

Piotr Szczepankowski\*

## Znaczenie unii rynków kapitałowych dla rozwoju alternatywnych źródeł finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Unii Europejskiej

**Capital markets union and its importance for the alternative financing sources for the small and medium enterprises in the European Union:** The article looks at capital markets union (CMU), i.e. an action plan of the European Commission to mobilise capital in Europe and channel it to companies, especially small and medium-sized enterprises (SMEs). The main aim of the study is to examine the sources of financing identified in the CMU plan and discuss whether European SMEs will make use and benefit from the proposal. The evaluation of the CMU as an initiative aimed at supporting the EU economy and the growth of their SMEs by providing a greater choice of funding sources is also presented in the paper.

**Słowa kluczowe:** unia rynków kapitałowych · małe i średnie przedsiębiorstwa · źródła finansowania · sekurytyzacja · fundusze *private equity* · fundusze *venture capital* · *crowdfunding*

**Keywords:** capital markets union · small and medium-sized enterprises · financial sources · securitization · private equity funds · venture capital funds · crowdfunding

\* Doktor hab. nauk ekonomicznych, profesor w Wyższej Szkole Finansów i Zarządzania w Warszawie, Wydział Zarządzania i Finansów, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa; e-mail: piotr.szczepankowski@wp.pl.

### Wstęp

Po globalnym kryzysie finansowym z lat 2007–2009 w większości państw Unii Europejskiej wystąpiła tzw. sekularna stagnacja, czyli trwała utrata możliwości adaptacji systemu społeczno-gospodarczego do posiadanych zasobów rzeczowych, finansowych i pracy oraz potrzeb rozwojowych poszczególnych krajów<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> E. Mączyńska, *Potencjał rozwojowy Polski w kontekście hipotezy o nowej sekularnej stagnacji*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2015, nr 854, s. 922.

Wyrażała się ona brakiem popytu, przedłużającym się okresem niskiego tempa wzrostu gospodarczego i produktywności, obniżającymi się nakładami inwestycyjnymi, niską inflacją i stopami procentowymi oraz rosnącym bezrobociem. Wskazywana była jako główne zagrożenie dla konkurencyjności i rozwoju gospodarki europejskiej w porównaniu z innymi ośrodkami gospodarczymi świata, szczególnie Stanami Zjednoczonymi. W związku z tym jednym z podstawowych wyzwań ekonomicznych stojących przed Komisją Europejską stało się pobudzenie wzrostu gospodarczego przez stopniowe wprowadzanie nowych lub modyfikację istniejących rozwiązań ułatwiających bądź usprawniających mobilizację kapitału oraz jego transmisję między rynkami, inwestorami i przedsiębiorstwami.

Jednym z podstawowych czynników determinujących wzrost gospodarczy jest łatwość dostępu przedsiębiorstw do zróżnicowanych źródeł finansowania. Dzięki rynkom finansowym i pozyskiwanym na nich kapitałom, podmioty sfery realnej tworzą miejsca pracy, realizują inwestycje, tworzą wartość dodaną. Wskazywane są na ogół trzy płaszczyzny wsparcia wzrostu gospodarczego przez rynki, a mianowicie<sup>2</sup>:

- gromadzenie rozproszonych oszczędności w celu przekształcenia ich w strumień inwestycji, co skutkuje wzrostem podaży kapitału i zmniejszeniem jego kosztu,
- zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego poprzez dywersyfikację miejsc alokacji kapitału,
- zwiększenie płynności aktywów, a więc także ich wartości.

Jednym z segmentów rynku finansowego jest rynek kapitałowy, który zapewnia przedsiębiorstwom<sup>3</sup>:

- pozyskanie długoterminowego kapitału na rozwój i realizację bardziej ryzykownych projektów niż w przypadku finansowania bankowego,
- dywersyfikację źródeł finansowania zasobów majątkowych przez kapitał własny oraz emisję papierów dłużnych,
- zmniejszenie stopnia zadłużenia i związanego z nim ryzyka finansowego,
- wzrost wiarygodności przedsiębiorstwa wobec kontrahentów i pośredników finansowych, w tym banków, poprawę wizerunku i transparentności działania jednostek gospodarczych,
- pozyskanie kapitału przy koszcie relatywnie niższym niż ten dla instrumentów pozarynkowych,
- wiarygodną wycenę aktywów spółki.

<sup>2</sup> D. Valderrama, *Financial Development, Productivity, and Economic Growth*, Economic Letter No. 18, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2003, przytaczam [za:] K. Piech, *Integracja rynków finansowych a gospodarka i jej wzrost*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 4(43).

<sup>3</sup> I. Sroka, *Unia rynków kapitałowych – wpływ na rynek kapitałowy w Polsce* [w:] *Rynek kapitałowy – efektywność i ryzyko*, red. T. Czerwińska, A.Z. Nowak, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2016, s. 19.

Należy jednak pamiętać, że współcześnie zmniejsza się rola rynku finansowego jako czynnika wzrostu gospodarczego na rzecz takich determinant rozwoju, jak wiedza, technologia czy innowacje<sup>4</sup>. Mimo to trzeba mieć świadomość faktu, iż rozwój rynków finansowych oraz dostępnych na nich produktów finansowych, w tym zróżnicowanych źródeł finansowania, jest i pozostanie ważnym czynnikiem wspomagającymi poprawę konkurencyjności każdej gospodarki, także tej opartej na wiedzy.

Za realizacją strategii rozwoju gospodarki opartej na innowacjach stoją na ogół mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP), w tym firmy rodzinne lub jednostki tworzone wokół pomysłu na nowy produkt, technologię i procesy działania. Ich aktywność wymaga źródeł finansowania zewnętrznego, często pozabankowego. Banki nie są bowiem zbyt skłonne do pokrywania potrzeb kapitałowych nowo powstających, innowacyjnych jednostek gospodarczych, między innymi ze względu na brak wystarczających informacji pozwalających na ocenę ich wiarygodności finansowej, wypłacalności i ryzyka. Biorąc pod uwagę fakt, że sektor MŚP jest powszechnie wskazywany jako kluczowa siła napędowa gospodarki, także tej opartej na wiedzy, należy pamiętać, iż kołem zamachowym sprawnego prowadzenia działalności przedsiębiorstw są kapitały. Jednostki gospodarcze z ograniczonym dostępem do zewnętrznego finansowania długoterminowego mniej inwestują i rozwijają się wolniej.

Małe i średnie przedsiębiorstwa finansują się tradycyjnie przede wszystkim kapitałem wewnętrznym (wypracowanym zyskiem) oraz kredytem bankowym, co może ograniczać możliwości ich dynamicznego wzrostu i rozwoju. Alternatywą dla kredytu jest finansowanie bezpośrednio z rynku kapitałowego lub za pośrednictwem instytucji finansowych ściślej powiązanych z tym rynkiem niż banki, jak np. fundusze inwestycyjne.

Zdając sobie sprawę z faktu, że rozwój gospodarki jest współcześnie napędzany przez innowacyjny w działaniu sektor MŚP, Komisja Europejska zainicjowała w 2015 r. powstanie unii rynków kapitałowych (URK), która zgodnie z harmonogramem powinna zacząć funkcjonować we wszystkich krajach UE w 2019 r. Głównym filarem, na którym opiera się ta inicjatywa, jest zwiększenie roli pozabankowego finansowania przedsiębiorstw poprzez szybsze i łatwiejsze pozyskiwanie przez nie środków finansowych na rynku kapitałowym. Biorąc pod uwagę wskazane potrzeby finansowania przedsiębiorstw i realizację strategii zrównoważonego rozwoju opartego na gospodarce innowacyjnej, inicjatywę utworzenia URK należy ocenić pozytywnie.

Artykuł jest próbą analizy szans stojących przed sektorem MŚP w UE w zakresie dywersyfikacji źródeł finansowania ich działalności bieżącej i rozwoju, opartej na instrumentach alternatywnych wobec kredytu bankowego, które zostały wskazane w projekcie URK.

---

<sup>4</sup> K. Piech, *Integracja rynków finansowych*, *op. cit.*

## Znaczenie integracji rynków finansowych w UE

Prowadzona od co najmniej dwudziestu lat integracja rynków finansowych w Europie jest powiązana z szeroko rozumianą integracją gospodarczą, tworzeniem wspólnego rynku, swobodą przepływu kapitału, powiązaniem systemów i instytucji finansowych<sup>5</sup>. Ma dwa wymiary: transgraniczny i międzysektorowy<sup>6</sup>. W pierwszym przypadku prowadzi do geograficznego rozszerzenia działania pośredników finansowych w celu uzyskania efektu swobodnego przepływu kapitału i usług finansowych. W drugim – powoduje powstawanie i uniwersalizację grup finansowych przez łączenie podmiotów funkcjonujących w różnych segmentach rynku. Tego typu integracja jest stymulowana dezintermediacją, czyli ograniczaniem roli banków i innych pośredników finansowych w procesie mobilizowania oszczędności, a następnie ich alokacji w inwestycjach<sup>7</sup>.

Integrację rynków finansowych można również rozpatrywać z dwóch innych perspektyw – od strony uczestników rynku oraz od strony teoretycznej<sup>8</sup>. Według pierwszego podejścia rynki uznaje się za zintegrowane, jeśli podmioty będące na nich stronami transakcji i pochodzące z różnych krajów nie są dyskryminowane w dostępie do kapitału oraz w jego inwestowaniu<sup>9</sup>. Jest to ujęcie akcentujące aspekty instytucjonalne. Z kolei według drugiego podejścia na zintegrowanych rynkach występuje prawo jednej ceny. Oznacza ono, że jednorodne instrumenty będące przedmiotem obrotu na rynku są tak samo wyceniane, bez względu na to, gdzie jest dokonywany obrót nimi czy też ich emisja<sup>10</sup>. W rzeczywistości te dwa podejścia są powiązane. Uzyskanie jednej ceny na różnych rynkach wymaga ujednoczonych zasad emisji, notowania instrumentów finansowych oraz funkcjonowania uczestników rynku<sup>11</sup>. Wynika

<sup>5</sup> K. Piech, *Integracja rynków finansowych a gospodarka i jej wzrost* [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009, s. 51–52.

<sup>6</sup> Więcej na ten temat w: M. Iwanicz-Drozdowska, *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie* [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009, s. 15–19.

<sup>7</sup> K. Jackowicz, *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych Unii Europejskiej* [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009, s. 264.

<sup>8</sup> T. Kowalak, *Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej* [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009, s. 93.

<sup>9</sup> *ECB Monthly Bulletin*, Europejski Bank Centralny, 2003, s. 54.

<sup>10</sup> K. Adam i in., *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Center for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno, 2002, s. 4.

<sup>11</sup> S.I. Bukowski, *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, Instytut Naukowo-Wydawniczy Spatium, Radom 2013, s. 13.

z tego nieco szersza definicja integracji rynków finansowych, w której twierdzi się, że rynek instrumentów oraz usług finansowych jest w pełni zintegrowany, jeśli wszyscy potencjalni jego uczestnicy podlegają tym samym regułom, mają do niego jednakowy dostęp oraz są traktowani podobnie w działaniu na nim<sup>12</sup>.

Integracja rynków finansowych niesie zarówno korzyści, jak i zagrożenia. Korzyści są upatrywane przede wszystkim w tym, że procesowi temu towarzyszy rozwój poszczególnych segmentów rynku finansowego, wzrost stóp zwrotu z inwestycji, spadek kosztu kapitału i poprawa ratingu krajów oraz przedsiębiorstw, a także większy wzrost gospodarczy. Zagrożenia są zaś dostrzegane w istnieniu coraz silniejszych powiązań między rynkami poszczególnych krajów i działającymi na nich pośrednikami finansowymi, co może skutkować efektami zarażania i domina, doprowadzającymi do wzrostu ryzyka systemowego oraz powstawania sytuacji kryzysowych w wielu gospodarkach narodowych.

