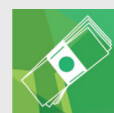


Sprawozdanie specjalne

Unia rynków kapitałowych – powolne postępy na drodze do ambitnego celu



EUROPEJSKI
TRYBUNAŁ
OBRACHUNKOWY

Spis treści

	Punkty
Streszczenie	I-X
Wprowadzenie	01-12
Cele unii rynków kapitałowych	06-09
Role i obowiązki w unii rynków kapitałowych	10-12
Zakres kontroli i podejście kontrolne	13-19
Uwagi	20-124
Działania Komisji mające na celu dywersyfikację źródeł finansowania dla MŚP nie doprowadziły jak dotąd do szybkiej poprawy sytuacji	20-50
Częściowe rezultaty we wspieraniu finansowania za pośrednictwem kapitału wysokiego ryzyka i kapitału własnego	26-33
Należy zapewnić lepszy dostęp MŚP do rynków publicznych	34-39
Ograniczony wpływ na przezwycięzenie barier informacyjnych	40-43
Działania mające na celu generowanie nowych kredytów bankowych dla MŚP nie przyniosły widocznych skutków	44-50
Niedociągnięcia w działaniach na rzecz rozwoju lokalnych rynków kapitałowych	51-78
Brak kompleksowej strategii na rzecz rozwoju lokalnych rynków kapitałowych	57-58
Potencjał europejskiego semestru nie jest w pełni wykorzystywany, by wspierać reformy rynków kapitałowych	59-65
Wsparcie techniczne jest w dużej mierze doceniane, lecz jeszcze nie przynosi rezultatów	66-78
Komisja podjęła pewne działania w ramach swoich kompetencji, ale nie zlikwidowała w pełni kluczowych barier transgranicznych	79-99
Komisja mogła zrobić więcej, by promować wiedzę finansową wśród MŚP	82-86
Jest mało prawdopodobne, by działania Komisji doprowadziły do istotnego ujednolicenia w dziedzinie postępowań upadłościowych	87-92
Komisja wydała rzetelnie opracowany kodeks postępowania w sprawie podatku u źródła, ale nie ma on mocy wiążącej	93-99

Na potrzeby unii rynków kapitałowych nie ustanowiono przekonujących ram wykonania **100-124**

Cele unii rynków kapitałowych nie były do końca jasne, a priorytety zostały określone z opóźnieniem **101-106**

Działania w ramach unii rynków kapitałowych nie były w stanie, realistycznie rzecz biorąc, sprostać wygórowanym oczekiwaniom rozbudzonym przez Komisję **107-114**

Komisja nie monitorowała regularnie ogólnych postępów w osiągnięciu celów unii rynków kapitałowych **115-124**

Wnioski i zalecenia **125-139**

Załączniki

Załącznik I – Przegląd skontrolowanych projektów w ramach programu wspierania reform strukturalnych, istotnych w kontekście unii rynków kapitałowych, realizowanych w latach 2017–2018

Załącznik II – Plan działania Komisji na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r. i dokumenty go poprzedzające – wybrane działania dotyczące dostępu do finansowania

Załącznik III – Działania w ramach unii rynków kapitałowych na rzecz rozwoju lokalnych rynków kapitałowych

Załącznik IV – Przegląd bezpośrednich zaleceń dla poszczególnych krajów skierowanych do wszystkich państw członkowskich (lata 2014–2019)

Załącznik V – Przegląd bezpośrednich i bardziej ogólnych zaleceń skierowanych do państw członkowskich o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych (lata 2016–2019)

Załącznik VI – Przegląd środków ustawodawczych dotyczących unii rynków kapitałowych według stanu na lipiec 2020 r.

Wykaz akronimów i skrótów

Glosariusz

Odpowiedzi Komisji

Zespół kontrolny

Kalendarium

Streszczenie

I Unia rynków kapitałowych to zakrojona na szeroką skalę inicjatywa Unii Europejskiej, która została oficjalnie zapoczątkowana wraz z przyjęciem przez Komisję planu działania w 2015 r. Głównym celem unii rynków kapitałowych jest utworzenie jednolitego rynku kapitałowego, na którym przedsiębiorstwa, w szczególności MŚP, będą miały lepszy dostęp do finansowania pozabankowego, a lokalne rynki kapitałowe zostaną pogłębione i lepiej zintegrowane. Przez uzupełnienie finansowania bankowego, zwiększenie udziału sektora prywatnego w podziale ryzyka i ogólne zmniejszenie ryzyka unia rynków kapitałowych powinna doprowadzić do powstania stabilniejszego systemu finansowego, który będzie lepiej przyczyniać się do pobudzania wzrostu gospodarczego, tworzenia miejsc pracy i zwiększania atrakcyjności Europy dla inwestycji zagranicznych.

II Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r. oraz jego przegląd śródkresowy z 2017 r. obejmowały wiele środków, które łącznie miały doprowadzić do stworzenia podwalin dla unii rynków kapitałowych do końca 2019 r. Zważywszy na dużą wagę, jaką Komisja i zainteresowane strony przywiązują do tej inicjatywy przewodniej, Trybunał uważa, że niniejsze sprawozdanie zostało opracowane we właściwym momencie, by wspierać dalszy rozwój unii rynków kapitałowych. W sprawozdaniu skupiono się na tym, na ile skutecznie Komisja wywiązała się z powierzonych jej zadań, a także zwrócono uwagę na kwestie, które mogą mieć wpływ na powodzenie unii rynków kapitałowych obecnie i w przyszłości.

III W ramach kontroli zbadano, czy Komisja efektywnie realizowała działania mające na celu utworzenie skutecznej unii rynków kapitałowych. Aby odpowiedzieć na to ogólne pytanie, Trybunał ocenił, czy Komisja osiągnęła swoje cele polegające na zwiększeniu różnorodności źródeł finansowania przedsiębiorstw, czy podjęła skuteczne działania, by w wystarczającym stopniu wspierać utworzenie bardziej zintegrowanych i pogłębionych rynków kapitałowych, a także czy zlikwidowała bariery transgraniczne dla uczestników rynku oraz odpowiednio opracowała projekt unii rynków kapitałowych i monitorowała jego realizację.

IV Ogólny wniosek Trybunału jest taki, że Komisja dokładała wprawdzie starań, aby osiągnąć ambitny cel, jakim jest utworzenie unii rynków kapitałowych, lecz nie przyniosło to jeszcze rezultatów. Wiele środków, które udało się zrealizować Komisji w ramach przysługujących jej kompetencji, dotyczyło jedynie wąskich obszarów z punktu widzenia realizacji celów unii rynków kapitałowych. Z samej swej natury środki te (np. środki miękkie, takie jak przeprowadzanie analiz z myślą o promowaniu

najlepszych praktyk) nie były w stanie przełożyć się na znaczne postępy we wdrażaniu unii rynków kapitałowych. Kolejnym ograniczeniem, jakie napotkała Komisja, był fakt, że wiele kluczowych działań może być podejmowanych tylko przez państwa członkowskie lub przy pełnym wsparciu z ich strony.

V Działania służące dywersyfikacji źródeł finansowania przedsiębiorstw były zbyt wąsko ukierunkowane, by spowodować strukturalną zmianę i dać impuls do przejścia w większym stopniu na finansowanie rynkowe w UE, a ponadto miały jedynie ograniczony wpływ. Co więcej, przepisy dotyczące sekurytyzacji, choć stanowią krok w dobrym kierunku, nie przyniosły jeszcze oczekiwanego ożywienia na europejskim rynku sekurytyzacji po kryzysie finansowym i nie przyczyniły się do zwiększenia zdolności banków do udzielania kredytów, co mogłoby przynieść korzyści między innymi MŚP. Transakcje nadal są skoncentrowane w obrębie tradycyjnych klas aktywów (tj. kredyty hipoteczne, kredyty na zakup samochodu) oraz w określonych państwach członkowskich.

VI Jeśli chodzi o rozwój lokalnych rynków kapitałowych, Komisja korzystała ze swojej roli koordynatora w procesie europejskiego semestru. Nie opracowała jednak kompleksowej i jasnej strategii UE ani nie skierowała do wszystkich państw członkowskich o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych zalecenia w sprawie wdrożenia odpowiednich reform. Komisja korzystała z opartego na zgłaszającym zapotrzebowaniu programu wspierania reform strukturalnych (SRSP), by sfinansować między innymi projekty istotne dla unii rynków kapitałowych. Chociaż formalnie logika interwencji tego programu nie była ukierunkowana na konkretne potrzeby rynków kapitałowych UE, cele unii rynków kapitałowych zostały uwzględnione na poziomie projektów. Podejście oparte na zgłaszającym zapotrzebowaniu nie zagwarantowało jednak udzielenia wsparcia wszystkim państwom członkowskim zgodnie z ich potrzebami, a na rezultaty trzeba będzie jeszcze poczekać.

VII Trybunał zwraca uwagę, że plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych nie doprowadził do przełomu, jeśli chodzi o wyeliminowanie głównych barier utrudniających transgraniczne przepływy kapitałowe. Bariery te często mają źródło w przepisach krajowych, takich jak przepisy w dziedzinie prawa dotyczącego niewypłacalności i podatku u źródła. Mogą też wynikać z braku edukacji finansowej. Postępy w usuwaniu barier były ograniczone, co po części wynikało z braku zaangażowania ze strony państw członkowskich.

VIII Jeśli chodzi o założenia koncepcyjne unii rynków kapitałowych, cele tej unii nie zawsze były wystarczająco konkretne i wymierne. Ponadto przed rozpoczęciem realizacji tego projektu nie określono żadnych priorytetów. Monitorowanie

prowadzone przez Komisję ograniczało się do postępów w zakresie działań legislacyjnych. Komisja nie monitorowała natomiast regularnie i konsekwentnie postępów na drodze do osiągnięcia celów unii rynków kapitałowych.

IX Z myślą o zwiększeniu skuteczności projektu utworzenia unii rynków kapitałowych Trybunał zaleca, aby Komisja:

- a) zaproponowała odpowiednio ukierunkowane działania mające na celu dalsze ułatwienie dostępu do rynków kapitałowych dla MŚP;
- b) wspierała pogłębienie i lepszą integrację lokalnych rynków kapitałowych;
- c) zajęła się kluczowymi barierami transgranicznymi dla inwestycji;
- d) opracowała cele szczegółowe, najważniejsze środki dla ich osiągnięcia i zasady monitorowania unii rynków kapitałowych.

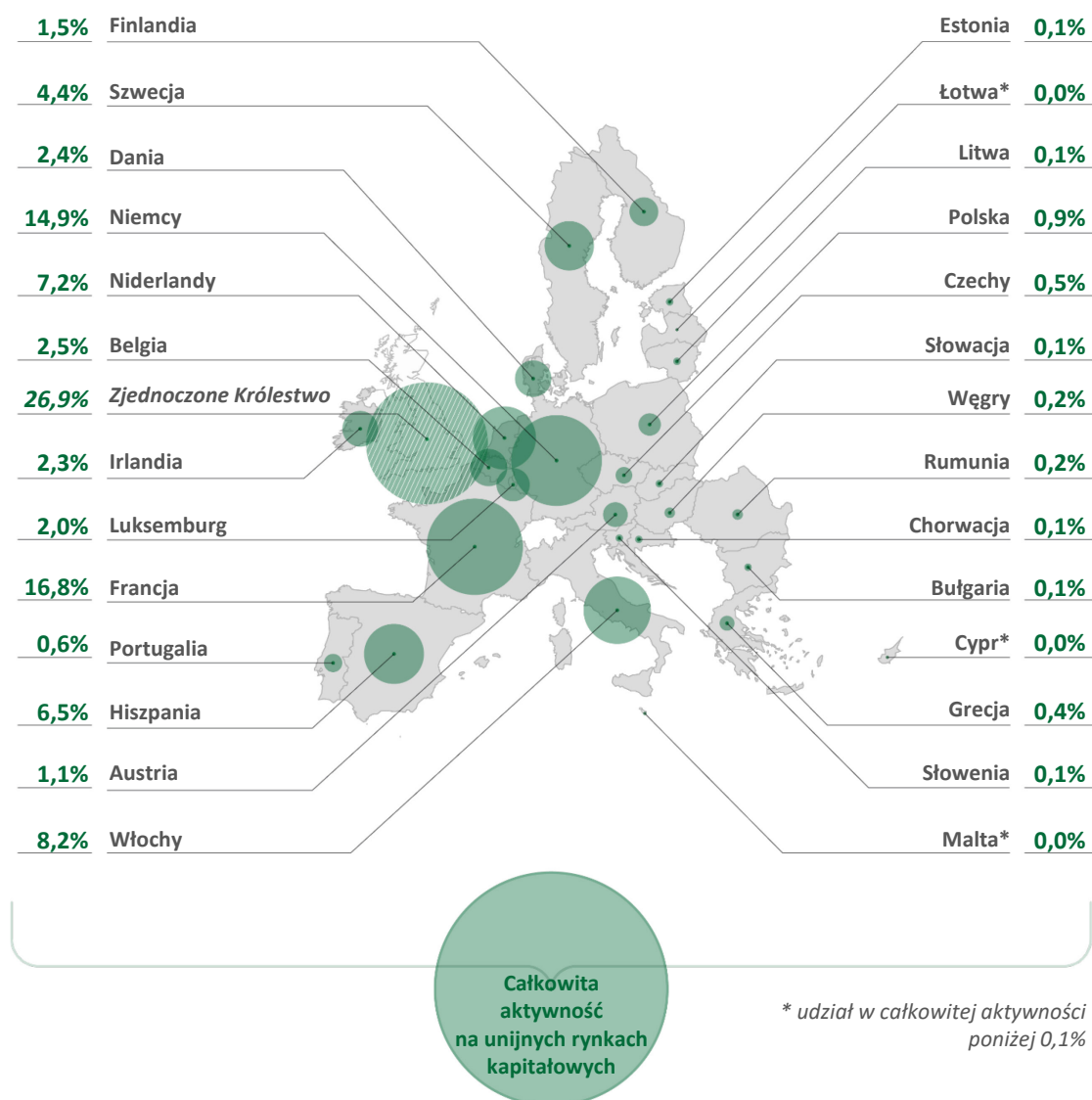
X Trybunał zwraca się również do Rady o rozważenie, w jaki sposób rozwinąć wniosek Komisji dotyczący rozwiązania problemu asymetrycznego traktowania pod względem podatkowym kapitału w stosunku do długu.

Wprowadzenie

01 Swobodny przepływ kapitału jest jedną z czterech swobód – obok swobodnego przepływu towarów, usług i pracowników – oraz kluczowym celem Unii Europejskiej. Znaczenie europejskiego rynku kapitałowego i korzyści wynikające z jego utworzenia od dawna były przedmiotem dyskusji, między innymi w raporcie Segrégo z 1966 r., sprawozdaniu Lamfalussy’ego z 2001 r. i wcześniejszych komunikatach Komisji (np. z lat 1996, 1998 i 2011). Chociaż nacisk na rozwijanie i integrację rynków kapitałowych, zasięg tych procesów i związane z nimi wyzwania ulegały zmianom, UE nigdy nie udało się stworzyć dobrze funkcjonujących, zintegrowanych rynków kapitałowych.

02 Między państwami członkowskimi w różnych częściach Europy występują różnice pod względem kapitalizacji, płynności i głębokości lokalnych rynków kapitałowych. Państwa członkowskie na zachodzie i północy mają zwykle bardziej pogłębione rynki kapitałowe i samowzmacniające się ośrodki kapitałowe, podczas gdy państwa członkowskie na wschodzie i południu pozostają w tyle (zob. [rys. 1](#)). Do tej pory najważniejszym ośrodkiem finansowym UE był Londyn. Wystąpienie Zjednoczonego Królestwa z UE stanowi wyzwanie dla projektu utworzenia unii rynków kapitałowych.

Rys. 1 – Wielkość rynków kapitałowych w poszczególnych państwach mierzona średnim udziałem w całkowitej działalności w 23 różnych sektorach w okresie trzech lat do 2019 r. (średnia), w %



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie danych New Financial, wrzesień 2020 r.

03 Pomimo wysiłków podjętych w następstwie kryzysu finansowego w większości państw członkowskich UE gospodarki nadal w większym stopniu korzystają z finansowania bankowego niż z finansowania z rynków kapitałowych (np. kapitał *private equity*, kapitał wysokiego ryzyka, obligacje). Małe i średnie przedsiębiorstwa w Europie wybierają stosunkowo tańsze finansowanie bankowe, co pozwala im zachować pełne prawa własności. Choć finansowanie pozabankowe zyskało na znaczeniu w ciągu ostatniego dziesięciolecia, w 2018 r. na kredyty bankowe nadal przypadało około 45% całkowitego finansowania dłużnego przedsiębiorstw

niefinansowych w strefie euro, co oznacza spadek z poziomu około 60% w 2007 r.¹ Ważnym czynnikiem w tym względzie są tradycje i kultura, na co wskazuje tzw. *home bias*, czyli tendencja do inwestowania większości portfela w aktywa krajowe. Brak łatwo dostępnych informacji na temat przedsiębiorstw, a także niewystarczający poziom wiedzy finansowej to kolejne przeszkody, które ograniczają zapotrzebowanie ze strony inwestorów na instrumenty rynków kapitałowych.

04 Unia rynków kapitałowych to zakrojona na szeroką skalę inicjatywa Komisji, która została oficjalnie zapoczątkowana wraz z przyjęciem przez Komisję w 2015 r. planu działania. Ten projekt przewodni ogłoszono w ramach dziesięciu priorytetów politycznych Komisji. Stanowi on element trzeciego filaru planu inwestycyjnego dla Europy, który miał na celu poprawę środowiska inwestycyjnego. Unia rynków kapitałowych ma uzupełniać unię bankową przez zwiększenie udziału sektora prywatnego w podziale ryzyka i ogólne ograniczenie ryzyka, a docelowo ma przyczyniać się do wzmocnienia unii gospodarczej i walutowej (UGW).

05 Konieczność utworzenia unii rynków kapitałowych nigdy nie była tak wyraźna jak obecnie. Polityczna potrzeba stworzenia pogłębionych i bardziej zintegrowanych rynków kapitałowych w UE zyskała na znaczeniu ze względu na brexit, ponieważ Zjednoczone Królestwo, kraj o największym i najgłębszym rynku kapitałowym oraz najważniejszy europejski ośrodek finansowania przedsiębiorstw typu start-up, oficjalnie opuściło UE w dniu 31 stycznia 2020 r. Nasila się ponadto globalna konkurencja, o czym świadczy między innymi fakt, że innowacyjne europejskie MŚP opuszczają UE w poszukiwaniu lepszych możliwości finansowania i środowiska bardziej sprzyjającego finansowaniu szybko rozwijających się przedsiębiorstw. W ostatnich miesiącach Komisja uwzględniła niepewne warunki gospodarcze spowodowane pandemią COVID-19 jako kolejny czynnik przemawiający za unią rynków kapitałowych, która mogłaby przyczynić się do uruchomienia prywatnego finansowania i przyspieszyć odbudowę gospodarki.

Cele unii rynków kapitałowych

06 Ważnym celem unii rynków kapitałowych jest ograniczenie dużej zależności od finansowania bankowego i obniżenie kosztów pozyskiwania kapitału, w szczególności w przypadku MŚP. Zdaniem Komisji cel ten należy zrealizować przez utworzenie stabilnego systemu finansowego, w którym na bardziej pogłębione i zintegrowane

¹ Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie publikacji „Europejski Bank Centralny – Raport Roczny 2017”, s. 38.

rynków kapitałowych trafiać będzie więcej oszczędności obywateli, a rynki te będą odgrywać większą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw. Unia rynków kapitałowych ma również przynieść korzyści unijnemu sektorowi bankowemu, ponieważ obejmuje środki mające na celu ożywienie europejskiego rynku sekurytyzacji.

07 Przez uzupełnienie unii bankowej i rozłożenie ryzyka na uczestników rynku unia rynków kapitałowych powinna doprowadzić do powstania stabilniejszego systemu finansowego, który będzie lepiej przyczyniać się do pobudzania wzrostu gospodarczego, tworzenia miejsc pracy i zwiększania atrakcyjności Europy dla inwestycji zagranicznych. Ponadto bardziej zintegrowane i pogłębione rynki finansowe w Europie, charakteryzujące się większą płynnością, nie tylko umożliwiłyby wzrost transgranicznych przepływów inwestycyjnych, lecz także wspierałyby silniejszą międzynarodową pozycję euro.

08 Plan działania z 2015 r. oraz jego śródkresowy przegląd z 2017 r. obejmowały zestaw środków ustawodawczych i nieustawodawczych podzielonych na siedem obszarów interwencji, których łącznym skutkiem miało być między innymi przekształcenie rozproszonych przepisów finansowych w spójne ramy regulacyjne. Ramy prawne i środki nieustawodawcze mają przyczynić się do stworzenia środowiska inwestycyjnego, które będzie ułatwiać dostęp do rynków kapitałowych i pobudzać wzrost gospodarczy. Przepisy mogą jednak ułatwiać funkcjonowanie rynku, lecz nie mogą narzucać jego kształtu.

09 Unia rynków kapitałowych to nieukończony dotychczas projekt, w ramach którego wciąż trwają prace. Jak dotąd większości aktów ustawodawczych jeszcze nie wdrożono lub wdrożono je dopiero niedawno. Aby rozpocząć prace przygotowawcze na potrzeby nowego planu, Komisja powołała Forum Wysokiego Szczebla ds. Unii Rynków Kapitałowych, w którego skład wchodzi 28 ekspertów wysokiego szczebla w tej dziedzinie. Sprawozdanie końcowe Forum opublikowano w czerwcu 2020 r. i zawiera ono szereg zaleceń dotyczących tego obszaru polityki². Komisja opublikowała swój nowy plan działania³ we wrześniu 2020 r.

² Sprawozdanie końcowe Forum Wysokiego Szczebla ds. Unii Rynków Kapitałowych pt. „[A New Vision for Europe's Capital Markets Union](#)”, 10 czerwca 2020 r.

³ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów „[Unia rynków kapitałowych dla obywateli i przedsiębiorstw – nowy plan działania](#)”, COM(2020) 590 final z 24.9.2020.

Role i obowiązki w unii rynków kapitałowych

10 Zgodnie z zasadą pomocniczości niektóre obszary polityki o kluczowym znaczeniu dla unii rynków kapitałowych (np. opodatkowanie, prawo dotyczące niewypłacalności i edukacja finansowa) leżą w gestii państw członkowskich. Powodzenie inicjatywy dotyczącej unii rynków kapitałowych zależy zatem nie tylko od Komisji, lecz także od woli politycznej i ambicji Parlamentu Europejskiego, Rady i państw członkowskich.

11 W obrębie Komisji planowaniem, ogólną realizacją i koordynacją projektu utworzenia unii rynków kapitałowych zajmuje się Dyrekcja Generalna ds. Stabilności Finansowej, Usług Finansowych i Unii Rynków Kapitałowych (DG FISMA), choć zaangażowane są także inne służby Komisji. Dyrekcja Generalna ds. Wspierania Reform Strukturalnych (DG REFORM), utworzona w 2020 r. w miejsce Służby ds. Wspierania Reform Strukturalnych (SRSS), zapewnia wsparcie techniczne za pośrednictwem programu wspierania reform strukturalnych⁴ między innymi w celu zwiększenia zdolności krajowych rynków kapitałowych w państwach członkowskich. Na wprowadzenie unii rynków kapitałowych nie przewidziano żadnego konkretnego budżetu.

12 Pozostałymi organami kluczowymi dla funkcjonowania unii rynków kapitałowych są trzy europejskie urzędy nadzoru:

- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), który jest unijnym organem nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych proponującym środki wykonawcze i określającym przepisy techniczne;
- Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych,
- Europejski Urząd Nadzoru Bankowego.

⁴ Rozporządzenia (UE) 2017/825 i (UE) 2018/1671.

Zakres kontroli i podejście kontrolne

13 Z uwagi na duże znaczenie unii rynków kapitałowych Trybunał przeprowadził kontrolę jej założeń koncepcyjnych, realizacji i skuteczności. Celem niniejszego sprawozdania jest dostarczenie informacji zainteresowanym stronom i przedstawienie Komisji zaleceń, które pomogą w dalszym rozwoju unii rynków kapitałowych.

14 Działania, które Trybunał przeanalizował, odnoszą się do czterech z siedmiu obszarów interwencji w ramach planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, mianowicie: (i) finansowania innowacji, przedsiębiorstw typu start-up i spółek nienotowanych na rynku regulowanym, (ii) ułatwiania przedsiębiorstwom wchodzenia na rynki publiczne i pozyskiwania na nich kapitału, (iii) zwiększania zdolności wspierania przez banki szerzej rozumianej gospodarki oraz (iv) ułatwiania inwestycji transgranicznych.

15 Ogólną kwestią będącą przedmiotem kontroli było to, czy Komisja odniosła sukces w swoich działaniach mających na celu utworzenie skutecznej unii rynków kapitałowych. Aby odpowiedzieć na to pytanie, Trybunał ocenił, czy Komisja:

- a) pomogła zdywersyfikować źródła finansowania dla przedsiębiorstw, w szczególności MŚP;
- b) wspierała rozwój głębszych i lepiej zintegrowanych lokalnych rynków kapitałowych;
- c) podjęła skuteczne działania w celu wyeliminowania kluczowych barier transgranicznych;
- d) ustanowiła przekonujące ramy wykonania na potrzeby unii rynków kapitałowych.

16 Do celów kontroli Trybunał przeanalizował dokumentację dostępną w Komisji i przeprowadził wywiady z odpowiednimi pracownikami Komisji. Skontrolował także próbę 10 z 54 projektów istotnych dla unii rynków kapitałowych, które były finansowane w ramach programu wspierania reform strukturalnych i jego działań przygotowawczych w latach 2016–2019. Przy doborze próby (wykaz projektów znajduje się w [załączniku I](#)) Trybunał oparł się na swoim profesjonalnym osądzie, koncentrując się na projektach zlokalizowanych w państwach członkowskich o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych (zob. [rys. 1](#)). Wybrane projekty znajdowały się na stosunkowo zaawansowanym etapie realizacji, w związku z czym było bardziej prawdopodobne, że będzie można zaobserwować rezultaty.

17 Ponadto, aby zgromadzić informacje, kontrolerzy Trybunału spotkali się z przedstawicielami organów i zainteresowanych stron z dziewięciu wybranych państw członkowskich, tj. z Bułgarii, Czech, Estonii, Włoch, Litwy, Luksemburga, Niderlandów, Polski i Rumunii. Przeprowadzili również wywiady z pracownikami ESMA, Europejskiego Banku Inwestycyjnego, Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego oraz ekspertami i przedstawicielami Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju (EBOR), szeregu stowarzyszeń przedsiębiorców i inwestorów oraz giełd papierów wartościowych.

18 Trybunał przeprowadził ankietę wśród organów odpowiedzialnych za regulację lokalnych rynków kapitałowych i nadzór nad nimi we wszystkich państwach członkowskich (ministerstwa finansów, właściwe organy krajowe i banki centralne). Skierował ją również do europejskich i krajowych stowarzyszeń przedsiębiorców, stowarzyszeń inwestorów i stowarzyszeń banków, a także giełd papierów wartościowych w UE.

19 Prace kontrolne Trybunału przeprowadzono w okresie od września 2019 r. do lutego 2020 r. Zostały one zakończone przed wybuchem pandemii COVID-19, w związku z czym w niniejszym sprawozdaniu nie uwzględniono żadnych zmian w polityce ani innych nowych okoliczności, które pojawiły się w związku z pandemią.

