

**Krzysztof Waliszewski**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Ekonomii, Katedra Pieniądza  
i Bankowości  
krzysztof.waliszewski@ue.poznan.pl

**EUROPEJSKA UNIA RYNKÓW  
KAPITAŁOWYCH – SZANSE I ZAGROŻENIA  
REALIZACJI W POLSCE**

**Streszczenie:** Unia Europejska boryka się z problemami związanymi m.in. ze skutecznym pobudzeniem wzrostu gospodarczego w okresie najniższych w historii stóp procentowych. Władze nowej kadencji UE (2014–2019) zaplanowały wiele projektów do realizacji, ale najważniejszym z nich jest Plan inwestycyjny dla Europy. Artykuł jest poświęcony jednej z inicjatyw w ramach tego planu – unii rynków kapitałowych, która ma zdedywersyfikować strukturę finansowania sektora MŚP w kierunku finansowania rynkowego. Unia rynków kapitałowych, w przeciwieństwie do unii bankowej, dotyczy wszystkich krajów UE, w tym Polski. W artykule przedstawiono szanse i zagrożenia realizacji tego projektu w Polsce. Pominięto ewentualny wpływ wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej (Brexit) na kształt unii rynków kapitałowych, ponieważ nie było to przedmiotem opracowania.

**Słowa kluczowe:** europejska unia rynków kapitałowych, finansowanie MMŚP.

**Klasyfikacja JEL:** G10, G18, G32.

**CAPITAL MARKETS UNION – CHALLENGES AND THREATS  
FOR COMPLETION IN POLAND**

**Abstract:** The European Union is struggling with problems related to, inter alia, the effective stimulation of economic growth in a period of historically low interest rates. The authorities of the new mandate of the EU (2014–2019) planned a number of projects to be implemented, but the leading one is the Investment Plan for Europe. The paper is devoted to one of the initiatives under this plan – the Capital Markets Union, which is

to diversify the financing structure of the SME sector in the financing market. The EU capital markets, in contrast to the banking union is planned for all countries of the EU, including Poland. The paper presents the opportunities and risks of this project in Poland.

**Keywords:** capital markets union, SME financing.

## Wstęp

Unia Europejska w okresie pokryzysowym stanęła przed poważnym problemem związanym ze skutecznym pobudzeniem wzrostu gospodarczego w warunkach najniższych w historii stóp procentowych, luzowania ilościowego (QE, *quantity easing*) przez EBC i deflacji. W związku z tym, że kredyt bankowy jako podstawowe źródło finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw w UE w niedostateczny sposób finansuje unijne gospodarki i sektor MMŚP, a ponadto dla części projektów i przedsięwzięć nie ma oferty finansowania bankowego (np. nowe przedsiębiorstwa, ryzykowne projekty inwestycyjne) władze obecnej kadencji UE (2015–2019) flagowym projektem uczyniły Plan inwestycyjny dla Europy (*Investment Plan for Europe*)<sup>1</sup> o wartości 315 mld EUR (tzw. Plan Junckera) na lata 2015–2017, którego częścią jest unia rynków kapitałowych (CMU, *Capital Markets Union*). Celem tego projektu, który zgodnie z harmonogramem ma być w pełni wdrożony w 2019 roku, jest wykorzystanie w większym stopniu niż to ma miejsce dotychczas rynku kapitałowego do zasilania finansowego przedsiębiorstw z sektora MMŚP, zarówno poprzez finansowanie udziałowe (kapitał własny), jak i finansowanie dłużne (obligacje). Celem artykułu jest przedstawienie istoty, założeń i celów unii rynków kapitałowych oraz szans i zagrożeń jej realizacji w Polsce. W artykule wykorzystano literaturę przedmiotu i dane statystyczne. Hipoteza artykułu brzmi następująco: unia rynków kapitałowych stanowi szansę dla rozwoju polskiej przedsiębiorczości mikro, średniej i małej, ale również zagrożenie marginalizacji rynku kapitałowego i giełdy papierów wartościowych w Polsce w związku z potencjalnym wzrostem znaczenia największych giełd papierów wartościowych w UE. O tym, na ile zidentyfikowane szanse i zagrożenia staną się rzeczywistością, ostatecznie zdecydują szczegółowe rozwiązania przyjęte na etapie ustalania konkretnych rozwiązań, a następnie wdrażania tego projektu w życie.

<sup>1</sup> Według danych Komisji Europejskiej na 22 lutego 2016 roku wynikiem tego planu jest 45 przyjętych projektów, ponad 100 porozumień z krajowymi bankami i ponad 100 tysięcy małych i średnich firm, które mają dostęp do nowego finansowania. Na tym etapie wykorzystano gwarancje z Europejskiego Funduszu na Rzecz Inwestycji Strategicznych opiewające na 9 mld euro. To pobudzi inwestycje o wartości około 64 mld euro.

## 1. Charakterystyka unii rynków kapitałowych

Unia Europejska jeszcze się nie pozbierała po ostatnim kryzysie finansowym (2007–2009) i następującym po nim kryzysie zadłużeniowym peryferyjnych państw strefy euro, określanym akronimem PIGS (Portugalia, Włochy, Grecja, Hiszpania). EBC, poprzez obniżanie stóp procentowych w strefie euro, uczynił kredyt najtańszym w historii, a realizując niestandardową politykę pieniężną luzowania ilościowego (QE, *quantity easing*), wprowadził do systemu finansowego do września 2016 roku co najmniej 1,1 mld euro, przy czym program został przedłużony do końca 2017 roku. Jak wskazują dane statystyczne gospodarek unijnych, narzędzia te wydają się mało skuteczne, ponieważ nie pobudzają w oczekiwanej skali wzrostu gospodarczego. System bankowy dostarczający podstawowego źródła finansowania dla gospodarki – kredytu bankowego – przeżywa poważne problemy związane ze skutkami kryzysu finansowego, zwiększeniem wymogów kapitałowych w związku z implementacją pakietu adekwatności kapitałowej: dyrektywy CRDIV (*Capital Requirements Directive*)<sup>2</sup> i rozporządzenia CRR (*Capital Requirements Regulation*)<sup>3</sup> oraz zwiększeniem kosztów działalności – m.in. ustawodawstwo konsumenckie, nadzór finansowy EBC nad bankami ważnymi systemowo w strefie euro w związku z wdrożeniem od listopada 2014 roku pierwszego filaru unii bankowej – jednolitego mechanizmu nadzorczego (SSM, *Single Supervision Mechanism*) oraz od 1 stycznia 2016 roku drugiego filaru unii bankowej – jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej upadłości banku (SRM, *Single Resolution Mechanism*). Odpowiedzią na to niedostateczne finansowanie bankowe przedsiębiorstw i gospodarek krajów UE-28 ma być unia rynków kapitałowych (CMU, *Capital Markets Union*). Zakłada ona, jak wskazuje sama nazwa, współistnienie silniejszych niż dotychczas, bardziej zunifikowanych i elastycznych rynków kapitałowych państw członkowskich, a nie stworzenie jednego rynku kapitałowego w UE. Inną korzyścią udroźnienia rynków kapitałowych w UE jest dywersyfikacja źródeł finansowania przedsiębiorstw opartych dotychczas na bardzo wysokim udziale kredytu bankowego (ok. 70–80%). Decydenci i uczestnicy rynku często używają wyrażenia „samolot latający o jednym silniku” dla