Badanie stopnia integracji rynków finansowych i ich znaczenia dla gospodarki oparte jest na analizie wielu wskaźników ekonomicznych, które są szeroko opisane w literaturze przedmiotu<sup>13</sup>. Na podstawie kształtowania się ich wielkości zaobserwowano, że w krajach UE w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi rynek kapitałowy pełni mniejszą rolę w finansowaniu gospodarki i jej podmiotów. Dominujące znaczenie ma sektor bankowy oraz kredyt jako źródło finansowania, co przede wszystkim wynika z charakteru systemu finansowego występującego w większości krajów europejskich, nazywanego modelem kontynentalnym (niemieckim albo zorientowanym na banki). Jak wskazują statystyki, ok. 80% środków finansujących działalność podmiotów ekonomicznych w UE pochodzi ze źródeł bankowych, a tylko 20% z rynku kapitałowego. Z kolei w Stanach Zjednoczonych proporcje te są odwrócone – 70% środków pochodzi z rynku kapitałowego, a 30% z sektora bankowego<sup>14</sup>. Podobnie przedstawiają się dane dotyczące udziału UE w poszczególnych segmentach światowych rynków finansowych – w segmencie bankowym udział ten wynosi ok. 45%, a na rynku akcji blisko 25%<sup>15</sup>. Według danych Banku Światowego z 2014 r. kapitalizacja rynkowa spółek giełdowych w krajach UE stanowiła przeciętnie ok. 30% PKB (w USA blisko 140%), a udział aktywów banków krajowych w PKB wynosił 212% (w USA 60%). Wielkości te dla wybranych krajów UE (z grupy G7 i Polski) oraz Stanów Zjednoczonych przedstawiono na wykresie 1.

Globalny kryzys finansowy z lat 2007–2009 uwypuklił słabości europejskiego systemu finansowego skoncentrowanego na sektorze bankowym. Jak

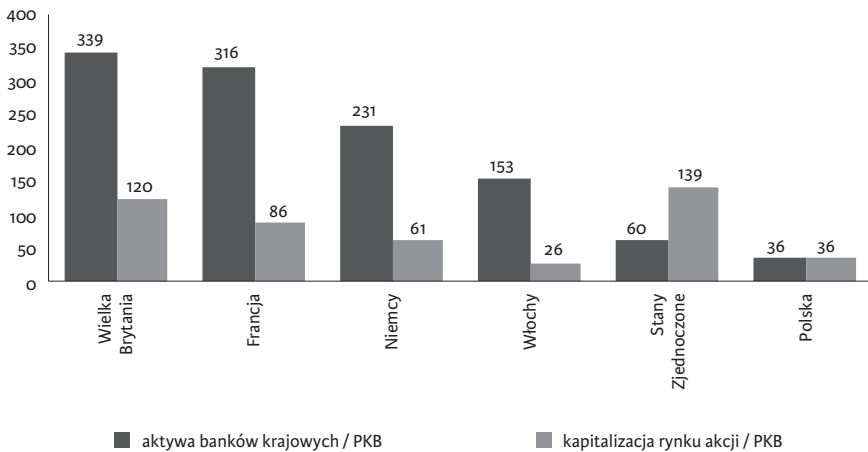
<sup>12</sup> *Ibidem*, s. 13–14.

<sup>13</sup> Por. m.in.: K. Adam i in., *Analyse, op. cit.*; S.I. Bukowski, *Integracja rynków, op. cit.*

<sup>14</sup> A. Janc, P. Mikołajczak, K. Waliszewski, *Europejska unia rynków kapitałowych. Perspektywa finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2015, s. 15.

<sup>15</sup> M. Iwanicz-Drozdowska, *Integracja rynków, op. cit.*

**Wykres 1. Wartość aktywów banków krajowych i kapitalizacja rynku akcji jako % PKB w wybranych krajach UE i w Stanach Zjednoczonych** (stan na 2014 r.)



Źródło: Bank Światowy, *Baza statystyki międzynarodowej*, aktualizacja z 18 września 2017 r.

wskazują dane zamieszczone na wykresie 1, wyraźnie dostrzegalna jest dysproporcja znaczenia sektora bankowego w finansowaniu gospodarek krajów UE i Stanów Zjednoczonych. Nadmierne uzależnienie przedsiębiorstw od finansowania bankowego ogranicza możliwości realizacji inwestycji w Europie i pogłębia spowolnienie gospodarcze będące następstwem kryzysu finansowego, wskutek którego wartość inwestycji spadła w UE o ok. 10% w porównaniu ze stanem przedkryzysowym w roku 2007<sup>16</sup>. Konieczne jest więc dążenie do zdywersyfikowania źródeł finansowania działalności gospodarczej, między innymi w wyniku podejmowania nowych inicjatyw legislacyjnych i regulacyjnych w zakresie rynków kapitałowych<sup>17</sup>. Okazuje się, że w krajach o większym udziale finansowania rynkowego proces wychodzenia z kryzysu trwa szybciej<sup>18</sup>. Oczywiście nie ma jednoznacznych dowodów na wyższość finansowania gospodarki przez rynek kapitałowy nad finansowaniem przez sektor bankowy<sup>19</sup>, ale działania z zakresu większej integracji rynków finansowych należy

<sup>16</sup> Komisja Europejska, *Commission Staff Working Document: Action Plan on Building a Capital Market Union*, SWD(2015) 183 final.

<sup>17</sup> S. Langfield, M. Pagano, *Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth*, „Economic Policy” 2016, nr 31(85).

<sup>18</sup> J. Allard, R. Blavy, *Market Phoenixes and Banking Ducks. Are Recoveries Faster in Market-Base Financial Systems?*, IMF Working Paper nr 11(213), 2011.

<sup>19</sup> Por. m.in.: T. Black, R. Levine, *Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank-Based System Matter?*, „Journal of Financial Economics” 2002, t. 64, nr 2, 2002.

odczytywać jako zmierzające do równoważenia roli poszczególnych segmentów systemu finansowego. Silna zależność gospodarki europejskiej od kredytu bankowego i trudności w dostępie do innych źródeł finansowania stanowią, co do zasady, słabość każdego państwa członkowskiego UE<sup>20</sup>. Rynki kapitałowe są traktowane w UE jako „zapasowe koło gospodarki”, rodzaj bufora absorbującego szoki o charakterze systemowym, ponieważ w warunkach ograniczania emisji kredytu przez sektor bankowy zapewniają dywersyfikację i równoważenie systemu finansowego oraz mogą stanowić niezbędny element realizacji polityki stabilnego i zrównoważonego wzrostu w długim okresie. Uważa się, że rynki kapitałowe pozwalają na bardziej efektywną dystrybucję ryzyka niż sektor bankowy. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż lepsza alokacja ryzyka zwiększa z kolei skłonność systemu finansowego do podejmowania jeszcze większego ryzyka, co może mieć niekorzystny wpływ dla gospodarki i stabilności systemu finansowego w przyszłości.

Większość opinii koncentruje się na wskazywaniu korzyści płynących z rynków kapitałowych. Poglądy te opierają się na założeniu istnienia rynku efektywnego, postrzegania go jako platformy szybkiego, niczym niezakłóconego finansowania działań przedsiębiorczych. Mimo to okazuje się, że rynki kapitałowe w mniejszym stopniu nawiązują współpracę z tą częścią sektora realnego, w której rodzą się i rozwijają nowe, innowacyjne produkty, technologie czy sposoby działania, tj. z sektorem MŚP.

## Cele i instrumenty realizacji projektu URK

Projekt utworzenia unii rynków kapitałowych należy potraktować jako program działań w zakresie rozwoju stopnia transgranicznej integracji finansowej i gospodarczej krajów UE, którego celem jest z jednej strony redukcja barier swobodnego przepływu kapitału, a z drugiej zwiększenie roli rynku kapitałowego jako miejsca dostępu do środków finansujących podmioty sfery realnej. URK jest również propozycją na rzecz zwiększenia zatrudnienia oraz wzrostu gospodarczego w UE i wraz z realizowaną unią bankową jest jednym z ważniejszych projektów regulacyjnych skierowanych do sektora finansowego<sup>21</sup>.

W dniu 30 września 2015 r. Komisja Europejska przyjęła ostatecznie plan działania na rzecz utworzenia URK, który został przedstawiony 18 lutego 2015 r. w tzw. zielonej księdze<sup>22</sup>. Pełna implementacja projektu planowana jest na rok 2019. Powołanie URK było wcześniej szeroko konsultowane w poszczególnych

<sup>20</sup> P. Pisany, W. Dejneka, *Europejska unia rynków kapitałowych a zróżnicowanie systemów finansowych państw członkowskich*, „Catallaxy” 2017, t. 2, nr 1, s. 15.

<sup>21</sup> Komisja Europejska, *Banking Union: Restoring Financial Stability in the Eurozone*, 2015, <http://europa.eu> [dostęp: 6 maja 2017 r.].

<sup>22</sup> Komisja Europejska, *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final.



krajach UE. Rząd polski, na podstawie opinii Ministerstwa Finansów, w uzgodnieniu z partnerami z rynku kapitałowego<sup>23</sup>, wydał pozytywną opinię na temat URK, z zastrzeżeniem, aby inicjatywa ta zmierzała do stworzenia europejskiego systemu otwartych rynków kapitałowych, współpracujących ze sobą i oferujących niedyskryminujący dostęp dla inwestorów i emitentów. Najszerze stanowisko na temat URK opracował Europejski Kongres Finansowy we współpracy z Komitetem Nauk o Finansach PAN<sup>24</sup>. Z odpowiedzi otrzymanych w ramach konsultacji wynikało, że jednolity rynek kapitałowy ułatwiłby wspieranie transgranicznego podziału ryzyka, stworzenie głębszych i bardziej płynnych rynków oraz zróżnicowanie źródeł finansowania przedsiębiorstw i gospodarki.

W szerszym kontekście utworzenie URK należy odczytywać jako działanie zapewniające wzrost efektywności europejskich rynków kapitałowych poprzez ułatwienie dostępności do nich dla podmiotów z sektora MŚP. W dokumentach Komisji Europejskiej poświęconych URK podkreśla się, że w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi europejskie MŚP pozyskują pięciokrotnie mniej środków z rynków kapitałowych. Podawane są również interesujące wyniki różnych kalkulacji. Przykładowo, gdyby rynek funduszy inwestycyjnych *private equity* i *venture capital* (PE/VC) był na podobnym etapie rozwoju jak w Stanach Zjednoczonych, to do europejskich przedsiębiorstw mogłoby trafić dodatkowo 90 mld euro w latach 2010–2015. Z kolei wznowienie transakcji sekurytyzacyjnych i zwiększenie ich wolumenu do połowy wartości sprzed kryzysu finansowego dałoby dodatkowe 100 mld euro, z czego jedna piąta trafiłaby do sektora MŚP<sup>25</sup>.

Podstawowymi celami inicjatywy URK, a przy okazji filarami zintegrowanego europejskiego rynku kapitałowego, są działania, które doprowadzą do:

- zniesienia barier inwestycyjnych i poprawy otoczenia finansowego dla prowadzenia działalności gospodarczej przez sektor realny, szczególnie przez MŚP, oraz pobudzenia długoterminowych inwestycji sektora prywatnego w przedsięwzięcia infrastrukturalne, co przyczyni się do wzrostu konkurencyjności i pogłębienia integracji transgranicznej w ramach UE,
- lepszego powiązania oszczędności z inwestycjami czy też inwestorów z tymi przedsiębiorcami, którzy mogą zapewnić wysoką stopę zwrotu z inwestycji w przedsięwzięcia, szczególnie o charakterze innowacyjnym,

<sup>23</sup> Stanowisko na temat URK przedstawiły m.in.: Giełda Papierów Wartościowych, Związek Banków Polskich, Izba Domów Maklerskich, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

<sup>24</sup> *Stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego opracowane we współpracy z Komitetem Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk dotyczące koncepcji unii rynków kapitałowych przedstawionej przez Komisję Europejską w materiale konsultacyjnym „Green Paper – Building a Capital Markets Union”*, Gdańsk 2015.

