalnych i innych mniej płynnych inwestycji. Dlatego też postulujemy, aby Komisja Europejska dokonała oceny niektórych z obecnych i proponowanych bankowych obciążeń kapitałowych w świetle szerszego europejskiego programu stymulowania wzrostu gospodarczego w UE.

4. **Promowanie zbieżności standardów w zakresie praw wierzycieli:** Rozumiemy i popieramy chęć Komisji Europejskiej przyciągnięcia inwestycji do UE oraz skierowania tego kapitału w projekty infrastrukturalne oraz inne projekty długoterminowe. Obecnie bezpieczniej i prościej jest inwestować w pewnych jurysdykcjach w ramach UE, gdzie ustawodawstwo jest bardziej rozwinięte, system sądowniczy skuteczniejszy a prawa wierzycieli lepiej chronione. Proponujemy, aby Komisja Europejska zachęcała państwa członkowskie z mniej rozwiniętymi systemami ochrony praw wierzycieli i/lub z niekorzystnymi ograniczeniami inwestowania do rozważenia, jak to wpływa na ich zdolność do przyciągania długookresowych inwestycji międzynarodowych. Jako opiekunowie oszczędności konsumentów będziemy inwestować tylko tam, gdzie uważamy, że nasze inwestycje są bezpieczne długookresowo. Zbieżne zasady ochrony wierzycieli mogłyby pomóc przyciągnąć kapitał do jurysdykcjach, które teraz nie mogą z niego korzystać. Ponadto zwiększenie dostępności niezależnych ratingów kredytowych mogłoby poprawić dostęp do kredytu dla spółek i projektów w mniej rozwiniętych państwach członkowskich.

2) Jakie dalsze działania w zakresie dostępności i standaryzacji informacji kredytowych na temat MŚP mogłyby wspierać pogłębienie rynku finansowania MŚP i startupów oraz poszerzenie bazy inwestorów?

Jeśli inwestorzy będą mogli lepiej ocenić i porównać ryzyka MŚP (jak sugeruje Komisja Europejska), mogą być bardziej skłonni do poświęcania większej części swojego portfela na inwestycje w MŚP.

Jednak aby przyciągnąć inwestycje instytucjonalne, proponujemy, aby Komisja Europejska przemyślała, jak wystandaryzowane informacje kredytowe dla MŚP mogłyby pomóc rozwinąć powiązany z nimi rynek sekurytyzacji. Papiery wartościowe oparte na kredycie dla MŚP („sekurytyzacja MŚP”) mogłyby zapewnić odpowiednią skalę i jednolitość, jakich wymagają duzi inwestorzy instytucjonalni, aby mogli inwestować większą część aktywów ze swoich bilansów w tę klasę aktywów. Dzisiaj dla dużych inwestorów instytucjonalnych inwestowanie w poszczególne instrumenty kredytowe MŚP jest zbyt drogie.

Towarzystwa ubezpieczeń na życie inwestują w aktywa wysokiej jakości, gdzie ryzyko przyszłych przepływów pieniężnych aktywów jest wyraźnie widoczne. Zapewnia to najwyższy poziom ochrony dla posiadaczy polis. Papiery wartościowe oparte na kredycie dla MŚP mogłyby stać się sprawnym instrumentem, który pozwoliłby ubezpieczycielom inwestować, szczególnie w transze z najwyższym ratingiem. Jednak proces, zgodnie z którym te produkty są konstruowane, musi być transparentny.

3) Jakiego wsparcia można udzielić ELTIF, aby zachęcić do ich stosowania?

Jesteśmy zdecydowanymi zwolennikami rozwiązań mających na celu promowanie inwestycji w aktywa europejskie, od MŚP po projekty infrastrukturalne. ELTIF mogą mieć pod tym względem istotną rolę do odegrania. Jak wskazuje Komisja Europejska, rozszerzenie na ELTIF rozwiązań krajowych takich jak zachęty podatkowe powinno skłonić inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych do inwestowania.

4) Czy potrzebne są jakieś działania ze strony UE w celu wsparcia rozwoju rynków prywatnego lokowania kapitału inne niż wspieranie działań rynkowych zmierzających do uzgodnienia wspólnych standardów?

Uważamy, że światowy rynek prywatnego lokowania kapitału, zlokalizowany głównie w Stanach Zjednoczonych, sprawnie funkcjonuje także dla emitentów europejskich. Gdyby w UE miał powstać odmienny rynek, skorzystałby z wprowadzenia mechanizmu ratingowego do emisji prywatnych, gdzie nie ma przypisanego zewnętrznego ratingu kredytowego. Zmniejszyłoby to obciążenia kapitałowe, a tym samym podniosłoby atrakcyjność takich emisji dla inwestorów instytucjonalnych.