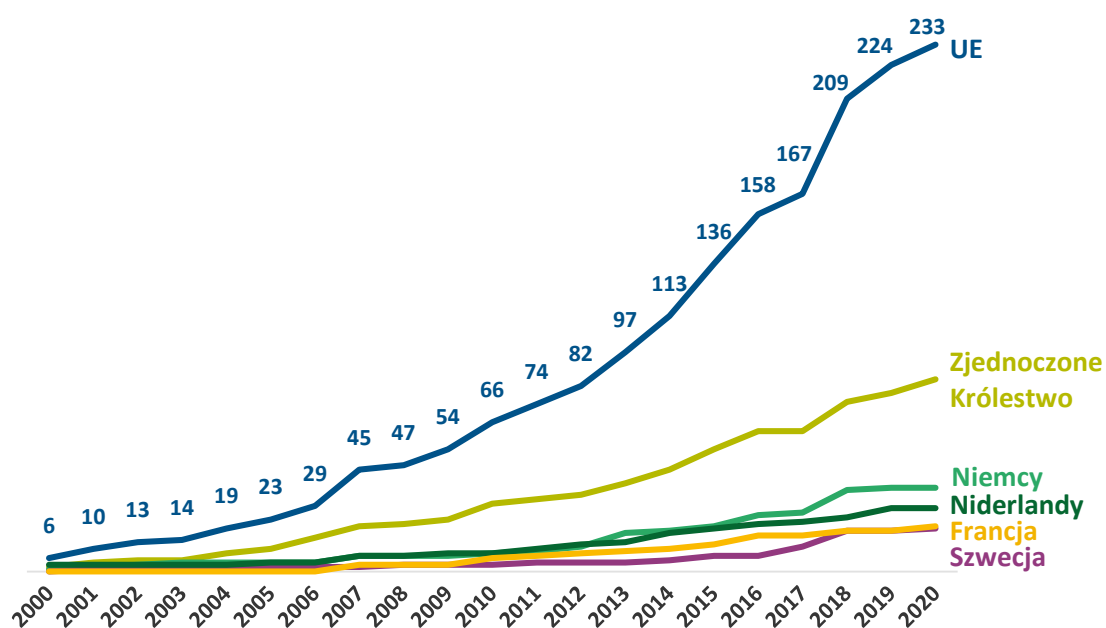
Uwagi

Działania Komisji mające na celu dywersyfikację źródeł finansowania dla MŚP nie doprowadziły jak dotąd do znacznej poprawy sytuacji

20 W Unii Europejskiej kredyty bankowe zawsze były dominującym źródłem finansowania przedsiębiorstw, zwłaszcza MŚP. Centralnym elementem inicjatywy dotyczącej utworzenia unii rynków kapitałowych było umożliwienie MŚP dostępu do nowych źródeł finansowania przez uzupełnienie finansowania bankowego finansowaniem rynkowym (tj. kapitałem wysokiego ryzyka, kapitałem *private equity*).

21 W ostatnich dziesięcioleciach w Europie powstało wiele innowacyjnych przedsiębiorstw typu start-up, tzw. jednorożców, czyli szybko rozwijających się przedsiębiorstw wycenianych na ponad 1 mld dolarów amerykańskich (zob. [rys. 2](#)). Coraz więcej przedsiębiorstw tego rodzaju po przejściu wczesnego etapu wzrostu przenosi się poza UE ze względu na lepsze możliwości rozwoju. Komisja starała się powstrzymać tę tendencję, wspierając wchodzenie MŚP na rynki regulowane za pośrednictwem szeregu działań w ramach unii rynków kapitałowych.

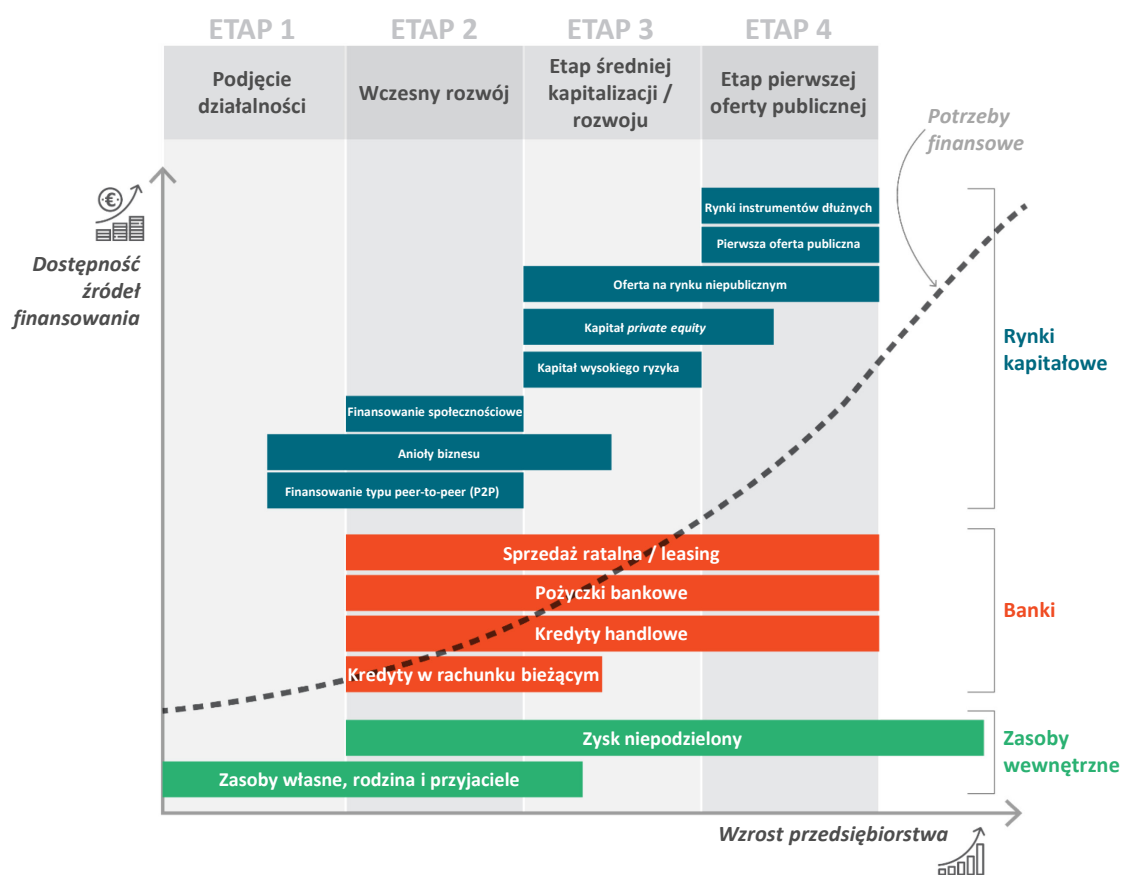
Rys. 2 – „Jednorożce” w Europie (lata 2000–2020)



Źródło: Dealroom.co.

22 Małe i średnie przedsiębiorstwa są bardzo zróżnicowane, zarówno pod względem wielkości, branży, okresu funkcjonowania, jak i rodzaju działalności i formy własności. Istnieje także wiele różnic transgranicznych. Szybko rozwijające się MŚP stanowią około 11% z 25 mln przedsiębiorstw⁵ w UE. Ułatwianie dostępu do różnorodnych źródeł finansowania dla szybko rozwijających się MŚP jest długoletnią polityką Komisji, poczynwszy od 1998 r., kiedy to przyjęła ona plan działań w zakresie kapitału wysokiego ryzyka⁶. Problem finansowania MŚP, który przybiera różne formy w zależności od etapu ich rozwoju (zob. [rys. 3](#)), był ponadto przedmiotem wielu strategii Komisji, takich jak plan działania na rzecz ułatwienia dostępu do finansowania dla MŚP z 2011 r.⁷ Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r. stanowi kontynuację wspomnianych powyżej inicjatyw (zob. [załącznik II](#)).

Rys. 3 – Źródła finansowania w zależności od etapów rozwoju przedsiębiorstwa



Źródło: Komisja Europejska.

⁵ Źródło danych: www.statista.com.

⁶ SEC(1998) 552 final, 31 marca 1998 r.

⁷ COM(2011) 870 final.

23 W planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r. i jego aktualizacji z 2017 r. Komisja za cel postawiła sobie poprawę dostępu MŚP do finansowania przez skupienie się na dwóch obszarach interwencji: (i) finansowaniu na rzecz innowacji, przedsiębiorstw typu start-up i spółek prywatnych oraz (ii) ułatwianiu przedsiębiorstwom wejścia na rynki publiczne i pozyskania na nich kapitału. Zaproponowane zmiany regulacyjne obejmowały głównie zmiany wcześniejszych przepisów (w zakresie prospektów emisyjnych, rynków rozwoju MŚP, europejskich funduszy *venture capital* (EuVECA)).

24 Kolejnym obszarem interwencji Komisji było (iii) wzmacnianie zdolności wspierania przez banki szerzej rozumianej gospodarki, co obejmowało obligacje zabezpieczone i sekurytyzację. Ten rodzaj interwencji nie jest wprawdzie bezpośrednio związany z finansowaniem MŚP, ale dotyczy możliwości zmniejszenia przez banki udziału finansowania dłużnego w stosunku do środków własnych (tj. zmniejszenia ich sumy bilansowej) bez konieczności ograniczenia kredytów dla sektora prywatnego.

25 Aby sprawdzić, czy działania podjęte w ramach unii rynków kapitałowych przyczyniły się do dywersyfikacji finansowania MŚP, Trybunał ocenił, czy Komisja:

- a) zwiększyła dostępność finansowania przeznaczonego na rozszerzanie działalności przez przedsiębiorstwa na etapie wzrostu przed pierwszą ofertą publiczną (zob. [rys. 3](#); między innymi kapitał wysokiego ryzyka i kapitał *private equity*);
- b) poprawiła dostęp MŚP do rynków publicznych (tj. etap pierwszej oferty publicznej);
- c) zmniejszyła bariery informacyjne uniemożliwiające MŚP zidentyfikowanie źródeł finansowania i utrudniające ewentualnym inwestorom znalezienie możliwości inwestycyjnych;
- d) umożliwiła bankom zwiększenie zdolności udzielania kredytów w celu wspierania MŚP.

Częściowe rezultaty we wspieraniu finansowania za pośrednictwem kapitału wysokiego ryzyka i kapitału własnego

26 W ramach planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych Komisja uruchomiła pakiet środków w celu wsparcia finansowania za pośrednictwem kapitału wysokiego ryzyka i kapitału własnego w UE. Środki te obejmują reformę regulacyjną,

ustanowienie ogólnoeuropejskiego funduszu funduszy wysokiego ryzyka oraz promowanie najlepszych praktyk w zakresie zachęt podatkowych (zob. [tabela 1](#)).

Tabela 1 – Wybrane skontrolowane środki w ramach unii rynków kapitałowych mające na celu wspieranie finansowania za pośrednictwem kapitału wysokiego ryzyka i kapitału własnego

Środki	Rodzaj	Działanie ukończone na szczelbu Komisji	Uwagi Trybunału
Ustanowienie ogólnoeuropejskiego funduszu funduszy <i>venture capital</i>	Zasilenie środkami finansowymi	TAK	Prowadzenie operacji pozyskiwania środków i inwestowania z wykorzystaniem trzech funduszy funduszy; kwota zainwestowana, którą Komisja planuje uruchomić, ma być pięciokrotnie większa (tego celu jeszcze nie osiągnięto)
Zmiany w rozporządzeniach w sprawie EuVECA i EuSEF	Środek ustawodawczy	TAK Obowiązują od marca 2018 r.	Wzrost liczby zarejestrowanych funduszy <i>venture capital</i> tylko w tych państwach członkowskich, które miały już atrakcyjne, zintegrowane i dobrze rozwinięte rynki kapitału wysokiego ryzyka
Badanie i promowanie najlepszych praktyk w dziedzinie systemów zachęt podatkowych w przypadku kapitału wysokiego ryzyka i inwestycji aniołów biznesu	Środek nieustawodawczy	TAK	Prezentacja badania podczas dwóch warsztatów w celu promowania jego wyników wśród organów administracji podatkowej państw członkowskich; brak dalszego oddziaływania na szczelbu państw członkowskich
Wniosek ustawodawczy w sprawie wspólnej skonsolidowanej podstawy opodatkowania osób prawnych (CCCTB)	Środek ustawodawczy	TAK	CCCTB zaproponowano w 2011 r. (projekt był zbyt ambitny, by zyskać zgodę państw członkowskich); wniosek ponownie przedstawiony w 2016 r., jak dotąd brak porozumienia

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

27 Rynki kapitału wysokiego ryzyka i *private equity* w poszczególnych państwach członkowskich UE nadal charakteryzują się dużym zróżnicowaniem, zarówno pod względem wielkości luki w finansowaniu MŚP, jak i dostępności źródeł finansowania, w szczególności w odniesieniu do inwestorów instytucjonalnych. Istnieje ogromna fragmentacja rynków między ośrodkami centralnymi a peryferyjnymi regionami UE z punktu widzenia inwestycji kapitału wysokiego ryzyka i inwestycji typu *private equity*

(tj. lokalizacji spółek portfelowych otrzymujących środki finansowe). Są one skoncentrowane głównie w kilku państwach członkowskich (tj. Francji, Niemczech, Niderlandach, Danii i Szwecji).

28 Przegląd rozporządzeń w sprawie EuVECA i europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EuSEF) był pierwszym działaniem ustawodawczym przewidzianym w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych mającym na celu promowanie spółek *venture capital* nastawionych na działalność transgraniczną oraz wspieranie rozwoju słabiej rozwiniętych obszarów na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka. Niemniej jednak działanie to skutecznie przyczyniło się do wzrostu liczby rejestracji funduszy EuVECA tylko w tych państwach członkowskich, które mają dobrze rozwinięte rynki wysokiego ryzyka (np. we Francji i w Niderlandach).

29 Przeprowadzona przez Trybunał analiza danych dotyczących nowo zarejestrowanych funduszy EuVECA i EuSEF oraz wywiady z uczestnikami rynku i zainteresowanymi stronami wykazały, że większość funduszy *venture capital* nadal nie jest rejestrowana pod marką „EuVECA” i „EuSEF” oraz że oznaczenia te nie mają decydującego znaczenia dla ekspansji rynkowej i finansowania MŚP. Wyniki ankiety przeprowadzonej przez Trybunał wśród organów publicznych UE pokazują, że 22% respondentów nie uważa, by zmiany wprowadzone w 2017 r. w rozporządzeniu w sprawie EuVECA zwiększyły poziom inwestycji w unijne przedsiębiorstwa *venture capital*, 45% uważa zaś, że jest zbyt wcześnie na ocenę.

30 Ustanowienie ogólnoeuropejskiego funduszu funduszy *venture capital* oznacza potencjalne zasilenie rynku środkami finansowymi w wysokości 410 mln euro za pośrednictwem budżetu UE⁸. Jest to jedyne działanie dotyczące finansowania przewidziane w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych. Oprócz planu działania Komisja jest ponadto zaangażowana w finansowanie MŚP i zapewnia znaczne środki za pośrednictwem programów zarządzanych centralnie i objętych zarządzaniem dzielonym. Choć jak dotąd nie spełniono oczekiwań co do pozyskania 2,1 mld euro od inwestorów prywatnych lub publicznych (tj. uruchomienia kwoty pięciokrotnie większej od kwoty przekazanej do funduszu), prowadzone są operacje pozyskiwania środków i inwestowania z wykorzystaniem trzech funduszy funduszy, co skutkuje przyciąganiem inwestycji prywatnych i rozrastaniem się unijnego rynku kapitału wysokiego ryzyka.

⁸ Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 17/2019, pkt 20.

31 Aby wesprzeć rynki *private equity* i kapitału wysokiego ryzyka, Komisja opublikowała również sprawozdanie na temat systemów zachęt podatkowych dla kapitału wysokiego ryzyka i inwestycji dokonywanych przez anioły biznesu (w tym najlepszych praktyk) oraz przedstawiła je podczas dwóch warsztatów. Prezentacji tej nie towarzyszyły żadne działania następcze w państwach członkowskich.

32 Komisja przedstawiła wniosek ustawodawczy mający na celu rozwiązanie problemu preferencyjnego traktowania finansowania dłużnego względem finansowania kapitałowego. W większości państw członkowskich odsetki od zadłużenia i zwrot z kapitału własnego są bowiem traktowane odmiennie, co uniemożliwia rozwój i integrację rynków. Ponieważ w przypadku osób prawnych odsetki od zadłużenia podlegają odliczeniu od podstawy opodatkowania, a wypłacone dochody kapitałowe nie, w przypadku finansowania dłużnego występuje korzyść podatkowa, która ma wpływ na decyzje finansowe podejmowane przez przedsiębiorstwa i inwestorów. Szacuje się, że wskutek tego koszt finansowania kapitałem własnym był o 45% wyższy niż koszt finansowania dłużnego⁹.

33 Komisja podjęła próbę rozwiązania tego problemu w ramach unii rynków kapitałowych, proponując – jako część wniosku dotyczącego wspólnej skonsolidowanej podstawy opodatkowania osób prawnych (CCCTB) – wprowadzenie odpisu kompensującego od podatku od osób prawnych z tytułu emisji kapitału własnego. Rozwiązanie to nie zostało jak dotąd wdrożone ze względu na brak zgody ze strony Rady, która jest jedynym właściwym organem w kwestiach podatkowych.

Należy zapewnić lepszy dostęp MŚP do rynków publicznych

34 Pozyskiwanie finansowania kapitałowego na rynku publicznym jest dla MŚP trudniejsze niż dla większych przedsiębiorstw, ponieważ obawiają się one utraty własności, a ponadto nie mają takich samych zdolności, by spełnić wymogi dotyczące ujawniania informacji i ponosić powiązane koszty (wynoszące nawet do 15% pozyskanej kwoty). Komisja za cel postawiła sobie ułatwienie emisji obligacji i kapitału własnego na rynkach publicznych przy jednoczesnym ograniczeniu odnośnych kosztów i zapewnieniu ochrony inwestorów. W tym celu uruchomiła ona pakiet środków (zob. [tabela 2](#)).

⁹ SWD(2015) 183 final.

Tabela 2 – Wybrane skontrolowane środki w ramach unii rynków kapitałowych mające na celu ułatwienie dostępu przedsiębiorstw do rynków publicznych

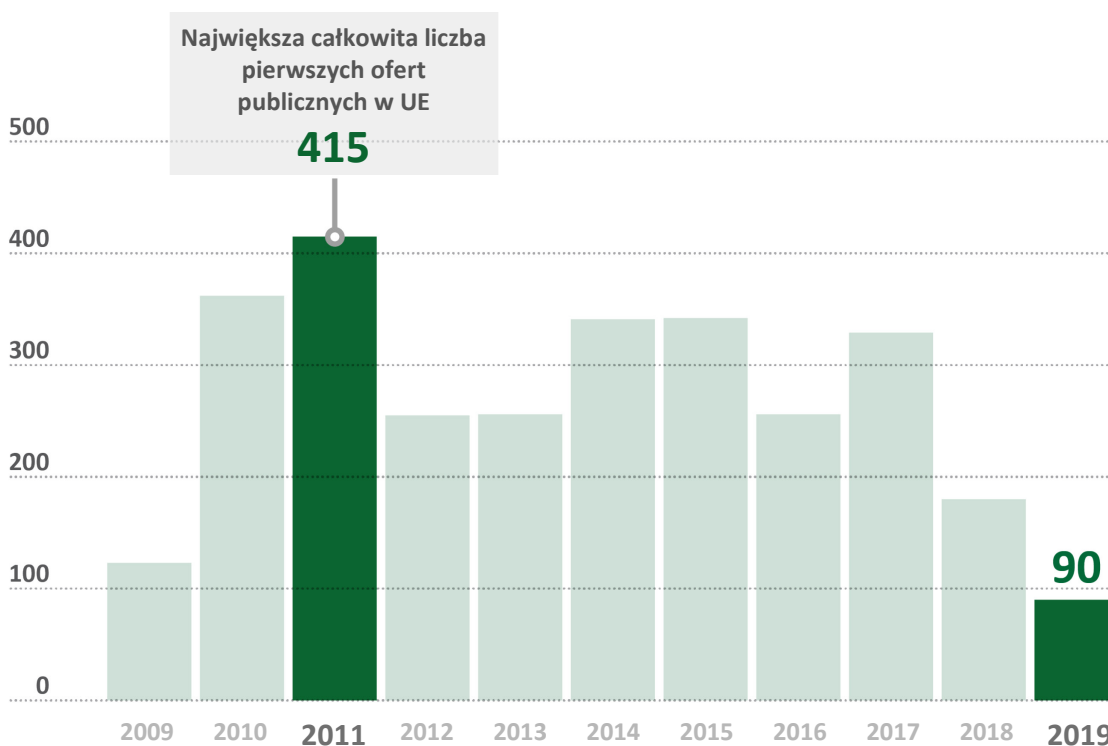
Środki	Rodzaj	Działanie ukończone na szczelbu Komisji	Uwagi Trybunału
Rozporządzenie w sprawie przeglądu przepisów dotyczących publikacji prospektu	Środek ustawodawczy	TAK Obowiązuje od lipca 2019 r.	Wniosek odrzucony w pierwszej instancji przez Radę ds. Kontroli Regulacyjnej przy Komisji z uwagi na uzasadnienie, dlaczego oczekuje się, że drugi przegląd aktu w ciągu pięciu lat zakończy się powodzeniem; wniosek przyjęty po pośpiesznym ponownym przedłożeniu; prospekt jest nadal uznawany za kosztowny i zbyt złożony dla MŚP; brak wyłączenia w odniesieniu do oferty wtórnej; brak znaczącego wzrostu liczby pierwszych ofert publicznych od lipca 2019 r.
Nowe rozporządzenie wspierające rynki rozwoju MŚP, wprowadzone przez MiFID II	Środek ustawodawczy	TAK Obowiązuje od stycznia 2020 r.	Pozytywny komunikat dla środowiska MŚP, że decydenci UE są gotowi wprowadzać proporcjonalność w tekstach prawnych z korzyścią dla MŚP
Monitorowanie postępów w realizacji zobowiązania Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości do usprawnienia procesu ujawniania informacji oraz zwiększenia użyteczności i dostępności MSSF	Środek nieustawodawczy w toku	TAK	Brak wymiernych rezultatów działań monitorujących dla rynku

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

35 Otoczenie makroekonomiczne, na które składają się czynniki takie jak płynność na rynku, zainteresowanie inwestorów, poziom stóp procentowych, oczekiwana stopa wzrostu gospodarczego, oczekiwana stawka podatkowa i stopa inflacji, może mieć większy wpływ niż koszty publikacji prospektu i przesądzić o tym, czy przedsiębiorstwo zdecyduje się dokonać pierwszej oferty publicznej. W okresie po kryzysie finansowym liczba pierwszych ofert publicznych w UE-28 ulegała wahaniom z roku na rok, a w 2019 r. wyniosła ogółem 90. Nie wróciła jednak jak dotąd do poziomów sprzed

2009 r. (zob. [rys. 4](#)). Największą całkowitą liczbę pierwszych ofert publicznych w Europie odnotowano w 2011 r., kiedy to wyniosła ona 415¹⁰.

Rys. 4 – Całkowita liczba pierwszych ofert publicznych w UE w latach 2009–2019



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie danych PwC, IPO Watch Europe 2009–2019.

36 Jak dotąd MŚP nie zyskały znacznie większego dostępu do rynków publicznych na lepszych warunkach finansowych, o czym świadczą wywiady i ankiety przeprowadzone przez Trybunał. Koszty związane z publikacją prospektu tylko nieznacznie zmalały, a proces ten jest nadal uciążliwy i długotrwały. Ponadto większość kosztów związanych z publikacją prospektu stanowią koszty usług doradczych, na co działania Komisji mają niewielki wpływ.

37 Co więcej, zmiany w rozporządzeniu oraz brak harmonizacji krajowych przepisów dotyczących emisji o wartości poniżej progu, w przypadku której prospekt nie jest wymagany, dają pole do arbitrażu regulacyjnego. Przedsiębiorstwa zamierzające pozyskać do 8 mln euro i mające siedzibę w państwie, w którym obowiązek sporządzania prospektu ma zastosowanie do emisji o wartości przekraczającej 1 mln euro, mogą dokonywać transgranicznej emisji kapitału online (tzw. *equity crowdfunding*) za pośrednictwem platformy mającej siedzibę w innym państwie,

¹⁰ IPO Watch Europe 2011 i IPO Watch Europe 2019.

w którym nie ma obowiązku sporządzania prospektu w odniesieniu do emisji o wartości do 8 mln euro.

38 Trybunał zwraca również uwagę, że przygotowując plan działania z 2015 r., Komisja nie rozważyła przeznaczenia środków finansowych na wsparcie pierwszych ofert publicznych MŚP, na przykład w postaci funduszu publiczno-prywatnego. W marcu 2020 r. Komisja zapowiedziała jednak, że zamierza utworzyć fundusz publiczno-prywatny służący do inwestowania w publiczne emisje¹¹.

39 Kolejny środek przewidziany w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych – rozporządzenie w sprawie rynków rozwoju MŚP – obejmował zmiany w rozporządzeniu w sprawie nadużyć na rynku oraz dalsze zmiany przepisów dotyczących prospektów, tak aby ułatwić MŚP emisję kapitału własnego i długu na rynkach rozwoju MŚP. Ponadto Komisja zaproponowała dodatkowe przepisy mające na celu ułatwienie rejestracji wielostronnych platform obrotu jako rynków rozwoju MŚP oraz zwiększenie płynności udziałów MŚP notowanych na giełdzie, aby podnieść atrakcyjność tych rynków dla inwestorów, emitentów i pośredników. Środek ustawodawczy został przyjęty w 2019 r. i wszedł w życie w styczniu 2020 r. Przyjęcie tego środka stanowiło pozytywny komunikat dla środowiska MŚP, że decydenci UE są gotowi wprowadzać zmiany korzystne dla MŚP.

Ograniczony wpływ na przewyższenie barier informacyjnych

40 Bariery informacyjne stanowią jedną z głównych przeszkód, które wpływają na stronę popytu i podaży rynku finansowania MŚP. Po stronie popytu MŚP borykają się z trudnościami w zidentyfikowaniu dostępnych źródeł finansowania. Po stronie podaży inwestorzy mają trudności z oceną zdolności kredytowej MŚP. Komisja starała się zaradzić obu tym problemom (zob. [tabela 3](#)).

¹¹ Wytyczne polityczne na następną kadencję Komisji Europejskiej (2019–2024).

Tabela 3 – Wybrane skontrolowane środki w ramach unii rynków kapitałowych mające na celu przezwyciężenie barier informacyjnych utrudniających finansowanie MŚP

Środki	Rodzaj	Działanie ukończone na szczeblu Komisji	Uwagi Trybunału
Zachęcanie zrzeszeń banków i stowarzyszeń MŚP do zawarcia porozumienia w sprawie nadrzędnych zasad dotyczących informacji zwrotnych, jakie mają być udzielane przez banki w przypadku odrzucenia wniosku MŚP o kredyt	Środek nieustawodawczy	TAK	Stosowanie nadrzędnych zasad w gestii zrzeszeń banków Porozumienie niewiążące dla banków
Wspieranie ogólnoeuropejskiego systemu informacyjnego dla inwestorów	Środek nieustawodawczy	TAK	Komisja stwierdziła, że interwencja UE nie przyniesie wartości dodanej, jeżeli w pierwszej kolejności organy lokalne i krajowe nie znajdą rozwiązań

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

41 Po stronie popytu Komisja zachęcała zrzeszenia banków i stowarzyszenia MŚP do zawarcia niewiążącego porozumienia w sprawie nadrzędnych zasad dotyczących informacji zwrotnych, jakie mają być udzielane przez banki w przypadku odrzucenia wniosków MŚP o kredyt. Trybunał zwraca uwagę, że inicjatywa ta całkowicie zależy od przyjęcia takich zasad przez branżę. Zasady nie są jeszcze znane całemu sektorowi bankowemu, a informacje zwrotne nie miałyby dużego wpływu na wnioski MŚP o udzielenie kredytu, ponieważ w 2019 r. w strefie euro odrzucono tylko 6% z nich.

42 Po stronie podaży zaprzestano prób opracowania ogólnoeuropejskiego systemu informacyjnego, który zawierałby informacje na temat MŚP, gdyż z uwagi na brak środków budżetowych i wiedzy fachowej inicjatywa ta została uznana za niewykonalną. Komisja stwierdziła, że interwencja na szczeblu UE nie przyniesie wartości dodanej, jeżeli organy lokalne i krajowe nie znajdą najpierw rozwiązań.

43 Trybunał zwraca uwagę, że utworzenie ogólnounijnej platformy cyfrowego dostępu do publicznych informacji finansowych i niefinansowych przedsiębiorstw, czyli europejskiego pojedynczego punktu dostępu (ESAP), było przedmiotem dyskusji od czasu przyjęcia dyrektywy w sprawie przejrzystości w 2013 r. Choć projekt ten byłby

bardzo istotny z perspektywy przezwyciężenia barier informacyjnych w ramach unii rynków kapitałowych, Komisja nie uwzględniła go w swoim planie działania, ale przekazała go ESMA. W 2017 r. ESMA przestała traktować ten projekt priorytetowo ze względu na brak środków budżetowych, fakt, że dane dotyczące przedsiębiorstw otrzymywane z poszczególnych państw członkowskich nie są ze sobą porównywalne, oraz brak upoważnienia do weryfikacji tych danych.

Działania mające na celu generowanie nowych kredytów bankowych dla MŚP nie przyniosły widocznych skutków

44 Komisja dążyła do ułatwienia bankom finansowania przedsiębiorstw i szerzej rozumianej gospodarki za pomocą środków w ramach unii rynków kapitałowych w obszarze interwencji mającym na celu większe wykorzystanie potencjału banków. Trybunał zbadał, czy działania Komisji dotyczące ram sekurytyzacji, obligacji zabezpieczonych i europejskich zabezpieczonych skryptów dłużnych były skuteczne pod względem zwiększania zdolności banków do wspierania przedsiębiorstw UE (zob. [tabela 4](#)).