<sup>2</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE.

<sup>3</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

określenia finansowania korporacyjnego w Europie [Kaya 2015]. W ostatnich dekadach poczyniono wiele postępów na rzecz rozwoju jednolitego rynku kapitałowego, nadal występują bariery utrudniające inwestycje transgraniczne. W szczególności należy do nich zaliczyć przeszkody wynikające z prawa krajowego (prawo dotyczące niewypłacalności, prawo podatkowe i prawo papierów wartościowych) oraz przeszkody związane z rozdrobnioną infrastrukturą rynku.

W założeniu, według twórców rynków kapitałowych, wzmocnione i bardziej jednolite rynki kapitałowe będą uzupełniały finansowanie bankowe systemowo związane z europejskimi przedsiębiorstwami i przyczynią się do [Plan 2015 roku]:

- uruchomienia większej liczby inwestycji z UE i spoza UE,
- lepszego połączenia finansowania z projektami inwestycyjnymi w całej UE,
- zapewnienia większej stabilności systemu finansowego,
- pogłębienia integracji finansowej i zwiększenia konkurencji<sup>4</sup>.

Unia kapitałowa wspomogła proces gromadzenia kapitału w Europie i przekazywnia go wszystkim przedsiębiorstwom, w szczególności tym z sektora MŚP. Pozyskany kapitał ma być przeznaczony na realizację projektów infrastrukturalnych i zrównoważonych projektów długoterminowych oraz ma się przyczynić do rozwoju i tworzenia nowych miejsc pracy. Co ważne, gospodarstwa domowe, poprzez długoterminowe instrumenty oszczędnościowe i inwestycyjne, będą mogły lepiej realizować swoje cele oszczędnościowe związane z zabezpieczeniem emerytalnym.

Bardziej jednolite rynki kapitałowe mogą być potrzebne państwom członkowskim, w szczególności tym należącym do strefy euro, ze względu na współdziałanie oddziaływania wstrząsów gospodarczych. Dywersyfikacja źródeł finansowania wersprze proces mitygowania ryzyka finansowego, przez co unijni obywatele i przedsiębiorstwa będą w mniejszym niż dotychczas stopniu odczuwali wahania aktywności sektora bankowego. Bardziej rozwinięte rynki instrumentów właścicielskich związanych z transferem kapitału własnego (*equity*), tj. akcji, odmiennie do finansowania kredytem bankowym poprzez wzrost zadłużenia, wspomagają większe inwestycje w długim horyzoncie czasowym.

Państwa UE o relatywnie małych rynkach, ale charakteryzujących się wysokim potencjałem wzrostu, mogą osiągnąć wiele korzyści dzięki poprawie transferu kapitału i inwestycji na realizację ich projektów. Państwa członkowskie o bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych będą odnosiły korzyści z wyższych inwestycji transgranicznych oraz możliwości gromadzenia oszczędności.

---

<sup>4</sup> Według szacunków UE koszt pozyskania kapitału w wyniku oferty publicznej (IPO) o wartości emisji do 6 mln euro w Europie wynosi 10–15% jej wartości i maleje do 5–8% przy wartości emisji 50–100 mln euro [Simpson i Srivastava 2015].

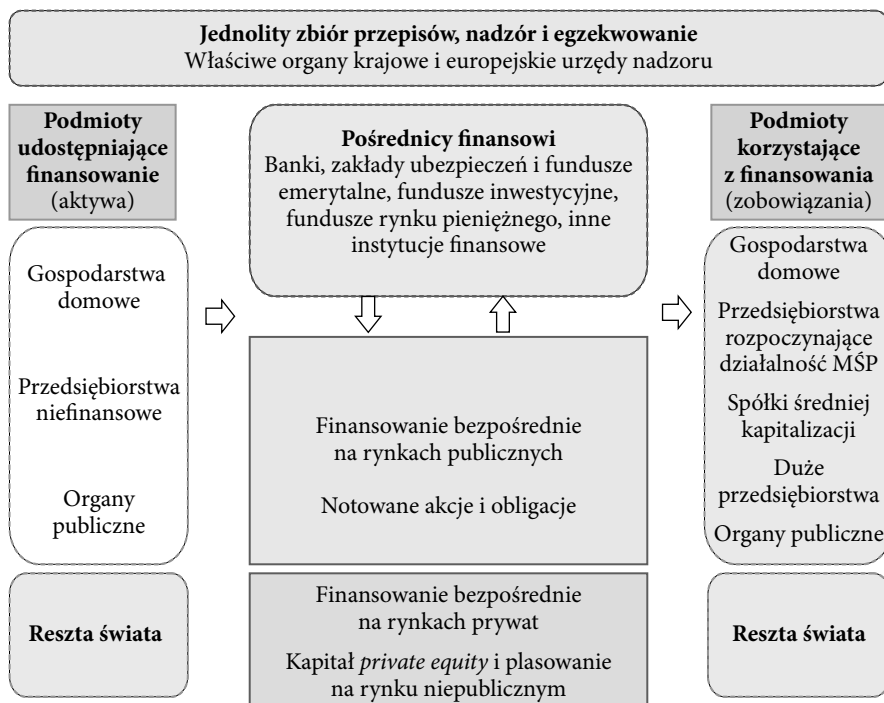
W końcu unia kapitałowa ma się przyczynić do bardziej transgranicznego podziału ryzyka, a pogłębione i płynniejsze rynki oraz zdywersyfikowane źródła finansowania zwiększą integrację finansową, zmniejszą koszty i zwiększą konkurencyjność europejskich gospodarek.