5) Jakie dalsze działania mogłyby pomóc zwiększyć dostęp do finansowania i kierowania funduszy do tych, którzy ich potrzebują?

Zgadzamy się z Komisją Europejską, że poprawienie dostępu do finansowania dla wszystkich przedsiębiorstw, zwiększenie dywersyfikacji źródeł finansowania oraz poprawa sposobu, w jaki inwestorzy znajdują przedsiębiorstwa potrzebujące finansowania, to właściwe obszary, którymi należy się zająć w celu rozwinięcia zintegrowanego rynku kapitałowego.

Warto zaznaczyć, że rozwój zdrowych prywatnych systemów ubezpieczeń emerytalnych w całej Europie ma podstawowe znaczenie dla zapewnienia stabilnego długookresowego źródła finansowania wzrostu w Europie.

Uważamy, że Dyrektywa w sprawie działalności instytucji pracowniczych programów emerytalnych oraz nadzoru nad takimi instytucjami (Dyrektywa IORP) Komisji Europejskiej i prace dotyczące emerytur z 3 filara są godne pochwały, jednak większy nacisk powinien być położony na zachęcanie państw członkowskich do lokalnego rozwijania prywatnych systemów emerytalnych.

Systemy pracowniczych i indywidualnych programów emerytalnych wpisują się w miejscowe rozwiązania podatkowe, opiekę społeczną i prawo pracy, więc należy się nimi zająć lokalnie z zachętą ze strony instytucji unijnych. Praktycznie oznaczałoby to skłonienie państw członkowskich do budowania i rozwijania prywatnych systemów pracowniczych i indywidualnych programów emerytalnych, za którymi stoją zachęty podatkowe lub finansowe skłaniające ludzi do odejścia od lokat bankowych lub lokowania kapitału w nieruchomościach na rzecz inwestowania długookresowego na rynkach kapitałowych. Pomogłoby to zbudować bardzo potrzebne środki na finansowanie świadczeń dla starzejącej się populacji Europy. Dodatkowo wydatki brutto na zachęty byłyby zrównoważone bardziej długookresowymi zyskami z inwestycji i obniżonym zapotrzebowaniem na państwowe świadczenia emerytalne.

Dzisiaj systemy emerytalne Europy w dużej mierze są finansowane przez rządy państw członkowskich z podatków ogólnych. Wielka Brytania, Irlandia i Holandia mogą się pochwalić znacznymi zasobami środków zgromadzonych w prywatnych systemach emerytalnych. W innych państwach prywatnie finansowane oszczędności, czy to pracownicze, czy indywidualne, są rzadkością. Naszym zdaniem istnieje bezpośrednia korelacja pomiędzy wielkością i płynnością rynków kapitałowych a dostępnością finansowania z prywatnych aktywów emerytalnych.

Polska gospodarka cierpi na niedostatek długoterminowych oszczędności krajowych. Choć dotychczasowe wyniki polskiej gospodarki były doskonałe, to jej sukces w znacznym stopniu opierał się na wysokim popycie wewnętrznym, przewyższającym potencjał krajowej podaży. Osłabienie koniunktury po kryzysie finansowym odzwierciedla wady dotychczasowego modelu: silną konsumpcję krajową, napędzaną przez wzrost zadłużenia, silną zależność od rynków UE15 w zakresie eksportu i napływu kapitału, a także niski poziom oszczędności nie pozwalający na sfinansowanie inwestycji¹. Pod względem poziomu inwestycji i zakumulowanego kapitału, Polska pozostaje w tyle za innymi krajami europejskimi o podobnym poziomie PKB na mieszkańca (przy inwestycjach sięgających 20% PKB w latach 2001-2012). Z danych Banku Światowego wynika, że oszczędności w Polsce są jeszcze niższe i plasują się znacznie poniżej standardów międzynarodowych. Oszczędności gospodarstw domowych w Polsce konsekwentnie spadają, osiągając w 2012 r. poziom 3% PKB (jedna z najniższych relacji w UE). Bank Światowy przewiduje się, że w miarę starzenia się ludności oszczędności gospodarstw domowych będą dalej maleć.

