



EUROPEJSKI BANK CENTRALNY

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

ARTYKUŁY

Z BIULETYNU MIESIĘCZNEGO

MAJ

BCE ECB EZB EKT EKP

**ROLA EBC I EUROSISTEMU
W EUROPEJSKIEJ INTEGRACJI
FINANSOWEJ**

**WSPÓLNA LISTA ZABEZPIECZEŃ
W OPERACJACH EUROSISTEMU**

EMISJE AKCJI W STREFIE EURO

ARTYKUŁY

ROLA EBC I EUROSISTEMU W EUROPEJSKIEJ INTEGRACJI FINANSOWEJ

Niniejszy artykuł przedstawia aktualne informacje o prowadzonych przez EBC pracach związanych z monitorowaniem i oceną stanu integracji finansowej w Europie oraz przykłady działań stanowiących wkład EBC i Eurosystemu w proces integracji. Nawiązuje do poprzedniego artykułu na ten temat opublikowanego w Biuletynie Miesięcznym z października 2003 r. Europejski Bank Centralny jest żywo zainteresowany postępem integracji finansowej, która ma ogromne znaczenie dla zadań Eurosystemu określonych w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską: utrzymywania stabilności cen poprzez realizację wspólnej polityki pieniężnej w strefie euro, przyczyniania się do zapewnienia stabilności finansowej oraz działania na rzecz sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych. Na poziomie bardziej ogólnym o znaczeniu integracji finansowej w szerszym kontekście gospodarczym świadczy znowelizowana ostatnio strategia lizbońska, której celem jest umocnienie wzrostu gospodarczego i zwiększenie zatrudnienia w Europie. Cele te cieszą się pełnym poparciem Eurosystemu.

I WPROWADZENIE

Istnieje szereg powodów, tak ogólnogospodarczych, jak i dotyczących konkretnie Eurosystemu, dla których EBC i Eurosystem są żywo zainteresowane postępiami integracji finansowej w Europie. W związku z tym EBC uważnie obserwuje przebieg tego procesu. We wrześniu 2005 r. EBC opublikował pierwszy zestaw wskaźników i raport na temat stanu integracji finansowej w strefie euro. Prezentowany artykuł opisuje – częściowo na podstawie tego raportu, ale także z uwzględnieniem dalszych informacji – wybrane aspekty aktualnej sytuacji.

Ważne jest, by na bieżąco analizować stan europejskiej integracji finansowej i jej zmiany w czasie, tak by określić, w jakich dziedzinach proces ten postępuje, a w jakich się opóźnia i jakie działania należy w związku z tym podejmować. Niniejszy artykuł przedstawia zatem przegląd działań podejmowanych przez EBC i Eurosystem w celu przyspieszenia integracji. Należy w tym miejscu zauważyć, że na osiągnięciu integracji finansowej zależy dwóm grupom podmiotów: uczestnikom rynków oraz administracji publicznej. Eurosystem jest zdania, że na proces ten wpływają przede wszystkim siły rynkowe. Pogląd ten wynika m.in. z ogólnego zapisu art. 105 ust. 1 Traktatu, zgodnie z którym Eurosystem powinien działać „w poszanowaniu

zasady otwartej gospodarki rynkowej z wolną konkurencją, sprzyjając efektywnej alokacji zasobów”. Zgodnie z tym zapisem Eurosystem uważa, że podstawowym obowiązkiem administracji publicznej jest stworzenie warunków sprzyjających integracji. Jeżeli siły rynkowe wykorzystają te warunki, można będzie osiągnąć prawdziwą integrację finansową. Analiza stanu integracji i monitorowanie jej postępów są zatem niezbędne, by organy administracji publicznej – w tym Eurosystem – mogły ją wspierać w obszarach, w których stwierdzono braki i niedociągnięcia.

Plan artykułu jest następujący: część 2 przedstawia powody, dla których EBC i Eurosystem są żywo zainteresowane postępiami integracji finansowej w Europie. Część 3 prezentuje ramową koncepcję EBC (wychodząc od roboczej definicji integracji finansowej) oraz podsumowuje aktualny stan integracji. Część 4 omawia na wybranych przykładach różne rodzaje działań podejmowanych przez EBC i Eurosystem w celu zaawansowania europejskiej integracji finansowej. W części 5 przedstawiono wnioski.

2 ZNACZENIE INTEGRACJI FINANSOWEJ EUROPY DLA EUROSISTEMU

Istnieje wiele powodów, dla których EBC i Eurosystem są żywotnie zainteresowane postępiami europejskiej integracji finansowej.

Po pierwsze, ma ona kluczowe znaczenie dla prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej, gdyż ułatwia niezakłócony i skuteczny przekaz impulsów tej polityki w strefie euro. Po drugie, jest istotna z punktu widzenia jednego ze statutowych zadań Eurosystemu, czyli utrzymania stabilności finansowej. Po trzecie, jest kwestią podstawowej wagi dla kolejnego zadania Eurosystemu, jakim jest wspieranie sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych, a także dla bezpiecznego i sprawnego działania systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, co leży w interesie Eurosystemu. Po czwarte wreszcie, w powszechnej opinii integracja finansowa przyczynia się do zwiększania możliwości wysokiego bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego. Dlatego właśnie Eurosystem przywiązuje wielką wagę do przebiegu integracji finansowej w Europie¹.

KORZYŚCI OGÓLNOGOSPODARCZE

Integracja finansowa jest kluczowym elementem unijnej polityki gospodarczej. W 1999 r. Komisja Europejska – w ramach realizacji strategii lizbońskiej w dziedzinie integracji finansowej – zainicjowała program *Financial Services Action Plan (FSAP)*, który zakończył się w 2005 r. W tym samym roku – po śródkresowym przeglądzie – Rada Europejska wznowiła strategię lizbońską, której dwa podstawowe cele to umocnienie wzrostu i zwiększenie zatrudnienia w Europie. Eurosystem w pełni popiera ten program. Europa pilnie potrzebuje reform strukturalnych, w tym zwiększenia elastyczności rynku pracy, podniesienia konkurencyjności rynków usług i produktów oraz wspierania wiedzy i innowacji. Potrzeba reform strukturalnych nie ogranicza się do sfery realnej gospodarki, ale dotyczy także jej strony finansowej, a tym samym

integracji finansowej. W grudniu 2005 r. Komisja Europejska ogłosiła Białą Księgę dotyczącą strategii wobec usług finansowych na lata 2005-2010.

Korzyści ogólnogospodarcze wynikające z integracji finansowej można podsumować następująco. Zadaniem systemów finansowych jest umożliwienie przepływu środków od podmiotów gospodarczych, które mają nadmiar wolnych środków do tych, u których występuje ich niedobór, a także obrót, zabezpieczenie i różnicowanie ryzyka oraz tworzenie puli środków na wypadek jego urzeczywistnienia. Integracja finansowa ułatwia realizację tych zadań, gdyż pozwala na wspólne ponoszenie i dywersyfikację ryzyka oraz zwiększa możliwości bezinflacyjnego wzrostu. Ułatwia też podmiotom gospodarczym inwestowanie w innych regionach strefy euro, a tym samym zmniejsza zagrożenie, że lokalne wstrząsy odbijają się na dochodach i konsumpcji. Dzięki integracji rynki stają się głębsze i bardziej płynne, co pozwala na osiągnięcie korzyści skali i zwiększenie puli środków na inwestycje. Proces integracji sprzyja konkurencji, ekspansji rynków i rozwojowi pośrednictwa finansowego, a zatem postępowi w dziedzinie usług finansowych. To z kolei przyczynia się do obniżenia kosztów pośrednictwa i efektywniejszej alokacji kapitału. Wykorzystanie zasobów do sfinansowania najbardziej rentownych możliwości inwestycyjnych pozwala potencjalnie osiągnąć wyższy i bardziej trwały wzrost gospodarczy nie powodujący inflacji. Brak pełnej integracji systemu finansowego – jak to ma miejsce w strefie euro – niesie ze sobą koszty w postaci niewykorzystanych możliwości wzrostu gospodarczego.

EBC i Eurosystem są zainteresowane europejską integracją finansową i płynącymi z niej korzyściami ogólnogospodarczymi z uwagi na postanowienie art. 105 ust. 1 Traktatu, zgodnie z którym „bez uszczerbku dla celu stabilności cen, ESBC wspiera ogólne polityki gospodarcze we Wspólnocie [ustanowione] [...] w artykule 2”, czyli dążenie do trwałego i bezinflacyjnego wzrostu.

¹ Stanowisko Eurosystemu w tym zakresie odzwierciedla także definicja jego misji: „[...] Naszym podstawowym celem w ramach Eurosystemu jest utrzymanie stabilności cen służącej wspólnemu dobru. Pełniąc również rolę wiodącego autorytetu w dziedzinie finansów, dążymy do ochrony stabilności finansowej oraz wspierania europejskiej integracji finansowej”. Zob. strona internetowa EBC pod adresem http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/mission_eurosys.pl.html.

INTEGRACJA FINANSOWA A POLITYKA PIENIĘŻNA

Pełna integracja systemu finansowego jest niezbędna dla realizacji polityki pieniężnej, gdyż ułatwia niezakłócony i skuteczny przekaz jej impulsów w strefie euro. Za pośrednictwem procesu transmisji polityki pieniężnej decyzje jej dotyczące oddziałują na poziom cen i produkcji w gospodarce. Ponieważ decyzje te są realizowane i przekazywane przez system finansowy, stopień integracji finansowej wpływa na efektywność przekazu. Wspólna polityka pieniężna może wprawdzie zapewnić utrzymanie stabilności cen nawet wtedy, gdy integracja finansowa w pewnych obszarach nie jest pełna (dzieje się tak *de facto* od siedmiu lat), jednak w takiej sytuacji możliwe jest, że transmisja polityki pieniężnej będzie różnie oddziaływać na poszczególne kraje strefy euro.