Unia rynków kapitałowych w podstawach zakłada pogłębianie odpośredniczenia (dezintermediacji finansowej), czyli wzrost roli finansowania przedsiębiorstw poprzez emisję swoich papierów wartościowych i zmniejszenie roli kredytów bankowych jako źródła funduszy. Banki komercyjne, poszukując nowych źródeł dochodów rekompensujących im spadek ochodów w tradycyjnej bankowości depozytowo-kredytowej, angażują się w działalność na rynku papierów wartościowych. Ochodzenie firm od pozyskiwania środków finansowych poprzez pośredników finansowych dotyczy przede wszystkim dużych korporacji, które wykorzystują ekonomię skali w zakresie wartości mobilizowanych kapitałów przy relatywnie niższym koszcie w stosunku do oferty kredytowej banków. Małe i średnie firmy do tej pory nie odnosiły korzyści skali z pozyskiwania kapitałów bezpośrednio na rynku finansowym ze względu na stosunkowo wysokie koszty w relacji do zgłaszanego zapotrzebowania na kapitał [Maciejszyk-Bujnowicz 2015]. Dzięki implementacji unii rynków kapitałowych koszty pozyskania kapitału dla przedsiębiorstw mikro, średnich i małych mają się zmniejszyć, przez co finansowanie rynkowe, poprzez niższy koszt w porównaniu z kredytem bankowym, ma zachęcać przedsiębiorstwa do wykorzystywania w większym stopniu instrumentów rynku kapitałowego w finansowaniu swojej działalności. W ujęciu modelowym miejsce rynków kapitałowych w systemie finansowym przedstawiono na rysunku 1.

Cele, które mają być osiągnięte poprzez unię rynków kapitałowych i mają doprowadzić do bardziej efektywnej alokacji kapitału oraz udoskonalić dzielenie się ryzykiem w dokumentach unijnych (Zielona księga, Plan działań) określono następująco:

- poprawa dostępu do finansowania dla wszystkich przedsiębiorstw i projektów infrastrukturalnych w całej Europie,
- pomoc MŚP w równie łatwym uzyskaniu finansowania jak w przypadku dużych przedsiębiorstw,
- stworzenie jednolitego rynku kapitałowego poprzez usunięcie przeszkód dla inwestycji transgranicznych,
- dywersyfikacja finansowania gospodarki i obniżenie kosztu pozyskiwania kapitału.

Kolejnym celem uni kapitałowej jest odwrócenie fragmentacji rynków, którą objawił i wzmocnił kryzys. Zasada swobody przepływu kapitału to jeden z fundamentów traktatowych UE, ale przy nadmiernym rozroście sektora



**Rysunek 1. Rola rynków kapitałowych w systemie finansowym**

Źródło: [Zielona księga 2015; *Economic Analysis* 2015]

bankowego rynku kapitałowe w wielu europejskich krajach są zbyt mało rozwinięte w porównaniu do wielkości gospodarek. Przy wielkości gospodarki zbliżonej do amerykańskiej kapitalizacja wszystkich giełd UE jest o więcej niż 50% mniejsza, a rynek długu stanowi zaledwie około 30% wartości instrumentów notowanych na rynku długu w USA [Ramotowski 2016].

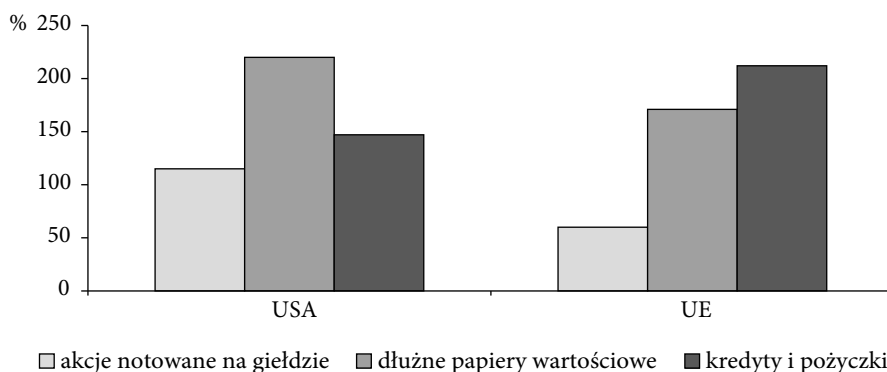
Unia rynków kapitałowych powinna się opierać na następujących głównych zasadach:

- maksymalne korzyści z rynków kapitałowych dla gospodarki, zatrudnienia i wzrostu gospodarczego;
- dążenie do osiągnięcia zunifikowanego rynku kapitałowego dla państw UE-28 poprzez usunięcie przeszkód w inwestycjach transgranicznych w UE i wzmocnienie związków z globalnymi rynkami kapitałowymi;
- budowanie na solidnych podstawach stabilnego systemu finansowego, na który składa się jednolity zbiór przepisów dla usług finansowych (*single rulebook*), skutecznie i konsekwentnie egzekwowany;

- położenie dużego nacisku na skuteczną ochronę konsumentów i inwestorów;
- wkład w napływ inwestycji z całego świata i zwiększanie konkurencyjności gospodarek UE.

Pierwowzorem przy tworzeniu koncepcji unii rynków kapitałowych był rynek kapitałowy w USA, gdzie przedsiębiorstwa w większości finansują się poprzez ten rynek (ok. 70–80%), a w mniejszości poprzez system bankowy (ok. 20–30%), a także poprzez fakt, że m.in. dzięki rynkowi kapitałowemu USA szybciej niż Europa pokonały kryzys finansowy (2007–2009) [Dombret i Kenadijan 2015]. Od dziesięcioleci rozwój gospodarki amerykańskiej i rynku kapitałowego w tej gospodarce były i są w stanie harmonii. Od przyjęcia Glass Steagall-Act w 1933 r. – oddzielającej wyspecjalizowaną bankowość inwestycyjną od tradycyjnej bankowości kredytowo-depozytowej – minęło wiele czasu, ale wprowadzone wtedy rozwiązania prawne i instytucjonalne oznaczały – wymagając wielu kompromisów i dostosowań – usankcjonowanie poddanej licznym regulacjom dychotomii w możliwościach poszukiwania i efektywnego pozyskiwania kapitału na potrzeby rozwoju. Przedsiębiorcy i korporacje funkcjonujące na rynku potrafiły tę różnorodność dostrzec i wykorzystać, podtrzymując wzrost całej gospodarki [Janc 2015].

