

## Unia rynków kapitałowych – szanse i zagrożenia z punktu widzenia rozwoju przedsiębiorstw

Maciej Pawłowski\*

**Streszczenie:** *Cel* – ocena koncepcji powstania unii rynków kapitałowych z jednoczesną próbą identyfikacji szans i zagrożeń implementacji tego projektu z punktu widzenia rozwoju przedsiębiorstw.

*Metodyka badania* – artykuł poświęcony jest projektowi unii rynków kapitałowych. W związku z brakiem dotychczasowych doświadczeń rynkowych w przedmiocie rozważań w artykule wykorzystano metody analizy jakościowej, koncentrując się na krytycznej analizie i ocenie rozwiązań formalnoprawnych unii rynków kapitałowych.

*Wynik* – w rezultacie prowadzonych analiz podjęto próbę wyszczególnienia szans i zagrożeń powołania do życia unii rynków kapitałowych.

*Oryginalność/wartość* – niniejsza publikacja wpisuje się w nurt dyskusji poświęconej inicjatywom podejmowanym przez Komisję Europejską w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego w Unii Europejskiej i aktywności gospodarczej.

**Słowa kluczowe:** unia rynków kapitałowych, rynek kapitałowy, Unia Europejska, MSP, finanse

**Kody klasyfikacji JEL:** G15, G18, G21, G23

### Wprowadzenie

Postulat utworzenia unii rynków kapitałowych<sup>1</sup> (URK) pojawił się w 2014 roku podczas przemówienia ówczesnego kandydata na przewodniczącego Komisji Europejskiej – Jeana Claude’a Junckera (2014, s. 8). Wzmiankowana w przemówieniu potrzeba dalszego rozwoju i integracji rynków kapitałowych krajów członkowskich Unii Europejskiej stała się jednym z filarów *Planu inwestycyjnego dla Europy* (tzw. planu Junckera), a szerszy kontekst koncepcji URK przedstawiono w *Green Paper. Building a Capital Markets Union* (2015). Dokument ten został opublikowany 18 lutego 2015 roku i skierowany do publicznych konsultacji w celu zainicjowania debaty poświęconej: ogólnej ocenie koncepcji europejskiej unii rynków kapitałowych, identyfikacji przesłanek dla ekonomicznego uzasadnienia tego projektu, wskazaniu działań niezbędnych dla stworzenia URK oraz określeniu jej elementów składowych. W rezultacie trzymiesięcznych konsultacji zgromadzono materiał od niemal 430 respondentów reprezentujących silnie zróżnicowaną grupę interesariuszy – instytucji rynku kapitałowego

\* dr Maciej Pawłowski, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, 71-004 Szczecin, ul. Cukrowa 8, e-mail: maciej.pawlowski@usz.edu.pl

<sup>1</sup> *Capital Markets Union* (CMU).

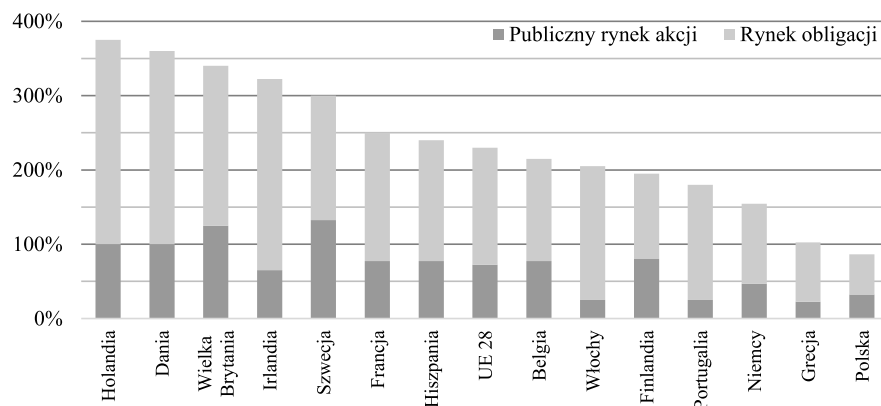
oraz jego uczestników (m.in. stowarzyszeń inwestorów i emitentów giełdowych, inwestorów indywidualnych, przedsiębiorstw, rządów i agend rządowych, banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej i instytucji nadzoru) (*Feedback Statement...*, 2015, s. 3–4). Na tej podstawie Komisja Europejska opracowała opublikowany we wrześniu 2015 roku *Plan działania na rzecz unii rynków kapitałowych (Action Plan on Building a Capital Markets Union, 2015)*.