<sup>25</sup> Komisja Europejska, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468 final.



- przeniesienia ciężaru finansowania gospodarki z nadmiernie rozwiniętego sektora bankowego na instytucje szeroko rozumianego rynku kapitałowego w celu zwiększenia zasilania gospodarki kapitałem pozabankowym, a także zwiększenia zdolności banków do emisji kredytu przez mechanizm sekurytyzacji,
- odwrócenia trendu fragmentacji rynków, którą ujawnił i pogłębił ostatni kryzys finansowy,
- swobodnego przepływu kapitału między krajami na jednolitym rynku, co przyczyni się do wzmocnienia unii gospodarczo-walutowej i przyjęcia przez wszystkie kraje UE wspólnej waluty,
- wzmocnienia europejskiego systemu finansowego poprzez zapewnienie realnej sferze gospodarki dodatkowych źródeł finansowania, uruchomienie alternatywnych wobec kredytu bankowego kanałów napływu kapitału do przedsiębiorstw, co uchroni je przed zagrożeniem ograniczania akcji kredytowej przez sektor bankowy, a także rozszerzy ofertę dla inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych,
- odzyskania przez europejski system finansowy większej stabilności i wzrostu odporności gospodarki na szoki koniunkturalne, dzięki wzmocnieniu konwergencji gospodarczej oraz mechanizmom łagodzenia wstrząsów w strefie euro i poza nią.

Cele planowane do realizacji w ramach URK zostały pogrupowane w sześć głównych kierunków działań, przede wszystkim o charakterze regulacyjnym<sup>26</sup>, które można zaliczyć do następujących obszarów:

- finansowania podmiotów innowacyjnych, nowo powstałych oraz nieotworzonych dotychczas na giełdzie papierów wartościowych, zaliczanych przede wszystkim do sektora MŚP,
- wprowadzania ułatwień w pozyskiwaniu przez przedsiębiorców kapitału na rynku publicznym,
- zmian w regulacjach wspomagających inwestycje długoterminowe i zrównoważone,
- wspierania inwestorów (inwestycji) indywidualnych i instytucjonalnych,
- zwiększenia potencjału banków w zakresie szerszego i bardziej bezpiecznego finansowania gospodarki,
- wprowadzania ułatwień dla inwestycji transgranicznych.

W każdym z tych obszarów działań znalazły się 33 odrębne inicjatywy. Dotyczą one między innymi: utworzenia paneuropejskiego funduszu PE/VC, zbadania możliwości utworzenia transgranicznych platform wykorzystujących *crowdfunding* (finansowanie społecznościowe) jako niezależnego od sektora

---

<sup>26</sup> *Ibidem.*

bankowego sposobu finansowania inwestycji, nowelizacji dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego, eliminacji barier dla transgranicznej dystrybucji środków funduszy inwestycyjnych, stworzenia prostego systemu emerytur indywidualnych, wprowadzenia nowych, prostych i przejrzystych ram dotyczących sekurytyzacji, przeglądu barier (podatkowych, z zakresu przepisów nadzorczych oraz prawa upadłościowego) dla swobodniejszego przepływu kapitału. Wszystkie one mają wspierać poprawę dostępności do kapitału poprzez oferty emisji akcji i obligacji korporacyjnych, uruchomić zasoby inwestycyjne funduszy – od skłonnych do ryzyka PE/VC, po środki zgromadzone przez zachowawczo, lecz długoterminowo inwestujące fundusze emerytalne i ubezpieczycieli.

Dnia 25 kwietnia 2016 r. Komisja Europejska podsumowała postępy poczynione w ciągu pierwszych sześciu miesięcy od przyjęcia planu działania na rzecz URK i opublikowała pierwsze sprawozdanie o stanie projektu. Dnia 28 czerwca 2016 r. Rada Europejska wezwała Komisję do dokonania szybkich i zdecydowanych postępów w implementacji projektu URK, aby jak najszybciej zapewnić przedsiębiorstwom łatwiejszy dostęp do zróżnicowanych źródeł finansowania i wesprzeć inwestycje planowane do realizacji.

W okresie od stycznia do marca 2017 r. Komisja Europejska przeprowadziła konsultacje w sprawie śródkresowego przeglądu URK, co dało okazję do wniesienia uzupełnień w zakresie działań przedstawionych w planie na rzecz utworzenia URK. W trakcie konsultacji stwierdzono, że Komisja Europejska zrealizowała 20 z 33 działań zapowiedzianych w *Zielonej Księdze*, przede wszystkim z zakresu:<sup>27</sup>

- kapitału wysokiego ryzyka (PE/VC) – w dniu 30 maja 2017 r. Parlament Europejski i Rada UE osiągnęły porozumienie w zakresie zmian rozporządzenia nr 345/2013 w sprawie europejskich funduszy *venture capital* (EuVECA), a rozporządzenie nr 346/2013 w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EuSEF) ma w większym stopniu ułatwić prowadzenie inwestycji w innowacyjne przedsiębiorstwa z sektora MŚP; Komisja Europejska dokonała również przeglądu krajowych zachęt podatkowych dla kapitału wysokiego ryzyka i aniołów biznesu,
- przedsiębiorstw wchodzących na rynki publiczne i pozyskujących na nich kapitał – w grudniu 2016 r. osiągnięto porozumienie między Parlamentem Europejskim i Radą UE w sprawie aktualizacji rozporządzenia dotyczącego prospektu emisyjnego, które zacznie obowiązywać od połowy 2019 r.<sup>28</sup>,

<sup>27</sup> Komisja Europejska, *Pytania i odpowiedzi dotyczące śródkresowego przeglądu planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych*, MEMO/17/1528, Bruksela, 8 czerwca 2017 r.

<sup>28</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE, druk 2015/0268 (COD), 26 kwietnia 2017 r.

- zdolności banków do udzielania kredytów na rzecz gospodarki realnej – w celu uwolnienia zasobów w bilansach banków, a tym samym wygenerowania dodatkowych środków finansowych na potrzeby gospodarki, w dniu 30 maja 2017 r. Parlament Europejski i Rada UE osiągnęły porozumienie co do zasady w sprawie prostej, przejrzystej i standardowej sekurytyzacji, czemu jednocześnie towarzyszył przegląd wymogów kapitałowych dla banków,
- inwestycji w infrastrukturę – akt delegowany do dyrektywy „Wypłacalność II”, który został zmieniony we wrześniu 2015 r. i zaczął obowiązywać w kwietniu 2016 r., przyczynił się do obniżenia kosztów inwestowania przez unijne towarzystwa ubezpieczeniowe w projekty infrastrukturalne; Komisja Europejska przedstawiła również środki mające na celu przegląd kalibracji ryzyka dla inwestycji w przedsięwzięcia infrastrukturalne; aby pobudzić bankowe inwestycje sektora prywatnego w projekty infrastrukturalne, w listopadzie 2016 r. zaproponowano zmianę przepisów dotyczących wymogów kapitałowych<sup>29</sup>; dzięki tym zmianom powstanie otoczenie regulacyjne w większym stopniu uwzględniające ryzyko, sprzyjające projektom infrastrukturalnym oraz pozwalające ograniczyć ryzyko ponoszone przez inwestorów,
- inwestycji dokonywanych przez inwestorów instytucjonalnych i detalicznych w marcu 2017 r. – Komisja Europejska przedstawiła plan działania dotyczący detalicznych usług finansowych, w którym wskazała sposoby zapewnienia konsumentom większych możliwości wyboru i lepszego dostępu do detalicznych usług finansowych w całej UE; Komisja intensyfikuje również prace prowadzone wspólnie z europejskimi urzędami nadzoru nad zwiększeniem przejrzystości i porównywalności kosztów oraz wyników detalicznych produktów inwestycyjnych i emerytalnych,
- restrukturyzacji zapobiegawczej i drugiej szansy dla przedsiębiorców – w listopadzie 2016 r. Komisja Europejska zaproponowała przepisy dotyczące restrukturyzacji zapobiegawczej, pozwalające uniknąć likwidacji przedsiębiorstw zdolnych do funkcjonowania na rynku, które doświadczają okresowych trudności finansowych, oraz dające przedsiębiorcom szansę ponownego podjęcia działalności gospodarczej po ogłoszeniu upadłości; Komisja określiła też przepisy mające na celu zwiększenie skuteczności i przewidywalności postępowań upadłościowych, zmniejszenie ich kosztów oraz przyspieszenie ich przebiegu.

Komisja Europejska w sprawozdaniu z realizacji projektu utworzenia URK z marca 2017 r. przedstawiła również plan dalszych działań mających na celu zniesienie krajowych barier dla swobodnego przepływu kapitału. Został on

---

<sup>29</sup> Rozporządzenie i dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych CRD IV/CRR.

zatwierdzony przez Radę do Spraw Gospodarczych i Finansowych 23 maja 2017 r. Wymieniono dziewięć nowych działań priorytetowych w ramach URK, a mianowicie:

- wzmocnienie uprawnień Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych w celu wspierania skuteczności spójnego nadzoru w UE i poza jej granicami,
- zapewnienie bardziej proporcjonalnego środowiska regulacyjnego dla emisji akcji MŚP na rynkach publicznych,
- ocenę ostrożnościowego traktowania firm inwestycyjnych,
- ocenę przydatności unijnego systemu udzielania zezwoleń i wydawania tzw. paszportów europejskich w odniesieniu do działalności w branży technologii finansowych (między innymi platform finansowania społecznościowego),
- przedstawienie środków służących wspieraniu rynków wtórnych kredytów zagrożonych i badanie inicjatyw ustawodawczych mających na celu zwiększenie możliwości wierzycieli w zakresie odzyskiwania środków z tytułu kredytów udzielanych na rzecz przedsiębiorstw,
- zapewnienie realizacji zaleceń grupy ekspertów wysokiego szczebla ds. zrównoważonego finansowania,
- ułatwienie transgranicznej dystrybucji i nadzoru działania alternatywnych funduszy inwestycyjnych,
- dostarczanie wskazówek dotyczących unijnych przepisów w zakresie transgranicznych inwestycji w UE oraz opracowanie odpowiedniego systemu polubownego rozwiązywania sporów dotyczących inwestycji,
- przedstawienie kompleksowej strategii UE w celu zbadania możliwości wspierania samorządów lokalnych i regionalnych w rozwoju rynku kapitałowego.

Ponadto Komisja Europejska realizuje stopniowo pozostałe działania opisane w *Zielonej Księdze*, dotyczące:

- ogólnoeuropejskiego produktu z zakresu indywidualnego zabezpieczenia emerytalnego, który pomoże obywatelom w finansowaniu emerytur,
- unijnych zasad dotyczących obligacji zabezpieczonych, co pomoże bankom w finansowaniu działalności kredytowej,
- wniosku ustawodawczego dotyczącego prawa papierów wartościowych, aby zwiększyć pewność prawa w zakresie własności papierów wartościowych w kontekście transgranicznym.

Z punktu widzenia tematyki poruszanej w tym artykule najistotniejsza jest jednak ocena inicjatyw wskazanych w projekcie URK i dotyczących możliwości dywersyfikacji źródeł finansowania działalności oraz rozwoju sektora MŚP, o czym szerzej w dalszej części opracowania.