Można to udowodnić na przykładzie dwóch głównych kanałów transmisji polityki pieniężnej: stopy procentowej i ryzyka kredytowego. Jeżeli chodzi o kanał stopy procentowej, bank centralny wpływa na międzyokresową alokację zasobów za pośrednictwem wrażliwości zregulowanego popytu na zmiany stóp procentowych. Wprawdzie niektóre czynniki wpływające na wrażliwość popytu (np. międzyokresowa elastyczność substytucji w sektorze gospodarstw domowych) nie poddają się obserwacji, można jednak przyjąć z dużym prawdopodobieństwem, że zależy ona od efektywności, z jaką sektor finansowy przekłada zmiany w nastawieniu polityki pieniężnej na szeroki zestaw stóp procentowych i rentowności. Zmiany oprocentowania kredytów i depozytów bankowych są bardzo ważne dla decyzji o oszczędzaniu i finansowaniu podejmowanych przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. Różnice w stopach procentowych stosowanych przez banki wynikają nie tylko z asymetryczności warunków w gospodarkach narodowych – np. ryzyka kredytowego i stóp procentowych, wielkości podmiotów, struktury gospodarki czy sytuacji na rynkach kapitałowych – ale także z czynników instytucjonalnych – w tym różnic w opodatkowaniu, regula-

cyjach i skuteczności nadzoru – oraz struktur finansowych takich jak relacja finansowania w bankach do finansowania na rynku kapitałowym lub stopień otwarcia i konkurencyjności rynku w poszczególnych krajach strefy euro. Różnice w reakcji bankowych stóp procentowych mogą prowadzić do nieefektywności transmisji wspólnej polityki pieniężnej. W tym względzie większa integracja sektora bankowego może ograniczyć zróżnicowanie reakcji bankowych stóp procentowych na zmiany stóp rynku pieniężnego we wszystkich krajach strefy euro (zob. także część 3).

Mówiąc o kanale kredytowym należy podkreślić rolę, jaką odgrywa podaż kredytów bankowych. Chodzi o to, w jakim zakresie działania banku centralnego wpływają na podaż kredytów bankowych oraz o to, w jakim zakresie banki są źródłem finansowania gospodarki. Ten kanał transmisji polityki pieniężnej oddziałuje zwłaszcza na firmy, które są bardzo uzależnione od finansowania z banków, warunkującego realizację planów inwestycyjnych. Większa transgraniczna integracja finansowa wynikająca ze zwiększenia puli dostępnych aktywów inwestycyjnych mogłaby zwiększyć zróżnicowanie portfeli banków, tym samym pozwalając im łatwiej kompensować zacieśnianie polityki pieniężnej. Istotny jest też rozwój zintegrowanego rynku obligacji korporacyjnych, gdyż przesunięcie źródeł finansowania z banków na rynek kapitałowy może spowodować zmniejszenie roli kredytowego kanału transmisji polityki pieniężnej.

Od chwili powstania unii walutowej obserwatorzy co jakiś czas zgłaszają obawy dotyczące możliwej asymetrii i nieefektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej oraz potencjalnie asymetrycznego wpływu jej impulsów na kraje strefy euro². Ogólnie rzecz biorąc istnieją wprawdzie pewne dowody, że poszczególne kanały transmisji monetarnej nie działają

2 Zob. Angeloni, I., Kashyap A.K., Mojon B. (red. 2003): *Monetary Policy Transmission in the Euro Area. A Study by the Eurosystem Monetary Transmission Network*. Cambridge University Press, oraz raport Inflation Persistence Network, czerwiec 2005, adres internetowy <http://www.ecb.int/home/pdf/research/inflationpersistencepricesettingreport.pdf>

w sposób całkowicie symetryczny we wszystkich gospodarkach strefy, jednak asymetrie te zasadniczo nawzajem się znoszą, jeśli chodzi o ogólną reakcję poziomu produkcji i inflacji na impulsy polityki pieniężnej. Tym niemniej pewne różnice istnieją, co może wskazywać – obok odmienności struktur instytucji i rynków finansowych – na brak integracji finansowej³. Dlatego też (jako że celem polityki pieniężnej EBC jest utrzymanie stabilności cen w całej strefie euro, który to cel może realizować przy pomocy jednego tylko instrumentu, jakim są krótkoterminowe stopy procentowe) zniesienie różnic i nieefektywności w systemie finansowym strefy euro zależy od prowadzenia polityki strukturalnej sprzyjającej integracji tego systemu. Środki takie nie zawsze pozwalają na zniesienie różnic gospodarczych w krótkim okresie, ale zmniejszają koszty ekonomiczne związane z tymi różnicami i podnoszą odporność gospodarki na wstrząsy, a tym samym ułatwiają transmisję polityki pieniężnej na całym obszarze wspólnej waluty.

INTEGRACJA A STABILNOŚĆ FINANSOWA

Integracja finansowa ma także znaczenie dla (będącej zadaniem Eurosystemu) ochrony stabilności finansowej⁴. EBC monitoruje stabilność finansową w całej strefie euro, a swoje spostrzeżenia przedstawia regularnie w biuletynie *Financial Stability Review*.

Stabilność systemu finansowego wymaga, by jego podstawowe elementy – czyli rynki finansowe, związana z nimi infrastruktura oraz instytucje finansowe – były zdolne razem amortyzować niekorzystne zdarzenia gospodarcze. Wymaga także, by system ten umożliwiał sprawną i efektywną realokację zasobów finansowych od posiadaczy oszczędności do inwestorów, a także ocenę, właściwą wycenę i skuteczne zarządzanie ryzykiem finansowym.

³ Zob. artykuły pt. *Recent developments in financial structures of the euro area* oraz *Assessing the performance of financial systems* w wydaniach Biuletynu Miesięcznego odpowiednio z października 2003 i października 2005 r.

⁴ Art. 105 ust. 5 Traktatu nakłada na ESBC obowiązek przyczyniania się do należytego wykonywania polityk prowadzonych przez właściwe władze w odniesieniu do nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i do stabilności systemu finansowego.

Nieefektywność alokacji kapitału lub niewłaściwa wycena ryzyka może zagrozić stabilności systemu finansowego, a zatem także całej gospodarki. Stabilności może także zaszkodzić nieefektywność wynikająca z niewystarczającego zintegrowania systemu finansowego.

Konieczne jest zatem zrozumienie powiązań między integracją a stabilnością finansową. Powiązania te są dwojakie. Z jednej strony lepiej zintegrowane rynki finansowe stwarzają większe możliwości różnicowania ryzyka i finansowania, a tym samym podnoszą zdolność gospodarki do amortyzacji wstrząsów. Na przykład bankowość transgraniczna poszerza i pogłębia rynki finansowe, zwiększając płynność i rozpraszając ryzyko. W miarę poszerzania puli aktywów dostępnych do inwestycji, prowadzącego do zwiększenia różnorodności portfeli instytucji finansowych, wynikająca stąd większa rozpiętość ryzyka związanego z portfelem powinna zwiększyć odporność na wstrząsy i zdolność do ich amortyzacji przez pośredników finansowych, tym samym zwiększając solidność i trwałość zintegrowanego systemu finansowego. Z drugiej strony integracja finansowa niesie ze sobą przekształcenie struktury systemu finansowego, w tym utworzenie większej ilości transgranicznych powiązań finansowych. Skutki tego procesu należy oceniać także z punktu widzenia możliwości rozprzestrzeniania się ryzyka. Kwestią kluczową jest zatem dobre zrozumienie transgranicznych powiązań w coraz bardziej zintegrowanym systemie finansowym.

Ogólnie rzecz biorąc należy oczekiwać, że w długim okresie wpływ integracji na stabilność systemu finansowego będzie pozytywny. Tym niemniej strukturalne przekształcenia tego systemu w wyniku procesu integracji są kolejnym powodem, dla którego EBC uważnie monitoruje jego przebieg.

INTEGRACJA FINANSOWA A INFRASTRUKTURA RYNKU

Poziom integracji infrastruktury finansowej, w szczególności systemów płatności oraz rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, także wpływa na prowadzenie wspólnej

polityki pieniężnej w strefie euro. Systemy rozrachunku stanowią podstawowy kanał przenoszenia płynności oraz przekazywania papierów wartościowych na zabezpieczenie operacji polityki pieniężnej Eurosystemu. Infrastruktura finansowa ma też podstawowe znaczenie dla stabilności systemu finansowego i może odgrywać kluczową rolę w razie kryzysu finansowego. Odpowiedni poziom jej zintegrowania jest warunkiem niezakłóconego funkcjonowania systemu finansowego.

Zgodnie z Traktatem przyczynianie się do sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych należy do podstawowych zadań Eurosystemu, który jest w związku z tym zainteresowany wszystkimi aspektami infrastruktury finansowej. Dotyczy to systemów płatności wysokokwotowych oraz systemów rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych, z uwagi na rosnącą współzależność między systemami płatności i rozrachunku, wynikającą np. z bliskich relacji między rynkiem pieniężnym instrumentów zabezpieczonych i niezabezpieczonych. Wiąże się także z utworzeniem zintegrowanych systemów płatności detalicznych, dzięki czemu euro ma stać się prawdziwą walutą wewnętrzną; pozwoli to również wykorzystać nowe możliwości wynikające z postępu technicznego w dziedzinie informatyki. Modernizacja europejskiej branży płatniczej przyczyni się wreszcie do dalszej integracji europejskiego sektora finansowego (zob. także część 4).

3 MONITOROWANIE POZIOMU INTEGRACJI FINANSOWEJ W STREFIE EURO

Jak wyjaśniono w poprzedniej części, EBC jako instytucja żywo interesowana integracją finansową w Europie uważnie monitoruje przebieg tego procesu. W tym celu EBC opracował następującą ramową koncepcję systemu monitorowania.

RAMOWA KONCEPCJA SYSTEMU MONITOROWANIA W EUROSYSTEMIE

Zaczęto od zdefiniowania integracji finansowej: EBC uznaje rynek dla danego zestawu in-

strumentów lub usług finansowych za w pełni zintegrowany, gdy wszyscy jego potencjalni użytkownicy (i) podejmują decyzje o zawieraniu transakcji dotyczących tych instrumentów i usług finansowych na podstawie jednakowych reguł, (ii) mają do nich równy dostęp, (iii) są na danym rynku jednakowo traktowani.