Celem artykułu jest ocena koncepcji powstania URK z jednoczesną próbą identyfikacji szans i zagrożeń implementacji tego projektu z punktu widzenia rozwoju przedsiębiorstw. Realizacja założonego celu wymagała przybliżenia założeń koncepcyjnych URK, przesłanek jej powstania oraz metod, instrumentów i działań zmierzających do budowy jednolitego i w pełni zintegrowanego europejskiego rynku kapitałowego.

## **1. Przesłanki unii rynków kapitałowych**

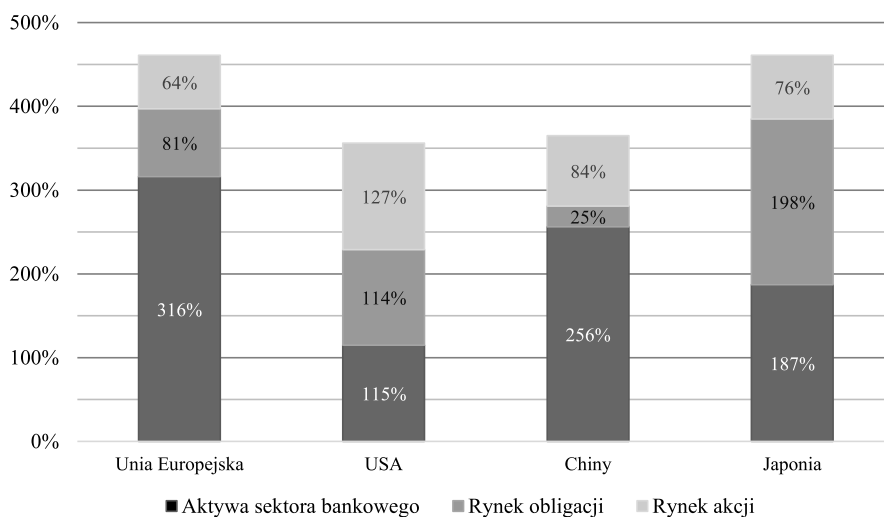
URK stanowi inicjatywę ukierunkowaną na pogłębienie integracji rynków kapitałowych 28 państw członkowskich Unii Europejskiej, a jej nadrzędnym celem jest lepsze powiązanie oszczędności z inwestycjami oraz wzmocnienie europejskiego systemu finansowego poprzez zapewnienie alternatywnych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw i zwiększenie oferty dla inwestorów, zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych (*Sprawozdanie...*, 2016, s. 4). W zamyśle inicjatorów powstanie URK otworzy nowe możliwości inwestycyjne i usprawni przepływ kapitału w strukturze europejskiego systemu finansowego, prowadząc w efekcie do stymulowania zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz wzrostu zatrudnienia, a w konsekwencji do zwiększenia innowacyjności i konkurencyjności gospodarki Unii Europejskiej (Sroka, 2016, s. 18).

Wskazując przesłanki inicjujące powstanie unii rynków kapitałowych podkreślenia wymaga fakt, iż o ile sama koncepcja URK jest inicjatywą nową, o tyle jej podstawy sięgają lat pięćdziesiątych XX wieku. Istota URK odnosi się bowiem do swobody przepływu kapitału – jednej z czterech podstawowych swobód Unii Europejskiej ujętych w traktacie rzymskim. Zapoczątkowana ponad pół wieku temu i dynamicznie postępująca integracja gospodarcza, uwzględniająca w swej istocie instytucję jednolitej polityki monetarnej i wspólnej waluty, uwypukliła potrzebę integracji rynków kapitałowych w dużym stopniu warunkujących efektywność funkcjonowania gospodarek narodowych państw członkowskich Unii Europejskiej, jak również całej Wspólnoty. Fundamentem dla powstania jednolitego rynku kapitałowego było przyjęcie przez Komisję Europejską w 1999 roku *Programu na rzecz Usług Finansowych (FSAP)*, którego realizacja skutkowałą stworzeniem kompleksowego pakietu przepisów regulujących funkcjonowanie rynku finansowego oraz zniwelowaniem różnic pomiędzy systemami prawnymi poszczególnych państw członkowskich Unii Europejskiej (Pilecka, 2007, s. 17). W konsekwencji wdrożono liczne rozwiązania prawne i instytucjonalne mające na celu zapewnienie pełnej swobody świadczenia usług w obszarze Unii oraz umożliwienie pozyskiwania kapitału z europejskiego i integrującego się rynku kapitałowego.