Rysunek 2 przedstawia porównanie rynku kapitałowego i sektora bankowego w stosunku do PKB w USA i UE. Widoczna jest dysproporcja w rozwoju rynku kapitałowego w UE i USA – o ile w USA łącznie segmenty akcji i dłużnych papierów wartościowych stanowią 335% PKB, o tyle w UE już tylko 231% PKB. Z kolei w UE lepiej niż w USA rozwinięty jest segment kredytów i pożyczek, który ma wartość 212% PKB wobec 147% PKB.



**Rysunek 2. Porównanie rynku kapitałowego i sektora bankowego w stosunku do PKB w USA i UE**

Źródło: [Capital Markets Union: Integration 2015]

W lutym 2015 roku Komisja, po opublikowaniu zielonej księgi, rozpoczęła konsultacje dotyczące środków niezbędnych do uwolnienia inwestycji w UE i wykreowania jednolitego rynku kapitałowego (IP/15/4433, MEMO/15/4434) oraz konsultacje dotyczące dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego i sekurytyzacji. Komisja Europejska otrzymała ponad 700 odpowiedzi od przedsiębiorstw, inwestorów, sektora finansowego, parlamentów krajowych, Parlamentu Europejskiego, Rady i obywateli Europy, które potwierdziły poparcie tych podmiotów dla unii rynków kapitałowych. Podsumowaniem konsultacji była konferencja na wysokim szczeblu zorganizowana w dniu 8 czerwca 2015 roku. Dnia 30 września 2015 roku został ogłoszony Plan działania na rzecz unii rynków kapitałowych.

W zakresie instrumentów realizacji założonych celów w ramach unii rynków kapitałowych Komisja Europejska wyznaczyła pięć priorytetów do realizacji, które zostały szczegółowo scharakteryzowane w poniższej tabeli.

#### **Priorytety Komisji Europejskiej wynikające z planu działań na rzecz unii rynków kapitałowych**

<b>Priorytet</b>	<b>Charakterystyka działań w ramach priorytetu</b>
Zapewnianie europejskim przedsiębiorstwom, w tym MŚP, większego wyboru źródeł finansowania	<p>Przedsiębiorstwa w UE starające się o pozyskanie finansowania na rynkach kapitałowych stykają się z barierami na każdym etapie tego procesu oraz na rynkach publicznych. Przeciwności te zmniejszają możliwości przedsiębiorstw z sektora MŚP pozyskiwania finansowania kapitałem własnym i obcym. Komisja w tym zakresie podejmie następujące inicjatywy:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– zmodyfikuje dyrektywę w sprawie prospektu emisyjnego, aby zmniejszyć koszty publicznego pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa, dokona przeglądu przeszkód regulacyjnych dla przedsiębiorstw notowanych na rynkach akcji i obligacji oraz będzie wspierała inicjatywy za pośrednictwem europejskich struktur doradczych</li> <li>– uruchomi pakiet środków w celu wspierania finansowania kapitałem VC/PE i kapitałem właścicielskim w UE</li> <li>– będzie promowała nowoczesne formy finansowania przedsiębiorstw, takie jak finansowanie społecznościowe (<i>crowdfunding</i>), plasowanie prywatne (<i>private placement</i>), środki pochodzące z pożyczek prywatnych (P2P) przy zapewnianiu wysokiego poziomu ochrony inwestorów i stabilności finansowej</li> <li>– zbada metody osiągnięcia ogólnoeuropejskiego podejścia dla poprawy łączenia MŚP z różnymi źródłami finansowania</li> </ul>

cd. tabeli

Priorytet	Charakterystyka działań w ramach priorytetu
Zapewnianie adekwatnego otoczenia regulacyjnego dla długoterminowych inwestycji i finansowania infrastruktury w UE	<p>Aby utrzymać i zwiększać konkurencyjność, Europa potrzebuje znacznej liczby nowych inwestycji długoterminowych. <i>Investment Plan for Europe</i> o wartości 315 mld euro może być pomocny, ale potrzebne są też dalsze środki dla uruchomienia prywatnych inwestycji w dłuższym horyzoncie czasowym. Komisja podejmie następujące inicjatywy:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– w krótkim terminie wprowadzi zmiany do kalibracji (przepisy Solvency II), aby lepiej ukazywały one realne ryzyko inwestycji infrastrukturalnych, a następnie zweryfikuje sposób jego ujmowania w myśl rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych w odniesieniu do ekspozycji banków na infrastrukturę</li> <li>– oceni łączny wpływ poprzednich reform regulacyjnych dla zapewnienia koherencji i adekwatności w ramach inicjatywy Komisji w sprawie lepszych uregulowań zgodnie z rozpoczętymi w PE w 2013 r. pracami w zakresie spójności przepisów UE dotyczących usług finansowych</li> </ul>
Mobilizacja oszczędności i zwiększenie możliwości wyboru instrumentów dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych	<p>Kluczem otwarcia rynków kapitałowych na nowe kapitały są oszczędności gospodarstw domowych utrzymywane bezpośrednio lub pośrednio z udziałem podmiotów <i>asset management</i>, towarzystw ubezpieczeń na życie i funduszy emerytalnych. W przypadku inwestorów indywidualnych oszczędzających w perspektywie długoterminowej pomocne w lepszym inwestowaniu mogą być wyższe zaufanie, transparentność, pewność i szeroki wybór oferty rynkowej. Europejski sektor <i>asset management</i> działa sprawnie, ale należy podjąć działania, by zwiększyć paszportyzację i konkurencję transgraniczną. Komisja podejmie następujące inicjatywy:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– przeprowadzi badanie sposobów wzrostu wyboru i konkurencji transgranicznych detalicznych usług finansowych i ubezpieczeniowych poprzez opracowanie zielonej księgi, która zostanie wydana jeszcze w tym roku. Komisja oceni również regulacje odnoszące się do inwestycji klientów detalicznych, z naciskiem na zwiększenie transparentności i jakości oraz dostępności doradztwa inwestycyjnego poprzez wzrost świadczenia usług drogą elektroniczną</li> <li>– przeprowadzi badanie sposobów wzrostu możliwości wyboru co do oszczędności emerytalnych oraz kreowania rynku prywatnych emerytur osobistych w UE</li> <li>– wprowadzi skuteczny europejski paszport funduszu, który zniesie opłaty i przeszkody transgraniczne dla zwiększenia konkurencji i wyboru dla inwestorów indywidualnych</li> </ul>
Zwiększenie zdolności pożyczkowych banków	<p>Banki (jako główni dostawcy kredytu dla gospodarki i pośrednicy na rynkach kapitałowych) będą odgrywały najważniejszą rolę w budowaniu unii kapitałowej. Banki posiadają silne lokalne więzi oraz wiedzę o klientach: pożyczki i kredyty bankowe będą nadal stanowiły, obok finansowania rynkowego, podstawowe źródło finansowania przedsiębiorstw. Komisja podejmie następujące inicjatywy:</p>