Jak powiedziano wcześniej, głównymi elementami składowymi systemu finansowego są rynki finansowe, związana z nim infrastruktura oraz instytucje finansowe. Termin „rynek” zastosowano w definicji EBC w znaczeniu ogólnym, obejmującym wszystkie możliwe formy wymiany instrumentów i usług finansowych, czy to na giełdzie papierów wartościowych, czy na pozagiełdowym rynku instrumentów i usług finansowych oferowanych przez instytucje finansowe. Nie ma mowy o rynku w pełni zintegrowanym bez integracji jego infrastruktury, w szczególności systemów płatności oraz rozliczeń i rozrachunku papierów wartościowych. Zatem całościowa ocena poziomu integracji finansowej powinna uwzględniać wszystkie elementy składowe systemu finansowego. Należy w tym kontekście wspomnieć, że także pojęcie „reguł” użyte jest w znaczeniu ogólnym i obejmuje przepisy prawa i regulacje, rozwiązania w zakresie nadzoru, konwencje rynkowe, samoregulację oraz standardy i praktyki związane z infrastrukturą finansową. Szeroki zakres przyjętej przez EBC definicji integracji finansowej wynika z tego, że spełnienie jedynie pierwszego warunku (istnienia jednego zestawu reguł dla danego rynku) nie gwarantowałoby potencjalnym uczestnikom rynku równego do niego dostępu, dlatego zawarto go w definicji jako drugi warunek. Trzecim warunkiem jest równie traktowanie wszystkich uczestników, którzy uzyskali dostęp i działają na danym rynku.

Należy przy tym zaznaczyć, że wprawdzie integracja finansowa jest procesem, ale definicja przyjęta przez EBC odnosi się do stanu pełnej i doskonałej integracji. Wyznacza ona zatem poziom referencyjny dla dalszych badań analitycznych i empirycznych prowadzonych przez EBC.

Kolejnym krokiem po przyjęciu definicji było ustalenie, w jaki sposób uchwycić stan integracji finansowej strefy euro. Postulaty w tej dziedzinie są często natury jakościowej i odnoszą się do ogólnej potrzeby zwiększenia integracji dla uzyskania płynących z niej korzyści. Jednak obiektywna ocena bieżącego poziomu integracji i jej zmian w czasie (postępu, stagnacji czy nawet regresu) powinna opierać się na miarach ilościowych. Dlatego EBC ogłosił (we wrześniu 2005 r.) wstępny zestaw 20 wskaźników opisujących stan integracji rynków bankowego i finansowego strefy euro. Wskaźniki te opracowano na podstawie statystyk już zebranych i opublikowanych przez EBC oraz danych uzyskanych ze źródeł rynkowych⁵. Pierwsza publikacja objęła rynek pieniężny, rynek obligacji rządowych i korporacyjnych, rynek akcji oraz rynki bankowe (hurtowy i detaliczny). Początkowy zestaw wskaźników zostanie poszerzony, przede wszystkim o miary dotyczące instytucji finansowych i infrastruktury.

Poniżej przedstawiono – na podstawie opublikowanych i przygotowywanych wskaźników – aktualny stan integracji finansowej strefy euro.

STAN INTEGRACJI FINANSOWEJ STREFY EURO

Wspólna waluta odgrywa z założenia rolę katalizatora procesu integracji rynków finansowych strefy euro, ale poziom integracji poszczególnych segmentów rynku jest różny, przy czym najwyższy jest w segmentach bliższych wspólnej polityki pieniężnej, zwłaszcza na rynku pieniężnym. Szybszej integracji rynku pieniężnego pomogło też utworzenie odpowiedniej infrastruktury systemu płatniczego – TARGET (zob. część 4).

Międzybankowy rynek niezabezpieczonych depozytów był prawie całkowicie zintegrowa-

ny już u zarania unii walutowej – standardowe odchylenie średnich stóp kredytu *overnight* w poszczególnych krajach wynosiło wówczas zaledwie 3 punkty bazowe. W chwili obecnej wynosi tylko 1 punkt bazowy. Wskaźniki instrumentów o dłuższej zapadalności na niezabezpieczonym rynku pieniężnym i rynku repo także świadczą o wysokim stopniu zintegrowania.

Na decydującą rolę euro dla integracji rynku finansowego wskazuje także oprocentowanie instrumentów pochodnych na stopy procentowe. Szczególnie ważnym segmentem jest tu rynek swapów na stopy procentowe w euro (w tym swapów na indeksy *overnight*), obecnie największy rynek na te instrumenty na świecie. Uruchomienie indeksu swapowego EONIA w czerwcu 2005 r. przez Euribor FBE i Euribor ACI jest świadectwem znaczenia tego segmentu rynku i jego potencjału na przyszłość. Wykres 1 pokazuje, że od początku standardowe odchylenie kwotowań w poszczególnych krajach dla różnych okresów zapadalności wynosiło jedynie 0,1-0,2 punktów bazowych, co świadczy o prawie doskonałej integracji tego segmentu rynku.

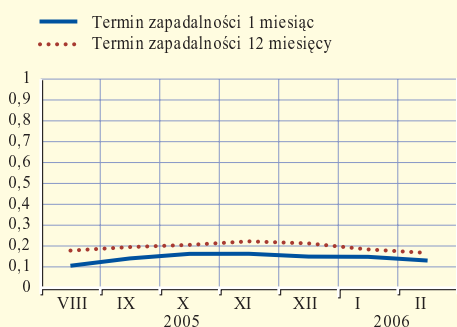
Najslabiej zintegrowany jest rynek krótkoterminowych papierów wartościowych. Rynki papierów komercyjnych i świadectw depozytowych w Europie są rozdrobnione. Można jednak oczekiwać postępów w wyniku inicjatywy STEP (zob. część 4).

Rynek obligacji w strefie euro jest dobrze zintegrowany, głównie dzięki wyeliminowaniu ryzyka kursowego i wyrównaniu oczekiwań inflacyjnych w okresie poprzedzającym wprowadzenie wspólnej waluty. W późniejszym okresie na rentowności obligacji skarbowych w poszczególnych krajach strefy euro wpływały głównie czynniki i procesy obejmujące całość tej strefy. Stopień integracji można wyrazić liczbowo przy pomocy standardowego odchylenia spreadów rentowności w czasie. Wskaźnik ten znacznie obniżył się w czasie przygotowań do utworzenia unii walutowej, by później pozostać na poziomie bliskim zera.

⁵ Wskaźniki opublikowano łącznie z raportem, który będzie co roku aktualizowany. Szczegółowe informacje o wskaźnikach można znaleźć w uwagach metodycznych w załączniku 2 do raportu. Same wskaźniki będą aktualizowane co sześć miesięcy. Wcześniejsze prace dotyczące wskaźników podaje Ba-ele, L., Ferrando, A., Hördahl, P., Krylova, E., Monnet, C. (2004): *Measuring financial integration in the euro area*. ECB Occasional Paper No. 14.

Wykres I Standardowe odchylenie średnich kwotowań swap na indeks EONIA w krajach strefy euro

(średnia ruchoma z 61 dni; punkty bazowe)



Źródła: European Banking Federation, obliczenia EBC.

Wyjaśnieniem pozostałych jeszcze różnic między rentownościami może być zróżnicowanie ryzyka kredytowego, płynności oraz dostępno-

ści rozwiniętych rynków instrumentów pochodnych powiązanych z rynkami obligacji. Poniższa ramka przedstawia relację między integracją finansową i różnicami w poziomie ryzyka kredytowego.

Do 1999 r. rynek obligacji przedsiębiorstw w strefie euro był otwarty przede wszystkim dla emitentów obligacji o najwyższym ratingu kredytowym. Od tej pory poszerzył się, by spełnić zapotrzebowanie na finansowanie ze strony emitentów o wyższym ryzyku. Stopień zintegrowania rynku obligacji przedsiębiorstw w strefie euro jest stosunkowo wysoki. Ze wskaźników wynika, że kraj siedziby emitenta ma jedynie marginalne znaczenie przy interpretacji różnic w rentownościach.

Inne segmenty rynku, takie jak ciągle dość rozdrobniony rynek akcji, nadal wymagają więk-

Ramka

INTEGRACJA FINANSOWA A DYSCYPLINA RYNKOWA: RYNEK OBLIGACJI SKARBOWYCH STREFY EURO

Dyscyplinę rynkową można ogólnie zdefiniować jako presję wywieraną przez uczestników rynku na różne instytucje – firmy, banki i rządy – w celu promowania stabilnej polityki gospodarczej. W tej ramce omówiono dyscyplinę rynkową w aspekcie finansowania rządów. Obligacje emitowane przez rządy prowadzące niewłaściwą politykę gospodarczą charakteryzuje wysoki poziom ryzyka. Inwestorzy niechętni do podejmowania nadmiernego ryzyka żądają z tego tytułu wynagrodzenia w postaci wyższej rentowności. Rządy z kolei muszą uwzględnić wyższy koszt finansowania przy planowaniu polityki gospodarczej. *Ceteris paribus*, dyscyplina rynkowa ma zatem zniechęcać do prowadzenia niewłaściwej polityki fiskalnej.

Dyscyplina rynkowa jest najbardziej skuteczna na rynkach konkurencyjnych i sprawnie funkcjonujących. Warunkiem koniecznym właściwej wyceny obligacji skarbowych przez rynki finansowe jest dostęp rządów do rynków kapitałowych na takich samych warunkach jak innych pożyczkobiorców, a w szczególności pewność, że w ostatecznym rozrachunku każdy kraj pokryje pełny koszt ryzyka kredytowego związanego z zadłużeniem jego rządu. Jakkolwiek presja – pośrednia lub bezpośrednia – na preferencje dla rządowych papierów dłużnych, albo sugestie dla rynku, że rząd zaciągający dług przekraczający jego możliwości spłaty zostanie dofinansowany, doprowadziłyby nieuchronnie do nierówności w wycenie, ze szkodą dla roli rynków jako instrumentu dyscyplinującego. Znaczenie tych kwestii zostało dobitnie podkreślone w Traktacie z Maastricht (art. 101-103).