## Problematyka finansowania sektora MŚP

Według danych zamieszczonych w raporcie Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości o stanie MŚP<sup>30</sup> przedsiębiorstwa z tego sektora stanowią ok. 99% niefinansowych jednostek gospodarczych w UE. Generują nieco ponad 50% PKB oraz tworzą przeciętnie 70% miejsc pracy. Mimo ogólnej poprawy sytuacji gospodarczej w Europie, poziom nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw jest wciąż niższy w większości krajów UE, w porównaniu z wynikami z 2008 r. Większość nakładów inwestycyjnych MŚP finansowana jest środkami własnymi (64,1%), blisko jedna piąta kredytami i pożyczkami krajowymi (18,1%). Pozostałe źródła finansowania mają mniejsze znaczenie. W czasie ostatniego kryzysu finansowego MŚP wykazały jednak większą odporność na anomalie rynkowe z uwagi na ograniczony zakres powiązań handlowo-gospodarczych, płaską strukturę zarządzania oraz przejrzystość w prowadzeniu działalności operacyjnej. Jedną z istotnych zalet MŚP było również utrzymanie stabilności zatrudnienia.

Literatura tematu wskazuje, że zachowania przedsiębiorstw europejskich w obszarze pozyskiwania funduszy na prowadzenie i rozwój działalności gospodarczej zależą głównie od otoczenia ekonomicznego, w jakim funkcjonują poszczególne jednostki. Według projektu URK finansowanie rynkowe i rozwinięcie różnych opcji finansowania ma napędzać rozwój gospodarki krajów unijnych w wyniku zwiększenia elastyczności finansowania MŚP i poprawy ich dostępu do zróżnicowanych źródeł kapitału, co może stanowić silny bodziec antykryzysowy<sup>31</sup>.

W pierwszej fazie cyklu rozwoju każdego przedsiębiorstwa istotną rolę odgrywają wewnętrzne kapitały własne (reinvestowane zyski), jednak w kolejnych fazach niezbędne staje się wykorzystanie zewnętrznych źródeł finansowania – bankowego i rynkowego<sup>32</sup>. Ze względu na to, że nowo powstałe jednostki gospodarcze charakteryzują się, w porównaniu z podmiotami dojrzałymi, brakiem stosownej informacji o wynikach osiągniętych z działalności gospodarczej, przekłada się to na ich problemy z łatwym uzyskaniem finansowania bankowego, szczególnie w okresach zaostrzenia polityki kredytowej banków. Kredyty są bardziej dostępne dla tych firm, które zgromadziły już odpowiednie aktywa rzeczowe, mogące stanowić zabezpieczenie zadłużenia bankowego, a tego warunku często nie spełniają MŚP. Przedsiębiorstwa ubiegające się o kredyt są więc na ogół większe, dojrzałe, rentowne i płynne finansowo. Jak wskazują wyniki badań, około jedna piąta europejskich MŚP w konsekwencji w ogóle

<sup>30</sup> Raport o stanie sektora MŚP w Polsce, PARP, Warszawa 2016.

<sup>31</sup> M. Waga, *Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, „INFOS. Zagadnienia Społeczno-gospodarcze” 2014, nr 7(167).

<sup>32</sup> W. Szymański, *Zagrożenia płynące ze strony finansów dla polskiej gospodarki*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2016, t. 40, nr 3.

nie korzysta z kredytu, jedna piąta sięga tylko po kredyt, a pozostałe poszukują innych zewnętrznych źródeł finansowania<sup>33</sup>, co powoduje, że zwiększa się ich zainteresowanie finansowaniem rynkowym (tradycyjnym i alternatywnym). Młode firmy lub będące w fazie rozwoju są wówczas najczęściej finansowane przez aniołów biznesu i fundusze podwyższonego ryzyka (PE/VC). Substytucja rynkowych i pozarynkowych źródeł finansowania przedsiębiorstw nasila się zwłaszcza w czasie kryzysu finansowego i restrykcyjnej polityki pieniężnej prowadzonej przez władze monetarne.

Istnienie licznych możliwości finansowania rynkowego nie do końca przekłada się w rzeczywistości na spadek zainteresowania MŚP kredytem bankowym. Obniża się najczęściej chęć współpracy przedsiębiorstw z dużymi bankami komercyjnymi, ale nie zanika w przypadku finansowania MŚP przez niewielkie banki lokalne. Interesujące badania dotyczące wpływu lokalnych struktur bankowych na finansowanie MŚP w wybranych krajach UE przeprowadził K. Jackowicz ze współpracownikami<sup>34</sup>. Wykazano w nich, że silna pozycja banków lokalnych (np. z sektora bankowości spółdzielczej) ułatwia dostęp do finansowania kredytowego, obniża koszty finansowe i zwiększa inwestycje w sektorze MŚP. Przedsiębiorstwa z tej grupy jednostek gospodarczych korzystają głównie z oferty kredytowej oddziałów banku znajdujących się w pobliżu ich siedzib. Wyniki badania wskazują, że kredyty dla firm z sektora MŚP rosną i osiągają wyższe poziomy w regionach z dużą liczbą banków lokalnych, a nie w okręgach nasyconych dużymi bankami krajowymi lub oddziałami banków zagranicznych. Wskazuje to, że banki lokalne korzystają z miękkich informacji w dostarczaniu kredytu dla sektora MŚP, a nie tak jak duże banki krajowe lub zagraniczne z twardych danych, które w ramach *credit scoringu* precyzyjniej oceniają wiarygodność kredytową podmiotu. W rezultacie wyniki badania potwierdzają, że banki lokalne są ważne dla rozwoju firm z sektora MŚP w krajach UE, gdyż nie tylko dostarczają więcej kredytu dla tych firm, ale także zapewniają go po niższych kosztach niż duże banki krajowe i zagraniczne. Nie dziwi więc fakt, że firmy z sektora MŚP są bardziej rentowne, dysponują wyższą dźwignią i inwestują więcej kapitału w regionach z dużą liczbą banków lokalnych. Natomiast okazuje się, że większa liczba zagranicznych banków w danym kraju ma negatywny wpływ na rentowność, dźwignię i inwestycje w sektorze MŚP.

W świetle przedstawionych syntetycznych informacji o finansowaniu MŚP pojawia się pytanie, w jakim stopniu propozycje zawarte w projekcie URK po-

<sup>33</sup> R.A. Cole, *Bank Credit, Trade Credit or No Credit: Evidence from Surveys of Small-Business Finances*, Working Paper 60602, University of Illinois, Chicago 2010.

<sup>34</sup> K. Jackowicz, Ł. Kozłowski, O. Kowalewski, I. Hasan, *Do Local Banking Market Structures Matter for SME Financing and Performance? New Evidence from an Emerging Economy*, „Journal of Banking and Finance” 2017, t. 79, s. 142–158; K. Jackowicz, Ł. Kozłowski, O. Kowalewski, I. Hasan, *The Economic Impact of Changes in the Local Bank Presence*, IESEG School of Management Working Paper Series, 2017-ACF-01, s. 1–44.



budzą rozwój sektora MŚP w Europie i zachęcą tę grupę przedsiębiorstw do dywersyfikacji źródeł finansowania, ograniczenia roli kredytu na rzecz wzrostu znaczenia finansowania rynkowego. Istnieje obawa, że na ogół lokalny zasięg działania MŚP i ich silne powiązanie z lokalnym sektorem bankowym nie zwiększy zainteresowania bezpośrednim (rynkowym) kanałem finansowania. Można z tego wyciągnąć wniosek, że dywersyfikacja źródeł finansowania MŚP nie jest najważniejszym celem URK, a Komisja Europejska wykorzystwała jedynie sektor MŚP do nadania projektowi odpowiedniej rangi w programie rozwoju gospodarki krajów UE. Trudno jest przewidzieć, czy MŚP staną się głównym beneficjentem projektu URK. Wydaje się, że to duże korporacje międzynarodowe i instytucje finansowe będą czerpać *gros* korzyści z koncepcji ogólnoeuropejskich rynków kapitałowych. Do krytyki URK należy zaliczyć również te głosy, które zwracają uwagę, że zainteresowanie sektora MŚP finansowaniem rynkowym będzie niskie z powodu konieczności pokrycia kosztów informacyjnych, których te, często lokalne przedsiębiorstwa, nie będą w stanie ponieść. Pełna ocena ich zdolności kredytowej byłaby trudna do osiągnięcia na rynkach kapitałowych i prawdopodobnie inwestorzy będą musieli podjąć wysokie (i być może nawet nieokreślone) ryzyko finansowania projektów MŚP. Banki w tym zakresie są lepiej przygotowane ze względu na dostęp do odpowiednich informacji i znajomość lokalnych uwarunkowań działalności gospodarczej.

Należy zatem stwierdzić, że Europa jest i pozostanie bardziej uzależniona od finansowania bankowego, a kredyty bankowe będą dalej odgrywać większą rolę w finansowaniu sektora przedsiębiorstw niż rynkowe źródła finansowania. Ogólnie rzecz ujmując, taka większa zależność gospodarki europejskiej od kredytów uczyni ją jeszcze bardziej wrażliwą na zaostżanie warunków jego emisji przez banki, jak miało to miejsce podczas ostatniego kryzysu finansowego. Jednocześnie wydaje się, że podmioty z sektora MŚP w ograniczonym zakresie będą poszukiwać środków finansowych na tradycyjnym rynku kapitałowym, co nie oznacza, że nie będą zainteresowane innymi źródłami finansowania niż tylko bankowe<sup>35</sup>. Projekt URK wychodzi naprzeciw tym oczekiwaniom. Zakłada bowiem odblokowanie zasobów kapitału oraz umożliwienie ich efektywnej alokacji poprzez rozwój alternatywnych źródeł finansowania przedsiębiorstw.

### **Alternatywne źródła finansowania MŚP w projekcie URK**

Poza tradycyjnymi możliwościami pozyskania kapitału bezpośrednio na rynku, jakimi są prywatne i publiczne emisje udziałowych oraz dłużnych papierów wartościowych, w projekcie URK znaczną uwagę poświęcono alternatywnym instrumentom finansowym stymulowania gospodarki i sektora realnego, jakimi są: sekurytyzacja wysokiej jakości, środki kapitałowe z funduszy PE/VC

<sup>35</sup> I. Sroka, *Unia rynków*, *op. cit.*, s. 19.



oraz finansowanie społecznościowe (*crowdfunding*). W tym miejscu należy jednak zaznaczyć, że propozycje przedstawione w projekcie URK w zakresie alternatywnych źródeł finansowania w większym stopniu odnoszą się do rozwoju rynku pozabankowych instrumentów dłużnych niż do wzmocnienia roli instrumentów udziałowych.

### Sekurytyzacja wysokiej jakości

Najogólniej rzecz opisując, sekurytyzacja jest procesem polegającym na tworzeniu portfela aktywów o pożądanych cechach inwestycyjnych oraz emisji pod ich wartość dłużnych papierów wartościowych, którymi można następnie obracać na rynku. W przypadku przedsiębiorstw przez sekurytyzację należy zatem rozumieć metodę pozyskiwania środków finansowych drogą emisji dłużnych papierów wartościowych zabezpieczonych istniejącymi lub przyszłymi aktywami emitenta (*asset backed securities, ABS*)<sup>36</sup>.