cd. tabeli

Priorytet	Charakterystyka działań w ramach priorytetu
	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ożywi przejrzystą, znormalizowaną i dobrej jakości sekurytyzację w celu uwolnienia potencjału z bilansów banków i zapewnienia dostępu do instrumentów inwestycyjnych dla inwestorów długo-terminowych</li> <li>– zbada, w odniesieniu do wszystkich państw członkowskich, możliwość czerpania korzyści z działalności lokalnych spółdzielni kredytowych poza zakresem zasad dotyczących wymogów kapitałowych UE dla banków</li> <li>– oceni możliwości i wykonalność stworzenia ogólnoeuropejskich ram obligacji zabezpieczonych w duchu dobrych praktyk z systemów krajowych i zbada realność wykonania podobnych instrumentów finansowania w zakresie pożyczek (finansowania dłużnego) dla MŚP</li> </ul>
Znoszenie barier transgranicznych i wspieranie rozwoju rynków kapitałowych we wszystkich państwach UE-28	<p>Biorąc pod uwagę bariery transgraniczne, Komisja wykona następujące działania:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– przeprowadzi konsultacje odnoszące się do najważniejszych barier w zakresie niewypłacalności oraz zrealizuje inicjatywę ustawodawczą dotyczącą niewypłacalności przedsiębiorstw poprzez usunięcie najistotniejszych barier dla swobodnego przepływu kapitału, opierając się na dobrych praktykach z systemów krajowych</li> <li>– rozwiąże kwestię niepewności co do praw własności papierów wartościowych i udoskonali rozwiązania w obszarze rozliczeń i rozrachunku transgranicznych transakcji na papierach wartościowych</li> <li>– będzie wspierała rozwój rynków kapitałowych we wszystkich państwach członkowskich UE-28 w ramach europejskiego semestru i poprzez oferowanie państwom UE-28 adekwatnej pomocy w zakresie działań zwiększających potencjał administracyjny</li> <li>– rozpocznie kooperację z europejskimi urzędami nadzoru mającą na celu opracowanie i wdrożenie strategii zwiększenia koherencji w obszarze nadzoru i określenia pól, w których zastosowanie bardziej zbiorowego podejścia może udoskonalić funkcjonowanie zunifikowanego rynku kapitałowego</li> <li>– weźmie pod uwagę oczekiwany przegląd Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) i publikacje międzynarodowe w celu zapewnienia unijnym i krajowym organom makroostrożnościowych instrumentów umożliwiających im odpowiedni odzew na zmiany mające miejsce na rynkach kapitałowych</li> </ul>

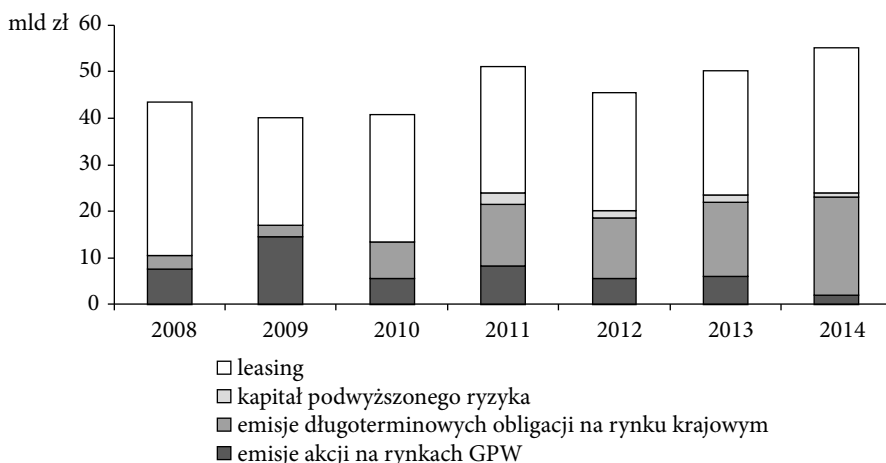
Źródło: Na podstawie [Plan 2015].

Jak wskazuje tabela, instrumenty implementacji unii rynków kapitałowych są zróżnicowane i dotyczą zarówno strony popytowej, jak i podażowej rynku kapitałowego, a także infrastruktury tego rynku oraz tworzenia bardziej

przyjaznego otoczenia regulacyjnego rynków kapitałowych i przedsiębiorstw z sektora MŚP. Poza samym rynkiem kapitałowym działania te będą również skoncentrowane na sektorze bankowym jako głównym dostawcy finansowania zewnętrznego europejskich przedsiębiorstw. Za istotne również należy uznać inicjatywy związane ze znoszeniem barier w transgranicznym przepływie kapitału zarówno po stronie emitentów, jak i inwestorów.