**Rysunek 1.** Kapitalizacja giełd i wartość rynku obligacji na koniec 2014 r. w wybranych państwach Unii Europejskiej (% PKB)

Źródło: Valiante (2016).



**Rysunek 2.** Struktura sektora finansowego Unii Europejskiej na tle wybranych krajów (wielkości średnie dla lat 2010–2014 wyrażone jako % PKB)

Źródło: Valiante (2016).

Pomimo szeroko zarysowanych i podjętych działań urzeczywistnienie idei swobody przepływu kapitału w obszarze Unii Europejskiej nie nastąpiło. Jak wskazują badania Mrzygłód (2011, s. 118), integracja europejskich rynków kapitałowych ma charakter fragmentaryczny, a wzajemne powiązania rynków kapitałowych krajów członkowskich Unii Europejskiej

są niezwykle skromne. Współczesne rynki kapitałowe funkcjonujące w obszarze Unii są zatem w dużej mierze zorganizowane na poziomie krajowym i ponadto obserwuje się duże zróżnicowanie poziomu ich rozwoju i znaczenia w lokalnych gospodarkach (rys. 1).

Potrzeba integracji rynków kapitałowych w obszarze Unii Europejskiej wynika także z niedostatecznego poziomu finansowania przedsiębiorstw przez sektor bankowy (Janc, Mikołajczak, Waliszewski, 2016, s. 48 i n.). Kryzys finansowy lat 2007+ w istotny sposób wpłynął na kryteria i warunki finansowania jednostek gospodarczych, a zwłaszcza podmiotów reprezentujących sektor MSP, przedsiębiorstw realizujących projekty o charakterze innowacyjnym czy tak zwanych start-upów. Problem ten jest szczególnie istotny w warunkach systemu finansowego Unii Europejskiej, w ramach którego finansowanie przy wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego jest stosunkowo słabo rozwinięte, a wzrost gospodarczy jest ściśle powiązany z koniunkturą i polityką kredytową instytucji sektora bankowego (rys. 2).

## 2. Działania zmierzające do budowy unii rynków kapitałowych

Nie ulega wątpliwości, że wzrost znaczenia rynków kapitałowych w finansowaniu procesów gospodarczych wymaga identyfikacji i wyeliminowania barier w przepływie kapitału pomiędzy inwestorami a jednostkami poszukującymi zasileń finansowych, zarówno w obrębie państwa członkowskiego, jak i transgranicznie. Wedle założeń Komisji Europejskiej rozwiązaniem problemów Unii Europejskiej w tym zakresie będzie powoływana do życia URK. Upatruje się w niej szansy na (Waliszewski, 2015, s. 134–135):

- a) dywersyfikację źródeł i instrumentów finansowania gospodarki poprzez poprawę dostępu do zasobów finansowych dla projektów infrastrukturalnych oraz przedsiębiorstw, szczególnie MSP;
- b) wsparcie sektora MSP w dostępie do zasileń realizowanych na rynku kapitałowym;
- c) wzrost nakładów inwestycyjnych bez zwiększania poziomu zadłużenia,
- d) obniżenie kosztu pozyskania kapitału.

Wyraźnego podkreślenia wymaga jednak fakt, iż poszukiwanie przeciwwagi dla finansowania bankowego nie jest jednoznaczne z całkowitym ograniczeniem roli sektora bankowego w gospodarce Unii Europejskiej. Banki w dalszym ciągu pełnić będą znaczącą rolę w finansowaniu procesów gospodarczych, a ponadto oczekuje się wzrostu ich aktywności w roli pośrednika na rynku kapitałowym, szczególnie w perspektywie intensyfikacji procesów integracyjnych (*Green Paper...*, 2015, s. 4). Zakłada się, że docelowa struktura finansowania kształtować się będzie w następujący sposób: 40% rynek kapitałowy, 60% sektor bankowy (Waliszewski, 2015, s. 134).