Tabela 4 – Wybrane skontrolowane środki w ramach unii rynków kapitałowych mające na celu większe wykorzystanie potencjału banków

Środek	Rodzaj	Działanie ukończone na szczęblu Komisji	Uwagi Trybunału
Rozporządzenie o sekurytyzacji	Środek ustawodawczy	TAK Obowiązuje od 2019 r.	Długi proces legislacyjny (dwa lata); proces dotyczący potencjalnego uwzględnienia syntetycznej sekurytyzacji znacznie opóźniony; opóźnienia w przyjmowaniu prawodawstwa wtórnego i wytycznych, co miało negatywny wpływ na emisje sekurytyzacyjne STS w perspektywie krótkoterminowej
Dyrektywa o obligacjach zabezpieczonych	Środek ustawodawczy	TAK Będzie obowiązywała od 2022 r.	Zbyt wcześnie na ocenę
Europejskie zabezpieczone skrypty dłużne	Środek nieustawodawczy	TAK	Publikacja sprawozdania Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego na temat europejskich zabezpieczonych skryptów dłużnych, brak działań następnych

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

45 Biorąc pod uwagę, że MŚP zazwyczaj nie mają bezpośredniego dostępu do rynków kapitałowych, właściwie funkcjonujący rynek sekurytyzacji pozwala na przekształcenie nie płynnych kredytów dla MŚP w zbywalne papiery wartościowe. Można go zatem uznać za pośredni instrument finansowania MŚP. Środek przewidziany w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, tj. ustanowienie ram prostej, przejrzystej i standardowej (STS) sekurytyzacji, był inicjatywą wspieraną zarówno przez organ regulacyjny, jak i branżę. Celem było zasadniczo opracowanie wzorcowego standardu pozwalającego zidentyfikować sekurytyzacje najwyższej jakości.

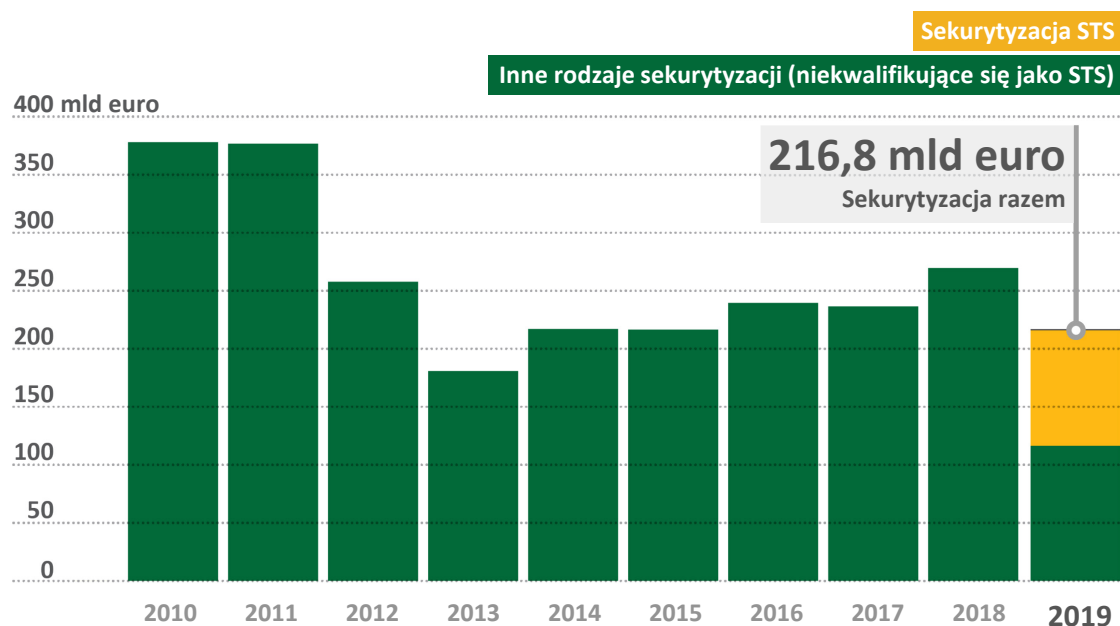
46 Chociaż Komisja uznała ten zaproponowany środek za jeden z łatwiejszych do zrealizowania w ramach planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, proces legislacyjny zajął ponad dwa lata. Rozporządzenie w sprawie prostej, przejrzystej i standardowej sekurytyzacji (sekurytyzacji STS) obowiązuje wprawdzie od stycznia 2019 r., jednak większość prawodawstwa wtórnego i wytycznych niezbędnych w celu zapewnienia interpretacji jego przepisów oraz zgodności weszła w życie dopiero we wrześniu 2020 r.

47 Trybunał zwraca uwagę, że w ocenie skutków rozporządzenia w sprawie sekurytyzacji Komisja nie przedstawiła żadnych danych ani szacunków co do tego, jaka część europejskiego rynku sekurytyzacji będzie spełniać nowe kryteria STS. Brak jasności prawa spowodowany opóźnieniami w przyjmowaniu prawodawstwa wtórnego i wytycznych miał negatywny wpływ na transakcje sekurytyzacyjne STS w perspektywie krótkoterminowej¹² (pierwszą transakcję sekurytyzacyjną STS przeprowadzono 21 marca 2019 r., tj. prawie trzy miesiące od daty wejścia w życie rozporządzenia), ale sytuacja stopniowo poprawiała się – w tym samym roku liczba sekurytyzacji wyniosła 143. Do czerwca 2020 r. dokonano kolejnych 165 zgłoszeń, a zatem łączna liczba sekurytyzacji wyniosła 308.

48 W 2019 r. nowe oznaczenie STS obejmowało niemal połowę rynku UE (46%, tj. około 100 mld euro; zob. [rys. 5](#)), ale ogólnie rynek sekurytyzacji nie wykazywał oznak wzrostu. Transakcje sekurytyzacyjne nadal w dużej mierze są skoncentrowane w obrębie tradycyjnych klas aktywów, takich jak kredyty hipoteczne i kredyty na zakup samochodu.

¹² EUROFI Regulatory Update – April 2020, Relaunching securitisation in the EU, s. 21.

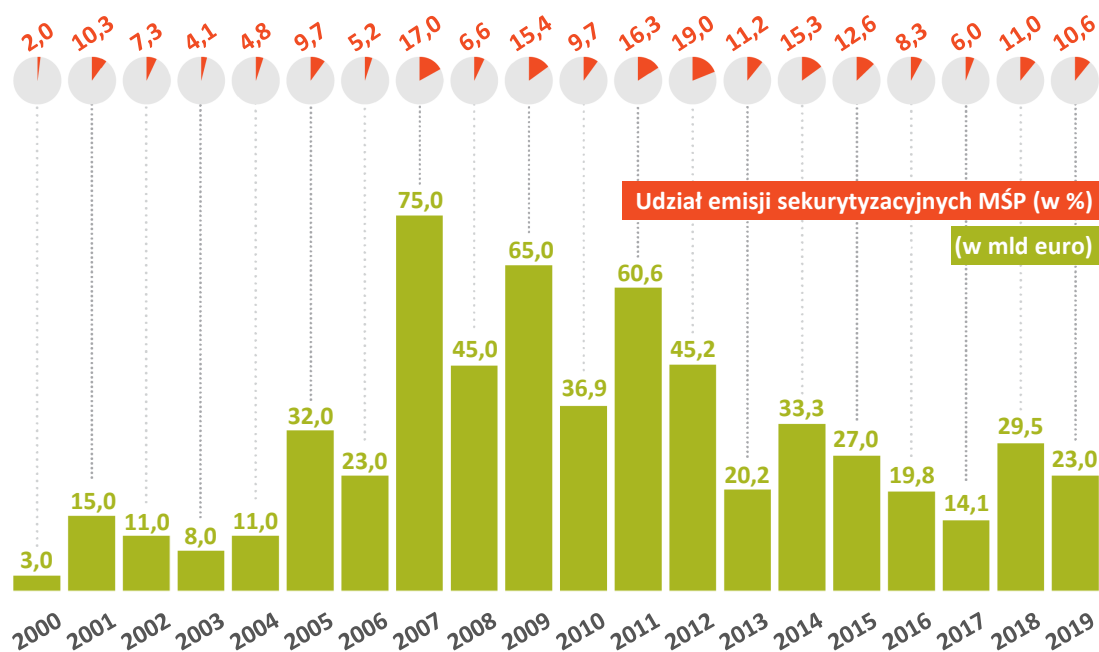
**Rys. 5 – Europejskie emisje sekurytyzacyjne w latach 2010–2019
(w mld euro)**



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie danych Stowarzyszenia na rzecz Rynków Finansowych w Europie oraz szacunków rynkowych.

49 W odniesieniu do osiągniętych rezultatów Trybunał zwraca uwagę, że w przypadku emisji sekurytyzacyjnych MŚP nadal odczuwalne są skutki kryzysu finansowego z lat 2007/2008, w związku z czym pozostają one na niskim poziomie (10,6% całkowitej wielkości emisji w 2019 r., zob. [rys. 6](#)). W 2019 r. całkowita wielkość emisji w transakcjach dotyczących MŚP (23 mld euro) była niższa od poziomów z lat 2007/2008 i 2014/2015, tj. okresu sprzed unii rynków kapitałowych, a według stanu na czerwiec 2020 r. sekurytyzacja pożyczek dla MŚP stanowiła zaledwie 1% transakcji sekurytyzacyjnych STS. Ponadto sekurytyzacja MŚP koncentruje się w kilku państwach członkowskich (Belgia, Włochy i Hiszpania, na podstawie pozostającego wolumenu według stanu na czerwiec 2020 r.).

**Rys. 6 – Europejskie emisje sekurytyzacyjne MŚP w latach 2000–2019
(wolumen w mld euro i jako udział procentowy w całkowitej sekurytyzacji)**



Uwaga: W I kwartale 2020 r. nie wystąpiły sekurytyzacje MŚP.

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie danych Stowarzyszenia na rzecz Rynków Finansowych w Europie oraz danych OECD.

50 Trybunał zwraca uwagę, że w grudniu 2019 r. Rada zwróciła się do Komisji o dokonanie oceny, czy należy ustanowić unijne etykiety powiązane z MŚP z myślą o poprawie ich warunków finansowania, w tym „sekurytyzacja MŚP”, „europejskie zabezpieczone skrypty dłużne MŚP”, „fundusze inwestycyjne MŚP” oraz środki finansowe pochodzące z pożyczek¹³. Ponadto Komisja, w porozumieniu z grupą EBI, wprowadziła jednostki sekurytyzacyjne, aby pomóc w finansowaniu MŚP, głównie w regionie Europy Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Transakcje te nie doprowadziły jednak do zwiększenia udziału podmiotów prywatnych.

¹³ Konkluzje Rady w sprawie pogłębienia unii rynków kapitałowych, 5 grudnia 2019 r.

Niedociągnięcia w działaniach na rzecz rozwoju lokalnych rynków kapitałowych

51 Dobrze funkcjonujące rynki lokalne oferują warunki sprzyjające finansowaniu i inwestycjom przez sektor prywatny, co ostatecznie prowadzi do wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy¹⁴. Rynki kapitałowe w UE są w dalszym ciągu niejednorodne i skoncentrowane w Europie Zachodniej i Północnej (zob. *rys. 1*).

52 Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych ma na celu rozwój lokalnych rynków kapitałowych przez wzmocnienie ich szczególnych zdolności i ułatwienie ich integracji. Podejmowane środki z zakresu polityki muszą jednak być w pełni zgodne z zasadą pomocniczości. Za rozwój rynków lokalnych odpowiadają przede wszystkim organy krajowe i regionalne.

53 Komisja zapewnia natomiast źródła finansowania (takie jak kapitał wysokiego ryzyka lub gwarancje kredytowe), aby wesprzeć MŚP za pośrednictwem programów zarządzanych centralnie przez Komisję Europejską (takich jak Program na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz na rzecz małych i średnich przedsiębiorstw – COSME) albo za pośrednictwem europejskich funduszy strukturalnych i inwestycyjnych objętych zarządzaniem dzielonym (tj. funduszy, którymi zarządzają wspólnie UE i państwa członkowskie). Działania te nie wchodzą w zakres planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych. Wsparcie UE obejmuje szereg różnych instrumentów finansowych (instrumenty kapitałowe i dłużne, gwarancje kredytowe i kapitał wysokiego ryzyka, instrumenty budowania zdolności i podziału ryzyka)¹⁵.

54 Innym sposobem na wspieranie przez Komisję rozwoju lokalnych rynków kapitałowych jest europejski semestr – roczny cykl koordynacji polityki gospodarczej i budżetowej wprowadzony w 2010 r. w celu poprawy stabilności gospodarczej i zrównoważonego rozwoju społecznego UE. Co roku Komisja przeprowadza analizę planów poszczególnych państw członkowskich w zakresie reform budżetowych, makroekonomicznych i strukturalnych, a następnie kieruje do państw członkowskich zalecenia na kolejne 12–18 miesięcy. Rada zatwierdza i formalnie przyjmuje te zalecenia.

¹⁴ Sprawozdanie OECD dla ministrów finansów i prezesów banków centralnych państw grupy G20; Sprawozdanie grupy roboczej Inicjatywy Wiedeńskiej ds. rynków kapitałowych.

¹⁵ Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 17/2019 oraz sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 2/2020.

55 W ramach programu wspierania reform strukturalnych UE zapewnia państwom członkowskim wsparcie techniczne na potrzeby reform instytucjonalnych, administracyjnych i pobudzających wzrost gospodarczy, w tym na rzecz rozwoju ich rynków kapitałowych. Program ten opiera się na zgłaszanym zapotrzebowaniu – innymi słowy, państwa członkowskie samodzielnie decydują, czy przedkładać Komisji wnioski o sfinansowanie określonych projektów, czy też nie.

56 Trybunał ocenił, czy:

- a) Komisja dysponuje kompleksową strategią wspierania rozwoju lokalnych rynków kapitałowych;
- b) europejski semestr był wykorzystywany do wspierania reform związanych z unią rynków kapitałowych w państwach członkowskich;
- c) wsparcie techniczne zapewniane w ramach programu wspierania reform strukturalnych skutecznie przyczyniło się do rozwoju rynków kapitałowych.

Brak kompleksowej strategii na rzecz rozwoju lokalnych rynków kapitałowych

57 W śródkresowym przeglądzie planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2017 r. Komisja zaplanowała opracowanie kompleksowej strategii UE na rzecz rozwoju lokalnych i regionalnych rynków kapitałowych w całej UE. Było to jedno z dziewięciu nowych działań priorytetowych na drodze do utworzenia unii rynków kapitałowych. Komisja nie opublikowała odrębnego sprawozdania strategicznego, jak uczyniła na przykład w odniesieniu do zrównoważonego finansowania i technologii finansowej w marcu 2018 r.¹⁶ Zamiast tego przedstawiła z dziewięciomiesięcznym opóźnieniem dokument¹⁷ na temat działań, które można podjąć na szczeblu krajowym i regionalnym, aby rozwijać rynki kapitałowe. Tym samym nie spełniła oczekiwań, jakie się zrodziły w wyniku przeglądu śródkresowego (zob. [załącznik III](#)). Przedłożony dokument nie miał charakteru strategii, ponieważ nie zawierał długoterminowych planów, które obejmowałyby kompleksowo wszystkie segmenty rynku kapitałowego. Nie wskazano w nim również konkretnych działań, jakie miałyby zostać podjęte przez Komisję.

¹⁶ Financing a sustainable European Economy – Final report 2018.

¹⁷ SWD(2019) 99 final.

58 W ankiecie przeprowadzonej przez Trybunał większość organów państw członkowskich była zdania, że plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych opierał się w dużej mierze na niezróżnicowanym, uniwersalnym podejściu i jako taki nie sprzyjał konkretnie rozwojowi rynków lokalnych (zob. [tabela 5](#)).

Tabela 5 – Uwagi państw członkowskich na temat podejścia przyjętego w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych w odniesieniu do lokalnych i regionalnych rynków kapitałowych

Europa Zachodnia i Północna	Europa Południowa	Europa Środkowo-Wschodnia
„Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych miał na celu raczej wspieranie konwergencji między rynkami kapitałowymi UE i ułatwienie transgranicznego przepływu kapitału niż sprzyjanie konkretnie rozwojowi rynków lokalnych. Naszym zdaniem jego celem jest zwiększenie płynności i głębokości rynków w skali globalnej”. „Wydaje się, że nie położono szczególnego nacisku na tę kwestię. Niektóre propozycje zagrażałyby nawet ugruntowanym i dobrze funkcjonującym krajowym lub regionalnym segmentom rynków kapitałowych”.	„Przyjęto raczej niezróżnicowane, uniwersalne podejście”. „Oczekiwaliśmy dalszych działań na rzecz lokalnych rynków kapitałowych”.	„Działania legislacyjne dotyczące unii rynków kapitałowych nie były proporcjonalne i nie uwzględniono w nich wielkości słabiej rozwiniętych rynków kapitałowych”. „Można byłoby w większym stopniu uwzględnić interesy małych i słabiej rozwiniętych rynków”. „Naszym zdaniem inicjatywa dotycząca unii rynków kapitałowych ma tak naprawdę na celu centralizację, dlatego dużo większy nacisk położono w niej na najbardziej rozwinięte rynki”. „Inicjatywy dotyczące unii rynków kapitałowych były w większym stopniu ukierunkowane na rozwinięte większe rynki, natomiast mniejsze, mniej rozwinięte rynki odniosły mniejsze korzyści. Również małe przedsiębiorstwa (mikro) nie uzyskały oczekiwanych korzyści (w postaci mniejszych obciążeń regulacyjnych)”. „Konieczne jest opracowanie działań w sposób, który przyniósłby korzyści nie tylko już i tak silnym ośrodkom finansowemu, lecz także rynkom kapitałowemu mniejszych gospodarek w UE”. „W rozwiązaniach praktycznych nie kierowano się zasadą potrzeb lokalnych”.

Uwaga: Powyżej przedstawiono dziesięć przykładowych odpowiedzi uzyskanych od 17 ministerstw finansów, które wzięły udział w ankiecie Trybunału. Odpowiedzi w podobnym duchu udzieliły właściwe organy krajowe i banki centralne.

Źródło: ankietę przeprowadzona przez Europejski Trybunał Obrachunkowy.

Potencjał europejskiego semestru nie jest w pełni wykorzystywany, by wspierać reformy rynków kapitałowych

59 Trybunał zbadał, czy w sprawozdaniach krajowych wskazano istotne czynniki ryzyka w odniesieniu do rozwoju rynków kapitałowych i czy Komisja wydała zalecenia dla poszczególnych krajów skierowane do państw członkowskich o słabo rozwiniętych rynkach kapitałowych.

60 Odnośnie do przeanalizowanej próby Trybunał stwierdził, że w sprawozdaniach krajowych zidentyfikowano istotne czynniki ryzyka i że sprawozdania te stanowiły dobrą podstawę do sformułowania zaleceń dla poszczególnych krajów służących rozwojowi rynków kapitałowych i zapewnieniu lepszego dostępu do alternatywnych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw. W pewnych przypadkach w sprawozdaniach krajowych za rok 2018 lub 2019 można było jednak w lepszym stopniu odzwierciedlić wyzwania w obszarach takich jak rozwój rynku, zarządzanie i nadzór. Ponadto żadne ze sprawozdań krajowych w próbie dobranej przez Trybunał nie zawierało szczegółowych wskaźników odnoszących się do krajowych rynków kapitałowych.

61 Trybunał zauważył, że w latach 2016–2019, tj. po przyjęciu planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych, do dziewięciu państw członkowskich skierowano zalecenia dotyczące wdrożenia reform w zakresie rynków kapitałowych i zapewnienia lepszego dostępu do finansowania pozabankowego. Wykaz zaleceń, które Trybunał wziął pod uwagę, znajduje się w [załączniku IV](#).

62 Przeprowadzona przez Trybunał analiza słabiej rozwiniętych rynków kapitałowych w UE wykazała (zob. [załącznik V](#)), że przez co najmniej cztery kolejne lata Komisja nie wystosowała zaleceń dotyczących wdrożenia reform bezpośrednio związanych z tą kwestią pod adresem dziesięciu państw członkowskich, chociaż rynki kapitałowe w tych państwach są nadal słabiej rozwinięte w porównaniu ze średnią UE. W pięciu z tych przypadków (Bułgaria, Chorwacja, Grecja, Łotwa i Słowacja) Komisja przedstawiła zalecenia dotyczące szerszych wyzwań dla sektora finansowego (takich jak nadzór nad usługami finansowymi lub system sądowy), które mogą oddziaływać na lokalny rynek kapitałowy, choć głównie pośrednio. Oznacza to, że w przypadku pięciu państw członkowskich o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych¹⁸ nie wydano żadnych zaleceń, które mogłyby bezpośrednio lub pośrednio przyczynić się do osiągnięcia celów unii rynków kapitałowych.

¹⁸ Czechy, Estonia, Węgry, Polska i Rumunia.

63 Trybunał zdaje sobie sprawę, że temat rynku kapitałowego jest zaledwie jednym z wielu wyzwań politycznych, które należy uwzględnić w procesie europejskiego semestru, jednak Komisja nie dokumentuje przejrzystości kryteriów i powodów priorytetowego traktowania obszarów, odnośnie do których należy zaproponować zalecenia dla poszczególnych krajów¹⁹. Ponadto Trybunał nie znalazł konkretnych zaleceń mających na celu promowanie transgranicznej integracji lokalnych rynków kapitałowych poprzez opracowanie i wdrażanie stosownych reform.

64 Jak wynika ze sprawozdania specjalnego Europejskiego Trybunału Obrachunkowego dotyczącego europejskiego semestru²⁰, w obrębie poszczególnych zaleceń reformy istotne dla unii rynków kapitałowych były ujęte razem z innymi obszarami polityki, nawet niepowiązanymi (np. zatrudnieniem, włączeniem społecznym). Ponadto w zaleceniach dla poszczególnych krajów dotyczących rynków kapitałowych nie określono celów, względem których należy monitorować postępy we wdrażaniu zaleceń na podstawie jasno określonych ram czasowych²¹.

65 W odniesieniu do zaleceń dla poszczególnych krajów z lat 2016, 2017 i 2018 dotyczących unii rynków kapitałowych Trybunał zauważył, że z oceny Komisji wynikało, iż postępy poczynione do końca 2019 r. były częściowe. Żadne z odnośnych państw członkowskich nie wdrożyło w pełni lub w znacznym stopniu zalecanych reform, z czego wynika, że przewidziane terminy były zbyt krótkie lub że państwa członkowskie niewystarczająco poczuwały się do odpowiedzialności za wdrożenie skierowanych do nich zaleceń.

Wsparcie techniczne jest w dużej mierze doceniane, lecz jeszcze nie przynosi rezultatów

66 Trybunał ocenił, czy państwa członkowskie o słabiej rozwiniętych rynkach skorzystały z projektów realizowanych w ramach programu wspierania reform strukturalnych i czy projekty te przyniosły wartość dodaną i doprowadziły do pozytywnych rezultatów w państwach członkowskich.

¹⁹ Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 16/2020, pkt 49–50.

²⁰ Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 16/2020, ramka 5.

²¹ Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 16/2020, pkt 51 i 63 oraz zalecenie 4.

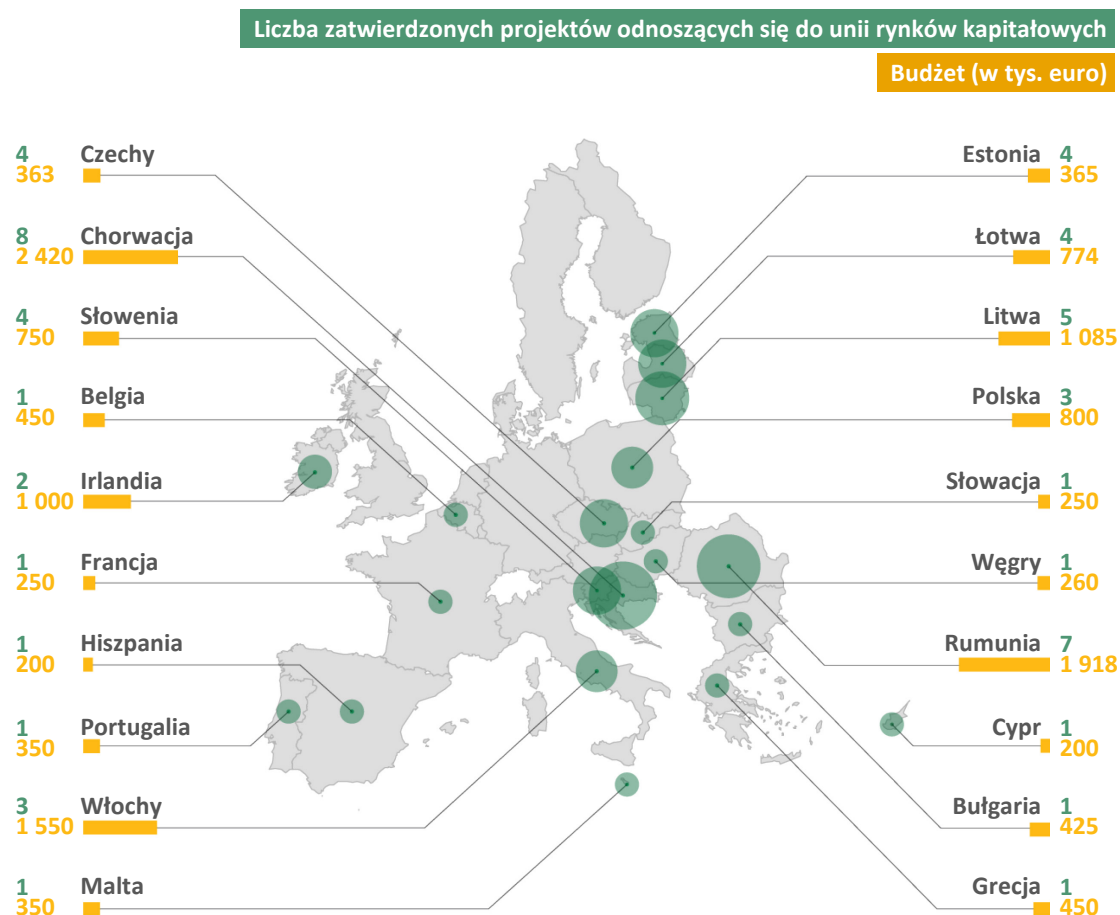
67 W planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych Komisja zobowiązała się, że do III kwartału 2016 r. opracuje strategię na rzecz zapewnienia państwom członkowskim wsparcia technicznego w celu wzmocnienia zdolności rynków kapitałowych, co miało stanowić środek uzupełniający względem kompleksowej strategii UE dotyczącej rozwoju lokalnych i regionalnych rynków kapitałowych (zob. pkt 57). We wrześniu 2016 r., kiedy trwały prace nad przyjęciem rozporządzenia w sprawie programu wspierania reform strukturalnych, Komisja poinformowała, że będzie w stanie zapewnić wsparcie techniczne i że podejmie współpracę z państwami członkowskimi w celu określenia obszarów priorytetowych. Nie opublikowała jednak żadnego dokumentu strategicznego.

68 Wsparcie w ramach programu wspierania reform strukturalnych udzielane jest na podstawie zgłaszanego zapotrzebowania i nie wymaga współfinansowania ze strony państw członkowskich. Obejmuje ono cały cykl wdrażania projektu – od przygotowania i opracowania po jego realizację. W latach 2016–2019 w ramach programu wspierania reform strukturalnych i jego działań przygotowawczych w 20 państwach członkowskich sfinansowano 54 projekty istotne w kontekście unii rynków kapitałowych o łącznym budżecie 14,31 mln euro.

69 Jeśli chodzi o argumentację przedstawioną przez organy krajowe ubiegające się o wsparcie techniczne, we wszystkich 10 wnioskach z próby przeanalizowanej przez Trybunał była mowa o wdrożeniu unii rynków kapitałowych jako priorytecie Unii. W połowie przypadków (pięć wniosków) organy twierdziły, że wniosek jest zgodny z ich własnym programem reform. Tylko jedno państwo członkowskie w próbie (Litwa) otrzymało zalecenie dotyczące unii rynków kapitałowych i zalecenie to przytoczono we wniosku dotyczącym projektu jako istotną okoliczność. Dwa inne państwa członkowskie (Bułgaria i Włochy) otrzymały bardziej ogólne zalecenia dla poszczególnych krajów (dotyczące niewypłacalności i nadzoru), ale w odnośnych wnioskach nie nawiązano do tych zaleceń.