## 2. Źródła finansowania przedsiębiorstw z sektora MMŚP w Polsce i ich ocena

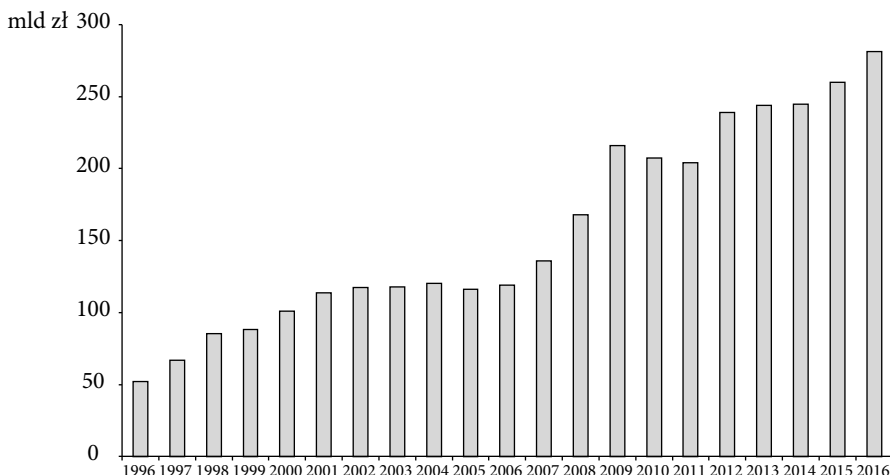
W monokredytowej strukturze finansowania przedsiębiorstw w Polsce, podobnie jak w innych krajach z modelem kontynentalnym systemu finansowego, w którym dominują banki uniwersalne, to właśnie kredyt bankowy odgrywa najważniejszą rolę w strukturze źródeł finansowania. Niebankowe formy finansowania zewnętrznego zyskują powoli na znaczeniu. Obejmują one zarówno emisję dłużnych i udziałowych papierów wartościowych, leasing czy kapitał podwyższonego ryzyka (*private equity*). Ponadto w Polsce dostrzega się problem tzw. luki kapitałowej, a duża część podmiotów, szczególnie tych najmniejszych i nowych (start-up), jest pozbawiona dostępu do finansowania bankowego ze względu na brak zdolności kredytowej, brak zabezpieczeń, branżę działania, brak referencji.



**Rysunek 3. Pozabankowe źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce**

Źródło: Na podstawie: [Rozwój]

Jak wynika z rysunków 3 i 4, pozabankowe źródła finansowania przedsiębiorstw w Polsce jedynie uzupełniają finansowanie kredytem bankowym, co oznacza, że dominuje tzw. finansowanie bankowe nad finansowaniem rynkowym. Wśród pozabankowych źródeł finansowania na uwagę zasługuje systematyczny wzrost wartości emisji długoterminowych obligacji na rynku krajowym, spadek emisji na rynkach GPW (Rynek Główny, New Connect), względna stabilizacja finansowania leasingiem i śladowy – z tendencją malejącą – udział finansowania przez fundusze podwyższonego ryzyka *private equity*. Należności banków od przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek wykazywały tendencję rosnącą w latach 1996–2015 z okresami większej i mniejszej dynamiki wzrostu, a także w latach 2009–2011 z okresem spadku.



**Rysunek 4. Należności banków od przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek**

Źródło: Na podstawie: [Należności]

Podstawowymi problemami związanymi z dostępem przedsiębiorstw w Polsce do finansowania zewnętrznego – zarówno kapitału własnego, jak i obcego – są:

- brak oferty finansowej banków dla ryzykownych projektów;
- w zasadzie ograniczona oferta finansowa banków dla nowych przedsiębiorstw ze względu na brak zdolności kredytowej, zabezpieczeń, historii kredytowej i referencji;
- brak dostępu mniejszych firm do finansowania poprzez instrumenty rynków pieniężnego i kapitałowego ze względu na relatywnie wysokie koszty pozyskania kapitału w tej formie;

- brak możliwości obiektywnej oceny ryzyka inwestycyjnego przedsiębiorstw z sektora MMŚP w związku z brakiem lokalnych agencji ratingowych;
- brak przekonania inwestorów detalicznych i instytucjonalnych do inwestowania w papiery mniejszych podmiotów;
- niedostatecznie rozwinięta infrastruktura rynku kapitałowego w Polsce.

Silne uzależnienie finansowania przedsiębiorstw od banków jest niekorzystne dla samych przedsiębiorstw, ponieważ decyzje banków, związane np. z podwyższeniem marży i oprocentowania, w praktyce oznaczają zmniejszenie dostępności finansowania bankowego dla sektora MŚP, co powoduje powiększenie tzw. luki kapitałowej.

### **3. Szanse realizacji unii rynków kapitałowych w Polsce**

Sam pomysł wykorzystania w większym stopniu niż dotychczas rynku kapitałowego do pobudzania wzrostu gospodarczego w UE, w tym w Polsce, poprzez zwiększanie dostępności do finansowania dla podmiotów wytwarzających znaczącą część PKB, a borykających się z tzw. luką kapitałową należy ocenić pozytywnie. Oficjalne stanowisko rządu RP również pozytywnie ocenia ten projekt.

Szansą unii rynków kapitałowych dla sektora MŚP w Polsce jest uzyskanie dostępu przez te podmioty do instrumentów rynku kapitałowego, dotąd zarezerwowanego dla największych lub najbardziej innowacyjnych spółek. Wyzwaniem w tym zakresie jest uproszczenie trybu upublicznienia małych spółek, zmniejszenie kosztów związanych z obecnością na rynku kapitałowym oraz rozwój infrastruktury rynku kapitałowego, aby obniżyć koszty obrotu papierami wartościowymi.

Z punktu widzenia celów związanych z mobilizacją oszczędności gospodarstw domowych, ich rzetelnym informowaniem i edukacją należy upatrywać szansę w zwiększeniu odsetka oszczędzających w Polsce, który wynosi tylko 40%, a także w kierowaniu oszczędności gromadzonych w bankach na rynek kapitałowy. Polskę dotyka problem braku długoterminowych oszczędności, a przez rynek kapitałowy takie oszczędności można gromadzić. Zwiększenie znaczenia rynku kapitałowego w finansowaniu gospodarki ma też na celu zmianę struktury oszczędności gospodarstw domowych. Obecnie dominują w niej depozyty bankowe, stanowiące wraz z gotówką około dwóch trzecich całkowitych oszczędności. Notowane akcje, obligacje i bony stanowią łącznie niecałe 5%, a udziały w funduszach inwestycyjnych – 9,5%. Dysproporcja ta pokazuje, jak duża jest skala potencjalnych środków, które mogłyby zostać

przekierowane na rynek kapitałowy celem finansowania polskich przedsiębiorstw bez pośrednictwa sektora bankowego. Zmiana taka służyłaby zarówno oszczędzającym, którzy mieliby szansę na wyższą średnią stopę zwrotu, jak i przedsiębiorstwom, które uzyskałyby tańszy i szerszy dostęp do kapitału [Rynek 2015].