Jednocześnie polscy emeryci potrzebują dodatkowego kapitału na starość, aby zamortyzować oczekiwany spadek wysokości świadczeń w stosunku do poziomu płac. Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że dobrowolnie na przyszłą emeryturę odkłada jedynie ok. 8% Polaków. Co gorsza, z badań wynika, że 60% dorosłych Polaków deklaruje, iż nawet po istotnej zmianie roli OFE nie zamierza indywidualnie oszczędzać na emeryturę.

Równie niepokojący jest marazm panujący na polskiej giełdzie oraz fakt, że udział inwestorów zagranicznych wśród posiadaczy polskich papierów skarbowych systematycznie rośnie. Udział ten od roku 2007 zwiększył się o ponad 20 punktów procentowych i wg danych na koniec

¹Raport ekonomiczny Banku Światowego dotyczący Polski (Country Economic Memorandum, CEM), 21 października 2014.

listopada 2014 r. osiąga poziom 58,3 %. Całe zadłużenie Skarbu Państwa na koniec listopada 2014 r. wyniosło natomiast ponad 770 mld. zł, co oznacza wzrost o 0,7% tylko w porównaniu z końcem października 2014 r.

To oznacza, że niezbędne są działania na rzecz stworzenia odpowiednich rozwiązań, zachęcających lepiej niż dziś do dodatkowego oszczędzania na emeryturę. Mobilizacja długoterminowych oszczędności krajowych miałyby przy tym istotne znaczenie dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Długoterminowe oszczędności krajowe:

- zwiększyłyby dostępność kapitału, który przez giełdę może finansować gospodarkę;
- zmniejszyłyby zależność giełdy od kapitału zagranicznego;
- umożliwiłyby rozwój długoterminowych inwestorów instytucjonalnych, których obecność może stanowić w pewnym zakresie alternatywę dla zagranicznej kontroli nad polskimi firmami.

6) Czy należy podjąć działania, na przykład w postaci standaryzacji, w celu promowania większej płynności na rynkach obligacji korporacyjnych? Jeśli tak, to jakie działania są potrzebne i czy może je osiągnąć rynek, czy wymagane jest działanie regulatora?

Osiągnięcie większej płynności dzięki standaryzacji powinno być napędzane przez rynek, a nie przez działania regulatora. Rynki obligacji korporacyjnych z pewnością skorzystałyby z większej płynności osiągniętej dzięki standaryzacji, zwłaszcza w mniejszych państwach członkowskich, ponieważ to by zmniejszało koszty transakcyjne zarówno dla emitentów jak i dla inwestorów.

Większą standaryzacja powinna wynikać z działań emitentów nowego długu w celu przyciągnięcia większej liczby bardziej zróżnicowanych inwestorów, zarówno lokalnych jak i międzynarodowych. Zwiększenie wielkości każdej emisji może dodatkowo pomóc przyciągnąć inwestorów instytucjonalnych. Mogłoby to obejmować standardowe emisje rozłożone w czasie zgodnie z metodyką stosowaną z powodzeniem przez rządy emitujące dług państwowy.

Chociaż Komisja Europejska wprowadza większą jednorodność i standaryzację, pośrednicy inwestycyjni mają coraz bardziej ograniczone możliwości przechowywania aktywów na rynku, który wciąż napędzają podmioty tworzące rynek. Inwestorzy instytucjonalni mogą korzystać z aktywów utrzymywanych zwykle przez główne banki inwestycyjne, aby uzyskać dostęp do większej płynności. Tego aspektu rynku nie może zastąpić żaden poziom standaryzacji.

W miarę coraz większego ograniczania zdolności do utrzymywania dużych portfeli aktywów w bankach inwestycyjnych z uwagi na zasady regulujące rynki kapitałowe, ogranicza się możliwość tych banków do skutecznego tworzenia rynków. Postulujemy, aby Komisja Europejska przyjęła całościowe podejście i oceniła wpływ tych zasad bankowych na inwestorów instytucjonalnych.

8) Czy warto opracować wspólny standard rachunkowości na poziomie UE dla małych i średnich przedsiębiorstw notowanych na MTF? Czy taki standard powinien stać się cechą rosnących rynków MŚP? Jeśli tak, w jakich warunkach?

Warto opracować na poziomie UE standardy rachunkowości dla publicznie notowanych MŚP. Należy jednak zaznaczyć, że wszelkie nowe wymagania w zakresie sprawozdawczości powinny unikać narzucania na MŚP zbędnych obciążeń zapewniania zgodności z przepisami i tym samym obniżania ich rentowności.