Sekwencję działań, metod i instrumentów zmierzającą do powstania URK ująć można w trzech zasadniczych obszarach odnoszących się do strony podaży i popytu na rynku oraz jego infrastruktury transakcyjnej i posttransakcyjnej. W poszczególnych obszarach podejmowane działania dotyczyć będą (*Green Paper...*, 2015; Waliszewski, 2015, s. 136):

- a) strona podaży – emitenci instrumentów rynku kapitałowego:

- określenia ram i popularyzacji wykorzystania sekurytyzacji aktywów wysokiej jakości (*high quality securitisation*),
- pobudzenia publicznych (IPO/SPO) i niepublicznych emisji akcji (*private placement*) oraz papierów dłużnych przedsiębiorstw (obligacji korporacyjnych) i banków (listów zastawnych, obligacji bankowych),
- zwiększenia skali i dostępności finansowania bezpośredniego (*peer-to-peer*), społecznościowego (*crowdfunding*) oraz funduszy *venture capital*;
- b) strona popytu – inwestorzy na rynkach kapitałowych:
  - zwiększenia skali mobilizacji oszczędności inwestorów indywidualnych oraz zapewnienia większego zakresu ochrony interesów inwestorów indywidualnych,
  - zwiększenia transparentności rynków,
  - podejmowania akcji edukacyjnej realizowanej na poziomie krajowym i paneuropejskim przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) i Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA),
  - umiędzynarodowienia inwestycji indywidualnych,
  - zwiększenia roli papierów wartościowych i równoczesnego zmniejszenia udziału depozytów bankowych w strukturze oszczędności gospodarstw domowych;
- c) infrastruktura transakcyjna i posttransakcyjna – organizacja obrotu instrumentami na rynku kapitałowym:
  - regulacji i zasad funkcjonowania centralnych izb rozliczeniowych i centralnych depozytów papierów wartościowych.

Przegląd działań i instrumentów służących budowie unii rynków kapitałowych pozwala na stwierdzenie, iż do analizowanego zagadnienia nie należy podchodzić w ścisły, literalny sposób. Unia rynków kapitałowych nie jest koncepcją skupioną wokół klasycznie pojmowanego rynku kapitałowego jako miejsca emisji i publicznego obrotu instrumentami finansowymi. Obejmuje ona swym zakresem wiele rozmaitych, w tym nowoczesnych i alternatywnych, rozwiązań służących gromadzeniu średnio- i długoterminowych funduszy przez przedsiębiorstwa (Sroka, 2016, s. 17).

### 3. Szanse i zagrożenia unii rynków kapitałowych

Z pełnym przekonaniem stwierdzić można, że proponowana koncepcja utworzenia URK otworzy nowe możliwości pozyskiwania i alokacji kapitału, przekładając się w efekcie na pogłębienie procesu integracji europejskiej. Szczególnie w jej dotychczas najskromniejszym wymiarze – sferze finansowej. Utworzenie mechanizmów i spopularyzowanie instrumentów sprzyjających zwiększeniu głębokości lokalnych rynków kapitałowych prowadzić może nie tylko do zwiększenia aktywności gospodarczej (mierzonej PKB) i innowacyjności przedsiębiorstw strefy euro, ale również przyczynić się do zwiększenia płynności obrotu szeroko rozumianymi instrumentami finansowymi. Rezultaty powyższego obserwowane będą we wzroście aktywności inwestycyjnej różnych grup inwestorów i w konsekwencji – zwiększe-

niu podaży środków udostępnianych w strukturze rynku kapitałowego (i dalej – wzroście znaczenia rynku kapitałowego w źródłach finansowania europejskich przedsiębiorstw).

Przeniesienie ciężaru finansowania działalności gospodarczej z sektora bankowego może nadto sprzyjać stabilności europejskiego systemu finansowego. Badania empiryczne (Giovannini i in., 2015) wskazują bowiem, iż model finansowania rynkowego jest bardziej efektywny od modelu zorientowanego na sektor bankowy. W warunkach zaburzeń finansowych (kryzysu) system finansowy oparty na modelu anglosaskim nie kumuluje strat wewnątrz systemu, a z powodzeniem zmienia je w zewnętrzne koszty funkcjonowania systemu finansowego. Odwrotna sytuacja dotyczy natomiast systemów finansowych opartych na modelu reńskim, gdzie w warunkach silnych szoków asymetrycznych ryzyko i jego negatywne konsekwencje wracają do bilansów banków, gdyż to one są gwarantem stabilności systemu finansowego (tab. 1) (Solarz, 2015, s. 57).