Jeżeli powyższe warunki zostaną spełnione (i nie mają miejsca inne zakłócenia), rynki doskonale konkurencyjne będą w stanie dokładnie ocenić profil ryzyka i rentowności wszystkich obligacji. W tych warunkach siły rynkowe zapewnią, że w ostatecznym rozrachunku zasoby zo-

ARTYKUŁY

Rola EBC i Eurosystemu w europejskiej integracji finansowej

staną wykorzystane efektywnie i w sposób zapewniający najwyższą zyskowość (z uwzględnieniem ryzyka). Można bez wątplenia stwierdzić, że postęp integracji finansowej na rynkach obligacji skarbowych strefy euro przyczynił się do podniesienia efektywności rynków finansowych w ogóle, a rynku obligacji w szczególności. Integracja finansowa znosi bariery handlowe i zapewnia równe warunki konkurencji, a przez to podnosi zdolność rynków finansowych do właściwej wyceny aktywów. Odnotowana integracja rynków obligacji skarbowych w strefie euro wzmocniła tym samym dyscyplinujące oddziaływanie sił rynkowych.

Niektórzy specjaliści twierdzą, że zbliżenie się poziomu rentowności obligacji rządowych strefy euro odnotowane w okresie poprzedzającym powstanie UGW świadczy o tym, iż proces integracji finansowej zakłóca egzekwowanie dyscypliny rynkowej. Rozumowanie to pomija fakt, że zbliżenie rentowności wynika głównie ze ściślejszej koordynacji polityki pieniężnej w krajach strefy euro, ogólnego obniżenia premii za ryzyko obserwowanego także na innych rynkach i poza strefą euro oraz ze stopniowej eliminacji niepewności związanej z wahaniami kursów walutowych. Od 1999 r. różnice w rentowności wynikają przede wszystkim z ryzyka płynności i ryzyka kredytowego, a te z kolei odzwierciedlają stan sytuacji budżetowej poszczególnych krajów. Dane nt. swapów kredytowych pokazują, że kraje znajdujące się w gorszej sytuacji budżetowej płacą wyższe premie za ryzyko odpowiadające występującemu w nich wyższemu ryzyku niewypłacalności – widać więc, że rynki nadal wywierają na rządy presję dyscyplinującą¹.

¹ Zob. artykuł pt. *Polityka fiskalna a rynki finansowe* w Biuletynie Miesięcznym z lutego 2006 r.

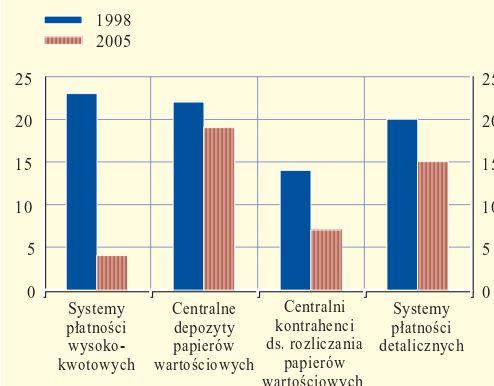
szego zintegrowania; proces ten zresztą stale postępuje. Wskaźniki EBC świadczą na przykład o tym, że ceny akcji w strefie euro w coraz większym stopniu reagują na czynniki i procesy dotyczące całej strefy. Ponadto wyeliminowanie ryzyka kursowego we wspólnym obszarze walutowym sprzyja integracji, gdyż znacznie ograniczyło preferencje inwestorów dla akcji emitowanych w niektórych krajach. Tym niemniej kraj emisji pozostaje nadal na tyle ważnym czynnikiem, że nie można uznać rynku akcji w strefie euro za wystarczająco zintegrowany.

Jeżeli chodzi o rynki papierów wartościowych (np. akcji i obligacji), ogromnie ważna jest dalsza integracja infrastruktury ich rozliczenia i rozrachunku. Wprawdzie liczba centralnych depozytów papierów wartościowych spadła z 22 w 1998 r. do 19 w 2005 r., a liczba izb rozliczeniowych pełniących funkcję centralnego kontrahenta obniżyła się z 14 do 7, nadal bardzo wiele systemów rozliczenia i rozrachunku nie jest ze sobą w wystarczającym stopniu połączonych. Zupełnie inna jest sytuacja systemów płatności wysokokwotowych,

gdzie nastąpił znaczny postęp: z 23 systemów istniejących przed wprowadzeniem euro i uruchomieniem systemu TARGET pozostały jedynie cztery. Wykres 2 przedstawia proces zmian systemów płatności oraz rozliczenia i rozrachunku w strefie euro.

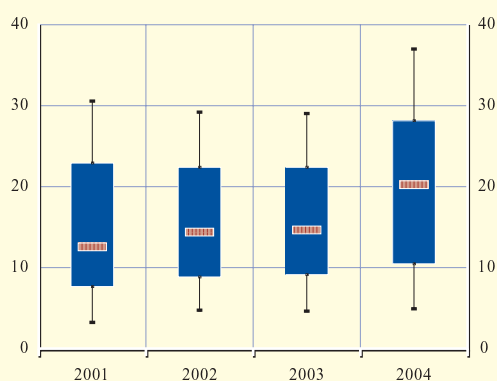
Jeżeli chodzi natomiast o rynki bankowe, jednym z czynników wskazujących na poziom integracji jest ewolucja bankowości transgranicznej w strefie euro. Miarą tego procesu mo-

Wykres 2 Liczba systemów płatności oraz systemów rozliczenia i rozrachunku papierów wartościowych w strefie euro



Wykres 3 Rozkład aktywów oddziałów i podmiotów zależnych w krajach strefy euro

(jako procent aktywów sektora bankowego ogółem)



Źródła: EBC, Komitet Nadzoru Bankowego.

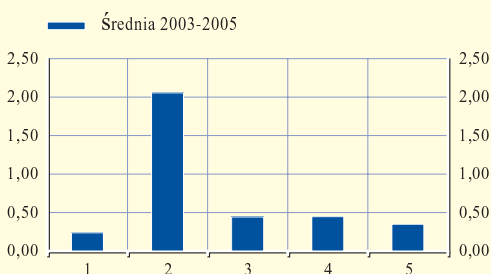
Uwaga: Wskaźnik górny odpowiada obserwacji maksymalnej, dolny – minimalnej. Oba wskaźniki skorygowano dla wyeliminowania wpływu wartości izolowanych. Dolna część słupka przedstawia pierwszy kwantyl, górna – trzeci. Brązowa linia oznacza medianę dla wszystkich krajów strefy euro.

że być przebieg w czasie rozwoju sieci oddziałów i podmiotów zależnych w krajach strefy euro. Wykres 3 przedstawia zmiany w rozmieszczeniu oddziałów i podmiotów zależnych banków w strefie euro w latach 2001-2004.

W wypadku branży bankowej strefy euro istnieją różnice w stopniu zintegrowania sektora związanego z rynkiem kapitałowym, międzybankowego (hurtowego) oraz detalicznego. Np. w obszarze transgranicznych pożyczek międzybankowych i zasobów papierów wartościowych w strefie euro nastąpił znaczny wzrost od końca lat 90., co wskazuje na stosunkowo wysokie zintegrowanie rynku hurtowego. Natomiast w integracji bankowości detalicznej nie odnotowano istotnego postępu, a wręcz istnieją dowody na istnienie różnic we wpływie stóp rynku pieniężnego na oprocentowanie instrumentów detalicznych w poszczególnych krajach, zarówno pod względem skali, jak i tempa zmian⁶. Na wykresie 4 przedsta-

⁶ Zob. artykuł pt. *The use of harmonised MFI interest rate statistics* w Biuletynie Miesięcznym z lipca 2005 r.

Wykres 4 Standardowe odchylenie wybranych stóp procentowych MIF w krajach strefy euro



- Średnia 2003-2005
- 1 Depozyty gospodarstw domowych z umownym terminem zapadalności do jednego roku
 - 2 Kredyty i pożyczki konsumpcyjne dla gospodarstw domowych o zmiennym oprocentowaniu i z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku
 - 3 Kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych o zmiennym oprocentowaniu i z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku
 - 4 Kredyty i pożyczki dla przedsiębiorstw powyżej 1 mln euro o zmiennym oprocentowaniu i z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania do jednego roku
 - 5 Kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych z okresem obowiązywania pierwotnej stawki oprocentowania od pięciu do dziesięciu lat

Źródła: EBC.

Uwaga: Nie uwzględniono krajów, gdzie wartość wymienionych produktów bankowych jest nieznaczną.

wiono standardowe odchylenie oprocentowania wybranych instrumentów finansowych w ujęciu krajowym. Szczególnie wyraźne są różnice między krajami w oprocentowaniu kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych. W innych kategoriach produktów finansowych odchylenie to jest mniejsze, ale nie można go zignorować.

4 DZIAŁANIA EUROSISTEMU NA RZECZ INTEGRACJI FINANSOWEJ

Obserwacja stanu i postępów integracji finansowej w Europie jest warunkiem koniecznym, by można podjąć działania mające na celu uzyskanie maksymalnych korzyści gospodarczych z tego tytułu. Eurosystem jako jedna z grup zainteresowanych integracją finansową ma w tym także swój udział. EBC wskazał cztery dziedziny, w których wraz z całym Eurosystemem może przyczynić się do integracji. Są one wymienione poniżej wraz z konkretnymi przykładami podejmowanych działań.

ARTYKUŁY

Rola EBC i Eurosystemu w europejskiej integracji finansowej

MONITOROWANIE POSTĘPÓW I INFORMOWANIE

Pierwszym krokiem jest podnoszenie poziomu wiedzy i zrozumienia, dlaczego integracja finansowa jest potrzebna oraz na jakim znajduje się etapie, a także mierzenie osiągniętych postępów. Pomiaru dokonuje się m.in. na podstawie wskaźników statystycznych, opisanych już w poprzedniej części. Przedstawiciele Eurosystemu w swoich wystąpieniach informują o jego stanowisku w tej sprawie i podejmowanych działaniach. Z kolei eksperci Eurosystemu we współpracy z naukowcami i przedstawicielami kół rynkowych prowadzą rozmaite prace badawcze, takie jak studium Capital Markets and Financial Integration in Europe realizowane w ramach wspólnej sieci EBC i ośrodka Centre for Financial Studies na uniwersytecie we Frankfurcie nad Menem.