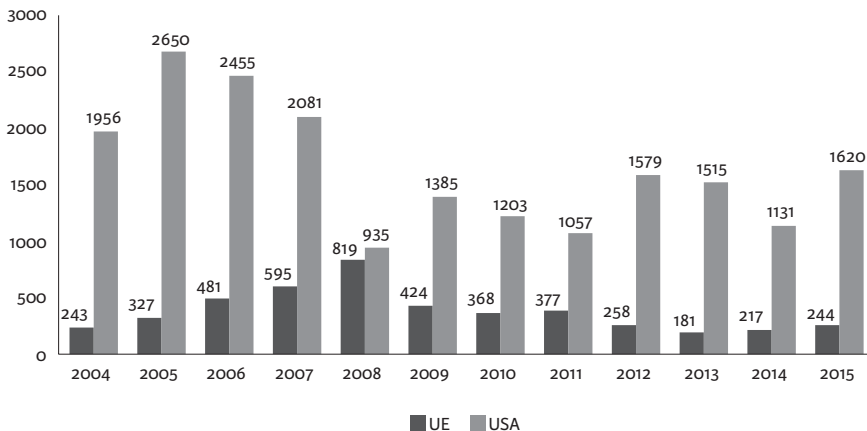
Sytuacja na rynku sekurytyzacji nie powróciła w UE do poziomu sprzed kryzysu finansowego. Emisje sekurytyzacyjne osiągnęły w 2015 r. wartość 244 mld euro w porównaniu z 819 mld euro w 2008 r. (wykres 2). Dla porównania w Stanach Zjednoczonych przeprowadzono w 2015 r. transakcje sekurytyzacyjne o równowartości 1620 mld euro. W projekcie URK położono więc silny nacisk na konieczność resuscytacji sekurytyzacji przez wprowadzenie tzw. sekurytyzacji wysokiej jakości, opartej na prostych, przejrzystych i standardowych instrumentach jej prowadzenia (sekurytyzacja STS, czyli *simple, transparent, standardised*), co ma w konsekwencji służyć powiązaniu sektora bankowego z rynkiem kapitałowym w zakresie dywersyfikacji źródeł finansowania przedsiębiorstw.

Próby ożywienia sekurytyzacji trwają w UE od 2014 r., kiedy to Bank Anglii i Europejski Bank Centralny (EBC) rozpoczęły debatę na temat tworzenia reguł sekurytyzacji STS. Doprowadziło to do złożenia przez Komisję Europejską we wrześniu 2015 r. wniosku do Parlamentu Europejskiego i Rady UE w sprawie uchwalenia rozporządzenia dotyczącego ogólnych ram dla sekurytyzacji wysokiej jakości, które ostatecznie zostało przyjęte w dniu 12 grudnia 2017 r.<sup>37</sup>. Szczegółowo opisano w nim wspomniane wcześniej trzy kryteria sekurytyzacji STS. Zasada prostoty, to przyjęcie, że ABS będą jednorodne i nie będą podlegały ponownej sekurytyzacji. Przewiduje również ograniczenie stosowania instrumentów pochodnych wyłącznie do celów przeprowadzenia sekurytyzacji. Przejrzystość wymaga z kolei zgodności z wymogami w zakresie ujawniania informacji przez spółki specjalnego przeznaczenia (SPV), prowadzące emisję

<sup>36</sup> A. Janc, P. Mikołajczak, K. Waliszewski, *Europejska unia, op. cit.*, s. 116.

<sup>37</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012, Dz.Urz. UE L 347 z 28 grudnia 2017 r., s. 35.

**Wykres 2. Wartość transakcji sekurytyzacyjnych w UE i Stanach Zjednoczonych w latach 2004–2015** (w mld euro)



Źródło: SIFMA/AFME, *European Structured Finance Data*, [www.afme.eu](http://www.afme.eu) [dostęp: 2 października 2016 r.].

i sprzedaż ABS na rynku kapitałowym oraz ich wykup w terminie wymagalności. Standaryzacja wymaga zaś przekazania aktywów spółki SPV do rzeczywistej sprzedaży (sekurytyzacja tradycyjna), co oznacza, że transakcje syntetyczne (z wykorzystaniem instrumentów pochodnych) wykraczają poza ramy sekurytyzacji wysokiej jakości.

Istotne jest również, że sekurytyzację STS wprowadzono w trybie rozporządzenia, co oznacza, że będzie ono obowiązywać w jednolitym brzmieniu we wszystkich państwach członkowskich, bez konieczności implementacji do ustawodawstwa krajowego. Zwiększa to szanse powodzenia całego projektu. Doświadczenie pokazało bowiem, że dość dowolne transponowanie dyrektywy przez poszczególne państwa UE prowadzi do zaburzenia konkurencji i arbitrażu regulacyjnego. Przyjęto między innymi, aby emitenci i emisje papierów dłużnych w ramach STS były nadzorowane w poszczególnych krajach. Nadzór ma przede wszystkim monitorować zmiany na rynku i sprawdzać, czy transakcja spełnia wymogi STS oraz nakładać sankcje, gdy dochodzi do uchybień. Komisja Europejska ocenia, że jeśli wielkość emisji powróci do poziomu przedkryzysowego, sekurytyzacja wysokiej jakości może spowodować zwiększenie podaży kredytu dla sektora prywatnego od 100 do 150 mld euro.

Nacisk położony w inicjatywie URK na sekurytyzację i powiązaną z nią emisję długu może jednak doprowadzić do dalszego zwiększenia poziomu zadłużenia krajów UE. W latach poprzedzających kryzys finansowy transakcje sekurytyzacyjne sprzyjały zwiększeniu poziomu podejmowanego ryzyka oraz wysokości zadłużenia w gospodarce, a nie przyczyniały się do efektywniejszej

alokacji zasobów finansowych. Problemem, który nadal wydaje się być nierozwiązany, jest to, że instytucje finansowe ciągle angażują się w strategię mającą na celu rozszerzenie bazy ich aktywów poprzez wiele ryzykownych transakcji zawieranych na rynkach kapitałowych. Jeśli w wyniku sekurytyzacji wysokiej jakości szybciej wzrośnie kredyt w sektorze finansowym niż następować będą wzrosty dochodów w gospodarce realnej, jak to miało miejsce w ostatnich dwóch dekadach, to nadmiar kredytu przyczyni się w konsekwencji do podniesienia cen aktywów na rynku kapitałowym, a to z kolei doprowadzi do tworzenia się baniek spekulacyjnych.

Poprzez promocję sekurytyzacji oraz emisji papierów dłużnych, którymi można obracać na rynku i które będą gwarantowane przyszłymi dochodami z ABS, zwiększa się również ryzyko wystąpienia efektu domina. Papiery dłużne są bowiem często wykorzystywane przez instytucje finansowe jako zabezpieczenie w transakcjach pozyskiwania krótkoterminowego finansowania. Ten problem jest rozwiązywany przez zachęty dla banków do zwiększenia finansowania o dłuższych terminach wymagalności. Ponadto inwestorzy uzyskują możliwość szerokiego dostępu do informacji o emisjach papierów zabezpieczonych aktywami. W odniesieniu do powyższych kwestii przepisy o sekurytyzacji STS są dobrym rozwiązaniem, co nie oznacza jednak, że może być ona łagodniej traktowana w regulacjach ostrożnościowych.

Pojawia się również pytanie, czy zaproponowana w ramach URK sekurytyzacja wysokiej jakości przyczyni się do wzrostu zainteresowania tą formą finansowania przez sektor MŚP. Wydaje się, że w ograniczonym zakresie, ponieważ w przypadku tej grupy przedsiębiorstw istotnym problemem jest zgromadzenie odpowiedniej wielkości i jakości aktywów, pod wartość których mogłyby zostać wyemitowane papiery dłużne. Ponadto w procesie finansowania to nadal banki będą lepiej niż rynek kapitałowy oceniać ryzyko rynkowe, dlatego też nie emisja długu, czego się oczekuje, ale kredyt pozostanie podstawowym instrumentem finansowania sektora MŚP. Zaproponowane rozwiązania w zakresie sekurytyzacji wydają się więc być ukłonem Komisji Europejskiej w stronę sektora bankowego, gdyż pozwolą mu bezpieczniejszej prowadzić politykę finansową w okresie podniesionych norm ostrożnościowych. Przyszłe rozluźnianie wymogów wobec banków będzie kluczową determinantą powodzenia sekurytyzacji wysokiej jakości. W tym miejscu należy również zwrócić uwagę na fakt, że sekurytyzacja STS zwiększy rolę banków inwestycyjnych w Europie. Banki komercyjne, ze względu na konieczność spełniania norm ostrożnościowych, nie będą zainteresowane tym instrumentem pobudzania sektora realnego gospodarki. Proponowane rozwiązania w ramach URK powinny zatem pośrednio wspierać tradycyjną bankowość opartą na relacjach z klientem oraz bankowość lokalną, ponieważ ten model okazał się dotychczas, w porównaniu z opartym na bankowości inwestycyjnej, bardziej stabilny i skoncentrowany na finansowaniu gospodarki realnej.

Najważniejsze wymogi, jakie wprowadza rozporządzenie dotyczące sekurytyzacji wysokiej jakości, odnoszą się również do obowiązku przeprowadzania *due diligence* przez inwestorów instytucjonalnych kupujących ABS, w celu uniezależnienia oceny emitentów od ratingów. Kolejny wymóg to obowiązek zatrzymania ryzyka przez sponsora emisji oraz spółkę SPV emitującą papiery. W końcu, większej przejrzystości mają służyć obowiązki informacyjne, obejmujące informacje o ryzyku kredytowym i strukturze transz emitowanych papierów dłużnych. Wymogi te mogą istotnie zwiększyć koszty emisji sekurytyzacyjnych, a więc także koszt pozyskiwanego tą drogą kapitału przez przedsiębiorstwa, czego sektor MŚP nie będzie w stanie zaakceptować.

### Fundusze PE/VC

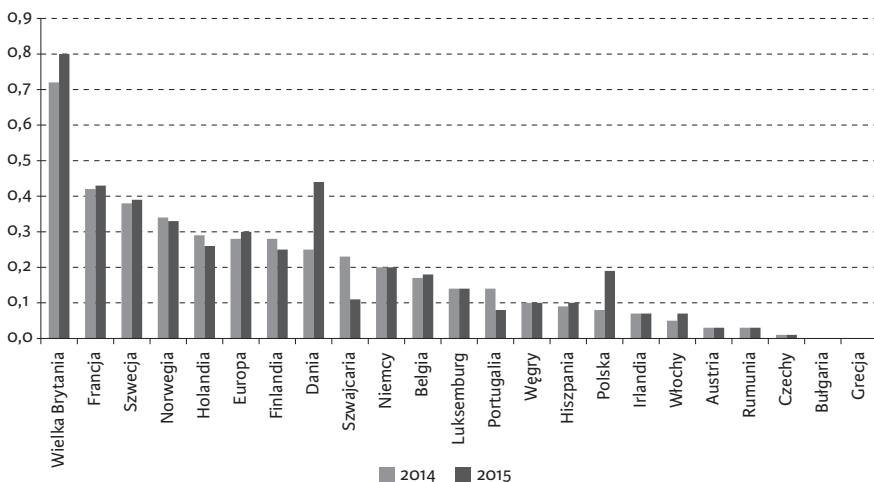
Kolejną propozycją finansowania sektora MŚP wynikającą z projektu URK jest pobudzenie aktywności funduszy PE/VC. Fundusze tego typu dostarczają przedsiębiorstwom średnio- lub długoterminowego finansowania oraz specjalistycznej wiedzy i wsparcia menedżerskiego. Współpraca z funduszami umożliwia jednostkom gospodarczym szybszy rozwój, a wzrost ich wartości staje się źródłem zysku dla inwestujących w nie funduszy. Ze środków dostarczanych przez fundusze PE/VC korzystają głównie przedsiębiorstwa małe, szybko rozwijające się, dla których duże znaczenie ma możliwość pozyskania tańszego kapitału niż dostępny w sektorze bankowym czy bezpośrednio na rynku kapitałowym.

W porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi w UE inwestycje funduszy PE/VC nie są dostatecznie rozwinięte<sup>38</sup>. Jak można zaobserwować na wykresie 3, udział inwestycji funduszy PE/VC nie przekracza 0,3% PKB większości krajów europejskich. Nieco lepszy wskaźnik jest tylko w Wielkiej Brytanii, Francji oraz w krajach skandynawskich. Słabe zainteresowanie sektora realnego ofertą funduszy PE/VC, niewielka liczba przedsiębiorstw korzystających z tego instrumentu finansowania oraz ryzykowny charakter projektów nim finansowanych powodują w konsekwencji wysoki koszt kapitału z tego źródła. Zapropionowany w URK swobodniejszy dostęp do funduszy PE/VC poprzez zintegrowany rynek europejski powinien stać się zatem impulsem do zwiększenia liczby innowacyjnych przedsiębiorstw na rynku i podniesienia konkurencyjności UE w perspektywnych sektorach gospodarki.

Według statystyk Europejskiego Stowarzyszenia Funduszy Venture Capital (EVCA), fundusze PE/VC zainwestowały w 2014 r. w przedsiębiorstwa z krajów UE kapitał o średniej wartości 142 mln euro (tabela 1). Największe wsparcie otrzymały przedsiębiorstwa we Francji (716 mln euro), Wielkiej Brytanii (689 mln euro) oraz Niemczech (539 mln euro). W 2015 r. inwestycje funduszy

<sup>38</sup> P. Toporowski, *Unia rynków kapitałowych – duże szanse, wiele niewiadomych*, „Biuletyn Polskiego Instytutu Spraw Międzynarodowych” 2015, nr 32 (1269).

**Wykres 3. Inwestycje krajowych funduszy PE/VC w relacji do PKB wybranych krajów europejskich w latach 2014–2015**



Źródło: EVCA, 2015 *European Private Equity Activity*, Bruksela 2016 [za:] Departament Stabilności Finansowej NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016, s. 152.

**Tabela 1. Liczba i wartość inwestycji przedsiębiorstw finansowanych przez fundusze PE/VC w wybranych krajach UE** (dane za 2014 r.)

Kraj	Liczba inwestycji	Wartość inwestycji (mln euro)
Austria	87	24
Belgia	118	124
Czechy	5	6
Francja	203	716
Hiszpania	79	72
Irlandia	68	59
Niemcy	801	539
Polska	46	23
Portugalia	98	46
Szwecja	387	196
Węgry	65	30
Wielka Brytania	364	689
Średnio dla UE-27	131	142

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2014. An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force*, August 2015, <http://www.investeurope.eu/media/403969/EVCA-CEE-Statistics-2014.pdf> [za:] B.F. Malinowski, M. Krok, *Źródła finansowania startupów. Fundusze venture capital*, [www.wethecrowd.pl](http://www.wethecrowd.pl) [dostęp: 8 października 2017 r.].

PE/VC w Europie wyniosły łącznie 4,1 mld euro, przy czym ok. 90% wszystkich środków z tego źródła pochodziło z Wielkiej Brytanii, Niemiec, Francji, Szwecji, Holandii, Finlandii, Belgii i Hiszpanii<sup>39</sup>.

Wartość inwestycji funduszy PE/VC wyniosła w Polsce 23 mln euro w 2014 r. Za sprawą środków z tego typu funduszy inwestycyjnych udało się sfinansować w naszym kraju 46 podmiotów, co stanowi 1,3% ogólnej liczby przedsiębiorstw, które w tym czasie otrzymały wsparcie kapitałowe od funduszy PE/VC w Europie. Średnia wartość transakcji zawartych z funduszami PE/VC przez przedsiębiorstwa polskie wyniosła ok. 500 tys. euro. Pod względem wartości inwestycji PE/VC rynek polski jest największym w państwach Europy Środkowo-Wschodniej, choć nasz kraj ma zaledwie 0,6% udziału w wartości europejskiego rynku tej grupy funduszy<sup>40</sup>. Projekty finansowane przez PE/VC z siedzibą w Polsce stanowiły w 2015 r. 73,4% wartości wszystkich inwestycji funduszy w regionie. Mimo niewielkich rozmiarów krajowego rynku PE/VC (ok. 0,2% PKB Polski w 2015 r.), środki pochodzące z funduszy są ważnym źródłem finansowania podmiotów krajowych. W latach 2011–2015 relacja wartości pozyskanego w ten sposób kapitału do wartości środków uzyskanych przez przedsiębiorstwa w drodze emisji akcji na obu rynkach GPW w Warszawie (głównym i NewConnect) wynosiła średnio 23%<sup>41</sup>.

Fundusze PE/VC powinny z definicji angażować kapitały w przedsięwzięcia wysokiego ryzyka i przedsiębiorstwa w początkowych fazach rozwoju. Zasada ta nie do końca jest przestrzegana w UE. Udział inwestycji w przedsiębiorstwa w fazie *start-up* nie stanowi nawet połowy ogólnej wartości inwestycji. Fundusze PE/VC nie są bowiem skłonne ponosić zbyt wysokiego ryzyka i preferują angażowanie środków w te jednostki, które prowadzą działalność operacyjną przynajmniej od roku do dwóch lat i szukają wsparcia finansowego do ekspansji na rynku. Pomimo ogólnej dynamiki wzrostu liczby i wartości transakcji, polityka inwestycyjna funduszy PE/VC powoduje niedobór kapitału względem potrzeb MŚP na początkowym etapie rozwoju. Wydaje się jednak, że problem luki kapitałowej dla europejskich MŚP, mimo projektu URK wspierającego działalność funduszy PE/VC, nadal pozostanie poważnym zagrożeniem rozwoju sektora realnego w UE.

### Finansowanie społecznościowe

Trzecim wskazanym w projekcie URK alternatywnym źródłem finansowania MŚP jest finansowanie społecznościowe (*crowdfunding* oraz pożyczki bezpośrednie – *peer-to-peer lending*). W szerszym ujęciu można je interpretować

<sup>39</sup> Komisja Europejska, *European Semester Thematic Fiche Small and Medium-Sized Enterprises' Access to Finance*, [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/2016\\_s\\_5](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/2016_s_5).

<sup>40</sup> P. Toporowski, *Unia, op. cit.*

<sup>41</sup> Departament Stabilności Finansowej NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016, s. 151.

jako swobodną formę gromadzenia środków finansowych od wielu podmiotów (inwestorów, fundatorów) poprzez wyspecjalizowane platformy internetowe i media społeczne<sup>42</sup>. Natomiast węższy sposób definiowania uwypukla proces, w którym przedsiębiorcy gromadzą i alokują kapitał przekazywany im przez społeczność internetową na rzecz rozwoju określonego przedsięwzięcia, w zamian za świadczenia zwrotne. Jest to zatem proces finansowania, który angażuje szerokie grono kapitałodawców, charakteryzuje się wykorzystaniem technologii teleinformatycznych oraz niższymi barierami wejścia i lepszymi warunkami transakcyjnymi niż źródła kapitału ogólnodostępne na rynku<sup>43</sup>.

Realizacja finansowania społecznościowego odbywa się przez specjalistyczne platformy internetowe, których funkcją jest między innymi prezentowanie ofert przedsięwzięć czy projektów (zwłaszcza we wstępnej fazie rozwoju), kontrola ich realizacji, tworzenie interakcji między uczestnikami rynku, dostarczanie systemów płatności i nagradzania uczestników procesu finansowania (np. odsetkami od udzielonej pożyczki, udziałami w zyskach czy możliwością objęcia akcji). Zasady te przypominają finansowanie inwestycji realizowanych w formule *project finance*, lecz bez konieczności powoływania odrębnej spółki – wehikułu inwestycyjnego (SPV). Beneficjentem finansowania społecznościowego jest zwykle istniejąca już jednostka gospodarcza, poszukująca kapitału na rynku od wielu rozproszonych kapitałodawców w celu zmniejszenia stopnia uzależnienia prowadzonej działalności od podmiotów finansujących i redukcji kosztów agencyjnych (przedstawicielstwa) oraz informacyjnych (raportowania).

Od początku powstania *crowdfunding*, czyli od pierwszej dekady XXI wieku, obserwowany jest stały rozwój tej formy alternatywnego finansowania przedsiębiorstw. Szacuje się, że na świecie funkcjonuje ponad 1600 platform elektronicznych, które umożliwiają przedstawienie projektu inwestycyjnego, określenie wynikających z niego korzyści i zebranie środków na realizację przedsięwzięć biznesowych, społecznych i kulturalnych. Najwięcej platform *crowdfunding* jest zlokalizowanych w Stanach Zjednoczonych (blisko połowa globalnej ich liczby) oraz w regionie Azji i Pacyfiku, głównie w Chinach. Trzecią grupę stanowią platformy *crowdfunding* w Europie (ok. 25% ich łącznej liczby na świecie). Według danych z raportu *Moving Mainstream* w 2015 r. funkcjonowało w Europie 376 platform umożliwiających pozyskiwanie kapitału w otoczeniu społecznym, o 121 więcej niż rok wcześniej<sup>44</sup>. W Stanach Zjednoczonych i Europie do końca 2012 r. wdrożono w pełni blisko 82% łącznej

<sup>42</sup> D.T. Dziuba, *Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania*, „Problemy Zarządzania” 2012, t. 10, nr 3(38), s. 84.

<sup>43</sup> K. Król, *Finansowanie społecznościowe jako źródło finansowania przedsięwzięć w Polsce*, nieopublikowana praca magisterska, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2011.

<sup>44</sup> R. Wardrop, B. Zhang, R. Rau, M. Gray, *Moving Mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report*, University of Cambridge, Cambridge 2015.



liczby projektów finansowanych przez *crowdfunding*. Dzięki temu sposobowi finansowania pozyskano w skali globalnej 540 mln dolarów US w 2009 r., 1,5 mld dolarów US w 2011 r. i 2,7 mld dolarów US rok później<sup>45</sup>. W Europie wartość finansowania społecznościowego dynamicznie rośnie po 2012 r., kiedy przez platformy elektroniczne pozyskano 487 mln euro, rok później 1,13 mld euro, a w 2014 r. już 2,83 mld euro. W 2015 r. *crowdfunding* pokrył potrzeby kapitałowe podmiotów z krajów europejskich na łączną wartość ponad 5,43 mld euro (tabela 2).

**Tabela 2. Wartość finansowania społecznościowego w wybranych regionach świata w latach 2013–2015** (w mln euro)

Region	2013	2014	2015
EUROPA ogółem	1 127	2 833	5 431
bez Wielkiej Brytanii	326	594	1 019
OBIE AMERYKI ogółem	3 240	9 650	33 580
bez Stanów Zjednoczonych	48	97	292
REGION AZJI I PACYFIKU ogółem	4 130	20 290	94 610
bez Chin	189	329	1 217

Źródło: na podstawie *Sustaining Momentum. The 2<sup>nd</sup> European Alternative Finance Industry Report*, University of Cambridge, September, 2016, s. 24–26.

Według uśrednionych danych z ostatnich trzech lat rynek brytyjski, zarówno pod względem liczby specjalistycznych platform elektronicznych alternatywnego finansowania, jak i wartości gromadzonego tym sposobem kapitału, jest największy, z ok. 80% udziałem w Europie. W 2015 r. poprzez *crowdfunding* zgromadzono w Wielkiej Brytanii kapitał o wartości ok. 4,4 mld euro (w pozostałych krajach Europy łącznie nieco ponad 1 mld euro). Poza Wielką Brytanią krajami UE z największą wartością rynku społecznościowych źródeł finansowania były w latach 2013–2015: Francja (odpowiednio: 76, 154 i 319 mln euro), Niemcy (65, 140 i 249 mln euro), Holandia (46, 78 i 111 mln euro) oraz Hiszpania (17, 36 i 50 mln euro). Co ciekawe, choć wartość rynku *per capita* wynosi oczywiście najwięcej w Wielkiej Brytanii (66 euro), to na kolejnych miejscach znajdują się mniejsze kraje UE, jak Estonia (24 euro) i Finlandia (11,6 euro).