70 Liczbę zatwierdzonych projektów i ich budżet w podziale na poszczególne państwa członkowskie przedstawiono na [rys. 7](#). Z rysunku tego wynika, że istnieją znaczne różnice w gronie państw o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych (np. między Chorwacją i Rumunią a Bułgarią, Węgrami i Słowacją).

Rys. 7 – Liczba zatwierdzonych projektów istotnych w kontekście unii rynków kapitałowych i ich budżet w podziale na państwa członkowskie (lata 2016–2019)



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie danych Służby ds. Wspierania Reform Strukturalnych.

71 W dziewięciu państwach członkowskich Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych udzieliła wsparcia na rzecz więcej niż jednego projektu dotyczącego unii rynków kapitałowych. Trybunał stwierdził jednak, że sześć państw członkowskich (Słowacja, Bułgaria, Węgry, Grecja, Cypr i Austria) o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych nie zrealizowało żadnego projektu istotnego w kontekście unii rynków kapitałowych bądź zrealizowało tylko jeden taki projekt. Trzy z nich złożyły niewielką liczbę wniosków (Słowacja i Bułgaria po jednym) albo nie złożyły żadnego (Austria).

72 Chociaż formalnie logika interwencji programu wspierania reform strukturalnych nie była ukierunkowana na konkretne potrzeby rynków kapitałowych UE, w każdym ze wspomnianych projektów uwzględniono cele unii rynków kapitałowych. Ponadto w wybranych projektach wyraźnie wykazano związek z potrzebami stwierdzonymi na poziomie krajowym. Uwzględniono w nich również większość operacyjnych

priorytetów politycznych określonych w ramach inicjatywy wiedeńskiej z 2018 r.²² Trybunał zwrócił uwagę, że w grupie państw z Europy Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej wybrano tylko jeden (Czechy) z sześciu wniosków dotyczących edukacji finansowej, które to zagadnienie ma kluczowe znaczenie w przypadku słabiej rozwiniętych rynków kapitałowych (zob. pkt 82). Pozostałe projekty odrzucono częściowo ze względu na niewystarczający stopień zaawansowania.

73 Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych zamierzała przyjąć podejście trzyletne (krok po kroku) przy podejmowaniu kolejnych interwencji. Obejmowało ono w pierwszej kolejności kompleksową analizę aktualnego stanu rozwoju rynku kapitałowego, następnie pomoc w poprawie dostępu do infrastruktury rynkowej i wreszcie wsparcie wysiłków na rzecz pogłębienia rynku kapitałowego i poszerzenia dostępu do niego. W tym celu wskazała ona siedem szeroko zakrojonych obszarów i 26 rodzajów projektów istotnych w kontekście unii rynków kapitałowych, na rzecz których można udzielać wsparcia²³. Dokument, w którym przedstawiono to podejście, został przekazany wybranym państwom członkowskim, w których przeprowadzono kontrole, w latach 2017 i 2018.

74 W sześciu z 13 państw członkowskich o stosunkowo słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych (Litwa, Słowenia, Słowacja, Węgry, Grecja i Cypr) Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych nie kierowała się ściśle tym podejściem, co jednak nie oznacza, że wybrane projekty nie były istotne bądź że nie sprzyjały rozwojowi rynków kapitałowych. Chociaż w przypadku tych państw członkowskich nie opracowano analizy rynków kapitałowych ani odnośnej strategii, Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych zatwierdziła przedłożone przez te państwa projekty, które dotyczyły konkretnych sektorów ich rynków kapitałowych.

75 Do marca 2020 r. przedłożono tylko dwa wnioski obejmujące wiele państw członkowskich – w obu przypadkach zostały one złożone przez Estonię, Łotwę i Litwę (zob. ramka 1). Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych zatwierdziła te wnioski. Pomimo istotnych wyzwań wiążących się z koordynacją takich projektów we wszystkich zaangażowanych państwach członkowskich potencjalne rezultaty i oddziaływanie na region mogą być znaczące.

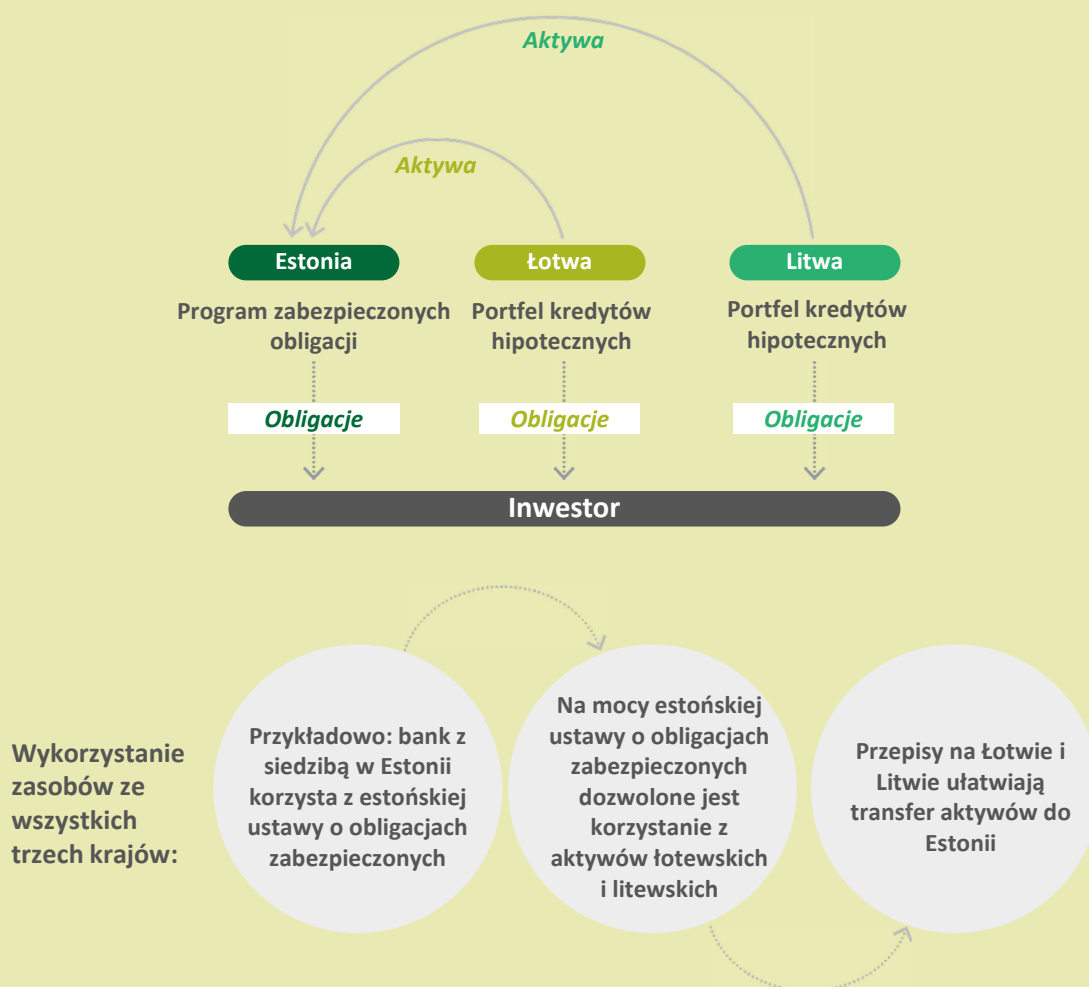
²² Sprawozdanie grupy roboczej Inicjatywy Wiedeńskiej ds. rynków kapitałowych, s. 67.

²³ Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych, Komisja Europejska: „Technical assistance in the area of Capital Markets Union”, wersja pierwsza, kwiecień 2017 r.

Ramka 1

Obligacje zabezpieczone – reformy prawne i regulacyjne

Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych (obecnie DG REFORM) wraz z EBOR wspiera państwa bałtyckie poprzez wprowadzenie uregulowań dotyczących panbałtyckich obligacji zabezpieczonych, przyczyniając się tym samym do stworzenia dobrze funkcjonujących i większych rynków kapitałowych w regionie, stwarzając możliwości finansowania długoterminowego dla banków oraz zwiększając poziom akcji kredytowej na rzecz gospodarek. Przewiduje się, że każde państwo bałtyckie będzie miało własną ustawę o obligacjach zabezpieczonych i przepisy wtórne, a emisja panbałtyckich obligacji zabezpieczonych będzie prowadzona na podstawie ogólnych uregulowań. W Estonii parlament przyjął ustawę o obligacjach zabezpieczonych w lutym 2019 r., lecz konieczne jest wprowadzenie w niej dalszych zmian, tak aby w pełni uwzględnić aspekt panbałtycki i dostosować ją do pakietu ustawodawczego UE dotyczącego obligacji zabezpieczonych. Na poniższym wykresie przedstawiono sposób funkcjonowania uregulowań dotyczących obligacji zabezpieczonych.



Źródło: EBOR.

76 Jeśli chodzi o terminowe osiągnięcie celów pośrednich i ich przestrzeganie, Trybunał stwierdził w swojej próbie szereg niedociągnięć na poziomie projektów. W niemal wszystkich tych projektach etapy zawarcia umowy i wdrażania trwały dłużej, niż początkowo zakładano, a ponadto wystąpiły opóźnienia w osiągnięciu ostatecznych rezultatów działań względem pierwotnego harmonogramu określonego w analizie Służby ds. Wspierania Reform Strukturalnych. Ukończenie pięciu projektów od momentu przedłożenia wniosków zajęło (lub ma zająć) ogółem dużo czasu (30–40 miesięcy), co wynika głównie z wyżej wspomnianych opóźnień.

77 Jeśli chodzi o osiągnięte rezultaty, nie można jeszcze sformułować ustaleń w tym zakresie, ponieważ w momencie zakończenia kontroli większość projektów była wciąż w trakcie realizacji. Podobnie w ankiecie przeprowadzonej przez Trybunał większość organów państw członkowskich (57%) nie wypowiedziała się na temat znaczenia udzielonego im wsparcia technicznego, ponieważ ich zdaniem potrzeba więcej czasu na dokonanie rzetelnej oceny. Niemniej Trybunał zwrócił uwagę, że w obrębie przeanalizowanej próby dotychczasowe rezultaty były mieszane. W przypadku połowy z ośmiu ukończonych projektów: (i) nie wszystkie zalecenia, które pierwotnie zaproponował wykonawca, zostały ostatecznie uwzględnione w sprawozdaniu końcowym lub rozważone przez organy krajowe pod kątem ich ewentualnego wdrożenia; (ii) ogólny poziom realizacji zaleceń przedstawionych w badaniach jest dość niski.

78 Zgodnie z wymogami rozporządzenia w sprawie programu wspierania reform strukturalnych Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych monitoruje wyniki wsparcia technicznego, którego udziela. W ramach tego monitorowania Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych wysyła dwa kwestionariusze do organów będących beneficjentami. Uczestnicy rynku, którzy nie biorą udziału w realizacji projektów, nie są proszeni o wypełnienie kwestionariusza, chociaż byłoby w stanie udzielić niezależnych, praktycznych i bardziej kompleksowych informacji zwrotnych.

Komisja podjęła pewne działania w ramach swoich kompetencji, ale nie zlikwidowała w pełni kluczowych barier transgranicznych

79 Na inwestycje transgraniczne negatywnie wpływa fragmentacja rynku europejskiego wzdłuż granic państwowych. O braku integracji rynku świadczy niski odsetek aktywów posiadanych przez fundusze zbiorowego inwestowania (UCITS i AFI), które są zarejestrowane do celów sprzedaży w więcej niż trzech państwach. Z danych statystycznych wynika, że chociaż rynek funduszy zbiorowego inwestowania w Europie

powiększył się, działalność rynkowa koncentruje się w kilku krajach²⁴. Według stanu na czerwiec 2017 r. około 70% wszystkich zarządzanych aktywów znajdowało się w posiadaniu funduszy inwestycyjnych, które są zarejestrowane do celów sprzedaży wyłącznie na swoich rynkach krajowych²⁵.

80 W sprawozdaniu z 24 marca 2017 r.²⁶ Komisja i państwa członkowskie zidentyfikowały trzy rodzaje barier, które utrudniają transgraniczne przepływy kapitałowe na różnych etapach cyklu życia inwestycji. W następstwie tego sprawozdania opracowano wspólny plan możliwych działań, obejmujący tylko te bariery, którymi państwa członkowskie były skłonne się zająć. W ramach planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych Komisja powołała w 2016 r. grupę ekspertów – Europejskie Forum Rynku Posttransakcyjnego (EPTF) – mającą przeprowadzić szeroko zakrojony przegląd postępów poczynionych w dziedzinie obsługi posttransakcyjnej papierów wartościowych i usuwania barier wskazanych w raporcie Giovanniniego²⁷ (niedoskonałości w transgranicznych systemach rozliczeń i rozrachunku zidentyfikowane w 2001 i 2003 r.). Niektóre z barier, na które uwagę zwróciła Komisja i państwa członkowskie, EPTF wskazało również w późniejszym sprawozdaniu z 15 maja 2017 r.²⁸ Z obu tych sprawozdań wynika, że wielu barier utrudniających transgraniczne przepływy kapitałowe nie udało się zlikwidować od dziesięcioleci.

81 Na podstawie wspomnianych wyżej dwóch sprawozdań Komisja zaproponowała środki ustawodawcze i nieustawodawcze mające zniwelować bariery dla transgranicznych przepływów kapitałowych. Trybunał skontrolował wdrożone środki w ramach unii rynków kapitałowych odnoszące się do wiedzy finansowej inwestorów, w szczególności MŚP, a także prawa dotyczącego niewypłacalności i podatku u źródła (zob. [rys. 8](#)).

²⁴ Zob. na przykład kwartalne zestawienie statystyczne EFAMA nr 76 z marca 2019 r., roczne sprawozdanie statystyczne ESMA z 2020 r. oraz ALFI, Global Fund Distribution 2019.

²⁵ COM(2018) 92 final.

²⁶ COM(2017) 147 final.

²⁷ Grupa Giovanniniego (listopad 2001 r.), „Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union”.

²⁸ COM(2015) 468 final.

Rys. 8 – Działania podjęte w celu usunięcia barier dla inwestycji transgranicznych

Edukacja finansowa



- Dokument roboczy na temat wiedzy finansowej przygotowany przez podgrupę 18 państw członkowskich pod przewodnictwem Chorwacji

Prawo dotyczące niewypłacalności



- Dyrektywa w sprawie restrukturyzacji zapobiegawczej i innych szans
- Wniosek dotyczący rozporządzenia w sprawie prawa właściwego dla skutków przelewu wierzytelności wobec osób trzecich
- Komunikat w sprawie prawa właściwego dla skutków rozporządzających transakcji w obrocie papierami wartościowymi

Podatek u źródła



- Kodeks postępowania w zakresie podatku u źródła
- Działania następcze w zakresie monitorowania i warsztaty z państwami członkowskimi

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

Komisja mogła zrobić więcej, by promować wiedzę finansową wśród MŚP

82 W badaniach OECD dotyczących wiedzy finansowej potwierdzono, że poziom tej wiedzy mierzony pod kątem znajomości zagadnień, zachowań i postaw finansowych jest nadal niejednorodny w całej UE. Badania te wykazały również, że płeć, wiek, umiejętności cyfrowe i odporność finansowa mają znaczenie w kontekście wiedzy finansowej²⁹. Wspomniany wyżej zróżnicowany poziom wiedzy finansowej można również zaobserwować wśród MŚP. W przeprowadzonym przez Komisję i Europejski Bank Centralny badaniu SAFE³⁰ wykazano, że większość menedżerów małych przedsiębiorstw nie czuje się dobrze przygotowana, by prowadzić rozmowy na temat finansów nie z bankami, a z przedstawicielami funduszy kapitałowych i funduszy *venture capital*. Tendencja ta wydaje się wyraźniej zarysowana w Europie Środkowo-Wschodniej w porównaniu z resztą UE.

²⁹ OECD/INFE (2020), *International Survey of Adult Financial Literacy*.

³⁰ Inicjatywa Wiedeńska (12 marca 2018 r.) – Sprawozdanie grupy roboczej ds. rynków kapitałowych <http://vienna-initiative.com/resources/themes/vienna/wp-content/uploads/2018/03/VI-CMU-Working-Group-Final-Report-March-2018.pdf>.

83 Chociaż w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych nie zawarto konkretnego zobowiązania do zajęcia się kwestią wiedzy finansowej, Komisja i państwa członkowskie uznały niewystarczający poziom takiej wiedzy za barierę zniechęcającą inwestorów do utrzymywania lub zwiększania ekspozycji transgranicznej. We wspólnym planie działań zobowiązały się one w związku z tym do „rozpoczęci[a] wymiany sprawdzonych rozwiązań w zakresie programów zwiększania wiedzy finansowej, przy uwzględnieniu wymiaru transgranicznego”.

84 Zgodnie z tym zobowiązaniem podgrupa 18 państw członkowskich pod przewodnictwem Chorwacji podjęła się tego zadania i w 2018 r. opracowała dokument roboczy, który został zatwierdzony przez wspólną grupę ekspertów Komisji i państw członkowskich ds. barier w zakresie swobodnego przepływu kapitału. W dokumencie tym zaleca się między innymi, aby państwa członkowskie dokonały pomiaru poziomu wiedzy finansowej oraz wdrożyły oparte na dowodach i przystępne programy edukacji finansowej. Podkreślono w nim również, że brakuje inicjatyw dotyczących wiedzy finansowej wśród MŚP w wymiarze transgranicznym i że problem ten trudno rozwiązać, ponieważ pozostaje wiele do zrobienia na szczeblu krajowym. Niektóre państwa członkowskie wezwały UE, by zajęła się tą istotną kwestią.

85 W dziedzinie edukacji finansowej podstawowe kompetencje leżą po stronie państw członkowskich. W zaleceniach przedstawionych w dokumencie roboczym nie rozstrzygnięto, w jaki sposób UE powinna wykonywać swoje kompetencje w zakresie wspierania państw członkowskich w rozwijaniu wiedzy finansowej, w tym wśród MŚP. Komisja nie podjęła jeszcze decyzji co do możliwych kierunków przyszłych działań. W przeprowadzonej przez Trybunał ankiecie skierowanej do organów publicznych 73% respondentów było zdania, że Komisja, wraz z państwami członkowskimi, powinna była zaproponować i sfinansować konkretne działania w ramach inicjatywy dotyczącej unii rynków kapitałowych, tak by zwiększyć wiedzę finansową wśród inwestorów detalicznych i przedsiębiorców. Jednocześnie jednak zabrakło wsparcia ze strony państw członkowskich, dlatego w 2018 r. wstrzymano prace grupy ekspertów ds. barier w zakresie swobodnego przepływu kapitału³¹.

86 Trybunał zauważa, że w dokumencie roboczym grupy ekspertów w sprawie wiedzy finansowej nie przedstawiono systematycznych rozważań co do tego, w jaki sposób istniejące unijne programy i platformy finansowania, w tym Europejska Sieć Przedsiębiorczości i Europejskie Centrum Doradztwa Inwestycyjnego, są już wykorzystywane do wspierania rozwoju wiedzy finansowej i jak można by je

³¹ Protokół posiedzenia Komitetu ds. Usług Finansowych z 3 maja 2018 r.

skuteczniej wykorzystywać w tym celu. Na przykład Europejska Sieć Przedsiębiorczości uruchomiona przez Komisję w 2008 r. ma na celu wspieranie innowacji i międzynarodowego rozwoju przedsiębiorstw, między innymi poprzez doradztwo w zakresie finansów i finansowania. Podobnie usługi dostępne za pośrednictwem Europejskiego Centrum Doradztwa Inwestycyjnego obejmują doradztwo finansowe w celu ułatwienia przedsiębiorstwom dostępu do odpowiednich źródeł finansowania³².

Jest mało prawdopodobne, by działania Komisji doprowadziły do istotnego ujednolicenia w dziedzinie postępowań upadłościowych

87 Silne i efektywne ramy prawne dotyczące niewypłacalności sprzyjają transgranicznym transakcjom na rynku kapitałowym. Zgodnie z planem działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych nieefektywność i rozbieżność przepisów prawa upadłościowego utrudnia inwestorom ocenę ryzyka kredytowego, zwłaszcza w przypadku inwestycji transgranicznych. Zdaniem Komisji ujednolicenie postępowania upadłościowego i restrukturyzacyjnego zapewniłoby większą pewność prawa dla inwestorów transgranicznych i tym samym zachęcałoby do większej działalności transgranicznej.

88 Zgodnie z zapowiedziami w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych i jego śródkresowym przeglądzie Komisja zaproponowała dwie inicjatywy ustawodawcze i jeden środek nieustawodawczy dotyczące kwestii niewypłacalności.

- W dyrektywie w sprawie wczesnej restrukturyzacji przedsiębiorstw i innych szans³³ ustanowiono przede wszystkim minimalne standardy w odniesieniu do postępowań dotyczących restrukturyzacji rentownych przedsiębiorstw, zanim staną się niewypłacalne, oraz postępowań prowadzących do umorzenia długów.
- Wniosek dotyczący rozporządzenia w sprawie prawa właściwego dla skutków przelewu wierzytelności wobec osób trzecich³⁴ ma na celu wprowadzenie

³² <https://eiah.eib.org/about/index>

³³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1023 z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ram restrukturyzacji zapobiegawczej, umorzenia długów i zakazów prowadzenia działalności oraz w sprawie środków zwiększających skuteczność postępowań dotyczących restrukturyzacji, niewypłacalności i umorzenia długów, a także zmieniająca dyrektywę (UE) 2017/1132 (dyrektywa o restrukturyzacji i upadłości) (Dz.U. L 172 z 26.6.2019).

³⁴ COM(2018) 96 final.

jednolitych przepisów kolizyjnych, które wyjaśniałyby, jakich praw muszą przestrzegać nabywcy, aby nabyć tytuł prawny do przenoszonych wierzytelności.

- W komunikacie³⁵ w sprawie prawa właściwego dla skutków rozporządzających transakcji w obrocie papierami wartościowymi wyjaśniono, że istnieją różne sposoby ustalania, gdzie „jest zlokalizowany/umiejscowiony” lub „znajduje się” rachunek papierów wartościowych oraz że wszystkie definicje są jednakowo ważne przy ustalaniu, które przepisy kolizyjne mają zastosowanie w przypadku niewypłacalności lub innego sporu.

89 Chociaż oba te akty ustawodawcze oczekują jeszcze na zatwierdzenie przez Radę lub transpozycję do prawa krajowego, żaden z nich nie doprowadzi do znacznego ujednolicenia postępowań upadłościowych, ponieważ w dużej mierze dotyczą one kwestii, z którymi borykają się uczestnicy rynku przed wszczęciem postępowania upadłościowego, takich jak restrukturyzacja rentownych przedsiębiorstw i wyjaśnienie, komu przysługują prawa własności. Zapewniają one również wsparcie uczestnikom rynku w odniesieniu do konsekwencji wynikających z niewypłacalności, takich jak nawis długu czy trudności w rozpoczęciu nowego przedsięwzięcia gospodarczego. Chociaż ujednolicenie postępowań upadłościowych nie jest jednym z głównych celów unii rynków kapitałowych, Komisja wyraziła zamiar wspierania takiego ujednolicenia w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych³⁶.

90 Jak dotąd Komisja powstrzymywała się od podejmowania dalszych działań w zakresie harmonizacji podstawowych elementów postępowań upadłościowych. Wynika to z faktu, że główne prawo dotyczące niewypłacalności pozostaje w wyłącznej kompetencji państw członkowskich, a rola UE ogranicza się do rozwijania współpracy sądowej w sprawach cywilnych mających skutki transgraniczne. Z wywiadów z Komisją wynika, że w trakcie negocjacji w Radzie w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy o restrukturyzacji i upadłości, a także już na wstępnych spotkaniach z państwami członkowskimi poprzedzających faktyczne przyjęcie wniosku wyraźnie widoczna była niechęć państw członkowskich do zajęcia się podstawowymi obszarami prawa dotyczącego niewypłacalności.

91 Tymczasem analiza porównawcza w zakresie głównego prawa dotyczącego niewypłacalności w UE³⁷, zlecona w 2016 r. przez Komisję, wykazała, że możliwa jest harmonizacja pewnych aspektów postępowania upadłościowego. Z jednej strony

³⁵ COM(2018) 89 final.

³⁶ COM(2015) 468 final, s. 30.

³⁷ Publikacja UE pt. „Study on a new approach to business failure and insolvency”, 2016.

w analizie wykazano, że istnieją ogromne różnice w krajowych ramach prawnych dotyczących niewypłacalności, które utrudniają wypracowanie wspólnego podejścia do kwestii harmonizacji. Z drugiej strony w analizie zwrócono uwagę na kwestie, które prawodawca UE powinien rozważyć jako warte pogłębienia, w tym kwalifikacje i szkolenie zarządców, kolejność zaspokajania wierzycieli i porządek pierwszeństwa, uznanie czynności za bezskuteczną i restrukturyzacja długu oraz kwestie proceduralne związane z formalnymi postępowaniami upadłościowymi.

92 Wyniki przeprowadzonej przez Trybunał ankiety wśród organów publicznych pokazują, że ponad 50% respondentów uważa, że Komisja powinna priorytetowo potraktować znalezienie płaszczyzny porozumienia, w szczególności w zakresie: a) warunków wszczynania postępowań upadłościowych, b) definicji niewypłacalności oraz c) kolejności zaspokajania wierzycieli w postępowaniach upadłościowych (zob. [rys. 9](#)). Według wskazania 23% respondentów Komisja powinna ustanowić wspólne podstawy w przypadku spraw o stwierdzenie bezskuteczności czynności prawnej.

Rys. 9 – Pytanie z ankiety Trybunału dotyczącej harmonizacji prawa w zakresie niewypłacalności

Aby ustanowić wspólne podstawy do ujednolicenia zasad postępowania w przypadku niewypłacalności, Komisja Europejska powinna dążyć do zharmonizowania następujących kluczowych aspektów:



„Fragmentaryczność różnych krajowych przepisów dotyczących niewypłacalności i papierów wartościowych skutkuje niepewnością prawa i generuje koszty transakcyjne, co zniechęca do inwestowania na unijnym rynku kapitałowym. Przyjęcie bardziej całościowego podejścia mającego na celu większą harmonizację przepisów krajowych w tych obszarach byłoby użyteczne i możliwe do wykonania (przynajmniej na zasadzie dobrowolności)”.

„Ujednolicenie przepisów dotyczących niewypłacalności na szczeblu unijnym to trudne zadanie, ponieważ różnią się one w istotnym stopniu w poszczególnych państwach członkowskich. Trudności te wynikają w szczególności z tego, że przepisy te są powiązane z innymi obszarami prawa krajowego (np. prawem handlowym, prawem pracy i ubezpieczeń społecznych czy prawem podatkowym), które nie są w pełni zharmonizowane na szczeblu UE. W pierwszej kolejności Komisja powinna zatem skupić się na zharmonizowaniu warunków wszczynania postępowań upadłościowych”.

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

Komisja wydała rzetelnie opracowany kodeks postępowania w sprawie podatku u źródła, ale nie ma on mocy wiążącej

93 Podatek u źródła to podatek bezpośredni pobierany od dochodu pasywnego, w tym odsetek, dywidend, należności licencyjnych i zysków kapitałowych. Podatek jest pobierany u źródła przez rezydenta lub państwo źródła, bądź przez oba te podmioty, a inwestor musi złożyć wniosek w sprawie odzyskania podatku lub uzyskania zwrotu nadpłaconego podatku. W sprawozdaniu dotyczącym barier transgranicznych (zob. pkt 80) Komisja i państwa członkowskie uznały dyskryminujące i uciążliwe procedury wnioskowania o ulgę w podatku u źródła za przeszkodę utrudniającą inwestycje transgraniczne. Podobnie Europejskie Forum Rynku Posttransakcyjnego zasygnalizowało, że nieefektywne procedury poboru podatku u źródła powinny stać się

priorytetowo przedmiotem działań mających na celu poprawę otoczenia systemów rozliczania i rozrachunku transakcji w UE³⁸.

94 Aby odnieść się do tych kwestii, 11 grudnia 2017 r. Komisja opublikowała kodeks postępowania w sprawie podatku u źródła. W kodeksie zaleca się głównie, by rządy podjęły kroki w celu wdrożenia uproszczonych procedur zwrotu podatku, w tym znormalizowanego i zharmonizowanego systemu udzielania ulg w podatku u źródła, tak aby zapewnić ustanowienie i bezpośrednie stosowanie uprawnień i zwolnień wynikających z umów podatkowych. Kodeks nie ma jednak charakteru wiążącego i w wielu miejscach nie zawiera wystarczająco stanowczych zapisów, na przykład w zakresie terminów, jakich organy podatkowe w państwach członkowskich powinny przestrzegać przy rozpatrywaniu wniosków o zwrot podatku.