Unia rynków kapitałowych może być również szczególnie atrakcyjna dla sektora bankowego, który boryka się z najniższymi w historii stopami procentowymi, obniżeniem się źródeł przychodów, zwiększeniem obciążeń związanych z nadzorem finansowym i gwarantowaniem depozytów, domiarem kapitałowym dla banków dotkniętych problemem kredytów walutowych, a od lutego 2016 roku podatkiem bankowym. Banki będą musiały się dostosować do nowych warunków działania i poszukiwać nowych źródeł przychodów. Z pewnością czynności bankowości inwestycyjnej w szerokim ujęciu mogą stanowić takie źródła. Dodatkowo poprzez sekurytyzację aktywów wysokiej jakości realizowaną przez banki ma się zwiększyć ich zdolność do udzielania pożyczek podmiotom z sektora MŚP. Jak wynika z opinii uczestników debaty oksfordzkiej *Rynek kapitałowy zastąpi banki w finansowaniu gospodarki*, która odbyła się w czerwcu 2016 roku w ramach VI Europejskiego Kongresu Finansowego, rynki kapitałowe nie zastąpią banków w finansowaniu gospodarki, ale istnieje bardzo duża przestrzeń do współpracy sektora bankowego i rynku kapitałowego we wspieraniu wzrostu gospodarczego [EKF 2016]. Na obecnym etapie prac nad unią kapitałową, gdy tworzone są jej podstawy, szczególnie istotna staje się działalność polskich uczestników rynku kapitałowego w pracach nad projektem URK, która może przybierać formę zgłaszanych uwag i komentarzy w toku konsultacji bezpośrednio do Komisji Europejskiej, ale również w pomocy udzielanej Ministerstwu Finansów w fazie przygotowawczej do negocjacji na forum Rady Unii Europejskiej [Nowak 2016].

#### **4. Zagrożenia realizacji unii rynków kapitałowych w Polsce**

Zasadnicze pytanie związane z unią rynków kapitałowych jest takie, czy niedostateczne finansowanie ze strony banków wynika z niedostatecznej podaży kredytów czy niedostatecznego popytu. W pierwszym przypadku unia rynków kapitałowych może spełnić swoje zadanie, w przypadku drugim problem jest w niechęci przedsiębiorców do zadłużania się i zaciągania kredytów, na przykład ze względu na niepewność, niedostateczny popyt. Na taką odpowiedź wskazywałyby badania spółki doradczej Ernst & Young i TheCityUK przeprowadzone wśród przedsiębiorstw w strefie euro, które za podstawowe

bariery rozwoju wskazały niedostateczny popyt i konkurencję, a dopiero na trzecim miejscu dostęp do finansowania [*Capital Markets Union. The Perspective* 2015]. W takim przypadku unia rynków kapitałowych nie spełni do końca pokładanej w niej nadziei.

Należy mieć jednak na uwadze, że w Europie kontynentalnej, odmiennie niż w USA, występuje system finansowy zdominowany przez banki uniwersalne, co ma również silne oparcie w przepisach prawa finansowego, w tym bankowego, podatkowego, upadłościowego i restrukturyzacyjnego, rachunkowości i sprawozdawczości finansowej oraz jest poparte wieloletnim dwubiegowym rozwojem systemów finansowych na świecie – części w modelu anglosaskim z dominacją rynku kapitałowego i części w modelu kontynentalnym z dominacją banków depozytowo-kredytowych. W systemie finansowym o modelu zorientowanym na rynek kapitałowy inna jest również świadomość gospodarstw domowych w zakresie instrumentów finansowych oraz struktura ich oszczędności, w której dominują papiery wartościowe, oszczędności w funduszach inwestycyjnych i instrumenty ubezpieczeniowe.

Jak podkreśla Małgorzata Zaleska [2015] – prezes GPW w Warszawie – unia rynków kapitałowych nie była panaceum na wszystkie bolączki UE i strefy euro i dlatego nie może zastąpić głębokich reform strukturalnych, które powinny uzdrowić strefę euro. Z kolei były prezes NBP Marek Belka [2015a] wskazuje, że problemem jest to, że aby zbudować prawdziwie efektywną unię rynków kapitałowych, potrzeba wielu zmian prawnych i instytucjonalnych, i to bardzo głębokich. Należy na przykład wejść głęboko w system podatkowy. Gdy bliżej przyjrzymy się unii rynków kapitałowych, okazuje się, że może ona być również politycznie sporna. Należy nie tylko koordynować, ale i zharmonizować niektóre zasady, połączyć albo oddać część suwerenności.

W dyskusji publicznej dotyczącej tego projektu i jego wpływu na Polskę pojawiało się wiele wskazań na zagrożenia, które można przedstawić następująco:

- ryzyko nie uwzględnienia w rozwiązaniach szczegółowych unii rynków kapitałowych lokalnych różnic w poziomie rozwoju poszczególnych rynków kapitałowych oraz nie zachowania zasady proporcjonalności, której zachowanie domaga się rząd;
- marginalizacja giełdy warszawskiej jako giełdy lokalnej i zwiększenie roli giełd o znaczeniu międzynarodowym, na przykład Londyn, Frankfurt;
- niechęć właścicieli przedsiębiorstw z sektora MŚP do dzielenia się własnością, co wymusza upublicznienie spółki poprzez emisję akcji;
- wysokie koszty związane z pozyskaniem przez rynek kapitałowy kapitału zarówno udziałowego (akcje), jak i dłużnego (obligacje) w porównaniu z kosztem kredytu;

- wysokie koszty i uciążliwości związane z wypełnianiem obowiązków informacyjnych podmiotów publicznych – raporty bieżące i okresowe, relacje inwestorskie, spotkania z inwestorami;
- niechęć inwestorów do nabywania papierów mniejszych podmiotów wobec braku niezależnej oceny ryzyka inwestycyjnego ze strony uznanych międzynarodowych agencji ratingowych, a przez to niemożność oceny premii za ryzyko inwestycji w papiery takiego podmiotu;
- brak lokalnych agencji ratingowych mogących ocenić wiarygodność finansową emitentów papierów wartościowych;
- awersja do ryzyka i niechęć gospodarstw domowych do przenoszenia oszczędności z banków na rynek kapitałowy w związku z brakiem wiedzy o inwestowaniu lub obawą o poniesienie strat;
- przywiązanie polskich przedsiębiorców do kredytu jako głównego instrumentu finansowania działalności i niechęć do zmiany tego stanu;
- wysokie koszty sekurytyzacji uczynią ten instrument nieaktywnym;
- nieskuteczność w skoordynowaniu regulacji i problemy z nadzorem nad rynkiem kapitałowym.

