



BIULETYN

Nr 32 (1269), 7 kwietnia 2015 © PISM

Redakcja: Marcin Zaborowski (redaktor naczelny) • Katarzyna Staniewska (sekretarz redakcji)
Jarosław Ćwiek-Karpowicz • Aleksandra Gawlikowska-Fyk • Artur Gradziuk
Piotr Kościński • Sebastian Płociennik • Patrycja Sasnal • Marcin Terlikowski

Unia rynków kapitałowych – duże szanse, wiele niewiadomych

Patryk Toporowski

Komisja Europejska planuje zintegrować rynek kapitałowy, by zwiększyć skalę inwestycji w UE. Konsultacje publiczne w tej sprawie mają potrwać do 13 maja 2015 r. Wiele kwestii szczegółowych tego planu wciąż pozostaje otwartych, jednak już teraz można dostrzec jego duże znaczenie dla Polski. Unia rynków kapitałowych może ułatwić finansowanie innowacyjnych spółek i pomóc w przezwyciężeniu tzw. pułapki średniego dochodu.

Unia rynków kapitałowych jest projektem Komisji Europejskiej (KE) mającym na celu zintegrowanie rynku kapitałowego w UE i podporządkowanym agendzie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Wstępny plan KE wymienia pięć zasadniczych celów: ułatwienie dostępu do finansowania z rynku (komercyjnego), zwiększenie liczby podmiotów inwestujących w małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP), uregulowanie transakcji zamiany należności na papiery wartościowe, dokończenie ram regulacyjnych dla inwestowania długookresowego w infrastrukturę oraz rozwój niepublicznej emisji papierów wartościowych. Nie wiadomo jeszcze, jakie rozwiązania zostaną wprowadzone w dłuższym okresie (od 2019 r.), należy się jednak spodziewać regulacji wspierających zróżnicowanie form finansowania dla biznesu oraz poprawę dostępu do kapitału dla MŚP.

Podczas gdy państwa z rozwiniętymi rynkami kapitałowymi za priorytet uznają państwowy nadzór nad sektorem finansowym oraz swobodę w lokowaniu środków za granicą dla większych zysków, kraje Europy Środkowej i Wschodniej, w tym Polska, koncentrują się na finansowaniu młodych innowacyjnych firm, co pomoże budować konkurencyjność opartą na wiedzy.

Szansa na rozwój Europy Środkowej i Wschodniej. Koncepcja zintegrowanego rynku finansowego wydaje się atrakcyjna dla Polski i innych państw regionu. Państwa te są bowiem biorcami netto kapitału, zarówno w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, jak i np. kredytów udzielanych przez filie zagranicznych banków, dominujących na krajowym rynku. Rynki finansowe w tych krajach są słabiej rozwinięte niż w pozostałej części UE, co powoduje znaczne uzależnienie ich gospodarek od krajowych sektorów bankowych z nadreprezentacją oddziałów banków zagranicznych. Mocniej jest tam też odczuwalna niewielka dostępność do kapitału. Dlatego utworzenie wspólnego rynku kapitałowego i ułatwienie firmom dostępu do środków finansowych z całej Unii będzie silnym bodźcem do rozwoju ich gospodarek.

Najważniejszą konsekwencją zwiększenia dostępności kapitału w regionie jest powstanie szansy na zmianę modelu konkurencyjności. Państwa Europy Środkowej i Wschodniej rywalizują jak dotąd głównie niskimi płacami (na poziomie ok. 30% średniej stawki godzinowej w UE), jednak ta możliwość się wyczerpuje ze względu na wysoką konkurencję kosztową ze strony państw trzecich (np. Azji Południowo-Wschodniej). Polska i inne państwa regionu, jeśli chcą osiągnąć poziom rozwoju gospodarczego taki jak w Europie Zachodniej, powinny stać się bardziej innowacyjne. Badania np. OECD wskazują, że duży potencjał w tej dziedzinie mają małe i średnie firmy, które stanowią istotną część gospodarek Europy Środkowej i Wschodniej. Niestety, jak twierdzi Komisja Europejska, właśnie ten sektor szczególnie zwolnił podczas kryzysu. Niewątpliwie jedną z przyczyn był brak finansowania zewnętrznego tych przedsiębiorstw, co przełożyło się na ograniczenie lub zaprzestanie ich działalności biznesowej. Także według Światowego Forum Gospodarczego jednymi z głównych barier gospodarczych w tym regionie są niewystarczający dostęp do kapitału i niezdolność do tworzenia innowacji.

Dla Polski budowa unii rynków kapitałowych będzie ważna również dlatego, że umożliwi rozwój warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, osłabionej odpływem kapitału po reformie OFE. Dzięki unii Giełda stanie się bardziej dostępna dla inwestorów zagranicznych chcących lokować swój kapitał na obszarze bardziej perspektywicznym niż dojrzałe rynki zachodnie. Może także stać się atrakcyjniejszym miejscem do wprowadzenia spółek do obrotu giełdowego, zarówno dla podmiotów krajowych, jak i zagranicznych z regionu Europy Środkowej i Wschodniej.