95 Komisja aktywnie promowała wprowadzenie uproszczenia procedur w zakresie podatku u źródła w UE, ale do tej pory nie zaproponowała rozwiązań wykraczających poza niewiążący kodeks postępowania, ponieważ wiązałoby się to ze zbyt poważnymi przeszkodami natury prawnej i politycznej. W szczególności, w świetle trudnych dyskusji na poziomie międzynarodowym, nie zaproponowała ona dyrektywy na podstawie art. 115 TFUE, gdyż wymagałoby to:

- wykazania przez Komisję, że brak działania z jej strony bezpośrednio wpływa na właściwe funkcjonowanie rynku wewnętrznego;
- jednomyślności w Radzie i specjalnej procedury ustawodawczej.

96 Komisja już od 1975 r. podejmowała wysiłki w celu znalezienia wspólnego rozwiązania w zakresie podatku u źródła od dywidend na podstawie art. 115 TFUE. Nie przyniosły one jednak jak dotąd żadnych rezultatów. Niedawno większość państw członkowskich odrzuciła komunikat Komisji, w którym zaproponowano stopniowe przechodzenie na system głosowania większością kwalifikowaną w dziedzinie opodatkowania³⁹.

97 Zamiast tego Komisja monitorowała wdrażanie kodeksu postępowania za pomocą kwestionariusza i warsztatów z udziałem państw członkowskich. W obu przypadkach zwrócono uwagę między innymi na następujące obszary wymagające dalszej poprawy:

³⁸ Sprawozdanie Europejskiego Forum Rynku Posttransakcyjnego, 15 maja 2017 r.

³⁹ COM(2019) 8 final „W kierunku skuteczniejszego i bardziej demokratycznego procesu podejmowania decyzji w dziedzinie polityki podatkowej UE” – 15 stycznia 2019 r.

- cyfryzacja procesu składania wniosków o zwrot podatku,
- wprowadzenie możliwości przyjmowania alternatywnych dowodów na poświadczenie rezydencji podatkowej.

98 Ponadto w ramach szczytu UE poświęconego administracji podatkowej organy podatkowe państw członkowskich uzgodniły w maju 2020 r., że Komisja przeprowadzi odrębne prace w celu przeanalizowania możliwości podjęcia inicjatyw ustawodawczych i nieustawodawczych z myślą o rozwiązaniu bieżących problemów w procedurach dotyczących podatku u źródła, w tym potencjalnego systemu udzielania ulg podatkowych.

99 15 lipca 2020 r. Komisja opublikowała plan działania na rzecz sprawiedliwego i prostego opodatkowania⁴⁰. Ponieważ mimo przyjęcia kodeksu postępowania w sprawie podatku u źródła nadal występują bariery podatkowe dla inwestycji transgranicznych, Komisja zapowiedziała, że przedstawi wniosek dotyczący inicjatywy ustawodawczej w sprawie wprowadzenia wspólnego i znormalizowanego ogólnounijnego systemu ulg w podatku u źródła, któremu towarzyszyć będzie mechanizm wymiany informacji i współpracy między organami administracji podatkowej. W 2022 r. Komisja zamierza opracować ocenę skutków, która może doprowadzić do przedstawienia wniosku Komisji dotyczącego dyrektywy Rady wprowadzającej system ulg w podatku u źródła.

Na potrzeby unii rynków kapitałowych nie ustanowiono przekonujących ram wykonania

100 Trybunał zbadał, czy Komisja:

- a) określiła szczegółowe, mierzalne, osiągalne, rozsądne i określone w czasie cele oraz nadała odpowiedni priorytet działaniom;
- b) w jasny sposób informowała opinię publiczną o unii rynków kapitałowych;
- c) ustanowiła kompleksowy system monitorowania.

⁴⁰ COM(2020) 312 final.

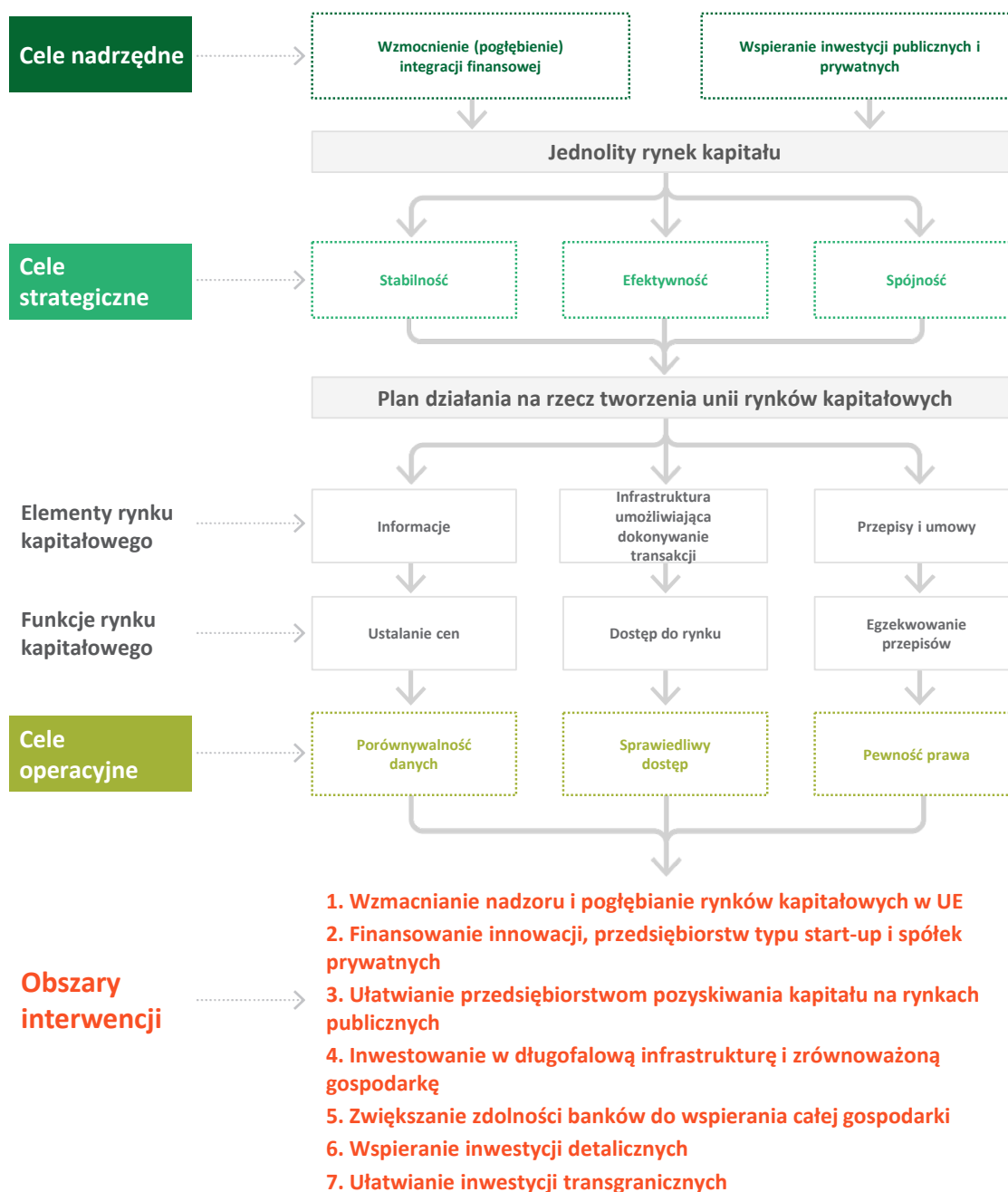
Cele unii rynków kapitałowych nie były do końca jasne, a priorytety zostały określone z opóźnieniem

101 Planowi działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych i jego przeglądowni śródkresowemu towarzyszyła szczegółowa analiza ekonomiczna. Jeśli chodzi o konsultacje na temat zielonej księgi Komisji z 2015 r. w sprawie unii rynków kapitałowych i jej aktualizacji w 2017 r., Komisja dobrze zorganizowała ten proces i prawidłowo poinformowała o jego wynikach, co zostało potwierdzone w ankiecie Trybunału. Unia rynków kapitałowych wzbudziła zainteresowanie respondentów przede wszystkim w sektorze finansowym i w czterech dużych państwach członkowskich. Mniejsze zainteresowanie zaobserwowano ze strony innych przedsiębiorstw/MŚP oraz państw członkowskich o mniej rozwiniętych rynkach kapitałowych.

102 Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych opiera się na trzech poziomach celów: dwóch nadrzędnych, trzech strategicznych i trzech operacyjnych. W ramach celów operacyjnych plan podzielono na siedem obszarów interwencji, które z kolei zostały podzielone na 25 celów szczegółowych. Cele szczegółowe są realizowane za pomocą łącznie 71 działań. Tę logikę interwencji (tj. drzewo celów – zob. [rys. 10](#)) przedstawiono w ujęciu ogólnym jedynie w przeglądzie śródkresowym. Powiązania między czterema skontrolowanymi obszarami interwencji, ich wielorakimi celami szczegółowymi, działaniami leżącymi u ich podstaw oraz ich wzajemnymi oddziaływaniami nie zostały wyjaśnione w żadnym z dokumentów Komisji, chociaż jest to wymagane w ramach lepszego stanowienia prawa⁴¹.

⁴¹ Narzędzie nr 16 pn. „How to set objectives” w ramach zestawu narzędzi lepszego stanowienia prawa.

Rys. 10 – Hierarchia celów w planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych



Źródło: Komisja Europejska.

103 Ustalenie priorytetów i kolejności działań na samym początku realizacji miałyby duże znaczenie dla projektu, ponieważ zarówno plan działania, jak i przegląd śródkresowy obejmowały dużą liczbę działań. Były to działania o różnym znaczeniu: niektóre z nich miały charakter przygotowawczy, administracyjny lub monitorujący, inne zaś dotyczyły wniosków ustawodawczych lub innych środków nieustawodawczych i w zamierzeniu miały charakter strategiczny. Komisja nie wskazała jednak wyraźnych priorytetów wśród działań przewidzianych w planie działania z 2015 r. Priorytety

wynikały jedynie pośrednio z momentu realizacji poszczególnych działań, co było podyktowane ich wykonalnością i potrzebą przeprowadzenia prac przygotowawczych.

104 Taki stan rzecz wynikał z faktu, że plan działania przygotowano w trybie pilnym i w związku z tym nie przeprowadzono wcześniej żadnej analizy, czy którekolwiek z działań będzie miało większy wpływ niż inne. Dziewięć działań priorytetowych wprowadzono dopiero w przeglądzie śródkresowym z 2017 r. Ankiety i wywiady przeprowadzone przez Trybunał wykazały, że koncepcja projektu utworzenia unii rynków kapitałowych nie była w pełni jasna, a informacje na jego temat trafiły wyłącznie do specjalistów z branży. Co więcej, nawet szczegółowe cele dla poszczególnych obszarów interwencji były niejasne i niemierzalne.

105 Aby uzasadnić cele unii rynków kapitałowych, Komisja wykorzystała w niektórych przypadkach ogólne szacunki (zob. [ramka 2](#)).

Ramka 2

Przykład szacunków dotyczących sekurytyzacji wykorzystanych w ramach unii rynków kapitałowych

Jeśli chodzi o **sekurytyzację**, w 2015 r. Komisja oszacowała, że ożywienie rynku sekurytyzacji w UE-28 wymagałoby 100–150 mld euro, tak aby przywrócić poziom emisji do średniej sprzed kryzysu⁴². Od tego czasu Komisja nie zweryfikowała tego szacunku, podczas gdy w kwietniu 2020 r. uczestnicy rynku uznali go za nieodpowiedni w kontekście obecnych potrzeb UE-27 (np. w świetle spodziewanego wpływu pakietu Bazylea III i mając na względzie cel UE w zakresie zrównoważonego finansowania). Uściślając, stwierdzili oni, że sam cel dla UE-27 należy ustalić na znacznie wyższym poziomie, tj. minimum 235–240 mld euro nowych sekurytyzacji rocznie⁴³.

106 W planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych nie uwzględniono wszystkich działań, które były w trakcie realizacji lub były rozważane przez Komisję, a które odpowiadały celom projektu. Przykładem jest ESAP (zob. pkt [43](#)).

⁴² Zielona księga – Tworzenie unii rynków kapitałowych oraz https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_15_5733.

⁴³ Ian Bell i in., „Relaunching securitisation in the EU in the Eurofi”, Regulatory Update, kwiecień 2020 r., s. 20, 22–24.

Działania w ramach unii rynków kapitałowych nie były w stanie, realistycznie rzecz biorąc, sprostać dużym oczekiwaniom rozbudzonym przez Komisję

107 Uczestnicy rynku odebrali zapowiedź uruchomienia unii rynków kapitałowych i działania informacyjne związane z tym szstandarowym projektem jako istotne zobowiązanie ze strony Komisji do podjęcia kroków o znaczącym pozytywnym oddziaływaniu. Komunikat w sprawie tego projektu rozbudził oczekiwania, które wykraczały poza to, co można było realistycznie osiągnąć za pomocą zaproponowanych w nim środków i w przewidzianych ramach.

108 W planie działania z 2015 r. Komisja za cel przyjęła stworzenie podstaw dobrze funkcjonującej unii rynków kapitałowych do 2019 r. Zależność unijnych przedsiębiorstw od finansowania bankowego i niedociągnięcia w rozwoju rynków kapitałowych UE wynikają jednak z różnych czynników o charakterze strukturalnym, których nie da się złagodzić ani zmienić za pomocą planu działania w ciągu kilku lat. W marcu 2019 r. Komisja ogłosiła jednak w sprawozdaniu z postępu prac, że zrealizowała obietnice w terminie.

109 Niemniej z analiz organów publicznych (Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Europejskiego Banku Centralnego), stowarzyszeń prywatnych (Stowarzyszenia Rynków Finansowych w Europie, Europejskiej Federacji Bankowej), inicjatyw branżowych (Market4Europe) oraz ośrodków analitycznych (Bruegel, Centrum Studiów nad Polityką Europejską, Eurofi) wynika, że unia rynków kapitałowych jest daleka od ukończenia i pozostaje jeszcze wiele do zrobienia. Stwierdzenie to jest poparte ogólnymi wskaźnikami rynkowymi, takimi jak wskaźniki integracji finansowej Europejskiego Banku Centralnego, wskaźnik zadłużenia w stosunku do kredytów bankowych, czy też skład aktywów finansowych gospodarstw domowych. W rzeczywistości wskaźniki te nie uległy znacznym zmianom w porównaniu z okresem poprzedzającym uruchomienie planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych.

110 Opinie respondentów, którzy wzięli udział w ankietach Trybunału, są podzielone co do tego, czy plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych i jego aktualizacja były zbyt ambitne, zbyt mało wymagające czy raczej dobrze przemyślane i zgodne z założonymi celami. Respondenci krytykujący unię rynków kapitałowych jako zbyt ambitną wskazywali przede wszystkim na dużą złożoność, która negatywnie wpłynęła na jej wykonalność. Ponadto twierdzili, że Komisja nie doszacowała czasu potrzebnego na zatwierdzenie przez współprawodawców środków przewidzianych w unii rynków kapitałowych i przeglądzie śródkresowym.

Zainteresowane podmioty, z którymi kontrolerzy Trybunału przeprowadzili wywiady, wielokrotnie podkreślały, że Komisja powinna aktywnie wspierać ambitne założenia unii rynków kapitałowych, ale jednocześnie projekt powinien być na tyle realistyczny i wykonalny, aby możliwe było poczynienie postępów.

111 Wdrożenie kluczowych działań i środków jest uzależnione od innych podmiotów, w szczególności od współprawodawców i państw członkowskich. Jak wskazano powyżej (np. pkt [85](#), [90](#) oraz [96](#)), wsparcie ze strony państw członkowskich ma kluczowe znaczenie w przypadku obszarów, które leżą w kompetencji krajowej. W planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych i przeglądzie śródkresowym Komisja stwierdziła, że nie jest w stanie samodzielnie zbudować unii rynków kapitałowych i że powodzenie tego projektu zależy również od woli politycznej państw członkowskich i od pozytywnego przyjęcia go przez branżę.

112 Jeśli chodzi o środki ustawodawcze, Komisja skoncentrowała się na dość ograniczonym programie legislacyjnym obejmującym 13 inicjatyw (zob. [załącznik VI](#)). W kilku przypadkach Komisja musiała jednak znacznie ograniczyć swoje początkowe ambicje w celu osiągnięcia porozumienia ze współprawodawcami, jak na przykład w przypadku przeglądu europejskich urzędów nadzoru, lub też wykluczyć z zakresu unii rynków kapitałowych kwestie kontrowersyjne politycznie, takie jak utworzenie europejskiego bezpiecznego składnika aktywów.

113 W innych przypadkach, nawet gdy Komisja zasadniczo na czas przedstawiła wnioski ustawodawcze dotyczące środków unii rynków kapitałowych, proces legislacyjny trwał dłużej niż oczekiwano (zob. pkt [46](#)). Podobnie wniosek Komisji dotyczący dyrektywy w sprawie wspólnej skonsolidowanej podstawy opodatkowania osób prawnych, która to kwestia jest istotna do rozwiązania problemu preferencyjnego traktowania finansowania dłużnego względem finansowania kapitałowego, utknął w martwym punkcie w Radzie (zob. pkt [33](#)). Ogólnie rzecz biorąc, do chwili obecnej przyjęto i wprowadzono w życie 12 (z 13) środków legislacyjnych, w większości pod koniec okresu przewidzianego na stworzenie unii rynków kapitałowych. Tylko pięć z tych aktów, które weszły w życie, jest już w pełni lub częściowo stosowanych, natomiast pozostałe siedem ma być stosowanych stopniowo i zacznie obowiązywać od połowy 2022 r. lub nawet później (zob. [załącznik VI](#)).

114 Większość środków nieustawodawczych (tj. badania ekspertów, najlepsze praktyki, konsultacje) była przydatna w budowaniu wiedzy i dzieleniu się nią w odniesieniu do konkretnych segmentów rynku. W niektórych przypadkach doprowadziły one do opracowania wniosku ustawodawczego (np. finansowanie społecznościowe, obligacje zabezpieczone), jednak ze względu na przygotowawczy

i niewiążący charakter nie mogły być źródłem rzeczywistych zmian. Za przykład posłużyć może komunikat Komisji w sprawie prawa właściwego dla skutków rozporządzających transakcji w obrocie papierami wartościowymi, który nie przyniósł znaczącej poprawy w zakresie pewności prawa w porównaniu z zastaną sytuacją.

Komisja nie monitorowała regularnie ogólnych postępów w osiągnięciu celów unii rynków kapitałowych

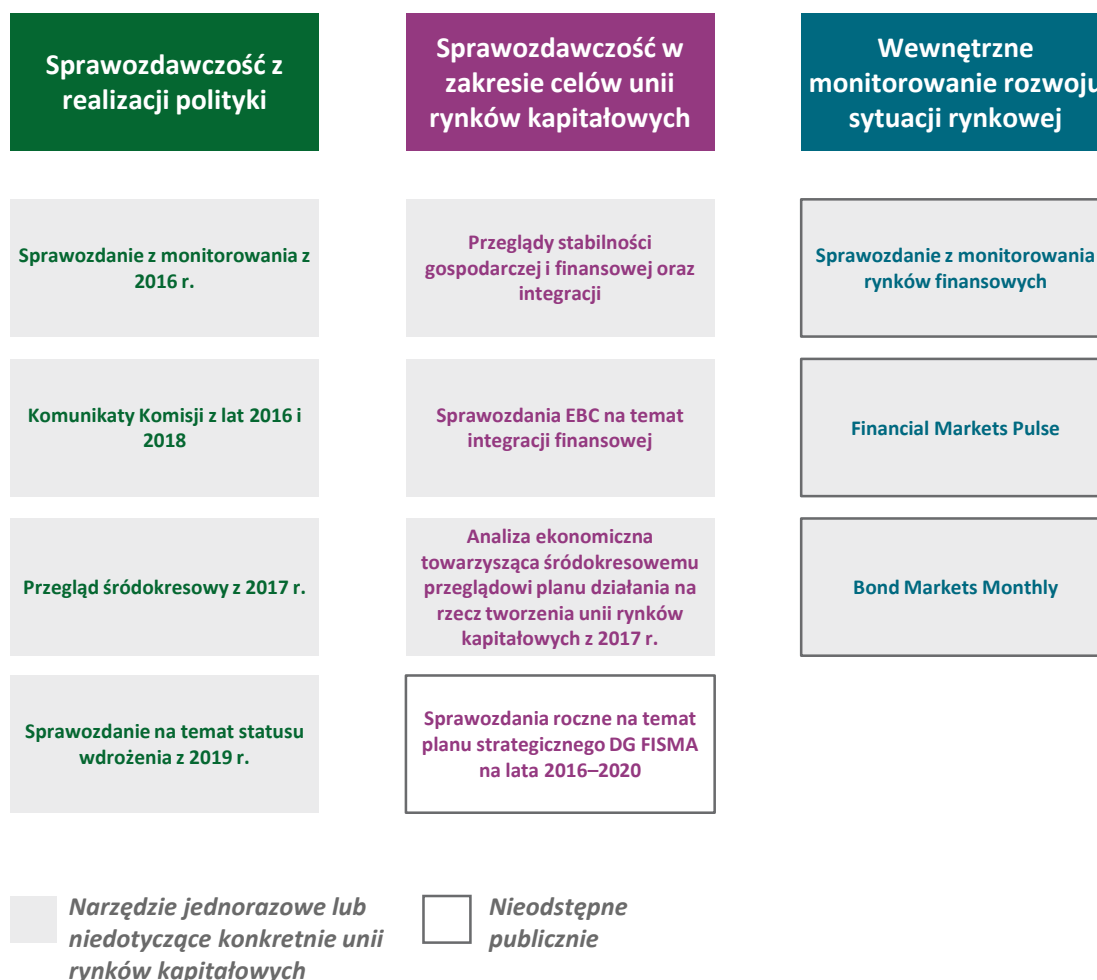
115 Monitorowanie jest konieczne, aby umożliwić decydentom i zainteresowanym podmiotom sprawdzenie, czy realizacja polityki jest „na dobrej drodze”, a także aby zapewniać informacje, które mogą zostać wykorzystane do oceny realizacji celów⁴⁴. Monitorowanie może mieć miejsce na różnych poziomach (tj. na poziomie strategicznym lub na poziomie indywidualnych środków w danym obszarze polityki), na różnym etapie (w momencie rozpoczęcia wdrażania polityki, w trakcie lub po jej wdrożeniu) oraz z różną częstotliwością (rocznie, kwartalnie itp.).

116 Kontrolerzy Trybunału sprawdzili, czy Komisja ustanowiła odpowiednie mechanizmy na potrzeby monitorowania wdrażania unii rynków kapitałowych w ujęciu ogólnym. W tym celu przeanalizowali, czy wybrała ona odpowiednie wskaźniki, by monitorować zmiany w zakresie unii rynków kapitałowych, oraz jakie dane wykorzystywała w sprawozdawczości na ten temat.

117 Jak dotąd Komisja korzystała z szeregu narzędzi (zob. [rys. 11](#)) w celu przeglądu działań w ramach unii rynków kapitałowych i śledzenia zmian zachodzących na rynkach kapitałowych oraz sporządzania odnośnej sprawozdawczości. Żadne z tych narzędzi nie było jednak przeznaczone do regularnego monitorowania ogólnych postępów w siedmiu obszarach interwencji w ramach unii rynków kapitałowych.

⁴⁴ Komisja Europejska, narzędzie nr 41 pn. „Monitoring Arrangements and Indicators” w ramach zestawu narzędzi lepszego stanowienia prawa, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/better-regulation-toolbox-41_en_0.pdf.

Rys. 11 – Sprawozdawczość Komisji na temat unii rynków kapitałowych



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

118 Komisja przystąpiła wprowadzić do analizy zmian na rynku kapitałowym istotnych dla siedmiu obszarów interwencji w ramach unii rynków kapitałowych⁴⁵ w edycji przeglądu stabilności i integracji gospodarczej i finansowej (EFSIR) z 2016 r. – publikacji o charakterze ogólnym wydanej po raz pierwszy w 2007 r. – nie dokonała jednak dalszej aktualizacji tych ram. Ponadto w przypadku wielu kluczowych wskaźników w EFSIR z 2016 r. nie określono poziomów wyjściowych i wartości docelowych.

119 Głównym powodem, dla którego Komisja zdecydowała się przestać korzystać z systemu monitorowania ustanowionego w EFSIR z 2016 r., był fakt, że unia rynków kapitałowych znajdowała się na początkowym etapie tworzenia, kiedy to wiele

⁴⁵ Siódmy obszar interwencji – „wzmocnienie nadzoru” – oddzielono w przeglądzie śródkresowym z 2017 r. od obszaru „ułatwianie inwestowania na poziomie transgranicznym”.

środków było jeszcze przyjmowanych. Ponadto zwykle mija dużo czasu, nim zmiany w strukturach finansowych znajdują odzwierciedlenie w statystykach ilościowych. Kwestie te nie powinny być jednak stanowić przeszkody dla Komisji, by ustanowić mechanizmy monitorowania i rozwijać je z czasem.

120 W 2020 r., tj. pięć lat po rozpoczęciu budowania unii rynków kapitałowych, Komisja na wniosek Rady zleciła przeprowadzenie badania mającego na celu opracowanie zestawu kluczowych wskaźników efektywności na potrzeby monitorowania postępów w zakresie unii rynków kapitałowych. Zgodnie z ofertą wykonawca podjął próbę opracowania logiki interwencji opartej na dowodach. W ramach tego podejścia starał się on ustalić, w jaki sposób zmiany w bardziej bezpośrednich wynikach działań dotyczących unii rynków kapitałowych (np. koszty wejścia na rynek regulowany) wpływają na główne cele unii rynków kapitałowych (np. stosunek finansowania za pomocą instrumentów dłużnych i kapitałowych notowanych na giełdzie do finansowania za pomocą kredytów bankowych w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych).

121 We wstępnej wersji sprawozdania końcowego konsultant zaproponował ponad 50 wskaźników dotyczących czterech obszarów⁴⁶, które mogłyby zostać włączone do zestawu wskaźników, i zalecił, aby Komisja, opracowując zestaw kluczowych wskaźników efektywności, uwzględniła cel, grupę użytkowników, strukturę i utrzymanie. W międzyczasie Komisja poczyniła kroki w celu opracowania dodatkowych wskaźników, na przykład w zakresie integracji rynku, ponieważ prace wykonawcy wykazały, że wiele spośród bardziej bezpośrednich wskaźników wyniku niezbędnych dla logiki interwencji jest albo niedostępnych, albo nieodpowiednich w tym sensie, że przekroczyły one jedną z trzech „czerwonych linii”⁴⁷.

122 Aby podać informacje na temat stopnia osiągnięcia wskaźników, niezbędne są odpowiednie dane. Trybunał zauważa, że dane wymagane do monitorowania postępów w realizacji poszczególnych działań dotyczących unii rynków kapitałowych były niekiedy niedostępne lub nie były dostępne w wystarczającej jakości i na wystarczającym poziomie szczegółowości. Fakt ten może dodatkowo utrudniać pomiar

⁴⁶ Te cztery obszary to: 1) finansowanie przedsiębiorstw na publicznych rynkach akcji i rynkach długu, 2) finansowanie innowacji, przedsiębiorstw typu start-up i spółek prywatnych, 3) wykorzystanie rynków kapitałowych do wzmocnienia zdolności bankowej, 4) wspieranie udziału inwestorów detalicznych.

⁴⁷ Wskaźniki odrzucano, jeśli przekroczyły jedną z trzech „czerwonych linii”: brak możliwości powielania, brak stosownego zasięgu geograficznego oraz brak szeregów czasowych i zróżnicowania między krajami.

postępów we wdrażaniu unii rynków kapitałowych w ujęciu ogólnym. Dobrze znanym problemem w tym zakresie jest w szczególności brak rzetelnych informacji na temat transgranicznej dystrybucji funduszy inwestycyjnych, co zostało potwierdzone przez ESMA w trakcie kontroli Trybunału.