10) Jakie działania mogłyby zachęcić inwestorów instytucjonalnych do zebrania i zainwestowania większych kwot i inwestowania ich w większym zakresie aktywów,

szczególnie w projekty długookresowe, MŚP oraz innowacyjne i wykazujące wysoki wzrost startupy?

Trwający obecnie kryzys zadłużenia w strefie Euro oraz globalne spowolnienie gospodarcze spowodują zapewne ograniczenie dostępności finansowania w krótkim i średnim okresie. Należy spodziewać się ograniczenia popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego ze strony konsumentów indywidualnych oraz rynku komercyjnego. Ograniczone możliwości budżetowe państwa, w tym spodziewana presja na dalsze ograniczenie deficytu finansów publicznych i cięcie wydatków rządowych/samorządowych skutkowały będą zmniejszeniem dostępności środków na inwestycje infrastrukturalne.

W przypadku Polski obecna skala inwestycji infrastrukturalnych jest bezprecedensowa w stosunku do tego, z czym mieliśmy do czynienia w ostatnich latach. Wiodącą rolę w finansowaniu kluczowych inwestycji infrastrukturalnych pełni budżet Państwa lub środki unijne. Jedyne w niewielkim stopniu wykorzystywany jest mechanizm PPP, w tym możliwości jakie daje rynek kapitałowy. Kryzys finansowy lat 2008 – 2009 oraz niedawny kryzys zadłużenia weryfikują możliwości inwestycyjne – tak budżetu państwa jak również inwestorów prywatnych. W 2011 r. nakłady na inwestycje infrastrukturalne w Polsce wyniosły ok. 34 mld zł., w 2012 r. ok. 26 mld zł; natomiast w 2013 r. było to zaledwie ok. 12 mld.

Jednocześnie reforma emerytalna z 2014 r. ograniczyła, niezależnie od obostrzeń prawnych, zdolność finansową funduszy emerytalnych do inwestowania w infrastrukturę. Główną barierą jest konieczność przekazywania aktywów klientów funduszy emerytalnych do ZUS na 10 lat przed emeryturą. Już niewielkie ograniczenie tego nakazu mogłoby mieć istotny wpływ na zaangażowanie funduszy emerytalnych w rozwój polskiej i europejskiej infrastruktury.

W obliczu wyżej wspomnianych zagadnień niezbędne jest zdefiniowanie alternatywnego modelu finansowania inwestycji infrastrukturalnych w Polsce. W konsekwencji należy rozważyć:

- Poszerzenie strategii inwestycyjnej poszczególnych instytucji celem umożliwienia dokonywania inwestycji w infrastrukturę, z uwzględnieniem stosownych mechanizmów zarządzania, nadzoru i kontroli.
- Ustanowienie predefiniowanego mechanizmu inwestycji infrastrukturalnych, który zrównoważy potrzeby sektora prywatnego i ubezpieczeń społecznych oraz uwzględni dobrze określoną, kompleksową strategię inwestycyjną dla lokowania oszczędności emerytalnych, wraz z odpowiednimi strukturami i procedurami zarządzania całym mechanizmem.

Ważne są przy tym inne kwestie, w tym:

Po pierwsze, inwestorzy instytucjonalni potrzebują rynku na taką skalę, aby mogli inwestować w wiele projektów, budować zróżnicowane portfele i skutecznie zarządzać ryzykiem. Znaczna skala rynku zwiększyłaby także jego płynność, obniżając tym samym koszty zaciągania kredytów przez emitentów.

Po drugie, niezmiernie pomocna byłaby wystandaryzowana dokumentacja projektów PPP, umożliwiająca inwestorom instytucjonalnym ocenę i porównanie projektów w różnych państwach. Warto, aby Komisja Europejska zachęcała państwa członkowskie do podejmowania działań w tym kierunku i łagodzenia wymogów związanych z upublicznieniem.

Po trzecie, długookresowi inwestorzy instytucjonalni szukają rynków, gdzie ryzyko polityczne i regulacyjne jest zminimalizowane. Państwa członkowskie UE powinny zadbać o wprowadzenie właściwych przepisów wspierających aktywa infrastrukturalne przez cały okres ich ważności.