UŁATWIANIE I PRZYSPIESZANIE

Kolejna grupa inicjatyw ma zadziałać jako katalizator dla działań sektora prywatnego, poprzez ułatwienie współdziałania i jego koordynację. Jak powiedziano wcześniej, proces integracji finansowej napędzany jest przede wszystkim przez siły rynkowe. Jednak w pewnych sytuacjach może zabraknąć koordynacji między działaniami uczestników rynku. Wtedy same siły rynkowe mogą nie wystarczyć, by posunąć naprzód proces integracji i konieczne stają się działania zbiorowe. Dzięki swojemu wyjątkowemu statusowi – organu publicznego o zasięgu ogólnoeuropejskim, a jednocześnie czynnego uczestnika rynku powiązanego z innymi graczami – EBC wraz całym Eurosystemem może odegrać w tym zakresie kluczową rolę.

Jak wyjaśniono w części 3, europejskie rynki krótkoterminowych papierów wartościowych są dość rozdrobnione. Należy jednak oczekiwać, że ich integracja będzie postępować w wyniku inicjatywy STEP (*Short-Term European Paper*) prowadzonej pod egidą Stowarzyszenia Rynków Finansowych (ACI) i Federacji Banków Unii Europejskiej (FBE). Celem tej inicjatywy jest propagowanie harmonizacji

standardów i praktyki działania skodyfikowanych w konwencji rynkowej STEP obejmującej zasady ujawniania, dokumentacji, rozrachunku i statystyki⁷. Opinie prawne związane z tą inicjatywą rynkową opracowuje European Financial Markets Lawyers Group⁸. Eurosystem od początku wspiera inicjatywę STEP – przez pierwsze dwa lata zapewniał pomoc techniczną przy nadawaniu emitentom statusu uczestnika systemu, a EBC opracowuje statystyki rentowności i wielkości obrotów na rynku STEP, które publikuje w swoim serwisie internetowym. Statystyki te zapewnią większą przejrzystość funkcjonowania europejskich rynków finansowych (w szczególności rynków krótkoterminowych papierów wartościowych), dzięki czemu powinny odegrać ważną rolę w ich integracji.

Kolejnym przykładem są systemy płatności detalicznych. Jak pokazuje wykres 2, sytuacja w tej dziedzinie – w przeciwieństwie do systemów płatności wysokokwotowych – prawie się nie zmieniła po ustanowieniu unii walutowej: w 2005 r. w strefie euro nadal funkcjonowało 15 różnych systemów płatności detalicznych, podczas gdy w 1998 r. było ich 20. Sektor bankowy wystąpił jednak z inicjatywą utworzenia Jednolitego Obszaru Płatności w Euro (SEPA), aby umożliwić obywatelom, przedsiębiorstwom i rządowi w Europie dokonywanie płatności w strefie euro z jednego rachunku i przy pomocy jednego zestawu instrumentów płatniczych równie łatwo i bezpiecznie, jak mogą to robić dziś na skalę krajową. Ponadto systemy krajowe przejdą na ogólnoeuropejską platformę płatniczą, zapewniającą pełne współdziałanie w ramach SEPA. Oczekuje się, że integracja systemów płatności detalicznych przyniesie

⁷ Serwis internetowy sekretariatu STEP (www.stepmarket.org) zawiera informacje o standardach STEP oraz memoranda informacyjne o wszystkich programach realizowanych pod znakiem STEP.

⁸ *European Financial Markets Lawyers Group* (EFMLG) powstała w 1999 r. w celu rozważenia możliwości wsparcia inicjatyw zmierzających do ujednoczenia działalności europejskich rynków finansowych. Członkowie Grupy powoływani są spośród unijnych instytucji kredytowych wykazujących największą aktywność na europejskich rynkach finansowych, czyli paneli wyznaczających stopy EURIBOR i EONIA. Grupie przewodniczy EBC.

ogromne korzyści dzięki wprowadzeniu jednolitych standardów oraz otwarciu rynku usług płatniczych na konkurencję. Eurosystem wspiera tę inicjatywę i pełni rolę katalizatora: działania Eurosystemu i sektora bankowego są skoordynowane, a EBC zorganizował szereg spotkań z udziałem docelowych użytkowników SEPA.

W dziedzinie standardów prawnych rolę katalizatora ma pełnić umowa ramowa w sprawie transakcji finansowych (Europejska Umowa Ramowa – EMA), ustanawiająca pierwszy ogólnoeuropejski standard rynkowy w dziedzinie obrotu instrumentami finansowymi. EMA przyczynia się do integracji finansowej, gdyż dopuszcza wymianę transgraniczną na podstawie umowy ramowej będącej standardem zarówno krajowym, jak i ogólnoeuropejskim. Umowa jest wielojęzyczna, ważna w różnych systemach prawnych i ma zastosowanie do różnych produktów. Może służyć do dokumentowania umów repo, transakcji walutowych, pożyczek instrumentów pochodnych i papierów wartościowych, czyli ogólnie daje większe możliwości kompensowania różnych instrumentów finansowych i maksymalizacji marż, a także służy ograniczeniu ryzyka związanego z dokumentowaniem transakcji. EBC uczestniczył w opracowaniu Umowy i wykorzystuje ją w swoich transakcjach.

EBC bierze także udział w pracach grupy EFMLG nad ujednoczeniem zasad kompensowania transakcji oraz przepisów o sekurytyzacji w UE, prawami poświadczonymi przez zapisy księgowe oraz wytycznymi dla uczestników rynków finansowych w sprawie umocowania do składania podpisów.

OPINIOWANIE RAMOWYCH ZASAD SYSTEMU FINANSOWEGO

Trzecia grupa działań obejmuje doradztwo i opiniowanie ram prawnych i regulacyjnych europejskiego systemu finansowego. Jak już wspomniano, wprawdzie motorem integracji finansowej są rynki, ale na organach władzy spoczywa istotne zadanie stworzenia efektywnych ram prawno-regulacyjnych torujących drogę

integracji poprzez ustalanie podstawowych wspólnych zasad oraz usuwanie przeszkód dla zawierania transakcji transgranicznych.

Eurosystem ma stały udział w pracach związanych z unijną polityką i regulacjami w dziedzinie finansów. W szczególności uczestniczył w prowadzonych przez Komisję Europejską publicznych konsultacjach w sprawie priorytetów polityki w dziedzinie usług finansowych na następne pięć lat. W tej kwestii Eurosystem wyraził poparcie dla ogólnego kierunku polityki Komisji, w tym potrzeby dalszej konwergencji systemów nadzoru oraz konsolidacji i konsekwentnej realizacji istniejących ram prawnych dla usług finansowych, z wykorzystaniem możliwości, jakie dają istniejące rozwiązania instytucjonalne takie jak system komitetów Lamfalussy'ego. W wyniku konsultacji w sprawie przedmiotowej Zielonej Księgi Komisja Europejska opublikowała w grudniu 2005 r. Białą Księgę dotyczącą strategii wobec usług finansowych na lata 2005-2010. Szczególną uwagę poświęcono w niej kwestii rozliczeń i rozrachunku, bankowości detalicznej (w tym kredytów hipotecznych) oraz funduszy inwestycyjnych. W dwóch ostatnich kwestiach Eurosystem także miał swój wkład w przygotowanie Zielonej Księgi.

Ponadto, zgodnie z art. 105 ust. 4 Traktatu, EBC powinien być konsultowany w sprawie każdego projektowanego aktu wspólnotowego i każdego projektu regulacji krajowych w dziedzinach podlegających jego kompetencji. Konkretnymi tego przykładami w dziedzinie integracji finansowej są opinie EBC w sprawie dyrektywy o zabezpieczeniach finansowych oraz propozycja decyzji Rady dotyczącej podpisania Konwencji Haskiej w sprawie papierów wartościowych zapisanych na rachunku w instytucji pośredniczącej⁹.

Eurosystem działa także na rzecz integracji, efektywności i bezpieczeństwa europejskiej infrastruktury systemów rozliczania i rozra-

⁹ Odpowiednio CON/2001/13 z dnia 13 czerwca 2001 r. oraz CON/2005/7 z dnia 17 marca 2005 r.

chunku papierów wartościowych. Efektem tych działań są np. standardy rozliczania i rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej, opracowane we współpracy z Komitetem Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators – CESR*)¹⁰. Standardy kładą nacisk na stosowanie jednolitych rozwiązań i zapewnienie zdolności systemów do współdziałania; w ten sposób przyczyniają się do integracji unijnych rynków kapitałowych.

EBC uczestniczy też w pracach różnych komitetów UE związanych z europejską integracją finansową, w tym Komitetu Ekonomiczno-Finansowego, Komitetu ds. Usług Finansowych oraz ustanowionych w ramach systemu Lamfalussy'ego komitetów zajmujących się regulacją i nadzorem.

DZIAŁANIA BANKU CENTRALNEGO

Czwarta grupa działań obejmuje usługi banku centralnego, które także przyczyniają się do integracji finansowej Europy.

Dobrym ich przykładem jest TARGET – system rozrachunku brutto transakcji w euro w czasie rzeczywistym. Utworzenie tego systemu – dostępnego od pierwszego dnia funkcjonowania unii walutowej – przyczyniło się do szybkiej integracji rynku pieniężnego, będącej nieodzownym warunkiem realizacji polityki pieniężnej, gdyż tylko zintegrowany rynek międzybankowy może zapewnić równy rozkład płynności zapewnianej przez bank centralny i jednolity poziom krótkoterminowych stóp procentowych w całej strefie euro. Na listopad 2007 r. przewidziano uruchomienie wspólnej jednolitej platformy TARGET2, która posunie naprzód proces integracji poprzez zapewnienie jednakowego poziomu usług i jednolitej struktury cen dla płatności krajowych i transgranicznych.