123 Na etapie tworzenia unii rynków kapitałowych Komisja starała się jak najlepiej wykorzystać sytuację, gromadząc dane z wielu źródeł, w tym z ESMA. Przykładowo, o ile ESMA przechowuje informacje na temat liczby zarejestrowanych funduszy EuVECA i EuSEF, o tyle inne dane, na przykład na temat pozyskanych środków i dokonanych inwestycji, zebrano ze źródeł spoza Komisji, takich jak Invest Europe. Ponadto w swoich szacunkach dotyczących rynku sekurytyzacji innych niż STS ESMA opiera się w dużej mierze na źródłach prywatnych (np. BAML). Poleganie na prywatnych dostawcach może być jednak problematyczne, ponieważ gromadzenie danych jest czasochłonne i często kosztowne, a Komisja może nie być w stanie ocenić ich jakości.

124 Komisja poczyniła kroki, by w odpowiednich przepisach dotyczących unii rynków kapitałowych uwzględnić klauzule odnoszące się do danych i tym samym zapewnić gromadzenie informacji niezbędnych na potrzeby monitorowania i oceny – jeżeli nie są one dostępne z innych źródeł. Na przykład w nowych przepisach dotyczących unii rynków kapitałowych⁴⁸ przewidziano, począwszy od 2022 r., obowiązek prowadzenia przez ESMA ogólnounijnego rejestru zawierającego dane na temat dystrybucji transgranicznej UCITS, AFI i innych funduszy. Komisja podkreśliła, że dodatkowe wymogi sprawozdawcze nałożone na sektor muszą być należycie uzasadnione.

⁴⁸ Art. 12 ust. 1 rozporządzenia (UE) 2019/1156.

Wnioski i zalecenia

125 Funkcjonujący w UE system finansowania opiera się w dużym stopniu na kredytach udzielanych przez banki. Komisja dołożyła starań, aby zwiększyć udział finansowania rynkowego i uzupełnić unię bankową o unię rynków kapitałowych. Główne cele unii rynków kapitałowych obejmowały wspieranie rozwoju i integracji rynków kapitałowych UE oraz zwiększenie alternatywnego finansowania dla MŚP. Ogólny wniosek Trybunału jest taki, że Komisja poczyniła pierwsze kroki, aby osiągnąć te ambitne cele, lecz na rezultaty przyjdzie jeszcze poczekać.

126 Wiele działań, które Komisja była w stanie podjąć w ramach przysługujących jej kompetencji, to niewielkie kroki w kierunku realizacji założonych celów. Jak dotąd nie przyczyniły się one do znaczącej poprawy sytuacji w UE. Niewiążące środki miękkie, takie jak sprawozdania lub najlepsze praktyki, przyczyniły się wprawdzie do budowania wiedzy na temat konkretnych segmentów rynku kapitałowego, wiele z nich miało jednak raczej ograniczony wpływ ze względu na swój charakter. Kolejnym ograniczeniem, jakie napotkała Komisja, był fakt, że wiele kluczowych działań może być podejmowanych tylko przez państwa członkowskie lub przy ich pełnym wsparciu.

127 Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r. stanowi kontynuację wcześniejszych planów, głównie ze względu na podjęcie wcześniej wypracowanych pomysłów i uwzględnienie środków oczekujących na wdrożenie lub propozycje dostosowania istniejących już przepisów (np. w zakresie prospektów emisyjnych, EuVECA) w celu osiągnięcia postępów w konkretnych segmentach rynków kapitałowych. Wiele działań w tym obszarze polityki podjętych z myślą o dywersyfikacji źródeł finansowania dla MŚP było zbyt wąsko ukierunkowanych, by mogły spowodować strukturalną zmianę i dać impuls do przejścia w większym stopniu na finansowanie rynkowe w UE (zob. pkt [20–39](#)).

128 Pomimo wysiłków ze strony Komisji w ramach planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych działania podejmowane przez nią z myślą o przezwyciężeniu barier informacyjnych na rynku finansowania MŚP miały bardzo ograniczony wpływ, jeśli chodzi o sprawniejsze dopasowywanie interesów różnych uczestników rynku. Komisja nie włączyła do planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych istotnego projektu ESAP, który był przedmiotem dyskusji przed przyjęciem planu. W związku z tym nadal występują bariery informacyjne zarówno po stronie popytu, jak i podaży (zob. pkt [40–43](#)).

129 Jeśli chodzi o wyzwania związane z finansowaniem bankowym, Komisja podjęła inicjatywy mające na celu poprawę zdolności banków do udzielania kredytów przedsiębiorstwom z UE. Inicjatywa STS stanowi co prawda krok we właściwym kierunku, ale nie przyniosła jeszcze oczekiwanych skutków na europejskim rynku sekurytyzacji i nie ułatwiła finansowania MŚP. Transakcje sekurytyzacyjne nadal koncentrują się głównie w obrębie tradycyjnych klas aktywów (takich jak kredyty hipoteczne czy kredyty na zakup samochodu) oraz w określonych państwach członkowskich (zob. pkt [44–50](#)).

Zalecenie 1 – Zaproponowanie odpowiednio ukierunkowanych działań mających na celu dalsze ułatwienie MŚP dostępu do rynków kapitałowych

Komisja powinna zaproponować:

- a) działania mające na celu zwiększenie atrakcyjności finansowania kapitałowego i emisji publicznych dla przedsiębiorstw, w szczególności MŚP;
- b) działania mające na celu zmniejszenie wpływu asymetrii informacyjnej między dostawcami i użytkownikami kapitału, w szczególności MŚP (np. poprzez ustanowienie ESAP);
- c) zmiany w ramach prawnych w celu zwiększenia atrakcyjności emisji sekurytyzacyjnych MŚP przy należyтым uwzględnieniu potencjalnego ryzyka.

Termin realizacji: I kwartał 2022 r.

130 Komisja zadeklarowała, że zamierza wspierać rozwój rynków kapitałowych państw członkowskich, w szczególności w krajach, które mają duże zaległości w tym względzie. W tym celu korzystała ona z bardziej ogólnych procesów koordynacji UE (europejski semestr) i narzędzi finansowania takich jak program wspierania reform strukturalnych, ale działaniom tym nie towarzyszyła konkretna, kompleksowa i jasna strategia UE (zob. pkt [51–58](#)).

131 W europejskim semestrze ograniczono się głównie do wskazania wyzwań związanych z unią rynków kapitałowych. Pomimo przyjęcia w 2015 r. planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych i rosnącej wagi tego zagadnienia po wyjściu Zjednoczonego Królestwa z UE Komisja nie zwróciła się jednak do dziesięciu państw członkowskich o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych z zaleceniem bezpośredniego wdrożenia odpowiednich reform (zob. pkt [59–65](#)).

132 W ramach programu wspierania reform strukturalnych Komisja zapewnia państwom członkowskim wsparcie techniczne, które nie wiąże się dla nich ze znacznym obciążeniem finansowym i administracyjnym. Wsparcie to nie jest jednak częścią konkretnej strategii. Model wsparcia technicznego oparty na zgłoszonym zapotrzebowaniu nie gwarantował, że będzie ono udzielane państwom członkowskim zgodnie z ich potrzebami. Co więcej, projekty wielonarodowe nadal stanowią wyjątek w ramach programu wspierania reform strukturalnych. Choć większość projektów była jeszcze w trakcie realizacji lub została niedawno zakończona, na podstawie zbadanej próby Trybunał stwierdził, że przyniosły one mieszane wyniki pod względem skali i postępów w realizacji reform. Ponadto w większości przypadków nie przestrzegano pierwotnego harmonogramu wdrażania, a w analizie sporządzonej przez Służbę ds. Wspierania Reform Strukturalnych nie odzwierciedlono odpowiednio ryzyka związanego z realizacją (zob. pkt 66–78).

Zalecenie 2 – Promowanie pogłębienia i lepszej integracji lokalnych rynków kapitałowych

Komisja powinna:

- a) opracować kompleksową strategię ukierunkowaną na potrzeby lokalnych rynków kapitałowych;
- b) wydać zalecenia w ramach europejskiego semestru dla poszczególnych państw członkowskich, które wymagają postępów w zakresie finansowania rynkowego;
- c) udoskonalić obowiązujący obecnie, oparty na zgłoszonym zapotrzebowaniu model wsparcia technicznego, tak aby dotrzeć do państw członkowskich o największych potrzebach, przy jednoczesnym skupieniu się na rezultatach.

Termin realizacji: IV kwartał 2022 r.

133 Wielu barier utrudniających transgraniczne przepływy kapitałowe nie udało się zlikwidować od dziesięcioleci. Komisja ustaliła, że bariery te często mają źródło w przepisach krajowych, takich jak przepisy w dziedzinie prawa dotyczącego niewypłacalności i podatku u źródła. Mogą też wynikać z braku edukacji finansowej. W związku z tym na wniosek Rady Komisja opracowała plan działania mający na celu rozwiązanie tych problemów. Jako że plan ten przygotowano wspólnie z państwami członkowskimi, uwzględniono w nim jedynie te bariery, którymi państwa były skłonne się zająć (zob. pkt 79–81).

134 W 2018 r. grupa ekspertów ds. zlikwidowania krajowych barier w przepływach kapitałowych zaleciła, by państwa członkowskie zmierzyły poziom wiedzy finansowej i wdrożyły programy edukacji finansowej zgodnie z zasadami OECD. Komisja nie określiła jeszcze, czy i w jaki sposób będzie wspierać państwa członkowskie w ich wysiłkach w tej dziedzinie, przykładowo poprzez dokonanie przeglądu odnośnych unijnych programów finansowania w celu lepszego promowania wiedzy finansowej wśród konsumentów, inwestorów i MŚP w całej Europie (zob. pkt [82–86](#)).

135 Działania podejmowane przez Komisję w zakresie niewypłacalności mogą przyczynić się do wyjaśnienia kwestii praw własności, ułatwić wczesną restrukturyzację i dać przedsiębiorcom drugą szansę. Jest jednak mało prawdopodobne, by doprowadziły one do ujednolicenia przepisów w dziedzinie postępowań upadłościowych. Ponieważ główne prawo dotyczące niewypłacalności pozostaje w wyłącznej kompetencji państw członkowskich, Komisja ma niewielką swobodę działania bez ich wsparcia (zob. pkt [87–92](#)).

136 W opracowanym przez Komisję kodeksie postępowania w zakresie podatku u źródła zaproponowano najlepsze praktyki z myślą o uproszczeniu uciążliwych procedur dotyczących ulg podatkowych i zwrotu podatku. Kodeks opiera się jednak na dobrowolnych zobowiązaniach państw członkowskich, a bardziej wiążące ujednolicenie praktyk krajowych w oparciu o zalecenia kodeksu wymaga jednomyślności w Radzie. Wcześniejsze próby zreformowania procedur dotyczących podatku u źródła na tej podstawie nie przyniosły sukcesu (zob. pkt [93–99](#)).

Zalecenie 3 – Wyeliminowanie kluczowych barier transgranicznych dla inwestycji

Komisja powinna:

- a) przeanalizować, w jaki sposób mogłaby promować wiedzę finansową, w tym również wśród MŚP, a także wspierać wysiłki państw członkowskich w tej dziedzinie;
- b) przeanalizować, w jakim stopniu można by ujednolicić lub zharmonizować elementy krajowych postępowań upadłościowych, takie jak kryteria do wszczęcia postępowań, kolejność zaspokajania wierzycieli, porządek pierwszeństwa oraz

sprawy o stwierdzenie bezskuteczności czynności prawnej, a także promować odnośne reformy;

- c) w zależności od wyników oceny skutków przedstawić Radzie wniosek w sprawie dyrektywy wprowadzającej system ulg w podatku u źródła.

Termin realizacji: IV kwartał 2022 r.

137 Cele Komisji w zakresie unii rynków kapitałowych były w wielu przypadkach niejasne, a priorytety ustalono dopiero na późnym etapie. Komunikat Komisji w sprawie tego projektu rozbudził oczekiwania, które wykraczały poza to, co Komisja była w stanie osiągnąć w ramach własnych działań. W niektórych przypadkach współprawodawcy znacznie przykrócili ambicje Komisji zawarte w pierwotnych wnioskach lub też wnioski te utknęły w martwym punkcie w Radzie ze względu na brak porozumienia (zob. pkt [100–114](#)).

138 Prowadzone przez Komisję monitorowanie ograniczało się do postępów w zakresie działań legislacyjnych. Nie monitorowała ona natomiast regularnie i konsekwentnie postępów na drodze do osiągnięcia głównych celów unii rynków kapitałowych. Ponadto nie jest ona obecnie w stanie ocenić, w jakim stopniu podejmowane przez nią działania – zarówno ustawodawcze, jak i nieustawodawcze – przyczyniają się do postępów w realizacji celów unii rynków kapitałowych. Co więcej, gromadzenie danych na potrzeby monitorowania tych postępów jest czasochłonne i często kosztowne, a Komisja może nie być w stanie ocenić ich jakości. Nie wszystkie dane są łatwo dostępne w wystarczającej jakości i na wystarczającym poziomie szczegółowości. Niedociągnięcia te należy uznać za szczególnie niekorzystne w świetle publikacji drugiego planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych we wrześniu 2020 r. (zob. pkt [115–119](#)).

139 Pięć lat po rozpoczęciu budowania unii rynków kapitałowych Komisja przystąpiła do opracowania zestawu wskaźników, który może zostać wykorzystany do oceny, czy udało się stworzyć sprawnie funkcjonującą unię rynków kapitałowych. Za punkt wyjścia powinna posłużyć logika interwencji oparta na dowodach oraz zbiór odpowiednich wskaźników. Należy także zapewnić dostępność danych na potrzeby wskaźników, mając na uwadze potrzebę ograniczenia do niezbędnego minimum obciążeń sprawozdawczych po stronie sektora finansowego (zob. pkt [120–124](#)).

Zalecenie 4 – Opracowanie celów szczegółowych, najważniejszych środków dla ich osiągnięcia i zasad monitorowania unii rynków kapitałowych

Komisja powinna:

- a) na wczesnym etapie określić cele szczegółowe i wskazać najważniejsze środki, które pozwolą na skuteczną realizację celów unii rynków kapitałowych;
- b) regularnie monitorować postępy w realizacji celów unii rynków kapitałowych i prowadzić sprawozdawczość na ten temat;
- c) wybrać wskaźniki, które są odpowiednie i opierają się na rzetelnych, aktualnych i dostępnych danych.

Termin realizacji: IV kwartał 2021 r.

Niniejsze sprawozdanie zostało przyjęte przez Izbę IV, której przewodniczy Alex Brenninkmeijer, członek Trybunału Obrachunkowego, na posiedzeniu w Luksemburgu w dniu 20 października 2020 r.

W imieniu Europejskiego Trybunału Obrachunkowego

Klaus-Heiner Lehne
Prezes

Załączniki

Załącznik I – Przegląd skontrolowanych projektów w ramach programu wspierania reform strukturalnych, istotnych w kontekście unii rynków kapitałowych, realizowanych w latach 2017–2018

Państwo członkowskie	Nr ID SRSS	Projekt w ramach SRSP	Najważniejszy rezultat wg stanu na marzec 2020 r.	Budżet w EUR
Bulgaria	SRSP2017/445	Stworzenie pojedynczego punktu dostępu do informacji ujawnianych i rozpowszechnianych przez uczestników rynku („pojedynczy punkt dostępu”)	„Modelowe” specyfikacje techniczne i plan operacyjny systemu pojedynczego punktu dostępu (21 lutego 2020 r.)	425 000
Czechy	SRSP2017/360	Analiza czeskich aniołów biznesu i promowanie aniołów biznesu	Badanie przedstawiające <i>status quo</i> działalności inwestycyjnej aniołów biznesu w kraju (16 października 2018 r.)	70 000
Czechy	SRSP2017/446	Opracowanie krajowej strategii na rzecz rozwoju czeskiego rynku kapitałowego	Sprawozdanie-komentarz do krajowej strategii na rzecz rozwoju czeskiego rynku kapitałowego w latach 2019–2023 (zatwierdzonej w marcu 2019 r.)	62 000
Estonia	SRSP2017/344	Analiza rynku kapitałowego	Sprawozdanie diagnostyczne na temat estońskiego rynku kapitałowego (15 lutego 2019 r.)	100 000
Estonia	SRSP2017/39	Reforma ram prawnych i regulacyjnych dotyczących obligacji zabezpieczonych i sekurytyzacji	Projekt ustawy o obligacjach zabezpieczonych i uzasadnienie (przyjęty w dniu 13 lutego 2019 r.)	150 000
Włochy	SRSP2017/508	Włoskie rynki kapitałowe a unia rynków kapitałowych – dostęp do finansowania – analiza	Przegląd rynku kapitałowego we Włoszech w 2020 r. (31 stycznia 2020 r.)	550 000
Litwa	SRSP2017/444	Poprawa otoczenia inwestycyjnego dla inwestorów instytucjonalnych	Badanie diagnostyczne (lipiec 2018 r.) i prezentacja (wrzesień 2018 r.)	150 000
Polska	SRSP2017/42	Opracowanie strategii rozwoju rynku kapitałowego	Strategia rozwoju rynku kapitałowego dla Polski (przyjęta w dniu 1 października 2019 r.)	150 000

Państwo członkowskie	Nr ID SRSS	Projekt w ramach SRSP	Najważniejszy rezultat wg stanu na marzec 2020 r.	Budżet w EUR
Rumunia	SRSP2017/44	Ustanowienie krajowego banku prorozwojowego Rumunii – Rumuński Bank Rozwoju – EximBank S.A.	Analiza wykonalności dla Rumuńskiego Banku Rozwoju (18 lipca 2019 r.)	448 125
Litwa	SRSP2018/31	Instrument wsparcia kapitałowego dla MŚP	Projekt przepisów i plan wdrażania obejmujący zmiany operacyjne (7 sierpnia 2019 r.)	65 000

Uwaga: Beneficjentem we wszystkich przypadkach było krajowe ministerstwo finansów lub jego odpowiednik (Włochy: Ministerstwo Gospodarki i Finansów; Rumunia: Ministerstwo Finansów Publicznych).

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie danych SRSS.

Załącznik II – Plan działania Komisji na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r. i dokumenty go poprzedzające – wybrane działania dotyczące dostępu do finansowania

Plan działania w sprawie kapitału wysokiego ryzyka z 1998 r.	Plan działania na rzecz ułatwienia dostępu do finansowania dla MŚP z 2011 r.	Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r.
Prospekt emisyjny – procedura jednego paszportu dla dużych przedsiębiorstw i MŚP	Zmiana dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego w zakresie proporcjonalnego systemu obowiązków informacyjnych dla MŚP	Rozporządzenie UE w sprawie prospektu emisyjnego (obowiązujące od lipca 2019 r.)
Szczegółowe badanie kosztów ponoszonych przez przedsiębiorstwa w całej Europie w związku z pozyskiwaniem finansowania dłużnego i kapitałowego	Oznaczenie rynków rozwoju MŚP w dyrektywie MiFID	Rozporządzenie w sprawie rynków rozwoju MŚP zmieniające rozporządzenie MAR
Fundusze <i>venture capital</i> : przepisy wspólnotowe dotyczące określonych funduszy zamkniętych	Pierwszy wniosek ustawodawczy dotyczący rozporządzenia w sprawie EuVECA/EuSEF (nieprzyjęty)	Przegląd rozporządzenia w sprawie EuVECA/EuSEF (przyjęty i obowiązujący od 2018 r.)
Opodatkowanie funduszy <i>venture capital</i> – wyjaśnienia dotyczące otoczenia podatkowego	Badanie przeszkód podatkowych dla transgranicznych inwestycji typu <i>venture capital</i>	Analiza zachęt podatkowych w przypadku kapitału wysokiego ryzyka i aniołów biznesu
Zbadanie kwestii opodatkowania zadłużenia i finansowania kapitałowego	Brak działań	Wniosek ustawodawczy dotyczący wspólnej skonsolidowanej podstawy opodatkowania osób prawnych, uwzględniający problem preferencyjnego traktowania finansowania dłużnego względem finansowania kapitałowego
Brak działań	Pojedynczy punkt dostępu do informacji regulowanych na szczeblu UE	Przeanalizowanie metod rozwijania ogólnoeuropejskich systemów informacyjnych
Brak działań	Finansowanie kapitałowe dla MŚP: instrument finansowania kapitałowego w ramach COSME i programu „Horyzont 2020” – fundusze funduszy; sekurytyzacja portfela długu MŚP przez EBI/EFI	Program ogólnoeuropejskich funduszy <i>venture capital</i> , VentureEU w ramach EBI/EFI
Brak działań	Wzmocnienie Europejskiej Sieci Przedsiębiorczości w celu	

Plan działania w sprawie kapitału wysokiego ryzyka z 1998 r.	Plan działania na rzecz ułatwienia dostępu do finansowania dla MŚP z 2011 r.	Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych z 2015 r.
	zapewnienia MŚP lepszych informacji	
Brak działań	Przegląd rynku kredytów dla MŚP, w tym mechanizmu przejrzystości	Nadrzędne zasady europejskie dotyczące informacji zwrotnych udzielanych MŚP przez banki w razie odrzucenia ich wniosku o kredyt

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

Załącznik III – Działania w ramach unii rynków kapitałowych na rzecz rozwoju lokalnych rynków kapitałowych

Ramka 3 – rezultaty osiągnięte przez Komisję w odniesieniu do lokalnych i regionalnych rynków kapitałowych

Działanie priorytetowe nr 9 w ramach przeglądu śródkresowego: „Do końca II kwartału 2018 r. Komisja przedstawi kompleksową strategię UE dotyczącą działań, które można podjąć na szczeblu UE w celu wsparcia rozwoju lokalnych i regionalnych rynków kapitałowych w całej UE. Strategia ta będzie się opierać na ustaleniach zawartych w sprawozdaniu działającej w ramach inicjatywy wiedeńskiej grupy roboczej ds. unii rynków kapitałowych. Będzie też uwzględniać doświadczenie uzyskane dzięki udzielaniu na coraz większą skalę pomocy technicznej na żądanie w ramach realizowanego przez Komisję programu wspierania reform strukturalnych”.

Przedstawiony przez Komisję dokument został nie tylko późno opublikowany (marzec 2019 r.) w porównaniu z planem działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych (wrzesień 2015 r.), ale ponadto:

- nie stanowi strategii jako takiej, tj. szczegółowego, dalekosiężnego planu, lecz raczej orientacyjny, niewyczerpujący wykaz dostępnych reakcji politycznych⁴⁹;
- nie określa konkretnych potrzeb rynków kapitałowych państw członkowskich w oparciu o uprzednią analizę obecnej sytuacji na szczeblu krajowym⁵⁰;
- nie obejmuje kompleksowo wszystkich segmentów rynku kapitałowego i dostępnych tematów lub opcji;
- nie wskazuje priorytetowych obszarów reform o największym potencjale w zakresie poprawy lokalnych rynków kapitałowych i nie przedstawia wytycznych dotyczących kolejności (etapy wdrażania);
- nie zawiera analizy potencjalnego oddziaływania środków ani nie podkreśla potencjalnie wysokich kosztów fiskalnych poszczególnych opcji (zob. na

⁴⁹ „Aby inspirować i motywować publicznych i prywatnych uczestników rynku do dalszego rozwoju i integracji rynków kapitałowych w ich państwach członkowskich i regionach”.

⁵⁰ Zawiera jedynie ogólne odniesienie do ustaleń z przeglądu EFSIR z 2018 r., zgodnie z którym na państwa Europy Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej przypada 8% PKB UE, ale tylko 3% rynku kapitałowego UE.

przykład wykorzystanie inwestycyjnych rachunków oszczędnościowych w Szwecji⁵¹);

- o nie przedstawia najlepszych praktyk wdrażanych na bardziej globalnym poziomie (na przykład w krajach o rozwiniętych rynkach finansowych, takich jak USA, Kanada, Japonia, Szwajcaria, Australia czy Singapur), lecz jedynie na szczeblu UE;
- o nie uwzględnia głównych czynników zewnętrznych (np. brexitu, polityki pieniężnej, cyklu gospodarczego);
- o nie zawiera przepisów dotyczących własnego przeglądu czy oceny po pewnym czasie, które mogłyby wskazać utrzymujące się luki i sposób opracowywania wymaganych rozwiązań;
- o nie przewiduje specjalnego budżetu UE na potrzeby unii rynków kapitałowych i rozwoju lokalnych i regionalnych rynków kapitałowych dodatkowego względem istniejących już instrumentów finansowych finansowanych przez UE, jak również SRSP. Rozwiązania te pozostają tymczasem poza kontrolą DG FISMA mimo jej odpowiednich uprawnień w kontekście unii rynków kapitałowych.

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

⁵¹ W ramach kontroli przeprowadzonej szwedzki urząd kontroli w 2018 r. wykazano, że rachunki te mogły kosztować prawie 4 mld euro (42 mld koron szwedzkich) w formie utraconych dochodów podatkowych.

Załącznik IV – Przegląd bezpośrednich zaleceń dla poszczególnych krajów skierowanych do wszystkich państw członkowskich (lata 2014–2019)

Przed unią rynków kapitałowych		Po przyjęciu planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych (wrzesień 2015 r.)				
2014	2015	Państwo członkowskie	2016	2017	2018	2019
		Belgia	x	x		
		Bułgaria				
		Czechy				
		Dania				
	x	Niemcy	x	x	x	
		Estonia				
x		Irlandia			x	
Program	Program	Grecja	Program	Program	Program	
x		Hiszpania				
x		Francja				
		Chorwacja				
x		Włochy			x	x
Program	Program	Cypr	x	x	x	x
		Łotwa				
		Litwa	x			
		Luksemburg				
x	x	Węgry				
x	x	Malta				
x	x	Niderlandy				
		Austria		x	x	x
		Polska				
x	x	Portugalia	x	x	x	
		Rumunia				
	x	Słowenia	x	x	x	x
		Słowacja				
		Finlandia				
x	x	Szwecja				
x		Zjednoczone Królestwo				

Przed unią rynków kapitałowych		Po przyjęciu planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych (wrzesień 2015 r.)				
2014	2015	Państwo członkowskie	2016	2017	2018	2019
10 z 26 38%	7 z 26 27%	Państwo członkowskie z zaleceniem dotyczącym unii rynków kapitałowych	6 z 27 22%	6 z 27 22%	7 z 27 26%	4 z 28 14%
157	102	Zalecenia dla poszczególnych krajów łącznie	89	78	73	97

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie bazy danych CESAR; briefing EGOV Parlamentu Europejskiego „Zalecenia dla poszczególnych krajów: przegląd”, wrzesień 2019 r.

Załącznik V – Przegląd bezpośrednich i bardziej ogólnych zaleceń skierowanych do państw członkowskich o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych (lata 2016–2019)

Miejsce w rankingu	Państwo członkowskie	Bezpośrednie zalecenia dla poszczególnych krajów	Bardziej ogólne zalecenia dla poszczególnych krajów
28	Litwa	Dostęp do finansowania (2016)	BRAK
27	Rumunia	BRAK	
26	Słowenia	Dostęp do finansowania (2016–2019)	BRAK
25	Słowacja	BRAK	Wymiar sprawiedliwości (2017)
24	Bułgaria	BRAK	Nadzór (2016, 2017, 2019), niewypłacalność (2016–2019)
23	Łotwa	BRAK	Niewypłacalność (2016)
22	Estonia	BRAK	
21	Węgry	BRAK	
20	Chorwacja	BRAK	Niewypłacalność (2017)
19	Grecja	BRAK	Niewypłacalność (2019)
18	Polska	BRAK	
17	Czechy	BRAK	
16	Cypr	Dostęp do finansowania (2016–2019)	Niewypłacalność (2016–2018), nadzór (2019)
15	Austria	Dostęp do finansowania (2017–2019)	BRAK

Uwaga: 1) Ranking jest oparty na głębokości lokalnych rynków kapitałowych według Asimakopoulou i Wright „A new sense of urgency: The future of Capital Markets Union”, New Financial, listopad 2019 r. 2) Za „bezpośrednie zalecenia dla poszczególnych krajów” Trybunał uznał zalecenia, które zgodnie z wewnętrzną taksonomią Komisji odnosiły się głównie do „dostępu do finansowania” i „ograniczenia preferencyjnego traktowania finansowania dłużnego względem finansowania kapitałowego”. Aby uniknąć zaklasyfikowania zbyt dużej liczby zaleceń jako odnoszących się do unii rynków kapitałowych, Trybunał sklasyfikował jako „bardziej ogólne zalecenia dla poszczególnych krajów” zalecenia dotyczące kwestii ukierunkowanych również na sektor bankowy, tj. na przykład zasad postępowania w przypadku stwierdzenia niewypłacalności, nadzoru nad sektorem finansowym i sprzedaży kredytów zagrożonych. 3) Ze względu na fakt, że Grecja do 2018 r. była objęta programami dostosowań gospodarczych, pierwsze zalecenie dla tego kraju wystosowano dopiero w 2019 r.

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie bazy danych CESAR Komisji.