Jest to szczególnie istotne w jurysdykcjach, gdzie brakuje transparentnych regulacji i pewności prawa. Wsparcie ze strony wielostronnych banków rozwoju (Bank Światowy, ADB oraz nowo powstały Azjatycki Bank Inwestycji Infrastrukturalnych (Asia Infrastructure Investment Bank) łagodzi takie obawy w innych częściach świata. W Europie Europejski Bank Inwestycyjny (EIB) mógłby z pożytkiem wspierać finansowanie w państwach europejskich, w których struktury regulacyjne i prawne są słabe. A w bardziej rozwiniętych jurysdykcjach mógłby wspierać transakcje stopnia sub-inwestycyjnego.

Wreszcie, wymagania kapitałowe są głównym czynnikiem wpływającym na decyzje inwestycyjne, zwłaszcza w zakresie inwestycji infrastrukturalnych z uwagi na ich długookresowy charakter. Wymagania kapitałowe, które nie odzwierciedlają rzeczywistego ryzyka kredytowego aktywów infrastrukturalnych, mogą być przeszkodą ograniczającą zdolność ubezpieczycieli do finansowania projektów długookresowych. Postulujemy rekalkibrowanie wag ryzyka dla obligacji infrastrukturalnych w ramach systemu Solvency II, aby odzwierciedlały one rynkowe poziomy dla takich aktywów. Rekalkibracja regulacyjna mogłaby pomóc przyciągnąć stabilniejsze środki długookresowe do projektów infrastrukturalnych w całej Europie.

12) Czy prace nad dopasowaniem na miarę ujęciem inwestycji infrastrukturalnych powinny być skierowane na pewne dające się wyraźnie wyodrębnić podklasy aktywów?

Tak.

12.1) Jeśli tak, które z nich Komisja Europejska powinna potraktować priorytetowo podczas przyszłych przeglądów zasad określonych w CRDIV/CRR i Solvency II?

Na wstępie chcemy zaznaczyć, że popieramy działania już podjęte przez Komisję Europejską w celu uznania znaczenia inwestycji infrastrukturalnych i odzwierciedlenia ich specyficznych ryzyk, np. w ramach systemu Solvency II. Jednak z uwagi na to, że inwestycje infrastrukturalne nie są jednorodne, uważamy, że potrzebne są dodatkowe prace, aby ryzyka związane z takimi inwestycjami zostały odpowiednio odzwierciedlone w obciążeniach kapitałowych.

Jako pierwszy krok proponujemy, aby Komisja Europejska opracowała wystarczająco szeroką definicję inwestycji infrastrukturalnych obejmującą szerokie spektrum projektów. Infrastruktura obejmuje wiele ogromnie zróżnicowanych aktywów, od obligacji publicznych w uznanych zakładach zarządzania zasobami wodnymi w Europie po rurociągi w Afryce. Nie pomogłoby wzrostowi gospodarczemu w Europie, gdyby definicja infrastruktury wyłączała potencjalnie korzystne projekty z dopasowanych zasad dotyczących kapitału w ramach systemu Solvency II. Ponadto definicja nie powinna różnicować aktywów infrastrukturalnych na „dobre” i „złe” aktywa.

Wymagania kapitałowe dla klas pod-aktywów infrastrukturalnych należy zastosować do szerokiego zakresu kategorii infrastruktury, w tym zakładów energetycznych, szkół, infrastruktury telekomunikacyjnej i tym podobnych. Kalibrowanie tych wymagań kapitałowych powinno odzwierciedlać odpowiednie ryzyko kredytowe oraz widoczność przyszłych przepływów finansowych. Uważamy, że skuteczne wykorzystanie tych dwóch wskaźników najlepiej odzwierciedli przewidywalny, stabilny i długookresowy charakter projektów infrastrukturalnych.

13) Czy wprowadzenie wystandaryzowanego produktu lub usunięcie obecnych przeszkód w dostępie do rynków międzynarodowych wzmocniłoby wspólny rynek świadczeń emerytalnych?

Zachęcające dla nas jest to, że Komisja Europejska analizuje opracowanie modeli, w których emerytury z 3 filara mogłyby być popularyzowane w Europie.

Jednak indywidualne prywatne produkty emerytalne są głęboko osadzone w lokalnych przepisach, m. in., podatkowych, przepisach dotyczących opieki społecznej i prawa pracy. Te przepisy bardzo się różnią w poszczególnych państwach UE. Dlatego też transgraniczne świadczenia emerytalne, choć mogłyby okazać się mniej kosztowne i bardziej efektywne, mogą nie być w stanie dostarczać produktów, które są odpowiednie i dają się zastosować w zróżnicowanych lokalnych strukturach społecznych i rynkowych. Mimo że koncepcja dostępu transgranicznego może się wydawać korzystna dla konsumentów, produkty mogą być wycenione na poziomie wyższym niż produkt lokalny, aby cena nie powodowała strat na żadnym z rynków.