Kolejnym przykładem jest decyzja Eurosystemu o stopniowym wprowadzaniu od stycznia 2007 r. wspólnej listy zabezpieczeń na potrzeby operacji polityki pieniężnej w miejsce istniejących dwóch list zabezpieczeń kwalifikowanych¹¹. Wspólna lista powinna poprawić warunki konkurencji w strefie euro, zapewnić równe traktowanie kontrahentów i emitentów oraz zwiększyć ogólną przejrzystość systemu zabezpieczeń stosowanych w operacjach polityki pieniężnej. Decyzja o przyjęciu wspólnej listy jest zatem kolejnym dowodem na czynne zaangażowanie Eurosystemu w proces integracji finansowej.

Następnym przykładem działań w tej dziedzinie jest system banków centralnych korespondentów (*correspondent central banking model – CCBM*) stworzony jako uzupełnienie istniejących połączeń między systemami rozrachunku papierów wartościowych do obsługi transgranicznego przekazywania zabezpieczeń na rzecz Eurosystemu. CCBM powstał początkowo jako system przejściowy do czasu pojawienia się kompleksowych i wiarygodnych alternatywnych rozwiązań rynkowych, jednak nadal pozostaje główną drogą transgranicznego przekazywania zabezpieczeń dla potrzeb operacji polityki pieniężnej Eurosystemu.

5 PODSUMOWANIE

Prezentowany artykuł opisuje aktualny stan integracji finansowej Europy z punktu widzenia EBC oraz dziedziny, w których EBC i Eurosystem przyczyniają się do postępów tego procesu. Na poziomie bardziej ogólnym europejską integrację finansową należy rozpatrywać w świetle strategii lizbońskiej. Stworzenie zintegrowanych, konkurencyjnych i sprawnych rynków finansowych jest jednym z głównych celów strategii lizbońskiej dotyczących wzrostu i zatrudnienia. Z perspektywy EBC i Eurosystemu szczególnie ważny jest fakt, że integracja systemu finansowego będzie bardzo korzystna dla skuteczności wspólnej polityki pie-

¹⁰ Wersja angielska dostępna w serwisie internetowym EBC pod adresem <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb-cesr-standardssecurities2004en.pdf>. Aktualizacja przewidziana jest na koniec 2006 r.

¹¹ Zob. artykuł pt. *Wspólna lista zabezpieczeń w operacjach Eurosystemu* w tym wydaniu Biuletynu Miesięcznego.

nieżnej w strefie euro i przekazywania jej impulsów, dla realizacji zadania ochrony stabilności finansowej oraz dla sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych i rozrachunku papierów wartościowych.

W ostatnich latach dzięki wprowadzeniu wspólnej waluty osiągnięto znaczne postępy w dziedzinie integracji finansowej w Europie. Nadal jednak opóźnia się integracja detalicznych usług finansowych – zarówno bankowości detalicznej, jak i infrastruktury systemów płatniczych – oraz infrastruktury systemów rozli-

czania i rozrachunku papierów wartościowych. Głównym motorem integracji finansowej są wprowadzone siły rynkowe, ale zależy ona także od współdziałania między rynkami i organami władzy publicznej oraz działań podejmowanych przez same władze. Przykłady inicjatyw STEP i SEPA pokazują, że sektor prywatny może mieć istotny wkład w integrację systemu finansowego w Europie. EBC i Eurosystem z zadowoleniem przyjmują takie inicjatywy i nadal będą je wspierać, podejmując działania ułatwiające i przyspieszające ich realizację.

WSPÓLNA LISTA ZABEZPIECZEŃ W OPERACJACH EUROSYSTEMU

ARTYKUŁY

Wspólna lista zabezpieczeń w operacjach eurosystemu

Prezentowany artykuł objaśnia proces wprowadzania jednej wspólnej listy w miejsce obecnego dwustopniowego systemu zabezpieczeń. Proces ten można podzielić na dwa zasadnicze etapy. Etap pierwszy, zakończony w maju 2005 r., objął zmiany dotyczące aktywów rynkowych. Etap drugi – wprowadzenie na wspólną listę aktywów nierynkowych, w szczególności kredytów bankowych¹ – rozpocznie się w styczniu 2007 r. i potrwa do stycznia 2012 r. Wspólna lista będzie odpowiedzią na problemy związane z systemem dwóch list zabezpieczeń w sytuacji postępującej integracji rynków finansowych strefy euro. Celem jej jest poprawa warunków konkurencji, postęp w równym traktowaniu kontrahentów i emitentów oraz zwiększenie ogólnej przejrzystości systemu zabezpieczeń. Wspólna lista jest także odpowiedzią na wzrost zapotrzebowania na zabezpieczenia na niepublicznym rynku hurtowym oraz rosnące wykorzystanie zabezpieczeń przez Eurosystem. Mówiąc bardziej ogólnie, wspólna lista zwiększa płynność całej klasy aktywów takich jak kredyty bankowe i przez to przyczynia się do sprawnego funkcjonowania systemu finansowego strefy euro. Jednocześnie jednak akceptacja bardzo różnych kategorii aktywów niesie ze sobą szereg wyzwań w sferze projektowania i prowadzenia systemu zabezpieczeń. Dlatego w najbliższych latach Eurosystem będzie nadal analizować i modyfikować ten system.

I WPROWADZENIE

Obecny dwustopniowy system zabezpieczeń przyjęto w 1998 r. dla ułatwienia płynnego wprowadzenia euro. W czerwcu 2003 r. Eurosystem zainicjował konsultacje publiczne dotyczące sposobów ulepszenia systemu. Inicjatywa ta została dobrze przyjęta, więc Rada Prezesów zatwierdziła co do zasady przejście na wspólną listę w systemie zabezpieczeń i postanowiła wprowadzić ją stopniowo. Pierwszy etap, dotyczący aktywów rynkowych, zakończono w maju 2005 r. Etap drugi, obejmujący wprowadzenie na listę kredytów bankowych, zacznie się w styczniu 2007 r. i potrwa do stycznia 2012 r.

Prezentowany artykuł objaśnia proces wprowadzania jednej wspólnej listy zabezpieczeń w miejsce obecnych dwóch list. W części 2 przedstawiono uzasadnienie dla wprowadzenia wspólnej listy. Część 3 przedstawia zmiany w dostępności i wykorzystaniu zabezpieczeń oraz obserwowane tu trendy. Część 4 zawiera bardziej szczegółowe informacje o stopniowym wprowadzaniu wspólnej listy. W części 5 opisano niektóre spośród wyzwań związanych z systemem zabezpieczeń, z jakimi Eurosystemu może zetknąć się w przyszłości.

2 UZASADNIENIE DLA WPROWADZENIA WSPÓLNEJ LISTY ZABEZPIECZEŃ

Zgodnie z praktyką przyjętą przez banki centralne na całym świecie Eurosystem zapewnia płynność systemowi bankowemu wyłącznie po przedstawieniu zabezpieczenia. Zgodnie z art. 18 ust. 1 Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego wszystkie operacje kredytowe Eurosystemu wymagają właściwego zabezpieczenia.

Z jednej strony koncepcja adekwatności zabezpieczenia ma zapewnić ochronę Eurosystemu przed ewentualnymi stratami z tytułu operacji kredytowych. Eurosystem może akceptować jedynie niski poziom ryzyka kredytowego, tak aby należycie chronić powierzone mu zasoby, a także własną niezależność finansową. Ponadto dostęp do kredytu w banku centralnym musi opierać się na zasadach przejrzystości i równego traktowania. Udzielanie niezabezpieczonych pożyczek byłoby sprzeczne z tymi zasadami oraz z zasadą odpowiedzialności banku central-

¹ W artykule posługujemy się pojęciem „kredyt bankowy”, ale właściwy termin to „należność z tytułu kredytu”.

nego, gdyż wiązałoby się z pewną uznaniowością w zarządzaniu ryzykiem kontrahenta. Z drugiej strony zabezpieczenie kredytu udzielanego przez bank centralny ma zapewnić skuteczną realizację zadań Eurosystemu. Zgodnie z art. 105 ust. 2 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską, do zadań tych należy realizacja polityki pieniężnej oraz popieranie sprawnego funkcjonowania systemów płatniczych. Dlatego wysokość zabezpieczeń dostępnych dla kontrahentów powinna pozwalać Eurosystemowi na zapewnianie systemowi bankowemu (w drodze operacji polityki pieniężnej oraz operacji systemów płatniczych) takiej kwoty płynności, jaką uzna za właściwą. Gdyby polityka w sprawie zabezpieczeń doprowadziła do ich niedoboru w całym systemie bankowym lub jego znacznej części, skuteczność systemu zabezpieczeń Eurosystemu stanęłaby pod znakiem zapytania. Wynika to z faktu, że jedną z zasad leżących u podstaw polityki pieniężnej Eurosystemu jest zapewnienie udziału szerokiego grona kontrahentów. Ponadto stosowanie systemów rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym (RTGS), takich jak system TARGET, do przetwarzania wysokokwotowych płatności w euro wymaga zapewnienia przez bank centralny kredytu śróddziennego (technicznego). Tym samym warunkiem koniecznym niezakłóconego działania systemu TARGET jest dostępność zabezpieczeń w wystarczającej wysokości, nie tylko na poziomie zagregowanym, ale także poszczególnych banków.

Eurosystem przyjął dwustopniowy system zabezpieczeń w celu umożliwienia płynnego przejścia na euro. Pozwoliło to kontrahentom na wykorzystywanie faktycznie posiadanych aktywów bilansowych do udziału w operacjach kredytowych Eurosystemu, co przyczyniło się do ograniczenia do minimum kosztów przystosowania się do nowego systemu. Aktywa kwalifikujące się do wykorzystania jako zabezpieczenia podzielono na dwie listy, by pogodzić różnice między systemami finansowymi państw członkowskich u zarania Unii Gospodarczej i Walutowej. Lista pierwsza objęła rynkowe instrumenty dłużne spełniające kryteria kwalifi-

kacji dla całej strefy euro, natomiast na liście drugiej znalazły się aktywa uznane za szczególnie ważne dla określonych krajowych rynków finansowych i systemów bankowych, spełniające jedynie krajowe kryteria kwalifikacji. W poszczególnych krajach strefy euro kwalifikuje się do wykorzystania jako zabezpieczenie różne kategorie aktywów z listy drugiej, choć w zasadzie wszystkie one mogą być stosowane w transakcjach transgranicznych w całej strefie.