Załącznik VI – Przegląd środków ustawodawczych dotyczących unii rynków kapitałowych według stanu na lipiec 2020 r.

	Środek	Termin	KOM	PE	Rada	Przyjęcie	Stosowanie od
1	Przegląd EuVECA/ EuSEF	III kwartał 2016 r.	lipiec 2016 r.			październik 2017 r.	marzec 2018 r.
2	Rozporządzenie w sprawie prospektu emisyjnego (przegląd)	IV kwartał 2015 r.	listopad 2015 r.			czerwiec 2017 r.	lipiec 2019 r.
3	Rozporządzenie o sekurytyzacji STS	III kwartał 2015 r.	wrzesień 2015 r.			grudzień 2017 r.	styczeń 2019 r.
4	Ogólnoeuropejski indywidualny produkt emerytalny (OIPE)	II kwartał 2017 r.	czerwiec 2017 r.			czerwiec 2019 r.	12 miesięcy po publikacji aktów delegowanych
5	Przegląd europejskich urzędów nadzoru, w tym przepisów w zakresie przeciwdziałania praniu pieniędzy	III kwartał 2017 r.	przyjęto w dniu 20.9.2017 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w grudniu 2018 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w lutym 2019 r.	grudzień 2019 r.	styczeń 2020 r. i styczeń 2022 r.
6	Przegląd przepisów dotyczących firm inwestycyjnych	II kwartał 2018 r.	przyjęto w dniu 20.12.2017 r.			listopad 2019 r.	czerwiec 2021 r.
7	Finansowanie społecznościowe	IV kwartał 2017 r. (ocena skutków) I kwartał 2018 r.	przyjęto w dniu 8.03.2018 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w listopadzie 2018 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w czerwcu 2019 r.	IV kwartał 2020 r.	IV kwartał 2021 r.
8	Obligacje zabezpieczone	I kwartał 2018 r.	przyjęto w dniu 12.3.2018 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w listopadzie 2018 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w listopadzie 2018 r.	listopad 2019 r.	lipiec 2022 r.

	Środek	Termin	KOM	PE	Rada	Przyjęcie	Stosowanie od
9	Transgraniczna dystrybucja funduszy inwestycyjnych	I kwartał 2018 r. (ocena skutków) II kwartał 2018 r.	przyjęto w dniu 12.3.2018 r.			czerwiec 2019 r.	sierpień 2021 r.
10	Przepisy ułatwiające MŚP dostęp do rynków rozwoju	II kwartał 2018 r. (ocena skutków) III kwartał 2018 r.	przyjęto w dniu 24.5.2018 r.			listopad 2019 r.	grudzień 2019 r. lub styczeń 2021 r.
11	Rozporządzenie w sprawie infrastruktury rynku europejskiego (nadzór)	II kwartał 2017 r.	przyjęto w dniu 13.6.2017 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w maju 2018 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w grudniu 2018 r.	maj 2019 r.	czerwiec 2019 r. – grudzień 2019 r. – czerwiec 2020 r. lub czerwiec 2021 r.
12	Ramy restrukturyzacji zapobiegawczej, druga szansa oraz środki zwiększające efektywność postępowań dotyczących restrukturyzacji, upadłości i umorzenia długów (DG JUST)	IV kwartał 2016 r.	przyjęto w dniu 22.11.2016 r.			czerwiec 2019 r.	lipiec 2021 r., lipiec 2024 r. i lipiec 2026 r.
13	Prawo właściwe dla skutków transakcji w obrocie wierzytelnościami wobec osób trzecich (DG JUST)	IV kwartał 2017 r.	przyjęto w dniu 12.3.2018 r.	Mandat negocjacyjny uzyskany w lutym 2019 r.	Dotychczas nie uzgodniono		

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie danych Komisji Europejskiej.

Wykaz akronimów i skrótów

AFI – alternatywny fundusz inwestycyjny

BAML – Bank of America Merrill Lynch

CCCTB – wspólna skonsolidowana podstawa opodatkowania osób prawnych

Dyrektywa w sprawie ZAFI – dyrektywa w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi

EFAMA – Europejskie Stowarzyszenie Zarządzania Funduszami i Aktywami

ESAP – europejski pojedynczy punkt dostępu

ESMA – Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych

EuSEF – europejski fundusz na rzecz przedsiębiorczości społecznej

EuVECA – europejski fundusz *venture capital*

MŚP – małe i średnie przedsiębiorstwa

Sekurytyzacja STS – sekurytyzacja „prosta, przejrzysta i standardowa”

SRSS – Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych (obecnie DG REFORM)

UCITS – przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe

Glosariusz

Alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI) – wszystkie fundusze inwestycyjne, które nie są objęte dyrektywą UE w sprawie UCITS, wchodzą natomiast w zakres dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywy w sprawie ZAFI). Obejmują one fundusze hedgingowe, fundusze *venture capital*, fundusze *private equity* i fundusze nieruchomości.

Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) – unijne ramy prawne ustanowione w celu regulacji rynków finansowych i zwiększenia ochrony inwestorów. W 2018 r. pierwotna dyrektywa została zastąpiona przez dyrektywę MiFID II.

Europejski pojedynczy punkt dostępu – planowany portal internetowy UE, który ma umożliwiać łatwy i szybki dostęp do informacji dotyczących spółek notowanych na giełdzie, których publikowanie jest wymagane na mocy prawa.

Europejski semestr – roczny cykl zapewniający ramowe zasady koordynacji polityki gospodarczej państw członkowskich UE i monitorowania postępów.

Fundusz funduszy – fundusz wspólnego inwestowania, który inwestuje w inne fundusze, a nie bezpośrednio w papiery wartościowe.

Fundusz *venture capital* – fundusz inwestycyjny, który zarządza środkami pochodzącymi od klientów profesjonalnych chcących inwestować w MŚP z dużym potencjałem wzrostu.

Głęboki rynek kapitałowy – rynek, na którym prowadzona jest duża liczba transakcji papierami wartościowymi z niewielką różnicą między ceną kupna a ceną sprzedaży.

Głębokość rynku – wskaźnik ukazujący wielkość obrotów na danym rynku.

Grupa robocza ds. unii rynków kapitałowych – platforma współpracy utworzona w ramach Inicjatywy Wiedeńskiej z myślą o wspieraniu wymiany informacji na temat tendencji na rynkach finansowych w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej i tym samym wspieraniu rozwoju lokalnych rynków kapitałowych. W jej pracach uczestniczą przedstawiciele sektora prywatnego i publicznego z odnośnych krajów oraz przedstawiciele instytucji międzynarodowych, a rolę koordynatora pełni Komisja.

Inicjatywa Wiedeńska – forum ustanowione w styczniu 2009 r., skupiające wszystkie najważniejsze podmioty prywatne i publiczne z unijnego sektora bankowego, mające

na celu wspieranie wschodzących gospodarek europejskich na drodze do wyjścia z globalnego kryzysu gospodarczego.

Jednorożec – prywatne przedsiębiorstwo typu start-up wyceniane na ponad 1 mld dolarów amerykańskich, określane takim mianem ze względu na rzadki charakter takich przedsięwzięć.

Obligacja zabezpieczona – rodzaj obligacji zabezpieczonej wyemitowanej przez bank lub inną instytucję kredytową, która jest zazwyczaj zabezpieczona hipoteką lub pożyczkami sektora publicznego.

Pierwsza oferta publiczna – pierwsza publiczna sprzedaż akcji spółki.

Preferencyjne traktowanie finansowania dłużnego względem finansowania kapitałowego – zakłócenie gospodarcze wynikające z istniejącej w większości systemów podatku dochodowego od osób prawnych możliwości odliczenia od podatku odsetek od zadłużenia, ale nie wypłat dywidend w ramach finansowania kapitałowego.

Program wspierania reform strukturalnych – program unijny, w ramach którego państwa członkowskie otrzymują dostosowane do ich potrzeb wsparcie na rzecz reform instytucjonalnych, administracyjnych i pobudzających wzrost gospodarczy, bez konieczności dofinansowania ze środków krajowych.

Przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) – instrument inwestycyjny, który gromadzi kapitał wielu inwestorów i dokonuje zbiorowych inwestycji za pośrednictwem portfela instrumentów finansowych takich jak akcje, obligacje i inne papiery wartościowe. UCITS, które są objęte dyrektywą UE w sprawie UCITS, mogą być wprowadzane do obrotu publicznego dla inwestorów detalicznych w całej UE na podstawie pojedynczego pozwolenia wydanego przez jedno państwo członkowskie.

Rozporządzenie w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EuSEF) – rozporządzenie stanowiące podstawę do wprowadzenia dobrowolnego ogólnounijnego paszportu dla kwalifikowalnych alternatywnych funduszy inwestycyjnych skupiających się na przedsiębiorstwach społecznych.

Rozporządzenie w sprawie europejskich funduszy venture capital (EuVECA) – rozporządzenie stanowiące podstawę do wprowadzenia dobrowolnego ogólnounijnego paszportu dla kwalifikowalnych funduszy *venture capital* i spółek zarządzających takimi funduszami.

Rynek rozwoju MŚP – rodzaj wielostronnej platformy obrotu akcjami wyemitowanymi w ciągu trzech ostatnich lat przez spółki o średniej kapitalizacji rynkowej poniżej 200 mln euro.

Sekurytyzacja – praktyka polegająca na łączeniu ze sobą różnych rodzajów niepiętnnych aktywów finansowych (np. kredytów hipotecznych, pożyczek i leasingu) i oferowania ich do sprzedaży inwestorom w postaci płynnych zbywalnych papierów wartościowych takich jak obligacje.

Ulga w podatku u źródła – rodzaj ulgi podatkowej mającej zastosowanie w momencie, gdy podatek jest pobierany w formie potrącenia u źródła.

Wielostronna platforma obrotu – samoregulująca się platforma obrotu instrumentami finansowymi stanowiąca alternatywę dla tradycyjnych giełd papierów wartościowych, która – w przeciwieństwie do giełd – może być prowadzona nie tylko przez upoważnionego operatora rynku, ale i przez spółkę inwestycyjną.

Wspólna skonsolidowana podstawa opodatkowania osób prawnych (CCCTB) – jednolity zbiór zasad obliczania dochodów przedsiębiorstw podlegających opodatkowaniu w UE.

**ODPOWIEDZI KOMISJI EUROPEJSKIEJ NA SPRAWOZDANIE SPECJALNE
EUROPEJSKIEGO TRYBUNAŁU OBRACHUNKOWEGO**

„UNIA RYNKÓW KAPITAŁOWYCH – POWOLNE DĄŻENIE DO AMBITNEGO CELU”

STRESZCZENIE

I. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt I–III.

Ponad pięćdziesiąt lat temu wraz z traktatem rzymskim rozpoczęto starania zmierzające do ustanowienia prawdziwego jednolitego rynku kapitałowego; zostały one zintensyfikowane wraz z zapisaniem w traktacie z Maastricht (1992 r.) i w Planie działań w zakresie usług finansowych (1999 r.) swobodnego przepływu kapitału. Ten ostateczny cel nie został jeszcze osiągnięty, głównie z uwagi na fakt, że różnice w tradycjach i praktykach prawnych w państwach członkowskich UE uniemożliwiły stworzenie w pełni zharmonizowanych unijnych ram prawnych regulujących działalność finansową. Jedynym sposobem na osiągnięcie celu jest poczynienie stopniowych postępów we wszystkich obszarach, w których nadal istnieją bariery dla swobodnego przepływu kapitału, uwzględniając globalną wizję i ogólne cele. Budowanie unii rynków kapitałowych jest zatem stopniowym procesem polegającym na wprowadzeniu wielu szczegółowych, ale istotnych zmian.

IV. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt IV–VII.

Komisja zrealizowała wszystkie działania zapowiedziane w planie działania z 2015 r. na rzecz unii rynków kapitałowych oraz w przeprowadzonym w 2017 r. przeglądzie śródkresowym. Parlament Europejski i państwa członkowskie osiągnęły porozumienie co do 12 z 13 wniosków ustawodawczych w sprawie unii rynków kapitałowych, choć nie we wszystkich z tych wniosków utrzymano poziom ambicji zaproponowany przez Komisję. Komisja uważa, że skuteczność unii rynków kapitałowych będzie mierzona skutecznością podejmowanych działań. Ponieważ w prawie w żadnym przypadku okres stosowania niedawno przyjętych wniosków ustawodawczych nie jest wystarczająco długi, a część przepisów nie zaczęła jeszcze obowiązywać, trudno jest na razie ocenić ich skuteczność w osiąganiu ich wąsko pojętych celów, jak również ich wkład w realizację konkretnych celów unii rynków kapitałowych. Przyspieszanie postępów w kierunku unii rynków kapitałowych wymaga wsparcia ze strony Parlamentu Europejskiego i państw członkowskich na najwyższym szczeblu oraz ze strony ekspertów technicznych w administracji publicznej. Wymaga to również, aby uczestnicy rynku właściwie korzystali z tych środków. UE może zaoferować narzędzia i stworzyć warunki wsparcia, ale to do władz krajowych należy wdrożenie ich w terenie, a do podmiotów prywatnych – podjęcie inicjatywy, wykorzystanie możliwości rynkowych i wprowadzanie innowacji.

VIII. Komisja zgadza się z Europejskim Trybunałem Obrachunkowym, że cele unii rynków kapitałowych miały szeroki zakres. Ponieważ budowanie unii rynków kapitałowych jest procesem stopniowym, opartym na wielu szczegółowych i często technicznych zmianach, za istotne uznano ustalenie wystarczająco ogólnych i zrozumiałych celów, aby nie zapomnieć o globalnej wizji unii rynków kapitałowych.

IX. Chociaż Komisja przyjmuje ogólny kierunek wszystkich zaleceń, niektóre z nich przyjęto w całości, a inne częściowo. Komisja nie przyjęła tylko jednej części zalecenia. Zob. odpowiedzi Komisji do zaleceń 1, 2, 3 i 4.

WPROWADZENIE

08. Celem planu działania z 2015 r. było przewyższenie rozdrobnienia rynków kapitałowych na rynki krajowe. Komisja zgadza się z Europejskim Trybunałem Obrachunkowym w zakresie, w jakim to rozproszenie przepisów odnosi się do różnic w przepisach krajowych.

09. Komisja zgadza się z Europejskim Trybunałem Obrachunkowym, że należy kontynuować działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych. Dokładnie przeanalizowała sprawozdanie Forum Wysokiego Szczebla ds. Unii Rynków Kapitałowych oraz informacje zwrotne otrzymane w tym kontekście. Trwają prace nad realizacją planu działania z 2020 r. zawierającego środki, w większości o charakterze legislacyjnym, które przyczynią się do dalszej transformacji systemu finansowego UE i do ukończenia tworzenia unii rynków kapitałowych.

12. Komisja zauważa, że bardzo ważną i wspierającą rolę w projekcie unii rynków kapitałowych odegrał Europejski Bank Centralny.

UWAGI

20. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 20–25.

Istotnym problemem pozostaje finansowanie MŚP. Środki dotyczące finansowania MŚP w ramach planu działania z 2015 r. i przeglądu śródkresowego z 2017 r. uzgodniono z współprawodawcami i są one wdrażane. Komisja jest przekonana, że z czasem pojawią się konkretne skutki. Chociaż nie ma jeszcze dowodów na to, że środki te miały znaczący wpływ na zachowania MŚP w zakresie finansowania, warto zauważyć, że z badania dotyczącego dostępu do finansowania wynika, że luka w finansowaniu MŚP zniknęła na początku 2019 r. w 10 z 11 państw członkowskich, które wzięły udział w badaniu¹.

Wpływ gospodarczy COVID-19 odwrócił jednak pozytywną tendencję zmniejszania się luk w finansowaniu, co wyraźnie pokazuje, że przedsiębiorstwa różnej wielkości, a w szczególności MŚP, potrzebują solidnych rynkowych źródeł finansowania. W pakiecie na rzecz odbudowy rynków kapitałowych z lipca 2020 r. zaproponowano już ukierunkowane zmiany w systemie prospektu i w dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych II (MiFID II), które ułatwią finansowanie rynkowe przedsiębiorstw². W dalszej części tego pakietu w celu zwiększenia zdolności banków do udzielania pożyczek MŚP Komisja zaproponowała ukierunkowane zmiany w zasadach sekurytyzacji³. Komisja zaproponowała dalsze środki w tym celu w ramach swojego drugiego planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych⁴.

26. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 26–30.

Lepszy dostęp do finansowania rynkowego, w szczególności do kapitału własnego, umożliwi przedsiębiorstwom wprowadzanie innowacji, czerpanie korzyści z nowych technologii i uniknięcie sytuacji, w której w poszukiwaniu kapitału innowacyjne przedsiębiorstwa typu *start-up* lub przedsiębiorstwa *scale-up* decydują się na przenoszenie produkcji poza UE lub zmniejszenie swoich ambicji, co znacznie szkodzi przyszłemu potencjałowi wzrostu gospodarczego i wydajności UE.

¹ Badanie dotyczące dostępu do finansowania przedsiębiorstw w strefie euro, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

² COM(2020) 281 final i COM(2020) 280 final.

³ COM(2020) 282 final.

⁴ COM(2020) 590.

Wcześniejsze środki w ramach unii rynków kapitałowych nie stanowiły w tym względzie przełomu. Poczyniono jednak znaczne postępy. Europejska interwencja na etapie poprzedzającym pierwszą ofertę publiczną (IPO), w szczególności w dziedzinie kapitału wysokiego ryzyka, skutecznie przyciągnęła prywatnych inwestorów instytucjonalnych do funduszy *venture capital*, dzięki katalitycznemu efektowi interwencji wspieranej przez Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI) i innych inicjatyw UE. Chociaż bezpośrednio po kryzysie w latach 2008–2009 wsparcie publiczne/rządowe dla funduszy *venture capital* w Europie wynosiło ponad 35 %, w 2019 r. spadło ono do 20 % przy jednoczesnym wzroście wsparcia prywatnego. Ponadto od czasu kryzysu finansowego średnia wielkość funduszy *venture capital* w UE stopniowo rosła⁵. Kryzys związany z pandemią COVID-19 poważnie zmienił krajobraz gospodarczy UE, w związku z czym istnieje potrzeba odnowienia ambicji w zakresie wspierania finansowania mniejszych przedsiębiorstw i innowacyjnych przedsiębiorstw *scale-up*.

34. Aby rozwiązać problem pilnej potrzeby dostępu do finansowania rynkowego spowodowanej konsekwencjami pandemii COVID-19, Komisja przyjęła wnioski ustawodawcze w ramach „pakietu na rzecz odbudowy rynków kapitałowych”. Jednym z takich środków jest wprowadzenie ograniczonego czasowo „prospektu UE na rzecz odbudowy”⁶. Ten nowy prospekt będzie dostępny dla ofert wtórnych akcji spółek notowanych na rynku regulowanym lub na rynku rozwoju MŚP.

36. W rozporządzeniu w sprawie prospektu wprowadzono nowy rodzaj prospektu – prospekt UE na rzecz rozwoju – który zawiera złagodzone wymogi dotyczące ujawniania informacji odnoszące się do MŚP i spółek o średniej kapitalizacji⁷. Są one mniej rygorystyczne niż w przypadku pełnego prospektu, a ich celem jest zmniejszenie kosztów i obciążeń dla MŚP przy jednoczesnym utrzymaniu zaufania inwestorów do inwestowania w małe przedsiębiorstwa. Ponieważ rozporządzenie w sprawie prospektu obowiązuje dopiero od roku, nie ma jeszcze wystarczających danych, aby ocenić, czy prospekt ten osiągnął swoje cele. Niezależnie od tego i opierając się na już podjętych środkach, Komisja będzie dążyć do uproszczenia przepisów dotyczących notowania na giełdzie dla rynków publicznych.

37. Możliwość ustalenia przez państwa członkowskie różnych progów zależy od wielkości poszczególnych rynków kapitałowych w całej UE. Takie wyłączenie jest jednak dostępne wyłącznie w przypadku publicznych ofert papierów wartościowych, które nie wymagają paszportu do innych państw członkowskich, i nie ma zastosowania do dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

38. W celu wsparcia odbudowy po kryzysie związanym z COVID-19 oraz w oparciu o prace prowadzone w ramach strategii MŚP na rzecz zrównoważonej i cyfrowej Europy Komisja pracuje obecnie nad utworzeniem funduszu na rzecz IPO MŚP z myślą o ułatwieniu małym przedsiębiorstwom i przedsiębiorstwom wysokiego wzrostu, w szczególności w sektorach o strategicznym znaczeniu dla UE, pozyskiwania kapitału i finansowania ich wzrostu.

39. W szczególności, jeżeli chodzi o prospekt, w rozporządzeniu w sprawie rynków rozwoju MŚP wprowadzono „prospekt na potrzeby przeniesienia” w celu ułatwienia przejścia z rynku rozwoju MŚP na rynek regulowany: pod pewnymi warunkami emitenci, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku rozwoju MŚP od co najmniej dwóch lat, mogą sporządzać

⁵ Źródło: InvestEurope, 2020.

⁶ COM(2020) 281 final.

⁷ Rozporządzenie (UE) 2017/1129.

uproszczony prospekt w przypadku emisji wtórnych w celu ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym⁸.

40. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 40–43.

Zasadnicze znaczenie dla ułatwienia dostępu do finansowania rynkowego ma właściwa równowaga między dostarczaniem inwestorom odpowiednich informacji na temat możliwości inwestycyjnych a zminimalizowaniem obciążenia spółek związanego z przekazywaniem tych informacji. Aby przedsiębiorstwa stały się bardziej widoczne dla inwestorów transgranicznych, Komisja zajmie się problemem dostępności dla inwestorów porównywalnych danych dotyczących przedsiębiorstw dla inwestorów. Jej celem jest również ukierunkowane uproszczenie istniejących przepisów dotyczących notowania na giełdzie w celu zmniejszenia kosztów przestrzegania przepisów przez MŚP.

57. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 57 i 58.

W marcu 2019 r. Komisja przedstawiła swoje poglądy na temat rozwoju lokalnych rynków kapitałowych w komunikacie „Unia rynków kapitałowych: postępy w budowie jednolitego rynku kapitału na rzecz silnej unii gospodarczej i walutowej” oraz w towarzyszącym mu dokumencie roboczym służb Komisji⁹. Nie stanowią one oczywiście szczegółowego planu działania. Komisja przedstawiła w nich wizję strategiczną, zgodnie z którą lokalne rynki kapitałowe są ważne. Wtedy nie było to oczywiste. Ponadto określiła kierunki na trzech poziomach: krajowym, regionalnym i europejskim, a także działania, które należy podjąć na każdym poziomie.

59. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 59–65.

Europejski semestr jest ważnym środkiem koordynacji polityki gospodarczej państw członkowskich, a ponieważ jednym z jego celów jest pobudzanie inwestycji, Komisja jednoznacznie uwzględnia rolę reform strukturalnych na rzecz lepszych lokalnych rynków kapitałowych we wspieraniu tego celu. Biorąc pod uwagę, że Komisja może wydać państwu członkowskiemu tylko ograniczoną liczbę zaleceń dla poszczególnych krajów, kompromisy są nieuniknione i należy dokonać wyboru, jeśli chodzi o dziedziny polityki, które mogą być objęte zaleceniem dla danego państwa członkowskiego. W tym kontekście Komisja podkreśla, że ranking priorytetów na poziomie krajowym jest również ważnym kryterium przy wyborze zaleceń, jak spójność między państwami w danej dziedzinie polityki.

60. Komisja uważa, że w sprawozdaniach krajowych poruszono najważniejsze kwestie, biorąc pod uwagę format, warunki i potrzebę ustalenia priorytetów, w ramach których należało sporządzić oceny.

Komisja przyznaje, że obecnie istnieje kilka wskaźników statystycznych dotyczących krajowych rynków kapitałowych, które można by jeszcze rozszerzyć.

62. Ramy europejskiego semestru wykorzystuje się do określania potrzeb w zakresie reform i inwestycji w każdym państwie członkowski. Sformułowane w ich kontekście zalecenia dotyczą niedociągnięć, którym należy poświęcić najwięcej uwagi, aby wspierać wzrost gospodarczy i zatrudnienie w danym państwie członkowski. Ich rolą nie jest zatem koncentrowanie się na każdym obszarze, w którym dane państwo członkowskie osiąga wyniki poniżej średniej UE, ale nadanie priorytetu ograniczonej liczbie zaleceń dotyczących polityki, które będą korzystne dla danej gospodarki, w świetle ogólnych priorytetów określanych co roku w rocznej strategii zrównoważonego

⁸ Rozporządzenie (UE) 2017/1129.

⁹ COM(2019) 136 final i SWD(2019) 99 final.

wzrostu gospodarczego. Państwa członkowskie przyjęły z zadowoleniem takie usprawnione podejście, ponieważ skoncentrowanie się na dobrze określonej, ograniczonej liczbie priorytetów pomaga lepiej ukierunkować działania rządu i zwiększa odpowiedzialność państw członkowskich za ten proces.

63. Na początku każdego cyklu semestru w rocznej strategii zrównoważonego wzrostu gospodarczego wyraźnie określa się priorytety nadchodzącego cyklu koordynacji polityki. Ponadto w przyjmowanym co roku przed przyjęciem zaleceń dla poszczególnych krajów zaleceniu dla strefy euro określono priorytetowe zalecenia dotyczące polityki dla państw członkowskich strefy euro zawierające wytyczne w zakresie skierowanych do nich zaleceń. Jeśli chodzi o ustalenie priorytetów reform, zalecenia zaproponowane przez Komisję odzwierciedlają jej ocenę działań priorytetowych, które należy podjąć.

64. Fakt, że zalecenia dla poszczególnych krajów obejmują różne kwestie, odzwierciedla rzeczywistość, w której sprostanie konkretnym wyzwaniom społeczno-gospodarczym wymaga podjęcia działań politycznych w różnych dziedzinach. Nie uważa się za praktyczne narzucenia ram czasowych, ponieważ Komisja zdaje sobie sprawę, że może zaistnieć konieczność przeprowadzenia reform na różnych etapach. Można by natomiast rozważyć bardziej szczegółową jakościową ocenę wysiłków państw członkowskich w zakresie wdrażania. Przeprowadza się ją już, gdy Komisja ocenia wdrażanie i stosuje różne kategorie oceny, np. ograniczony postęp, pewien postęp itp.

65. Komisja zauważa, że nie każde zalecenie można wdrożyć w pełni lub w znacznym stopniu w okresie jego obowiązywania (13–16 miesięcy). Ponadto rezultat podjętych reform przełoży się na gospodarkę realną dopiero po pewnym czasie.

Komisja zgadza się, że poziom wdrożenia zaleceń dla poszczególnych krajów mógłby być wyższy. W tym celu Komisja zaproponowała Instrument Wsparcia Technicznego będący samodzielnym rozporządzeniem, które stanowi kontynuację istniejącego programu wspierania reform strukturalnych w kolejnych wieloletnich ramach finansowych.

Co więcej, Komisja zaproponowała nowy Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. Instrument ten, oferując znaczne wsparcie finansowe, stanowi dla państw członkowskich zachętę do przeprowadzania reform i dokonywania inwestycji zgodnie z priorytetami określonymi w zaleceniach dla poszczególnych krajów oraz celami ekologicznymi i cyfrowymi.

70. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 70–71 i rysunku 7.

Komisja zwraca uwagę, że różnice w liczbie projektów zatwierdzonych i wdrożonych w krajach o słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych wynikają ze wsparcia technicznego, którego można udzielać wyłącznie na podstawie zapotrzebowania ze strony państw członkowskich, oraz konkurencyjnej selekcji opartej na jakości projektu, oczekiwanym wpływie i dostępnym budżecie¹⁰.

77. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 77 i 78.

Komisja zwraca uwagę, że przy ocenie wsparcia technicznego należy odpowiednio uwzględnić fakt, że Komisja udostępnia państwom członkowskim wiedzę fachową i że jest to warunek konieczny, ale niewystarczający, aby państwa członkowskie mogły przeprowadzić reformę, szczególnie w przypadku reform strategicznych i politycznych. Z tego powodu kluczowe znaczenie w całym procesie reform ma silne poczucie odpowiedzialności państw członkowskich za środki wsparcia i program reform.

¹⁰ Rozporządzenie (UE) 2017/825.

Dowodem takiego poczucia odpowiedzialności jest dostosowanie przez państwa członkowskie zaleceń technicznych do konkretnego kontekstu administracyjnego i politycznego.

Należy przypomnieć, że przez wyniki projektów wsparcia technicznego rozumie się wywołane zmiany, takie jak przyjęcie strategii, przyjęcie nowej ustawy/nowego aktu lub zmiana istniejących, przyjęcie (nowych) procedur i działania mające na celu usprawnienie wdrażania reform w strukturach lub organizacjach beneficjentów.