**Tabela 1**

Model systemu finansowego a utracony PKB (% PKB)

Epizody	Modele systemu finansowego	N = 71	Utrata (łącznie)	Utrata w warunkach recesji	Utrata w warunkach ożywienia
Łącznie	reński	40	4,33	3,73	0,60
	anglosaski	31	3,73	3,92	-0,19
Bez kryzysu finansowego	reński	26	-0,09	1,70	-1,79
	anglosaski	16	3,24	3,60	-0,36
Z kryzysem finansowym	reński	14	12,54	7,51	5,03
	anglosaski	15	4,24	4,25	-0,01

Źródło: Giovanni (2016), s. 31, za: Solarz (2015), s. 57.

Stworzenie URK prowadzić także będzie do standaryzacji rynków kapitałowych państw członkowskich Unii Europejskiej. Ujednolicenie zasad funkcjonowania lokalnych rynków kapitałowych z pewnością nie będzie zadaniem łatwym i możliwym do szybkiego urzeczywistnienia. Wyeliminowanie różnic formalnych w dostępie do finansowania na rynku kapitałowym stanowi duże wyzwanie, które w przypadku sukcesu zaowocuje innym wymiarem konkurencyjności lokalnych rynków kapitałowych. W percepcji interesariuszy konkurencyjność rynków kapitałowych postrzegana będzie przez pryzmat ich wielkości oraz kosztu, jaki towarzyszył będzie procesowi finansowania. Tu jawi się jednak zagrożenie – słabiej rozwinięte rynki kapitałowe mogą się okazać mało atrakcyjne z punktu widzenia inwestorów i emitentów, a co za tym idzie – stać się obszarem peryferyjnym URK. Oczekiwać zatem należy, że implementacja koncepcji URK uwzględniła będzie również takie aspekty, jak struktura czy różny stopień rozwoju rynków krajowych. Praktyka wskazuje, że dojrzałe i rozwinięte rynki kapitałowe stanowią obszar zainteresowania dużych jednostek gospodarczych, podczas gdy przedsiębiorstwa reprezentujące sektor MSP ukierunkowane są na finansowanie przy wykorzystaniu lokalnych struktur rynkowych (GPW, s. 13).

Z uznaniem należy odnieść się także do trybu, w jakim Komisja Europejska rozpoczęła prace nad projektem URK. Zastosowane podejście *bottom-up* – polegające na przeglądzie barier rynkowych i poszukiwaniu możliwości ich niwelacji – daje podstawy do wykorzystania wypracowanych i efektywnych mechanizmów stymulowania rozwoju rynku kapitałowego. Oparcie koncepcji URK na doświadczeniach podmiotów rynkowych nakreśla szanse sukcesu tego projektu, gdyż koncentruje się na obszarach, które wymagają zmian i nie będą stanowić dodatkowego, nadmiernego i być może nieuzasadnionego obciążenia uczestników rynku (KDPW, 2015, s. 2).

Wyzwaniem dla efektywnego wdrożenia URK i realizacji celów przed nią stawianych jest z pewnością problem obowiązków informacyjnych, w tym szczególnie jakości informacji generowanej przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Z problemem tym koresponduje podkreślana przez Waliszewskiego potrzeba stworzenia europejskiego systemu wymiany informacji gospodarczej, w ramach którego gromadzone i udostępniane będą informacje o sytuacji finansowej, rzetelności płatniczej i zdolności kredytowej przedsiębiorstw uczestniczących w obrotach realizowanych w obszarze URK. Godne rozważenia są także instrumenty wspierania rozwoju lokalnych agencji ratingowych – głównie z uwagi na fakt, iż koszty nadania not ratingowych przez globalne agencje ratingowe częstokroć są zbyt wysokie dla emisji papierów wartościowych realizowanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa (Waliszewski, 2015, s. 137).

## **Uwagi końcowe**

Unia rynków kapitałowych jest ambitnym, trudnym i długofalowym projektem służącym pogłębianiu integracji europejskiej oraz umacnianiu światowej pozycji gospodarki Unii Europejskiej. Podjęta próba identyfikacji szans i zagrożeń realizacji tego projektu z pewnością nie wyczerpuje problematyki, stanowi jednak przyczynek do dalszej dyskusji i pogłębionych badań w tym obszarze. Jest to szczególnie istotne, zważywszy na fakt, iż pełna implementacja rozwiązań służących powstaniu URK datowana jest na rok 2019, co daje stosunkowo duże możliwości decydentom i interesariuszom na kształtowanie wdrażanych rozwiązań w celu stworzenia efektywnej i stabilnej struktury rynkowej.