Miejscowe fundusze emerytalne czy zakłady ubezpieczeniowe mogą lepiej dostarczać odpowiednie i efektywne produkty, które zaspokajają potrzeby i oczekiwania klientów. Jednak pozostają bardzo ograniczone w swojej zdolności do inwestowania zgromadzonych składek w tych częściach gospodarki europejskiej, które najbardziej potrzebują tego kapitału.

Aby stworzyć prawdziwie zintegrowaną Unię Rynków Kapitałowych w Europie, fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeniowe, które oferują prywatne emerytury, powinny mieć możliwość swobodniejszego transgranicznego inwestowania składek. Na przykład duży fundusz emerytalny w Polsce ma ograniczoną możliwość finansowania długoterminowego projektu infrastrukturalnego w Grecji i vice versa. W rzeczywistości tylko 1,4% wszystkich prywatnych aktywów emerytalnych w Polsce inwestuje się za granicą^[3]. Zniesienie obecnych ograniczeń pomogłoby lokalnym funduszom emerytalnym zdywersyfikować ryzyko, zwiększając tym samym ochronę konsumentów, a jednocześnie umożliwiając swobodne inwestowanie środków w celu wspierania projektów w całej Europie. Tylko estońskie prywatne fundusze emerytalne są w znacznym stopniu inwestowane za granicą: 75% ogółu aktywów ulokowano w inwestycjach zagranicznych. Inwestycje dużych prywatnych systemów emerytalnych pozostają zlokalizowane w kilku krajach. W Danii, Wielkiej Brytanii i Holandii inwestycje zagraniczne stanowią odpowiednio 26%, 28% i 39% wszystkich inwestycji.

19) Jakie element polityki mogłyby zwiększyć inwestycje klientów indywidualnych? Co jeszcze można zrobić, aby dać obywatelom UE większe możliwości i większą ochronę w dostępie do rynków kapitałowych?

Uważamy, że projekt unijnych przepisów w zakresie ochrony konsumentów w kontekście produktów finansowych dla klientów indywidualnych jest ściśle związany z potencjalną dostępnością środków na finansowanie długookresowe.

Ewidentnie kultura inwestowania kapitału w Europie jest mniej rozwinięta niż na innych dużych rynkach takich jak Stany Zjednoczone. W Europie przedsiębiorstwa na ogół zwracają się do sektora bankowego, aby zaspokoić swoje potrzeby finansowania i, co ważne, gospodarstwa domowe też na ogół zwracają się do sektora bankowego, aby zaspokoić swoje potrzeby oszczędzania i inwestowania.

Banki wprawdzie oferują produkty zarządzania majątkiem, jednak aktywa większości gospodarstw domowych przechowywane są na lokatach bankowych, które uważa się za wolne od ryzyka.

Zgadzamy się z Komisją Europejską, że zaufanie odgrywa istotną rolę w sferze inwestycji klientów indywidualnych. Inwestorzy indywidualni muszą ufać dostawcom usług finansowych, ufać samym rynkom i ufać, że te rynki mogą zaoferować lepszy zwrot z ich oszczędności niż rachunki lokat bankowych.

^[3] OECD „Pension Markets in Focus 2014”

Zaufanie, które opiera się na odpowiednich zasadach ochrony konsumentów, zachęci ludzi do odejścia od lokat bankowych na rzecz funduszy wzajemnych lub produktów inwestycyjnych opartych na ubezpieczeniach.

Jednak przepisy dotyczące ochrony konsumentów powinny budować zaufanie inwestorów bez ograniczania kanałów, którymi te produkty inwestycyjne dla klientów indywidualnych mogą docierać do konsumentów.

Chcielibyśmy wskazać pewne aspekty dyrektywy w sprawie pośrednictwa ubezpieczeniowego (Insurance Mediation Directive 2 - IMD2), które naszym zdaniem wpłyną na podaż produktów inwestycyjnych powiązanych z ubezpieczeniami dostępnymi dla inwestorów indywidualnych.