W praktyce „pełna” realizacja projektów wsparcia technicznego poświęconych wdrażaniu reform może być dla państw członkowskich znacznie łatwiejsza niż realizacja projektów w zakresie przygotowywania reform. W przypadku takich projektów czas realizacji może być również znacznie dłuższy, a wdrażanie może przebiegać etapami, o czym świadczą niektóre z projektów objętych niniejszą kontrolą.

79. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 79–81.

Wspieranie integracji finansowej było i będzie głównym celem unii rynków kapitałowych. Komisja zaproponowała sześć środków ustawodawczych w celu wprowadzenia nowych ogólnounijnych przepisów dotyczących produktów, oznaczeń i paszportu. Pięć z nich¹¹ jest na etapie wdrażania po przyjęciu przez współprawodawców, a przyjęcie szóstego środka nastąpi w najbliższym czasie¹². Ponadto nowe przepisy dotyczące restrukturyzacji¹³ zapewniają inwestorom transgranicznym większą pewność prawa, a duże postępy w odniesieniu do europejskiego nadzoru finansowego sprzyjają wzmocnieniu spójności w zakresie nadzoru. Chociaż jest jeszcze zbyt wcześnie na ocenę ich skuteczności i wkładu w integrację finansową w UE, Komisja przyznaje, że potrzebne są dalsze postępy.

Za pomocą planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r.¹⁴ Komisja pragnie w dalszym ciągu eliminować główne przeszkody na drodze do integracji rynku. Niektóre z tych środków wykraczają poza zakres prawodawstwa finansowego UE, a ich celem jest usunięcie barier związanych z szerszym kontekstem prawnym lub barier wynikających z utrwalonych preferencji bądź praktyk krajowych. Dotyczy to w szczególności opodatkowania i niewypłacalności przedsiębiorstw innych niż banki. W tych obszarach Komisja proponuje ukierunkowane działania, koncentrując się na najważniejszych barierach, które powodują fragmentację rynku i zniechęcają do inwestycji transgranicznych.

86. Usługi Europejskiej Sieci Przedsiębiorczości w zakresie wiedzy finansowej zapewniają MŚP wsparcie pod względem międzynarodowego wzrostu i innowacji, przekazując im wiedzę na temat:

- odpowiednich rodzajów finansowania i funduszy unijnych, zalet i wad oraz działań, jakie muszą podjąć MŚP, aby się przygotować,
- praw finansowych (w szczególności opóźnień w płatnościach).

Członkowie Europejskiej Sieci Przedsiębiorczości mogą świadczyć usługi w zakresie wiedzy finansowej w ograniczonym stopniu ze względu na ich zobowiązanie umowne do świadczenia wszystkich rodzajów usług Europejskiej Sieci Przedsiębiorczości w sposób zrównoważony (doradztwo w zakresie dostępu do finansowania i szeroki zakres innych zagadnień).

¹¹ Rozporządzenia (UE) 2017/1991, 2017/2402, 2019/1238, 2019/1156, dyrektywy (UE) 2019/1160 i 2019/2162.

¹² COM(2018) 113.

¹³ Dyrektywa (UE) 2019/1023.

¹⁴ COM(2020) 590.

93. Komisja chciałaby zwrócić uwagę, że uciążliwe procedury zwrotu podatku u źródła stanowią barierę dla swobodnego przepływu kapitału, co utrudnia inwestycje transgraniczne.

Komisja pozostaje zaangażowana w rozwiązanie tej kwestii, zob. również odpowiedź Komisji do pkt 95.

94. Komisja chciałaby wyjaśnić, że Kodeks postępowania w zakresie podatku u źródła jest instrumentem, który nie ma charakteru wiążącego. Wezwano w nim do dobrowolnego zaangażowania się państw członkowskich w dostosowanie ich praktyk do zaleceń zawartych w kodeksie w kierunku uproszczenia procedur dotyczących podatku u źródła. Jego głównym celem jest usprawnienie procedur zwrotu podatku u źródła (cyfrowe, szybkie płatności i procedury itp.), choć obejmuje on również możliwość wdrożenia znormalizowanego i zharmonizowanego systemu udzielania ulg w podatku u źródła.

95. Komisja od dawna aktywnie promuje prostsze procedury w zakresie podatku u źródła w UE. W tym sensie warto również zwrócić uwagę na opublikowane w 2009 r. zalecenie w sprawie procedur w zakresie ulg w podatku u źródła¹⁵. Prace prowadzone na przykład w ramach kodeksu postępowania były sposobem na rozwiązanie tego problemu, a jednocześnie pozwoliły uzyskać dodatkowe informacje zwrotne i dane na temat wpływu tego problemu na rynek wewnętrzny. Komisja zobowiązała się również ostatnio do przedstawienia inicjatywy mającej na celu wprowadzenie wspólnego, znormalizowanego, ogólnounijnego systemu ulgi podatkowej u źródła.

96. Przewodnicząca Komisji Europejskiej wyraźnie zaznaczyła, że Komisja jest skłonna zbadać kwestię stosowania zasady głosowania większością kwalifikowaną w sprawach podatkowych. Zob. również odpowiedź Komisji do pkt 95.

98. Komisja pragnie wyjaśnić następujące kwestie: na posiedzeniu szczytu UE poświęconego administracji podatkowej w maju 2020 r. stwierdzono, że aby zapobiec sytuacji, w której bariery związane z procedurami podatkowymi utrudniałyby inwestycje transgraniczne, Komisja zorganizuje specjalny zespół roboczy w celu zbadania inicjatyw ustawodawczych i nieustawodawczych dotyczących sposobów radzenia sobie z obecnymi wyzwaniami związanymi z procedurami w zakresie podatku u źródła (takimi jak potencjalny system ulg w podatku u źródła). Podkreślono w nim, że dalsze prace powinny w każdym przypadku opierać się na wcześniejszych działaniach prowadzonych na szczeblu UE i międzynarodowym (kodeks postępowania itp.).

101. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 101–106.

Komisja zobowiązuje się do stosowania Programu lepszego stanowienia prawa w celu umożliwienia skutecznej realizacji kolejnego etapu unii rynków kapitałowych. Ponieważ unia rynków kapitałowych ma umożliwić prowadzenie działalności, która albo nie istnieje, albo jest na początkowym etapie, jakość danych i ich dostępność są zwykle ograniczone i nie pozwalają z rozsądną dokładnością przewidzieć, jak dostosowaliby się uczestnicy rynku, ani oszacować, jak rozwijałyby się rynki. Podejście polityczne polegało zatem na określeniu przyczyn, dla których nie prowadzono danej działalności lub była ona niedostatecznie rozwinięta, na powiązaniu tych przyczyn z niedoskonałościami rynku lub przeszkodami na rynku, a następnie na opracowaniu środków z zakresu polityki, które są w stanie zaradzić tym niedoskonałościom i przeszkodom, jednocześnie zachowując inne ważne cele, takie jak stabilność finansowa lub integralność rynku.

Komisja przyznaje, że niektóre cele polityki sformułowano w dość ogólny sposób i dlatego trudno jest precyzyjnie określić, w jakim stopniu osiągnięto niektóre z tych celów. Uważa ona, że bardziej

¹⁵ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009H0784&from=PL>

szczegółowy lub nawet określony ilościowo cel nie wpłynąłby na kształt polityki zmierzającej do stworzenia unii rynków kapitałowych, ani na to, że inna kolejność działań lub nadanie priorytetu działaniom pozwoliłyby na osiągnięcie większych postępów niż te, które faktycznie osiągnięto. Unia rynków kapitałowych to projekt długofalowy, który wymaga ciągłych i zdecydowanych działań na wielu polach. Dlatego zamiast podkreślać priorytety Komisja wolała wskazać pilne kwestie i wyzwania strukturalne.

107. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 107–114.

Budowa unii rynków kapitałowych była podstawowym priorytetem Komisji pod przewodnictwem Jeana-Claude’a Junckera. Po pięciu latach potrzeba większej i głębszej integracji rynków kapitałowych jest bezsporna. W swoim wystąpieniu inauguracyjnym skierowanym do Parlamentu Europejskiego przewodnicząca Komisji Ursula von der Leyen powiedziała: „Dokończmy nareszcie budowanie unii rynków kapitałowych”. Przewodnicząca Komisji wezwała do przyspieszenia prac nad stworzeniem unii rynków kapitałowych w celu dywersyfikacji źródeł finansowania przedsiębiorstw i usunięcia barier w przepływie kapitału. W drugim planie działania na rzecz unii rynków kapitałowych określono kluczowe środki służące wywiązaniu się z tego zobowiązania.

115. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 115–124.

Komisja informowała o postępach w zakresie wniosków ustawodawczych i innych środków w swoich komunikatach z 2016, 2017, 2018 i 2019 r. Wszystkim tym komunikatom, z wyjątkiem komunikatu z 2019 r., towarzyszył dokument roboczy służb Komisji zawierający więcej szczegółowych informacji. Komisja stworzyła ramy monitorowania, w których zastosowano wskaźniki ekonomiczne umożliwiające mierzenie postępów w realizacji celów unii rynków kapitałowych już w 2016 r., ale przyznaje, że ram tych nie stosowano i nie utrzymano w kolejnych latach. Okazały się one przedwcześnie ze względu na znaczne opóźnienie, z jakim w danych statystycznych uwzględnia się zmiany w strukturach finansowych. Na przykład większość wskaźników strukturalnych dostępnych w czasie przeglądu śródkresowego obejmowała okres, w którym ustalano wstępny plan działania; dane dostępne dziś nie wskazują jeszcze, czy wprowadzone w ostatnich latach inicjatywy dotyczące unii rynków kapitałowych przyniosły skutek. Z tego powodu Komisja przedstawiła jedynie wskaźniki statystyczne, które w formie skróconej informują o postępach w realizacji unii rynków kapitałowych. Monitorowanie rzeczywistego wpływu środków w ramach planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych przeprowadzono przedwcześnie, ponieważ większość środków została przyjęta dopiero niedawno i są one nadal na etapie wdrażania.

WNIOSKI I ZALECENIA

128. Wspólna odpowiedź Komisji do pkt 125–129.

Ogólnie rzecz biorąc, od czasu wprowadzenia pierwszego planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych europejskie rynki kapitałowe nadal się rozwijają. Komisja przedstawiła wszystkie określone i zrealizowane wnioski ustawodawcze dotyczące środków o charakterze nielegislacyjnym. Chociaż podjęte działania zaczęły przynosić skutki, potrzeba czasu, aby korzyści w pełni się skonkretyzowały, a skutki były odczuwalne w praktyce. Zawsze było jasne, że unia rynków kapitałowych to projekt długofalowy, który wymaga ciągłych i zdecydowanych działań wszystkich zainteresowanych stron. Środki zapowiedziane w drugim planie działania jeszcze bardziej przekształcą system finansowy UE i przyczynią się do sprostania przyszłym wyzwaniom politycznym i gospodarczym. Komisja zgadza się, że dostęp do niektórych form finansowania, takich jak kapitał publiczny, pozostaje ograniczony. Celem nowych środków przedstawionych w planie działania z 2020 r. jest osiągnięcie równowagi między rozszerzeniem zakresu informacji dostępnych dla inwestorów a zwiększeniem proporcjonalności obowiązków sprawozdawczych MŚP. Komisja

podziela stanowisko Europejskiego Trybunału Obrachunkowego, że środki wspierające sekurytyzację nie przyniosły jeszcze oczekiwanych skutków. Sekurytyzacja będzie istotna w kontekście ożywienia gospodarczego, gdy na banki wywierana jest presja, by udzielały kredytów, w szczególności dla MŚP, i obciążały swoje bilanse. W tym celu Komisja zaproponowała już ukierunkowane zmiany ram sekurytyzacji w pakiecie na rzecz odbudowy rynków kapitałowych w lipcu 2020 r.¹⁶

Zalecenie 1 – Zaproponowanie odpowiednio ukierunkowanych działań mających na celu dalsze ułatwienie MŚP dostępu do rynków kapitałowych

Komisja przyjmuje zalecenie 1 lit. a). Będzie dążyć do uproszczenia obowiązujących przepisów dotyczących notowania na giełdzie, aby zmniejszyć koszty przestrzegania przepisów dla MŚP i dokonać przeglądu ram legislacyjnych dotyczących europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, a także dążyć do zapewnienia odpowiedniego traktowania długoterminowych inwestycji kapitałowych MŚP przez banki. Komisja oceni również zalety i wykonalność wprowadzenia wymogu, by banki kierowały MŚP, których wniosek o kredyt został odrzucony, do dostawców alternatywnego finansowania.

Komisja przyjmuje zalecenie 1 lit. b). Oprócz środka opisanego w zaleceniu 1 lit. a), którego celem jest poprawa równowagi między interesami przedsiębiorstw i inwestorów, Komisja proponuje utworzenie ogólnounijnej platformy (europejskiego pojedynczego punktu dostępu), która zapewni inwestorom płynny dostęp do informacji o przedsiębiorstwach dotyczących finansów i zrównoważonego rozwoju.

Komisja przyjmuje zalecenie 1 lit. c). W celu zwiększenia skali rynku sekurytyzacji w UE Komisja dokona przeglądu obecnych ram regulacyjnych dotyczących sekurytyzacji, aby zwiększyć akcję kredytową prowadzoną przez banki na rzecz unijnych przedsiębiorstw, a w szczególności MŚP. Komisja ostrzega jednak, że przegląd unijnych ram dotyczących sekurytyzacji niekoniecznie przyczyni się do znacznego zwiększenia atrakcyjności sekurytyzacji MŚP, biorąc pod uwagę ryzykowność pożyczek dla MŚP i potencjalny brak zainteresowania inwestorów sekurytyzacją MŚP.

130. Zob. odpowiedź Komisji do pkt 57 i 58.

131. Zob. odpowiedź Komisji do pkt 59–65.

132. Komisja zwraca uwagę, że nie można zapewnić wsparcia technicznego dostosowanego do zapotrzebowania wszystkim państwom członkowskim, które go potrzebują.

Zalecenie 2 – Promowanie głębszej i lepszej integracji lokalnych rynków kapitałowych

Komisja nie przyjmuje zalecenia 2 lit. a). Dokonano już przeglądu najlepszych praktyk i określono kierunki, jakie mogą obrać podmioty na różnych szczeblach (SWD(2019) 99). Następnym krokiem byłoby wykorzystanie tego przeglądu przez państwa członkowskie. Kilka państw członkowskich pracowało nad krajowymi strategiami dotyczącymi rynków kapitałowych. Komisja będzie uważnie śledzić i wspierać postępy w budowaniu wzajemnie powiązanego ekosystemu silnych, przejrzystych i dostępnych rynków kapitałowych w UE, w tym poprzez stałe wsparcie techniczne. Komisja dąży do wzmocnienia monitorowania i dialogu z państwami członkowskimi oraz do kontynuowania starań na rzecz zaspokojenia potrzeb rynków lokalnych.

Komisja częściowo przyjmuje zalecenie 2 lit. b). Zalecenia dla poszczególnych krajów mogą odegrać zasadniczą rolę we wspieraniu reform strukturalnych, a tym samym w stymulowaniu środków

¹⁶ COM(2020) 282 final.

z zakresu polityki na poziomie państw członkowskich, które to środki sprzyjają finansowaniu rynkowemu. Potrzebę postępów w zakresie finansowania rynkowego należy ocenić pod kątem innych niedociągnięć strukturalnych, z którymi borykają się państwa członkowskie, pilnej potrzeby ich rozwiązania oraz dostępnych środków, które pozwolą na ich skuteczne wyeliminowanie. Komisja nie może zatem przyjąć niedostatecznego rozwoju rynków kapitałowych jako samodzielnego kryterium przy wydawaniu zaleceń dla poszczególnych krajów.

Komisja częściowo przyjmuje zalecenie 2 lit. c). Komisja zwraca uwagę, że udoskonalanie opartego na zapotrzebowaniu modelu wsparcia technicznego będzie kontynuowane poprzez działania aktywizujące państwa członkowskie, organizowane w ramach corocznych zaproszeń do składania wniosków przez państwa członkowskie w dziedzinie rozwoju rynków kapitałowych. Komisja nie może jednak zagwarantować, że państwa członkowskie mające największe potrzeby w danym obszarze polityki ostatecznie zwrócą się o wsparcie techniczne w przyszłości i że wszystkie z nich otrzymają wsparcie techniczne Komisji w tym obszarze polityki.

W rzeczywistości wsparcie techniczne zapewniane przez Komisję pozostaje instrumentem na żądanie – zgodnie z rozporządzeniem w sprawie programu wspierania reform strukturalnych (przyszłego Instrumentu Wsparcia Technicznego)¹⁷ – i jest również przedmiotem konkurencyjnej selekcji opartej na kryteriach określonych w rozporządzeniu, w tym ocenie jakości wszystkich otrzymanych wniosków, ich oczekiwanego wpływu i dostępnego budżetu Komisji.

133. Komisja nie potraktowała wykazu proponowanych działań jako wyczerpującego i zwróciła się do państw członkowskich o zidentyfikowanie w ramach prac grupy roboczej innych barier w obszarach istotnych dla unii rynków kapitałowych.

Zob. również odpowiedzi Komisji do pkt 79 i 81.

134. Zob. odpowiedź Komisji do pkt 86.

136. Komisja pragnie zwrócić uwagę, że Kodeks postępowania pozwolił na poczynienie pewnych postępów w kierunku poprawy skuteczności procedur dotyczących podatku u źródła. Ponadto, jak wyjaśniono w pkt 99, Komisja przedstawi inicjatywę ustawodawczą mającą na celu wprowadzenie wspólnego, znormalizowanego, ogólnounijnego systemu ulgi podatkowej u źródła.

Zalecenie 3 – Zajęcie się kluczowymi barierami transgranicznymi dla inwestycji

Komisja częściowo przyjmuje zalecenie 3 lit. a). Komisja przyjmuje cel zalecenia 3 lit. a), jakim jest promowanie wiedzy finansowej. W planie działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r.¹⁸ przewidziano dwa specjalne środki mające na celu promowanie wiedzy finansowej. Po pierwsze, aby wesprzeć państwa członkowskie w ich staraniach na rzecz rozwijania wiedzy finansowej, Komisja przeprowadzi ocenę wykonalności w celu opracowania specjalnych unijnych ram kompetencji finansowych. Po drugie, chciałaby zobowiązać państwa członkowskie, w sektorowych aktach ustawodawczych, do promowania środków edukacyjnych wspierających edukację finansową w zakresie odpowiedzialnego inwestowania.

Komisja przyjmuje zalecenie 3 lit. b). Aby wyniki postępowań upadłościowych były bardziej przewidywalne, Komisja podejmie inicjatywę ustawodawczą lub nieustawodawczą mającą na celu osiągnięcie większej zbieżności w określonych obszarach podstawowych przepisów dotyczących

¹⁷ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającego Instrument Wsparcia Technicznego (COM(2020) 409 final) z 28.5.2020.

¹⁸ COM(2020) 590.

niewypłacalności przedsiębiorstw innych niż banki. Inicjatywa ta mogłaby umożliwić sformułowanie przesłanek wszczęcia postępowania upadłościowego, określenie kolejności zaspokajania roszczeń oraz dalszych kluczowych elementów, takich jak pozwy o uznanie czynności za bezskuteczną lub wykrywanie mienia.

Komisja przyjmuje zalecenie 3 lit. c). Opublikowany w dniu 15 lipca 2020 r. plan działania na rzecz sprawiedliwego i prostego opodatkowania wspierającego odbudowę gospodarczą odnosi się do inicjatywy ustawodawczej dotyczącej wprowadzenia systemu ulg w podatku u źródła.

137. Zob. odpowiedź Komisji do pkt 101–106.

138. W odniesieniu do pkt 138 i 139 zob. wspólna odpowiedź Komisji do pkt 115–124.

Zalecenie 4 – Opracowanie celów szczegółowych, środków krytycznych i zasad monitorowania unii rynków kapitałowych

Komisja przyjmuje zalecenie 4 lit. a). W planie działania na rzecz unii rynków kapitałowych z 2020 r. proponuje się konkretne środki, które są skutecznym sposobem na osiągnięcie celów szczegółowych leżących u podstaw celów unii rynków kapitałowych. Komisja jest zdecydowana zająć się środkami krytycznymi. Postępy przybliżające do ukończenia budowy unii rynków kapitałowych wymagają przezwyciężenia struktur, w których różnice krajowe są kształtowane przez preferencje, utrwalone nawyki i tradycje prawne. W planie działania wskazano pilne kwestie i wyzwania strukturalne.

Komisja przyjmuje zalecenie 4 lit. b). W związku z tym, że droga do unii rynków kapitałowych jest wyraźnie wytyczona a wpływ pierwszego planu działania powinien znaleźć odzwierciedlenie w danych, Komisja uzupełni swoje regularne sprawozdania z postępów w zakresie działań legislacyjnych monitorowaniem rozwoju rynków kapitałowych UE w oparciu o zestaw ukierunkowanych wskaźników.

Komisja częściowo przyjmuje zalecenie 4 lit. c). Badanie, o którym mowa w analizie Europejskiego Trybunału Obrachunkowego, stanowi dobry punkt wyjścia do określenia odpowiednich wskaźników, dla których dostępne są wiarygodne dane, które mają wystarczający zakres czasowy i zasięg w państwach członkowskich oraz są powiązane z celami unii rynków kapitałowych. Ponieważ w badaniu ujawniono brak danych dla niektórych obszarów polityki i stwierdzono, że empirycznie często trudno jest ustalić związek między wskaźnikami nakładów i wyników, monitorowanie przez Komisję postępów w realizacji celów unii rynków kapitałowych będzie nieuchronnie opierać się na najlepszych staraniach. Jego celem będzie ulepszenie podstawowych danych, pod warunkiem że można tego dokonać bez nieproporcjonalnego zwiększenia obciążeń sprawozdawczych nakładanych na sektor finansowy. Jeżeli jednak dane mają być zbierane od osób trzecich, Komisja nie jest w stanie zagwarantować ich wiarygodności.

Zespół kontrolny

Sprawozdania specjalne Trybunału przedstawiają wyniki kontroli dotyczących obszarów polityki i programów UE bądź kwestii związanych z zarządzaniem w wybranych obszarach budżetowych. Trybunał wybiera i opracowuje zadania kontrolne tak, aby osiągnąć jak największe oddziaływanie, biorąc przy tym pod uwagę kryteria takie jak zagrożenia dla wykonania zadań lub zgodności, poziom dochodów lub wydatków w danym obszarze, nadchodzące zmiany oraz interes polityczny i społeczny.

Niniejsza kontrola wykonania zadań została przeprowadzona przez Izbę IV – której przewodniczy członek Trybunału Alex Brenninkmeijer – zajmującą się obszarami regulacji rynków i konkurencyjnej gospodarki. Kontrolą kierował członek Trybunału Rimantas Šadžius, a w przygotowanie sprawozdania zaangażowani byli również: Mindaugas Pakštys, szef gabinetu, oraz Tomas Mackevičius, attaché; Marion Colonerus, kierownik; Anna Ludwikowska, koordynator zadania; Athanasios Koustoulidis, Ezio Guglielmi, Nadiya Sultan oraz Karolina Beneš, kontrolerzy. Wsparcie językowe zapewnili Victoria Gilson i Richard Moore.



Rimantas Šadžius



Mindaugas Pakštys



Anna Ludwikowska



Ezio Guglielmi



Nadiya Sultan



Karolina Beneš



Victoria Gilson

Kalendarium

Wydarzenie	Data
Zatwierdzenie ramowego programu kontroli / rozpoczęcie kontroli	16.7.2019
Oficjalne przesłanie wstępnej wersji sprawozdania Komisji (lub innej jednostce kontrolowanej)	5.8.2020
Przyjęcie ostatecznej wersji sprawozdania po zakończeniu postępowania kontryktoryjnego	20.10.2020
Otrzymanie oficjalnych odpowiedzi Komisji (lub innej jednostki kontrolowanej) we wszystkich językach	9.11.2020

PRAWA AUTORSKIE

© Unia Europejska, 2020.

Polityka Europejskiego Trybunału Obrachunkowego w zakresie ponownego wykorzystywania dokumentów jest realizowana na podstawie [decyzji Trybunału nr 6/2019](#) w sprawie polityki otwartych danych oraz ponownego wykorzystywania dokumentów.

O ile nie wskazano inaczej (np. nie zamieszczono szczegółowych adnotacji o prawach autorskich), treści Europejskiego Trybunału Obrachunkowego będące własnością UE objęte są licencją [Creative Commons Uznanie autorstwa 4.0 Międzynarodowe \(CC BY 4.0\)](#). Oznacza to, że ponowne wykorzystanie jest dozwolone, pod warunkiem że dokumenty zostaną odpowiednio oznaczone i zostaną wskazane dokonane w nich zmiany. W przypadku ponownego wykorzystania niedozwolone jest zmienianie oryginalnego znaczenia albo przesłania dokumentów. Trybunał nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek konsekwencje ponownego ich wykorzystania.

Jeżeli konkretna treść wskazuje na możliwą do zidentyfikowania osobę fizyczną – tak jak w przypadku zdjęć, na których widoczni są pracownicy Trybunału – lub zawiera prace stron trzecich, wymagane jest zweryfikowanie dodatkowych praw autorskich. W takim przypadku uzyskanie zezwolenia na ponowne wykorzystanie określonej treści unieważnia wspomniane wcześniej zezwolenie ogólne. Powinny być w nim wyraźnie opisane wszelkie ograniczenia dotyczące wykorzystania treści.

W celu wykorzystania lub powielenia treści niebędącej własnością UE może być konieczne wystąpienie o zgodę bezpośrednio do właścicieli praw autorskich:

Rys. 8 – ikonki © 2010–2020 Freepik Company S.L. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Oprogramowanie lub dokumenty objęte prawem własności przemysłowej, takie jak patenty, znaki towarowe, wzory użytkowe, znaki graficzne i nazwy, nie są objęte polityką Europejskiego Trybunału Obrachunkowego w zakresie ponownego wykorzystania i nie jest udostępniana licencja na nie.

Na stronach internetowych instytucji Unii Europejskiej dostępnych w domenie europa.eu zamieszczane są odsyłacze do stron zewnętrznych. Trybunał nie kontroluje ich zawartości i w związku z tym zachęca użytkowników, aby we własnym zakresie zapoznali się z polityką ochrony prywatności i polityką w zakresie praw autorskich obowiązującymi na tych stronach.

Znak graficzny Europejskiego Trybunału Obrachunkowego

Znak graficzny Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nie może być wykorzystywany bez uprzedniej zgody Trybunału.

PDF	ISBN 978-92-847-5446-5	ISSN 1977-5768	doi:10.2865/06038	QJ-AB-20-023-PL-N
HTML	ISBN 978-92-847-5403-8	ISSN 1977-5768	doi:10.2865/67231	QJ-AB-20-023-PL-Q

Funkcjonujący w UE system finansowania gospodarki realnej opiera się w dużym stopniu na kredytach udzielanych przez banki. W tym kontekście w 2015 r. Komisja ogłosiła plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych mający na celu wspieranie rozwoju i integracji rynków kapitałowych UE oraz zapewnienie alternatywnych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw, w tym MŚP. W planie tym przewidziano szereg działań, z których wiele wymaga współpracy pomiędzy uczestnikami rynku, państwami członkowskimi i instytucjami UE. Z ustaleń Trybunału wynika, że ogólnie rzecz biorąc, Komisja poczyniła niewielkie kroki na drodze do realizacji celu, jakim jest stworzenie unii rynków kapitałowych, i jak dotąd działania, które była ona w stanie podjąć w ramach przysługujących jej kompetencji, nie przelożyły się na znaczne postępy w tej dziedzinie. Trybunał zaleca, by Komisja proponowała odpowiednio ukierunkowane działania mające na celu dalsze ułatwienia, jeśli chodzi o dostęp do rynków kapitałowych dla MŚP, a także by promowała głębszą i lepszą integrację lokalnych rynków kapitałowych, zajęła się kluczowymi barierami transgranicznymi dla inwestycji, określiła szczegółowe cele i najważniejsze środki dla ich osiągnięcia oraz opracowała system monitorowania wdrażania unii rynków kapitałowych.

Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego przedstawiono na mocy art. 287 ust. 4 akapit drugi TFUE.



EUROPEJSKI
TRYBUNAŁ
OBRACHUNKOWY



Urząd Publikacji
Unii Europejskiej

EUROPEJSKI TRYBUNAŁ OBRACHUNKOWY
12 rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUKSEMBURG

Tel.: +352 4398-1

Formularz kontaktowy: eca.europa.eu/pl/Pages/ContactForm.aspx

Strona internetowa: eca.europa.eu

Twitter: @EUAuditors