Hamulce integracji rynku. Oczekiwane efekty mogą jednak nie wystąpić, jeśli reformy i działania integracyjne okażą się powierzchowne. Trudno wykluczyć takie ryzyko: zbudowanie zintegrowanego rynku kapitałowego jest niewątpliwie dla instytucji UE dużym wyzwaniem i wiąże się z kilkoma problemami. Największy z nich to harmonizacja prawa w zakresie upadłości i restrukturyzacji, kwestionowana przez państwa członkowskie. To samo dotyczy harmonizacji regulacji podatkowych, które wpływają na funkcjonowanie rynków kapitałowych. Przykład braku zgody co do ustanowienia paneuropejskiego podatku od transakcji finansowych pokazuje, że państwa członkowskie są gotowe tylko na niewielkie ustępstwa w kwestii przenoszenia kompetencji fiskalnych na poziom unijny. Są także niechętne przekazywaniu kompetencji w obszarze finansowym i utrzymują bariery związane z usługami płatniczymi, rozrachunkowymi i powierniczymi. Dlatego, choć od lat 90. ubiegłego wieku UE wprowadza regulacje scalające europejski rynek kapitałowy, jest on daleki od pełnej integracji.

Innym czynnikiem mogącym spowolnić ten proces jest poziom bezpieczeństwa innych form finansowania niż te oferowane przez banki. Sektor bankowy, objęty regulacjami ostrożnościowymi (np. pakietem Bazylea III, który reguluje zarządzanie ryzykiem i wymogi kapitałowe banków), ale również ramami unii bankowej, wiąże się z mniejszym ryzykiem systemowym niż inne podmioty finansowe. Z jednej więc strony dzięki zróżnicowaniu źródeł finansowania wzrasta odporność na szok finansowy, ale z drugiej zwiększa się też ryzyko systemowe, w miarę jak w UE nabiera znaczenia finansowanie mniej bezpieczne niż bankowe. Ponadto utworzenie zintegrowanego rynku kapitałowego nie wyklucza powstawania baniek spekulacyjnych – jednej z przyczyn obecnego kryzysu finansowego w strefie euro.

Nawet utworzenie unii rynków kapitałowych nie musi oznaczać całkowitego rozwiązania problemu niedoboru kapitału w Europie Środkowej i Wschodniej. Region ten może bowiem zostać oceniony jako nieatrakcyjny inwestycyjnie m.in. z powodu ryzyka kursowego. Co więcej, wzmożona mobilność kapitału może również przynieść negatywne konsekwencje dla państw z tego regionu. Przykładowo, prawdopodobne bańki spekulacyjne lub zwiększony odpływ kapitału spekulacyjnego w czasach niepewności na rynkach mogą się przyczynić do destabilizacji gospodarki państw borykających się z brakiem kapitału.

Pole manewru. We wczesnej fazie prac nad budową unii rynków kapitałowych Polska ma szansę wpłynąć na ostateczny kształt projektu. Szczególnie istotna, obok dostępności kapitału, jest przejrzystość rynku kapitałowego wraz z zachowaniem minimum kontroli krajowego nadzoru finansowego nad przepływami pieniężnymi. Polska powinna dążyć do tego, by ograniczyć możliwość unikania opodatkowania lub wyłudzenia zwrotu podatków (VAT). Ponadto krajowe nadzory powinny być w stanie zapobiegać zbyt szybkiej ucieczce kapitału, a także tworzeniu się baniek spekulacyjnych.

Szczególną uwagę rząd powinien jednak skierować na rozwiązania ułatwiające finansowanie sektora małych i średnich firm, które wytwarzają ok. 70% PKB. To one odczuwają obecnie największe ograniczenia w finansowaniu swoich zamierzeń biznesowych. Dotyczy to zwłaszcza firm innowacyjnych, których wzmocnienie jest kluczowe dla budowy nowego modelu konkurencyjności. Polska ma znaczny potencjał innowacyjny ze względu na wysoki poziom nauczania na uczelniach technicznych, jednak nie przekłada się to na komercjalizację nowatorskich rozwiązań technologicznych. Przykładowo, z Polski pochodzi tylko niecały 1% wszystkich patentów złożonych w Europejskim Biurze Patentowym. Poważną przeszkodą w rozwoju innowacyjności jest brak kapitału dla młodych spółek. W efekcie część firm rezygnuje z komercjalizacji innowacji.

W tym kontekście duże znaczenie ma możliwość tańszego pozyskania kapitału typu *venture capital*. Obecnie segment ten jest niedostatecznie rozwinięty, o czym świadczy osiągnięty w 2011 r. marginalny, 0,5-procentowy udział rynku polskiego w europejskim rynku *private equity / venture capital*. Jeszcze bardziej niekorzystnie przedstawia się ta relacja w porównaniu z USA. Przekłada się to na wysokie koszty i niewielką liczbę firm korzystających z tego finansowania. Dostęp do niego przez zintegrowany rynek europejski będzie impulsem do powiększenia się liczby innowacyjnych firm na rynku i podniesienia poziomu konkurencji na rynku krajowym w perspektywicznych branżach.