Obecny dwustopniowy system dobrze się sprawdził jako rozwiązanie zapewniające dostępność wystarczających zabezpieczeń dla kontrahentów zarówno w operacjach polityki pieniężnej, jak i w transakcjach związanych z systemami płatniczymi. Nawet w okresie milenijnej zmiany daty system zabezpieczeń okazał się na tyle odporny, by poradzić sobie ze znacznym przejściowym wzrostem zapotrzebowania na zabezpieczenia. Jednak dwustopniowa struktura ma także pewne istotne wady. Fakt, że pewne klasy aktywów są w jednych krajach dopuszczane jako zabezpieczenie, a w innych nie, jest sprzeczny z zasadą równej konkurencji w strefie euro. Uczestnicy rynku wyrażali szczególne obawy związane z faktem, że jedynie w kilku krajach aktywa nierynkowe, jak np. kredyty bankowe, mogą stanowić zabezpieczenie. Ponieważ posiadaczami kredytów rynkowych są głównie kontrahenci krajowi, przez co nie są one powszechnie dostępne w obrocie transgranicznym, kontrahenci w krajach, gdzie kredyty takie znajdują się na liście drugiej odnoszą korzyści z tytułu niskich kosztów alternatywnych w przypadku ich wykorzystania jako zabezpieczenia. Wynika stąd ryzyko, że obecny system umożliwi określonym grupom kontrahentów uzyskanie uprzywilejowanego dostępu do operacji kredytowych Eurosystemu poprzez stosowanie zabezpieczeń niedostępnych dla pozostałych. Ponadto dwustopniowy system, z konieczności prowadzący do rozbieżnych kryteriów kwalifikacji w różnych krajach, nie sprzyja przejrzystości.

Pragnąc wyeliminować wady systemu dwustopniowego oraz mając na uwadze postępującą integrację rynków finansowych strefy euro Euro-

system pracuje nad wprowadzeniem wspólnej listy zabezpieczeń. Jej celem będzie wyrównanie warunków konkurencji w strefie euro, dalsza poprawa równego traktowania kontrahentów i emitentów oraz zwiększenie ogólnej przejrzystości systemu zabezpieczeń. Przy tworzeniu wspólnej listy uwzględniono także fakt, że wraz z rosnącym poziomem zabezpieczeń na niepublicznych rynkach hurtowych oraz ich stosunkowo wysokim wykorzystaniem przez Eurosystem bankom trudno jest zaspokoić cały popyt na nie. Na poziomie bardziej ogólnym, poprzez zwiększenie płynności całej klasy aktywów, np. kredytów bankowych, wspólna lista przyczynia się do sprawnego funkcjonowania systemu finansowego strefy euro.

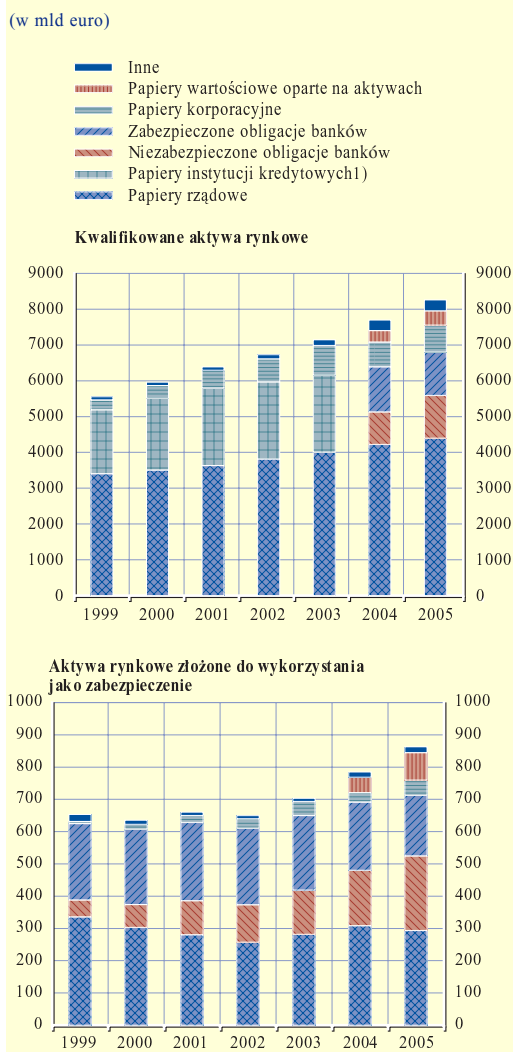
3 ZMIANY W DOSTĘPNOŚCI I WYKORZYSTANIU ZABEZPIECZEŃ

Od momentu wprowadzenia euro stale rośnie wartość zabezpieczeń – zarówno dostępnych, jak i faktycznie wykorzystywanych w operacjach polityki pieniężnej i kredytu śróddziennego. Wartość nominalna wszystkich kwalifikowanych aktywów wzrosła z około 5,5 bln euro w 1999 r. do około 8,5 bln euro na koniec 2005 r., choć znaczna część tej sumy nie znajduje się faktycznie w posiadaniu kontrahentów. Blisko 11% kwalifikowanych aktywów (902 mld euro) zdeponowano w Eurosystemie jako zabezpieczenie². Lista kwalifikowanych aktywów rynkowych, obecnie licząca około 24.000 pozycji, publikowana jest codziennie na stronach internetowych EBC (www.ecb.int).

Kryteria kwalifikujące mają charakter ogólny, dzięki czemu system zabezpieczeń Eurosystemu szybko reaguje na nowości pojawiające się na rynku i nadąża za zachodzącymi zmianami. Dlatego zmiany ogólnej wartości nominalnej oraz struktury puli kwalifikowanych zabezpieczeń odzwierciedlają główne tendencje obserwowane na rynkach finansowych strefy euro. Po wprowadzeniu wspólnej waluty nastąpił silny wzrost i szybkie zróżnicowanie rynku papie-

² Jednak wykorzystanie złożonych zabezpieczeń nie jest w pełni efektywne. Kontrahenci muszą utrzymywać w Eurosystemie więcej zabezpieczeń niż faktycznie wykorzystują.

Wykres 1 Rynkowe aktywa kwalifikowane i złożone do wykorzystania jako zabezpieczenie w operacjach kredytowych Eurosystemu



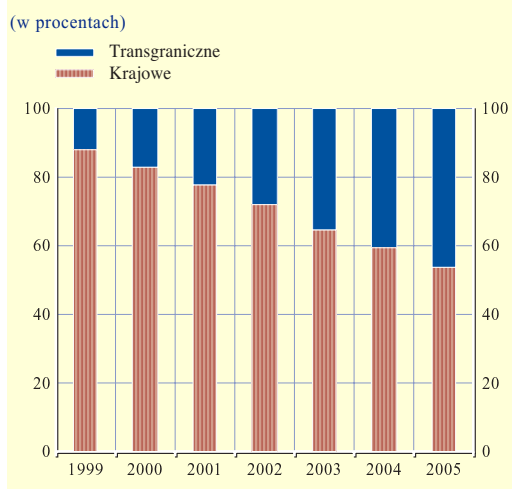
Źródło: EBC.

1) Dane dotyczące instytucji kredytowych w podziale na zabezpieczone i niezabezpieczone obligacje banków dostępne dopiero od 2004 r.

rów dłużnych. Obserwowane trendy związane były przede wszystkim z działalnością niepublicznych rynków kapitałowych (obligacji przedsiębiorstw, papierów dłużnych emitowanych przez instytucje finansowe oraz dynamicznego rynku papierów wartościowych opartych na aktywach), a także z silnym wzrostem płynnych i zintegrowanych rynków instrumentów pochodnych³.

Po stronie popytu wykorzystanie zabezpieczeń przez Eurosystem utrzymywało się na relatywnie stabilnym poziomie w latach 1999-2002, a następnie w równomiernym tempie wzrosło o około 33%, z 650 mld euro w 2002 r. do 866 mld w 2005 r. (średnie wartości roczne). Zwiększenie wykorzystania zabezpieczeń przez Eurosystem można przypisać w pierwszej kolejności wzrostowi skali operacji polityki pieniężnej koniecznych dla wyrównania rosnącego niedoboru płynności w systemie bankowym. To z kolei spowodowane było głównie przez trend wzrostowy liczby banknotów w obiegu od momentu wprowadzenia banknotów i monet euro w 2002 r. Natomiast wykorzystanie zabezpieczeń w operacjach kredytu śróddziennego ustabilizowało się, głównie dzięki poprawie efektywności transakcji związanych z systemem płatniczym. Wprowadzenie do nowoczesnych systemów płatności wysokokwotowych funkcji oszczędzających płynność spowodowało ograniczenie zapotrzebowania na nią ze strony uczestników. Wśród funkcji tych należy przede wszystkim wymienić algorytmy kompensowania w systemach RTGS.

Wykres 2 Wykorzystanie zabezpieczeń na szczeblu krajowym i transgranicznym



Źródło: EBC.

3 Np. w latach 1999-2005 wartość nominalna obligacji korporacyjnych wzrosła o 97% do poziomu 534 mld euro, podczas gdy w tym samym okresie wartość denominowanych w euro obligacji rządowych strefy euro wzrosła o 38% do poziomu 4.195 mld euro.