Jak podkreślają przedstawiciele polskiego rynku kapitałowego, przyszła unia rynków kapitałowych powinna się opierać na lokalnych rynkach kapitałowych i zapewniać swobodny przepływ kapitału między nimi, umożliwiając jednocześnie wybór kraju pozyskiwania finansowania oraz lokowania kapitału przez inwestorów [Sroka 2016].

## Zakończenie (wnioski i rekomendacje)

Unia rynków kapitałowych jest dopełnieniem unii gospodarczej i walutowej oraz kolejnym etapem europejskiej integracji po unii bankowej w obszarze finansowym. Unia rynków kapitałowych wspiera unię bankową, a unia bankowa – unię rynków kapitałowych, ponieważ są to inicjatywy komplementarne. Porównanie tych dwóch inicjatyw integracyjnych – unii bankowej i unii rynków kapitałowych – zostały już dokonane w polskiej literaturze przedmiotu [Solarz 2015; Waliszewski 2015]. Lepiej nadzorowane i silniejsze kapitałowo banki będą mogły lepiej odegrać rolę powierzoną im przez twórców unii rynków kapitałowych – od emitentów papierów wartościowych, poprzez pośredników i podmioty realizujące czynności bankowości inwestycyjnej na rynku publicznym, poprzez pierwsze oferty publiczne (IPO, *Initial Public Offer*), wtórne oferty publiczne (SPO, *Secondary Public Offer*), finansowanie dłużne oraz na rynku prywatnym poprzez tzw. plasowanie prywatne (*private placement*),

a także przejmujące ryzyko dojścia emisji do skutku jako tzw. subemisja (*underwriting*), aż po nabywających papiery wartościowe i dostawców kapitału na te rynki. Banki nadal będą bowiem głównymi graczami na rynkach kapitałowych jako inwestorzy instytucjonalni. Nadzieje, jakie pokłada się w unii rynków kapitałowych, są ogromne, interesy różnych krajów i lokalnych rynków kapitałowych mogą być wzajemnie sprzeczne i najważniejsze będzie, jakie ostatecznie rozwiązania zostaną przyjęte w poszczególnych obszarach, zapewne w toku wielostronnych negocjacji. Polska powinna zabiegać, aby zostały wzięte pod uwagę interesy mniejszych krajów UE-28, a rozwiązania szczegółowe powinny uwzględniać specyfikę lokalnych rynków i nie powinny prowadzić do powstania jednego, scentralizowanego rynku kapitałowego w UE [Belka 2015b]. Prawdziwym wyzwaniem będzie zniesienie różnic w systemach prawnych, podatkowych, co ma umożliwić transgraniczne przepływy kapitałowe.

## Bibliografia

- Belka, M., 2015a, *Conference Reinventing the Eurozone: The View from Central Europe 23 September 2015*, PISM, 1a Warecka Str., Warsaw.
- Belka, M., 2015b, *Finance for Growth: The Capital Markets Union*, Rome Investment Forum, Financing Long-Term Europe.
- Capital Markets Union: Integration of Capital Markets in the European Union*, 2015, PwC, September.
- Capital Markets Union. The Perspective of European Growth Companies*, 2015, E&Y I TheCityUK, October.
- Dombret, A., Kenadjian, P.S., 2015, *The European Capital Markets Union: A Viable Concept and a Real Goal?*, Walter de Gruyter.
- Economic Analysis Accompanying the Document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions Action Plan on Building a Capital Markets Union*, Bruksela, 30.09.2015 r.
- EKF: rynek kapitałowy nie zastąpi banków w finansowaniu gospodarki*, PAP, 13.06.2016 r.
- Janc, A., 2015, *Rynki kapitałowe i ich znaczenie dla wzrostu gospodarczego – czy historia może być pouczająca dla Europy?* w: Janc, A., Mikołajczak, P., Waliszewski, K., *Europejska unia rynków kapitałowych. Perspektywa finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.
- Kaya, O., 2015, *Capital Markets Union. An Ambitious Goal, but Few Quick Wins*, EU Monitor Global Financial Markets, Deutsche Bank Research, 2 November.

- Maciejczyk-Bujnowicz, I., 2015, *Kapitał finansowy a wzrost gospodarczy w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Należności i zobowiązania banków*, NBP.
- Nowak, P., 2016, *Jesteśmy gotowi do rozmów*, Parkiet, 23 kwiecień.
- Plan działań na rzecz unii rynków kapitałowych*, Bruksela, 30.09.2015 r.
- Ramotowski, J., 2015, *Jak ma wyglądać unia rynków kapitałowych*, Obserwator Finansowy, 9 listopada.
- Ramotowski, J., 2016, *Europejski nadzór potrzebuje stabilizacji*, Obserwator Finansowy, 23 czerwca.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce za lata 2010–2014*, NBP, raporty.
- Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów*, 2015, PricewaterhouseCoopers.
- Simpson, M., Srivastava, A., 2015, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, Baker & McKenzie, 23 November.
- Solarz, J.K., 2015, *Porównanie Unii Bankowej z Unią Rynków Kapitałowych. Przyczynek do teorii hybrydowego pośrednictwa finansowego*, *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, t. XVI, z. 12, cz. I.
- Sroka I., 2016, *Unia Rynków Kapitałowych – wpływ na rynek kapitałowy w Polsce* w: Czerwińska, T., Nowak, A.Z. (red.), *Rynek kapitałowy – efektywność i ryzyko*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa.
- Waliszewski, K., 2015, *Unia bankowa i unia rynków kapitałowych – analiza porównawcza europejskich projektów integracyjnych w obszarze finansowym*, *Nauki o Finansach*, nr 2.
- Zaleska, M., 2015, *Unia rynków kapitałowych nie zastąpi bolesnych reform*, Obserwator Finansowy, 1 lipiec.
- Zielona księga, *Tworzenie unii rynków kapitałowych*, Bruksela, 18.02.2015 r.