- Ograniczenie zachęt dla agentów przy dystrybucji produktów inwestycyjnych związanych z ubezpieczeniami może wpłynąć na liczbę agentów skłonnych sprzedawać takie produkty, zmniejszając dostępność tych produktów na rynku.
- Oferowanie pakietów produktów ubezpieczeniowych, niektórych z elementami inwestycji, może generować wartość dla konsumentów. Wymóg oferowania produktów oddzielnie może dodatkowo zniechęcić konsumentów do kupowania prostych produktów inwestycyjnych dla inwestorów indywidualnych.
- Dodatkowe wymagania dotyczące informacji o produkcie muszą pozwalać konsumentom na podejmowanie świadomych decyzji. Należy położyć nacisk na mądre ujawnianie informacji, ponieważ zbyt duża ilość informacji może wręcz zniechęcić do zakupu.

Ważne jest również zachęcanie państw członkowskich do zmian przepisów na poziomie lokalnym. Przykładowo w Polsce Ministerstwo Finansów odmówiło wpisania do regulacji prawnych – na wniosek IGTE - możliwości oferowania dobrowolnych funduszy emerytalnych przez zakłady ubezpieczeń czy banki. Z drugiej strony, dystrybucją tych produktów mogą zajmować inne, mniej wyspecjalizowane i przeszkolone w tym zakresie firmy. Działanie takie szkodzi w naszej ocenie przede wszystkim klientom i utrudnia budowanie zaufania do rynku kapitałowego. Warto podkreślić, że w tym konkretnym przypadku nasz postulat został poparty i wskazany jako konieczny do uregulowania przez Komisję Nadzoru Finansowego.

19.1) Co jeszcze można zrobić, aby zwiększyć możliwości dostępu do rynków kapitałowych i ochronę obywateli UE?

Naszym zdaniem przepisy o produktach inwestycyjnych dla klientów indywidualnych (MiFID2, IMD2, PRIIPS KID) powinny pomagać ludziom podejmować świadome decyzje dotyczące ryzyka i zwrotu z inwestycji. Polityka ochrony konsumentów nie może usunąć ryzyka inwestycyjnego, ale może pomóc ludziom lepiej zrozumieć to ryzyko. Obawiamy się, że pewne ograniczenia transparentności i prowizji za dystrybucję produktów inwestycyjnych dla klientów indywidualnych, zwłaszcza produktów inwestycyjnych opartych na ubezpieczeniach, nie promują świadomego podejmowania decyzji, ale raczej zniechęcają ludzi do jakichkolwiek zakupów. W rezultacie produkty oferujące finansowanie długookresowe mogą po prostu zniknąć z rynku ze znaczną stratą dla inwestowania kapitału.

Zachęcamy twórców polityki gospodarczej do przyjrzenia się całościowo zasadom regulującym zarówno dystrybucję dla klientów indywidualnych jak i długookresowe finansowanie, aby stworzyć skuteczniejszą politykę stymulującą wzrost gospodarczy w Europie.

20) Czy są jakieś krajowe najlepsze praktyki, którymi się można podzielić w zakresie rozwoju prostych i transparentnych produktów inwestycyjnych dla konsumentów?

Indywidualny rachunek oszczędnościowy (ISA, Individual Savings Account) do inwestycji w funduszu wzajemnym lub inwestycji gotówkowych w Wielkiej Brytanii jest dobrym przykładem prostego i przystępnego produktu oszczędnościowego dla klientów indywidualnych oferującego zachęty podatkowe w zamian za zablokowanie środków na długi okres. W latach 2013-2014 wartość rynku ISA w Wielkiej Brytanii wyniosła 470 mld GBP (650 mld EUR) w zainwestowanych aktywach, co stanowiło wzrost z poziomu około 120 mld GBP (166 mld EUR) w 1999 r., kiedy program powstał^[4].

Zasady dystrybucji produktów, które korzystają z ISA w Wielkiej Brytanii, są proste i transparentne (trzeba je tylko zastosować), co sprawia, że klienci mogą łatwo oceniać ryzyko i inwestować.

21) Czy można podjąć jakieś dodatkowe działania w dziedzinie regulacji usług finansowych, aby UE była konkurencyjna na rynkach międzynarodowych i stanowiła atrakcyjne miejsce do inwestowania?

Jest oczywiste, że potrzeba przyciągnięcia kapitału międzynarodowego na rynku UE będzie istotną częścią każdego rozwiązania i uważamy, że racjonalizacja obecnych przepisów może pod tym względem pomóc.

Zachęcamy twórców polityki do dalszego tworzenia powiązanych i odpowiednich zasad w zakresie regulacji i nadzoru w ramach państw członkowskich i pomiędzy nimi w celu zmniejszenia niepewności co do kształtu polityki. Postulujemy także przegląd na poziomie zarówno UE jak i jej państw członkowskich obecnych i przygotowywanych inicjatyw ustawodawczych oraz ich łącznego wpływu na przyciąganie długookresowego kapitału z zagranicy.