Rynek *crowdfunding* w Polsce jest nieduży, a jego wartość ocenia się od 5 do 25 mln euro. W 2015 r. udało się poprzez to źródło finansowania pozyskać w naszym kraju kapitały o wartości ok. 10 mln euro, a rok wcześniej na kwotę

<sup>45</sup> J. Cichy, W. Gradoń, *Crowdfunding as a Mechanism for Financing Small and Medium-Sized Enterprises*, „e-Finanse” 2016, t. 12, nr 3, s. 44.

ok. 4 mln euro. Szacuje się, że aktywnie funkcjonuje w Polsce kilkanaście internetowych platform finansowania społecznościowego, najwięcej w krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Wyróżnia się kilka form finansowania społecznościowego, a mianowicie: mikropożyczki bezpośrednie (dla konsumentów, przedsiębiorstw) oraz *crowdfunding* (udziałowy i dywidendowy – inwestycyjny, donacyjny, czyli charytatywny albo sponsorski, oraz nieudziałowy – produktowy)<sup>46</sup>. Najważniejszy z punktu widzenia finansowania sektora MŚP, szczególnie nowo powstających przedsiębiorstw lub będących we wczesnej fazie rozwoju, jest *crowdfunding* udziałowy oraz mikropożyczki bezpośrednie dla przedsiębiorców. Jak pokazują dane z tabeli 3, najbardziej popularnym (biorąc pod uwagę wartość wygenerowanego wolumenu transakcji) jest jednak model oparty na konsumenckich pożyczkach bezpośrednich (C2C) – 36% udziału na rynku europejskim w 2015 r. Na drugim miejscu znalazły się pożyczki osób prywatnych dla przedsiębiorstw (C2B), a na trzecim miejscu uplasował się *crowdfunding* udziałowy. Marginalny udział przypadł *crowdfundingowi* dywidendowemu, pożyczkom bezpośrednim dla biznesu (P2P) oraz *crowdfundingowi* opartemu na instrumentach dłużnych.

**Tabela 3. Wybrane grupy finansowania społecznościowego w Europie (bez Wielkiej Brytanii) w latach 2014–2015**

Model finansowania społecznościowego	Wartość (mln euro)		Udział w rynku ogółem (%)	
	2014 r.	2015 r.	2014 r.	2015 r.
Mikropożyczki społecznościowe, w tym:	367,72	580,13		
pożyczki konsumenckie (C2C)	274,62	365,80	45,98	35,89
pożyczki konsumentów dla producentów (C2B)	93,1	212,08	15,59	20,81
pożyczki bezpośrednie dla biznesu (P2P)	b.d.	2,25	b.d.	0,22
<i>Crowdfunding</i> , w tym:	222,84	331,57		
udziałowy	82,56	159,32	13,82	15,63
dywidendowy	b.d.	0,54	b.d.	0,05
oparty na dłużnych papierach wartościowych	3,61	10,73	0,60	1,05
nieudziałowy (np. produktowy)	120,33	139,27	20,15	13,66
donacyjny (charytatywny)	16,34	21,71	2,74	2,13

Źródło: na podstawie *Sustaining Momentum. The 2<sup>nd</sup> European Alternative Finance Industry Report*, University of Cambridge, September, 2016, s. 31; R. Wardrop, B. Zhang, R. Rau, M. Gray, *Moving Mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report*, University of Cambridge, February, 2015, s. 17.

Dane przedstawione w tabeli 3 dowodzą również, że finansowanie społeczniowe przedsiębiorstw w Europie rośnie od 2014 r. i stało się nowym źródłem pozyskiwania kapitału przez jednostki z sektora MŚP, na co zwróciła uwa-

<sup>46</sup> K. Koziol-Nadolna, *Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2015, nr 854, s. 673–674.

gę Komisja Europejska w projekcie URK. Uwzględniając tylko finansowanie biznesu (pomijając *crowdfunding* donacyjny i mikropożyczki konsumenckie), przedsiębiorstwa w Europie (bez Wielkiej Brytanii) zgromadziły przez platformy internetowe kapitał o wartości blisko 530 mln euro w 2015 r. (200 mln euro w 2014 r. i 117 mln euro w 2013 r.), zapewniając środki finansowe dla blisko 9,5 tys. jednostek gospodarczych (5,8 tys. w 2014 r. i 2,9 tys. w 2013 r.), co oznacza wzrost wartości finansowania społecznościowego biznesu o 167% w porównaniu z 2014 r. i o 358% w stosunku do 2013 r. Trzeba również zaznaczyć, że choć większy udział ma społecznościowe finansowanie dłużne niż udziałowe, to średnia wartość środków gromadzonych przez jedną platformę *crowdfundingu* udziałowego funkcjonującą w Europie wyniosła 459 tys. euro, a w przypadku mikropożyczek bezpośrednich dla biznesu – ok. 100 tys. euro, przy porównywalnej średniej liczbie fundatorów przypadających na jedną platformę (ok. 145 inwestorów). Wynika z tego, że większe przedsiębiorstwa w porównaniu z mniejszymi bardziej preferują udziałowe niż dłużne finansowanie społecznościowe. Ponadto, struktura geograficzna rodzajów finansowania społecznościowego ma również zmienny charakter. W zakresie pożyczek społecznościowych dla biznesu przoduje Holandia (74 mln euro w 2015 r.), a w przypadku *crowdfundingu* udziałowego – Francja (75 mln euro w 2015 r.).

Należy w tym miejscu jednoznacznie stwierdzić, że model alternatywnego finansowania społecznościowego jest realizowany zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania, według której źródła obce są wykorzystywane przed zewnętrznym kapitałem własnym. Trzeba również zaznaczyć, iż dłużnym finansowaniem społecznościowym są zainteresowane europejskie MŚP z sektorów tradycyjnych – handlu, produkcji i budownictwa – natomiast *crowdfundingiem* udziałowym jednostki z sektorów nowych technologii. Różnica ta jest ściśle związana z okresem realizacji stopy zwrotu z podejmowanych przedsięwzięć w porównaniu z czasem obsługi danego źródła finansowania. Sektory tradycyjne prowadzą inwestycje przynoszące zwrot przewyższający koszt kapitału raczej w krótkim okresie, a sektory innowacyjne generują oczekiwane korzyści zwykle po dłuższym czasie.

Finansowanie społecznościowe wzbudza coraz szersze zainteresowanie również wśród inwestorów instytucjonalnych, takich jak: fundusze emerytalne i inwestycyjne, firmy zarządzające aktywami, banki i aniołowie biznesu. Udział inwestorów instytucjonalnych w finansowaniu społecznościowym wynosił w latach 2013–2015 odpowiednio: 24%, 33% i blisko 44%. Prawie jedna czwarta udzielonych w Europie pożyczek bezpośrednich i ok. 10% *crowdfundingu* inwestycyjnego zostało pokryte środkami pozyskanymi od inwestorów instytucjonalnych. Ponadto, 44% internetowych platform pożyczkowych i prawie jedna trzecia platform *crowdfundingu* inwestycyjnego jest prowadzona przez podmioty finansowe, między innymi fundusze PE/VC oraz banki.

Z punktu widzenia projektu URK oraz trwającej integracji rynków finansowych w UE interesującym zagadnieniem jest kwestia transgranicznych transakcji *crowdfunding*. W raporcie *Moving Mainstream* napisano, że w 2014 r., czyli jeszcze przed ogłoszeniem projektu URK, niewielka liczba transakcji finansowania społecznościowego biznesu przekraczała granice danego kraju. Mniej niż 50% przedsiębiorstw wskazało, iż starało się pozyskać kapitał tym kanałem poza krajem swojej siedziby, a 72% działających w Europie platform *crowdfunding* podało, że nie kieruje oferty możliwości finansowania przedsięwzięć gospodarczych poza kraj działania przedsiębiorcy zgłaszającego zapotrzebowanie na kapitał<sup>47</sup>. Sytuacja nie uległa istotnej poprawie rok później – 46% przedsiębiorstw starało się o kapitał z alternatywnego źródła finansowania społecznościowego tylko lokalnie, a 76% platform *crowdfunding* w ogóle nie finansowało podmiotów z zagranicy<sup>48</sup>. Zmiana tej sytuacji może nastąpić w wyniku implementacji zapowiadanych zmian w prawie unijnym, wynikających z projektu URK, w zakresie możliwości swobodnego prowadzenia transgranicznego finansowania społecznościowego i dopuszczenia do łączenia się platform działających lokalnie w celu utworzenia platformy paneuropejskiej. Regulatorzy starają się więc nadążać za zmianami zachodzącymi na rynku finansowania społecznościowego. Wprowadzane regulacje zaczynają rozstrzygać, czy możliwe są rozwiązania ukształtowane już przez rynek, ilu inwestorów może być fundatorami kapitału, jakie kwoty mogą inwestować itd.

Sprawne funkcjonowanie *crowdfunding* jest więc silnie uzależnione od uwarunkowań prawnych obowiązujących w danym kraju oraz harmonizacji prawa w tym zakresie na poziomie europejskim czy wręcz ogólnosiwiatowym. Właściwe uwarunkowania legislacyjne muszą dotyczyć przede wszystkim modeli inwestycyjnych dla *crowdfunding* udziałowego. Przykładowo, w Stanach Zjednoczonych taka działalność była nielegalna do marca 2012 r. Sytuacja zmieniła się po uchwaleniu nowych ustaw w obu izbach Kongresu (JOBS Act z 2012 r.) i od tego czasu *crowdfunding* udziałowy dominuje na kontynencie amerykańskim. Choć w Polsce, jak i w pozostałych krajach UE, *crowdfunding* jest legalny, to wymaga odpowiedniego przygotowania od strony prawa o zbiórkach publicznych, podatkowego, bezpieczeństwa cyfrowego, ochrony gromadzonych danych itp. W trakcie prac legislacyjnych warte wzięcia pod uwagę jest skorzystanie z doświadczenia specjalistycznych portali finansowania społecznościowego, które mają sprawdzone modele wdrażania *crowdfunding* i własne propozycje zmian prawnych. Tylko 28% platform uczestniczących w finansowaniu społecznościowym w Europie wyraziło aprobatę

<sup>47</sup> R. Wardrop, B. Zhang, R. Rau, M. Gray, *Moving Mainstream*, *op. cit.*, s. 23.

<sup>48</sup> *Sustaining Momentum. The 2<sup>nd</sup> European Alternative Finance Industry Report*, University of Cambridge, September, 2016, s. 45.

dla istniejących przepisów w tym zakresie i nie oczekuje żadnych zmian<sup>49</sup>. Bariery legislacyjne spowodowały liczne trudności w uruchamianiu niektórych systemów finansowania społecznościowego w Europie, a nawet upadek kilku platform *crowdfunding*. Należy mieć nadzieję, że koncepcja URK spowoduje ujednoczenie zasad i możliwości wykorzystania źródeł finansowania społecznościowego przez przedsiębiorstwa z krajów UE.

Podsumowując, trzeba stwierdzić, że proces pozyskiwania kapitału poprzez *crowdfunding* jest dość skomplikowany, obwarowany licznymi obostrzeniami prawnymi i długotrwały. Funkcjonowanie *crowdfunding*u jest jednak korzystne dla rozwoju przedsiębiorstw i gospodarki. Specjalistyczne platformy finansowania społecznościowego zwiększają mobilizację i transfer kapitału, redukując jednocześnie koszty transakcyjne. Korzyści ekonomiczne z wykorzystywania *crowdfunding*u mogą osiągnąć wszystkie grupy uczestników tego procesu: fundatorzy (inwestorzy, finansujący), kapitałobiorcy, platformy, pośrednicy, w tym np. reklamodawcy, dostawcy technologii informatycznych, systemów zabezpieczeń oraz systemów płatności, a także władze fiskalne kraju.