## **Literatura**

- Action Plan on Building a Capital Markets Union* (2015). European Commission. Pobrane z: [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu) (26.06.2017).
- Feedback Statement on the Green Paper "Building a Capital Markets Union"* (2015). Commission Staff Working Document, European Commission. Pobrane z: [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu) (26.06.2017).
- Giovannini, A., Mayer, C., Micossi, S., Noia, D.C., Onado, M., Pagano, M., Polo, A. (2015). *Restarting European Long-Term Investment Finance*. London: CEPR.

- GPW. *Unia rynków kapitałowych. Stanowisko GPW w sprawie koncepcji rynków kapitałowych*. Pobrane z: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) (1.07.2017).
- Green Paper. Building a Capital Markets Union* (2015). European Commission. Pobrane z: [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu) (26.06.2017).
- Janc, A., Mikołajczak, P., Waliszewski, K. (2016). *Europejska unia rynków kapitałowych*. Warszawa: CeDeWu.
- Juncker, J.C. (2014). *Nowy początek dla Europy: Mój program na rzecz zatrudnienia, wzrostu, sprawiedliwości oraz zmian demokratycznych*. Pobrane z: [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu) (26.06.2017).
- KDPW (2015). *Tworzenie unii rynków kapitałowych. Uwagi GK KDPW do Zielonej Księgi*. Pobrane z: [www.kdpw.pl](http://www.kdpw.pl) (1.01.2017).
- Mrzygłód, U. (2011). *Procesy integracyjne na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej*. Warszawa: NBP.
- Pilecka, A. (2007). Plan działania w zakresie usług finansowych (FSAP) – założenia, realizacja i wpływ na rynki finansowe w Unii Europejskiej. *Bank i Kredyt*, 2.
- Solarz, J.K. (2015). Porównanie Unii bankowej z Unią rynków kapitałowych. Przyczynek do teorii hybrydowego pośrednictwa finansowego. W: B. Kożuch, J. Trippner-Hrabi (red.), *Aspekty koncepcji zarządzania humanistycznego w zarządzaniu publicznym*. Warszawa, Łódź: Wyd. Społecznej Akademii Nauk.
- Soroka, I. (2016). Unia Rynków Kapitałowych – wpływ na rynek kapitałowy w Polsce. W: T. Czerwińska, A. Nowak (red.), *Rynek kapitałowy – efektywność i ryzyko* (s. 16–27). Warszawa: Wyd. Naukowe Wydziału Zarządzania UW.
- Sprawozdanie nt. propozycji Komisji Europejskiej w sprawie ukończenia tworzenia unii rynków kapitałowych* (2016). Kancelaria Senatu. Pobrane z: [www.senta.gov.pl](http://www.senta.gov.pl) (26.06.2017).
- Valiante, D. (2016). *Europe's Untapped Capital Market. Rethinking Financial Integration after the Crisis*. London: Rowman & Littlefield International Ltd.
- Waliszewski, K. (2015). Unia bankowa i unia rynków kapitałowych – analiza porównawcza europejskich projektów integracyjnych w obszarze finansowym. *Nauki o Finansach*, 2 (23), 127–142.

#### CAPITAL MARKETS UNION: OPPORTUNITIES AND THREATS

**Abstract:** *Purpose* – assessment of the capital markets union attempting to identify opportunities and threats of implementation of this project from the point of view of enterprise development.

*Design/methodology/approach* – the article is dedicated to analysis of the capital markets union concept. Due to the lack of market experience in the field of analysis, the paper uses methods of qualitative analysis, concentrating on the critical analysis and evaluation of the formal and legal solutions of the capital markets union.

*Findings* – as a result of the analysis the paper shows the opportunities and threats of establishing a union of the capital markets.

*Originality/value* – this publication is part of the debate on initiatives taken by the European Commission to boost economic growth and economic activity in the EU

**Keywords:** capital markets union, capital market, European Union, SME, finance

#### Cytowanie

Pawłowski, M. (2017). Unia rynków kapitałowych – szanse i zagrożenia z punktu widzenia rozwoju przedsiębiorstwa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (88/2), s. 165–172. DOI: 10.18276/frfu.2017.88/2-06.