W odniesieniu do infrastruktury postulujemy uproszczenie procesu zakupowego w projektach infrastrukturalnych sponsorowanych przez państwo, aby wyrównać szanse konkurencji pomiędzy bankami a inwestorami instytucjonalnymi. Zawieranie partnerstw z długookresowymi kredytodawcami instytucjonalnymi przed zakończeniem kontraktu pomogłoby osiągnąć ten cel.

22) Jakie działania można podjąć w celu ułatwienia dostępu firm w UE do inwestorów i rynków kapitałowych z krajów spoza UE?

Jak Komisja Europejska stwierdza w Zielonej Księdze, „Europejskie rynki kapitałowe muszą być otwarte i konkurencyjne na świecie, dobrze regulowane i zintegrowane, aby przyciągać inwestycje zagraniczne”. Postulujemy przegląd obecnych przepisów regulujących usługi finansowe, aby przepisy te rzeczywiście służyły interesom emitentów i inwestorów, a tym samym pomagały uzyskiwać długookresowy wzrost gospodarczy w Europie.

23) Czy są jakieś mechanizmy nieuwzględnione w niniejszym dokumencie a poprawiające funkcjonowanie i efektywność rynków, szczególnie w obszarze funkcjonowania i płynności rynku akcji i obligacji?

Po pierwsze, jak zaznaczyliśmy wyżej, regulacje dotyczące kwoty kapitału, jaki banki są zobowiązane utrzymywać w celu tworzenia rynków już wpłynęły na płynność zarówno rynku akcji jak i rynku obligacji. Uważamy, że ten wpływ stanie się nawet większy, kiedy Europejski Bank Centralny przestanie realizować program poluzowywania polityki pieniężnej. Obecnie wpływa to na obniżenie kosztów kredytu dla wszystkich emitentów, ponieważ ECB pozostaje

^[4] HM Revenue and Customs (HMRC) „Individual Savings Account (ISA) Statistics, August 2014”

głównym nabywcą na rynku. Jednak po zakończeniu programu inwestorzy będą chcieli rekompensaty za zmniejszenie płynności rynku, więc koszty zaciągania kredytu wzrosną na niekorzyść emitentów.

Po drugie, pomocne byłoby gdyby regulacje i implementacja przepisów o upadłości były jednolite w całej UE. Obok solidnych zasad określających prawa wierzycieli zasady regulujące postępowanie upadłościowe są głównym elementem wpływającym na decyzje inwestycyjne inwestorów instytucjonalnych. Większa jednorodność w tym zakresie z pewnością uwolniłaby większe transgraniczne przepływy kapitału między państwami członkowskimi.

Po trzecie, chcemy podkreślić, że proponowana implementacja podatku od transakcji finansowych (Financial Transaction Tax, FTT) w Europie poważnie zagroziłaby płynności rynku, zniechęciłaby do transakcji finansowych i wpłynęłaby negatywnie na obecnie podejmowane działania mające na celu promowanie wzrostu i stabilności finansowej w Europie.

24) Czy są to obszary, w których jednolity zestaw zasad jest wystarczająco rozwinięty?

Zgadzamy się z Komisją Europejską, że jednolity zestaw zasad przyczynił się do rozwoju bardziej zharmonizowanego systemu regulacyjnego rynków kapitałowych. Popieramy te dążenia i podzielamy pogląd Komisji Europejskiej, że powodzenie jednolitego zestawu zasad zależy od skutecznej implementacji i konsekwentnego egzekwowania tych zasad. Obecnie istnieją znaczne rozbieżności między poszczególnymi państwami członkowskimi pod względem implementacji i egzekwowania jednolitego zestawu zasad. Jako opiekunowie oszczędności obywateli, towarzystwa ubezpieczeń na życie unikają inwestowania w tych państwach, gdzie systemy prawne i sądownicze są otwarte na interpretację a prawa wierzycieli są niewystarczająco chronione w porównaniu z innymi państwami członkowskimi.

Gdyby jednolity zestaw zasad mógł odpowiedzieć na te wyzwania, z pewnością zachęciłby nas do inwestowania w większej liczbie jurysdykcji europejskich. Popieramy prace Komisji Europejskiej zmierzające do zadbania o właściwe wprowadzenie i egzekwowanie przepisów finansowych.

***Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych
Warszawa, 14 maja 2015 r.***