Osiąganie korzyści przez inwestorów i przedsiębiorców natrafia jednak na liczne ograniczenia. Nie wszystkie zakładane projekty zostaną zrealizowane, a te realizowane nie gwarantują uzyskania oczekiwanych z nich korzyści. Znaczna ich liczba jest bowiem ryzykowna. Ponadto przedsiębiorcy, ze względu na konieczność zapewnienia bezpieczeństwa finansującym, mogą być prawnie limitowani wielkością kapitału możliwego do pozyskania przez *crowdfunding*, co stanie się silną barierą rozruchu większych projektów biznesowych. Poza tym należy zwrócić uwagę na fakt, że upowszechnianie przedsięwzięć na platformach internetowych stwarza zagrożenie skopiowania projektów. Osiąganie korzyści natrafia też na ograniczenia natury psychologicznej – przekonania inwestorów do korzystania z tej formy finansowania przedsiębiorstw<sup>50</sup>.

## Podsumowanie

Międzynarodowy kryzys finansowy ostatnich lat, którego efektem była między innymi rosnąca liczba regulacji w obszarze rynku finansowego, a także wymogów kapitałowych stawianych instytucjom finansowym, spowodowały niechęć banków do udzielania kredytu przedsiębiorstwom. Wychodząc naprzeciw potrzebom kapitałowym realnej sfery gospodarki, Komisja Europejska podjęła działania mające na celu wzrost udziału rynku kapitałowego w finansowaniu firm, zwłaszcza z sektora MŚP. W przeciwieństwie do regulacji pokryzysowych, mających na celu zwiększenie bezpieczeństwa obrotu na rynkach finansowych

<sup>49</sup> *Ibidem*, s. 48.

<sup>50</sup> D.T. Dziuba, *Rozwój systemów*, *op. cit.*, s. 99.

i zapobieganie kryzysom, koncepcja URK opiera się na pobudzeniu wzrostu i tworzeniu nowych miejsc pracy w krajach UE poprzez ułatwienie dostępu przedsiębiorstwom do zróżnicowanych źródeł finansowania ich rozwoju.

Ze względu na fakt, że MŚP działają na ogół lokalnie, projekt URK powinien w większym zakresie opierać się na wspomaganiu rozwoju lokalnych rynków kapitałowych oraz zapewnieniu swobodnego przepływu kapitału między nimi, dając jednocześnie opcję wyboru kraju pozyskiwania źródła finansowania przez przedsiębiorstwa. Z tych względów przyjmowanie wspólnego rozwiązania dla wszystkich rynków kapitałowych, bez uwzględnienia różnych poziomów ich rozwoju, nie do końca jest uzasadnione. Jest kwestią dyskusyjną, czy słabiej rozwinięte rynki, pomimo zniesienia części ograniczeń prawnych, z racji braku dostępu do zróżnicowanych źródeł kapitału, zawilości lokalnego prawa, niekorzystnej ordynacji podatkowej lub innych ograniczeń, specyficznych dla danego kraju, mogą zaoferować lokalnym przedsiębiorcom wystarczające możliwości finansowania działalności gospodarczej. Ułatwienie dostępu jednostkom gospodarczym do potrzebnych środków finansowych poza rynkiem lokalnym, między innymi w wyniku wskazania możliwości wykorzystania alternatywnych wobec kredytu bankowego źródeł finansowania, jest bez wątpienia istotną zaletą projektu URK, choć, jak wykazano w artykule, większość tych propozycji ukierunkowana jest na rozwój dłużnych, a nie udziałowych instrumentów finansowania przedsiębiorstw. Wydaje się więc, że nadal produkty bankowe, takie jak kredyty inwestycyjne czy w rachunku bieżącym, pozostaną najbardziej pożądanymi przez przedsiębiorstwa europejskie zewnętrznymi źródłami finansowania, a dodatkowym źródłem staną się dłużne instrumenty rynkowe<sup>51</sup>. Oznacza to, że nie zmniejszy się, w zakładanym przez Komisję Europejską zakresie, udział długu w finansowaniu gospodarek krajów UE.

W okresie pokryzysowym trudno jest znaleźć odpowiednie alternatywne źródła finansowania, co znacznie ogranicza możliwości substytucji kredytu. Według raportów EBC od 2015 r. nastąpiła w UE poprawa w zakresie finansowania przedsiębiorstw kredytem, co było między innymi spowodowane złagodzeniem standardów kredytowych stosowanych przez banki komercyjne oraz przedstawieniem projektu utworzenia URK<sup>52</sup>. Pomimo zobowiązania banków do obsługi większej liczby MŚP, rosnące pozaodsetkowe koszty związane z finansowaniem i wymaganiami dotyczącymi zabezpieczeń nadal zniechęcają jednostki gospodarcze, przede wszystkim mniejsze i innowacyjne, do korzystania z oferty banków. Dlatego też mimo poprawy sytuacji na rynku kredytowym w UE możliwość alternatywnego finansowania pozabankowe-

<sup>51</sup> Komisja Europejska, *European Financial Stability and Integration Review (EFSIR): a Focus on Capital Market Union*, SWD(2016) 146 final.

<sup>52</sup> [Http://www.ebc.europa.eu/stats/pdf/blssurvey](http://www.ebc.europa.eu/stats/pdf/blssurvey).



go, szczególnie społecznościowego<sup>53</sup>, może odegrać w przyszłości ważną rolę w dostarczaniu kapitału do sektora MŚP. Zgodnie z projektem URK zniesienie barier rozwoju finansowania alternatywnego ułatwi przedsiębiorstwom niwelowanie luki kapitałowej hamującej potencjał ich wzrostu i rozwoju.

## Bibliografia

- Adam K. i in., *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Center for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno, 2002.
- Bank Światowy, *Baza statystyki międzynarodowej*, aktualizacja na 18 września 2017 r.
- Black T., Levine R., *Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank-Based System Matter?*, „Journal of Financial Economics” 2002, t. 64, nr 2.
- Bukowski S.I., *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, Instytut Naukowo-Wydawniczy Spatium, Radom 2013.
- Central and Eastern Europe Statistics 2014. An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force*, August, 2015, <http://www.investeurope.eu/media/403969/EVCA-CEE-Statistics-2014.pdf>.
- Cichy J., Gradoń W., *Crowdfunding as a Mechanism for Financing Small and Medium-Sized Enterprises*, „e-Finanse” 2016, t. 12, nr 3.
- Cole R.A., *Bank Credit, Trade Credit or No Credit: Evidence from Surveys of Small-Business Finances*, Working Paper 60602, University of Illinois, Chicago 2010.
- Departament Stabilności Finansowej NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.*, Warszawa 2016.
- Dziuba D.T., *Rozwój systemów crowdfundingu – modele, oczekiwania i uwarunkowania*, „Problemy Zarządzania” 2012, t. 10, nr 3(38).
- ECB Monthly Bulletin*, Europejski Bank Centralny, 2003.
- EVCA, *2015 European Private Equity Activity*, Bruksela 2016.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Integracja rynków finansowych – jej rodzaje i znaczenie* [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Jackowicz K., *Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych Unii Europejskiej* [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Jackowicz K., Kozłowski Ł., Kowalewski O., Hasan I., *Do Local Banking Market Structures Matter for SME Financing and Performance? New Evidence from an Emerging Economy*, „Journal of Banking and Finance” 2017, t. 79.

---

<sup>53</sup> Komisja Europejska, *Uwolnienie potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej*, COM(2014) 172 final.



- Jackowicz K., Kozłowski Ł., Kowalewski O., Hasan I., *The Economic Impact of Changes in the Local Bank Presence*, IESEG School of Management Working Paper Series, 2017-ACF-01.
- Janc A., Mikołajczak P., Waliszewski K., *Europejska unia rynków kapitałowych. Perspektywa finansowania przedsiębiorstw w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2015.
- Komisja Europejska, *Uwolnienie potencjału finansowania społecznościowego w Unii Europejskiej*, COM(2014) 172 final.
- Komisja Europejska, *Commission Staff Working Document: Action Plan on Building a Capital Market Union*, SWD(2015) 183 final.
- Komisja Europejska, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 468 final.
- Komisja Europejska, *Green Paper: Building a Capital Markets Union*, COM(2015) 63 final.
- Komisja Europejska, *European Financial Stability and Integration Review (EFSIR): a Focus on Capital Market Union*, SWD(2016) 146 final.
- Komisja Europejska, *European Semester Thematic Fiche Small and Medium-Sized Enterprises' Access to Finance*, <http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/themes/2016>.
- Komisja Europejska, *Banking Union: Restoring Financial Stability in the Eurozone*, 2015, <http://europa.eu>.
- Komisja Europejska, *Pytania i odpowiedzi dotyczące śródkresowego przeglądu planu działania na rzecz unii rynków kapitałowych*, MEMO/17/1528, Bruksela, 8 czerwca 2017 r.
- Kowalak T., *Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej [w:] Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Kozioł-Nadolna K., *Crowdfunding jako źródło finansowania innowacyjnych projektów*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2015, nr 854.
- Król K., *Finansowanie społecznościowe jako źródło finansowania przedsięwzięć w Polsce*, nieopublikowana praca magisterska, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, 2011.
- Langfield S., Pagano M., *Bank Bias in Europe: Effects on Systemic Risk and Growth*, „Economic Policy” 2016, nr 31(85).
- Malinowski B.F., Krok M., *Źródła finansowania startupów. Fundusze venture capital*, [www.wethecrowd.pl](http://www.wethecrowd.pl).
- Mączyńska E., *Potencjał rozwojowy Polski w kontekście hipotezy o nowej sekularnej stagnacji*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2015, nr 854.
- Piech K., *Integracja rynków finansowych a gospodarka i jej wzrost [w:] Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Piech K., *Integracja rynków finansowych a gospodarka i jej wzrost*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 4(43).

- Pisany P., Dejneka W., *Europejska unia rynków kapitałowych a zróżnicowanie systemów finansowych państw członkowskich*, „Catallaxy” 2017, t. 2, nr 1.
- Raport o stanie sektora MŚP w Polsce, PARP, Warszawa 2016.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012, Dz.Urz. UE L 347 z 28 grudnia 2017 r., s. 35.
- SIFMA/AFME, *European Structured Finance Data*, www.afme.eu.
- Sroka I., *Unia rynków kapitałowych – wpływ na rynek kapitałowy w Polsce* [w:] *Rynek kapitałowy – efektywność i ryzyko*, red. T. Czerwińska, A.Z. Nowak, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2016.
- Stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego opracowane we współpracy z Komitetem Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk dotyczące koncepcji unii rynków kapitałowych przedstawionej przez Komisję Europejską w materiale konsultacyjnym „Green Paper – Building a Capital Markets Union”*, Gdańsk 2015.
- Sustaining Momentum. The 2<sup>nd</sup> European Alternative Finance Industry Report*, University of Cambridge, September, 2016.
- Szymański W., *Zagrożenia płynące ze strony finansów dla polskiej gospodarki*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2016, t. 40, nr 3.
- Toporowski P., *Unia rynków kapitałowych – duże szanse, wiele niewiadomych*, „Biuletyn Polskiego Instytutu Spraw Międzynarodowych” 2015, nr 32(1269).
- Valderrama D., *Financial Development, Productivity, and Economic Growth*, Economic Letter No. 18, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2003.
- Waga M., *Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, „INFOS. Zagadnienia Społeczno-gospodarcze” 2014, nr 7(167).
- Wardrop R., Zhang B., Rau R., Gray M., *Moving Mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report*, University of Cambridge, February, 2015.