Struktura puli aktywów wykorzystywanych jako zabezpieczenia w transakcjach z Eurosystemem nie odzwierciedla wiernie struktury rynku papierów dłużnych, co ilustrują dwa panele na wykresie 1. Zestawienie dostępnych zabezpieczeń i zabezpieczeń złożonych w operacjach kredytowych z Eurosystemem wskazuje, że kontrahenci wnoszą do Eurosystemu proporcjonalnie więcej zabezpieczeń o niższej płynności na rynku wtórnym (np. zabezpieczone i niezabezpieczone obligacje bankowe i papiery wartościowe oparte na aktywach), natomiast wykorzystanie obligacji skarbowych jako zabezpieczenia w tych operacjach jest proporcjonalnie niższe. Tendencja ta z czasem się nasila: odsetek obligacji skarbowych spadł z poziomu 50% złożonych zabezpieczeń w 1999 r. do 33% w 2005 r., podczas gdy udział papierów opartych na aktywach i niezabezpieczonych obligacji bankowych osiągnął w 2005 r. odpowiednio 10% i 27%. Udział tych aktywów w ogólnym rynku papierów dłużnych w 2005 r. wyniósł odpowiednio 52%, 5% i 15%⁴.

Wzrost transgranicznego stosowania zabezpieczeń, czyli przypadków wykorzystania przez kontrahenta działającego w jednym kraju zabezpieczenia pochodzącego z innego kraju strefy euro, jest dobrą miarą postępu integracji rynków finansowych w Europie. W końcu 2005 r. blisko 50% zabezpieczeń wykorzystywanych było w formie transgranicznej, w porównaniu z zaledwie 12% w 1999 r. W kilku krajach strefy euro zabezpieczenia transgraniczne stały się w istocie głównym źródłem zabezpieczeń. Świadczy to o postępującym różnicowaniu terytorialnym zasobów w posiadaniu banków, a także odzwierciedla wyższe emisje euroobligacji w międzynarodowych centralnych depozytach papierów wartościowych.

Rosnące transgraniczne stosowanie zabezpieczeń wiąże się także z coraz wyższą efektywnością ich obsługi. Udoskonalono procedury

4 W kwestii wykorzystania obligacji rządowych o różnym ratingu jako zabezpieczeń w operacjach kredytowych Eurosystemu zob. artykuł w Biuletynie Miesięcznym z lutego 2006 pt. *Polityka fiskalna a rynki finansowe*.

dotyczące banków centralnych korespondentów (*correspondent central banking model* – CCBM), czyli głównego kanału transgranicznego przekazywania zabezpieczeń w operacjach polityki pieniężnej i kredytu śróddziennego Eurosystemu, dzięki czemu skrócił się czas przetwarzania transakcji. Ponadto oprócz 59 kwalifikowanych połączeń między unijnymi systemami rozrachunku papierów wartościowych do przekazywania zabezpieczeń w operacjach kredytowych Eurosystemu dopuszczone zostaną – prawdopodobnie w pierwszej połowie 2006 r. – także kombinowane powiązania tzw. pośrednie (*relayed links*) zgodne ze standardami użytkowymi Eurosystemu. Jednak mimo odnotowanego ostatnio wzrostu ogólny poziom wykorzystania powiązań pozostaje stosunkowo ograniczony w porównaniu z kanałem CCBM. W 2005 r. powiązania obsługiwały około 8% ogółu zabezpieczeń w posiadaniu Eurosystemu, podczas gdy na CCBM przypadało 36,8%. Warto także zauważyć, że Komitet ds. Systemów Płatniczych i Systemów Rozrachunku Banku Rozrachunków Międzynarodowych (*BIS Committee on Payment and Settlement Systems* – CPSS) w coraz większym stopniu koncentruje się na wykorzystaniu zabezpieczeń – w tym również transgranicznych – w transakcjach finansowych. Ramka 1 przedstawia podsumowanie opublikowanego ostatnio przez ten komitet raportu o ustaleniach dotyczących zabezpieczeń transgranicznych.

W ostatnich latach zapotrzebowanie na zabezpieczenia dla operacji kredytowych banków centralnych w coraz większym stopniu konkuruje z rosnącym wykorzystaniem zabezpieczeń na niepublicznych rynkach hurtowych. Nastąpiło ogólne nasilenie działalności handlowej, powodując większe zapotrzebowanie na techniki redukcji ryzyka na rynkach zarówno instrumentów gotówkowych, jak i pochodnych. Zwiększyła się także grupa uczestników rynku, przez co konieczne stało się bardziej aktywne zarządzanie ryzykiem kontrahenta. Dodatkowo poszerza się zakres działalności izb rozliczeniowych pełniących funkcję centralnego kontrahenta (*central counterparty clearing houses* – CCPs), które zwykle stosują zabezpieczenia przy zarzą-

daniu ryzykiem kredytowym i ryzykiem płynności kontrahenta na etapie pomiędzy zawarciem i rozliczeniem transakcji. Izby te, działające na rynkach instrumentów pochodnych i transakcji repo, w coraz większym stopniu rozszerzają swoją działalność na rynki *outright*.

Rosnące stosowanie zabezpieczeń zbiegło się w ostatnich latach z szybkim wzrostem europejskiego rynku transakcji repo. Z badań ankietowych przeprowadzonych przez Eurosystem wynika, że segment kredytów zabezpieczonych, na który przypada około 35% zagregowanych obrotów rynku pieniężnego strefy euro, stał się największym komponentem tego rynku⁵.

Półroczne badania ankietowe prowadzone przez europejską radę Capital Market Association ds. transakcji repo wskazują, że wzrost tego segmentu rynku w skali rocznej pod względem wartości otwartych umów wynosił ostatnio między 16% a 19%⁶. Udział transakcji transgranicznych wynosił około 53%. Pod względem rodzaju aktywów stosowanych jako zabezpieczenie, struktura niepublicznego rynku transakcji repo w Europie jest inna niż puli aktywów wprowadzanych do Eurosystemu w ramach jego operacji kredytowych. Na tym rynku głównym źródłem zabezpieczenia pozostają obligacje rządowe (86%), z czego wynika, że aktywa płynne i łatwe do przekazania między krajami oraz obarczone łatwym do oszacowania ryzykiem kredytowym nadal stanowią preferowaną formę zabezpieczenia na europejskich rynkach repo.

W obliczu ogólnego zwiększenia zapotrzebowania na zabezpieczenia, w przeprowadzonych w 2003 r. konsultacjach publicznych dotyczących możliwości ulepszenia systemu zabezpieczeń branża finansowa zgłosiła zdecydowany postulat dalszego poszerzenia wykazu aktywów kwalifikowanych. Eurosystem uwzględnił ten postulat przy ustalaniu wspólnej listy.

5 Zob. EBC (maj 2005): *Euro Money Market Survey*.

6 Wartość nominalna kontraktów ujętych w badaniu wyniosła w grudniu 2005 r. 5.883 mld euro. Jest to jedynie bardzo ogólne oszacowanie całkowitej wielkości rynku, gdyż nie rozwiązano jeszcze problemu podwójnego zarachowania, a zakres ujętych rynków nie jest jeszcze kompletny.

USTALENIA ZAWARTE W RAPORCIE GRUPY G10 W SPRAWIE ZABEZPIECZEŃ

W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat proces globalizacji doprowadził do rozszerzenia działalności banków i innych uczestników rynku poza granice własnych krajów i zrodził konieczność zarządzania płynnością i zabezpieczeniami w różnych walutach i różnych systemach prawnych. Komitet ds. systemów płatności i systemów rozrachunku grupy G10 (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*) przeanalizował rozwiązania instytucjonalne, na podstawie których krajowe banki centralne mogą akceptować „zabezpieczenia zagraniczne” – zawsze lub w sytuacjach kryzysowych – na potrzeby kredytu technicznego (śróddziennego lub jednodniowego) i przedstawił główne ustalenia w raporcie¹ opublikowanym w styczniu 2006 r. Ustalenia te można streścić następująco:

- Proces globalizacji doprowadził do rosnącej integracji rynków finansowych, nasilenia transgranicznej działalności banków oraz zwiększonego wykorzystania zabezpieczeń jako sposobu redukcji ryzyka. Zapotrzebowanie na zabezpieczenia wynika także z nowych rozwiązań technicznych, zwłaszcza wprowadzenia w systemach płatniczych rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym, a w systemach rozrachunku papierów wartościowych – dostawy za płatność (*delivery versus payment*). Przez to zarządzanie płynnością i zabezpieczeniami w bankach stało się bardziej skomplikowane. Z wywiadów przeprowadzonych przez grupę roboczą wynika, że w normalnej sytuacji na rynku nie występuje niedobór zabezpieczeń, do którego może jednak dojść w sytuacjach awaryjnych.
- Istnieją znaczne różnice w poziomie wykorzystania zabezpieczeń między bankami centralnymi krajów grupy G10. Poziom ten jest wysoki w Szwajcarii i Wielkiej Brytanii, zaś znacznie niższy w pozostałych krajach.
- Równie zróżnicowana jest sytuacja w przypadku banków prowadzących działalność międzynarodową, której skala i złożoność wzrosły w ostatnich latach. Instytucje te wypracowały rozmaite strategie i modele działalności, uwzględniające lokalną praktykę i uregulowania rynkowe. Niektóre instytucje tworzą spółki zależne, inne natomiast działają w systemie banków korespondentów. W związku z tym część instytucji samodzielnie dokonuje rozrachunku jedynie w kilku głównych walutach, więc w wielu krajach udział podmiotów zagranicznych w systemie płatniczym jest stosunkowo niski. W przypadku innych walut banki zwykle zdają się na sieci banków korespondentów; jedynie nieliczne uczestniczą bezpośrednio w różnych systemach płatności i rozrachunku na całym świecie.
- Infrastruktura rynku w krajach grupy G10 pozostaje głównie krajowa, co utrudnia ruch zabezpieczeń między krajami. Pomimo znacznego pokrywania się godzin pracy systemów rozrachunku i systemów płatności wysokokwotowych krajów grupy G10 konieczna jest ich dalsza synchronizacja, zwłaszcza tam, gdzie są największe różnice stref czasowych.

Mając na uwadze powyższe ustalenia i panującą obecnie zróżnicowaną sytuację raport wzywa do wypracowania elastycznego rozwiązania. Rozbieżności w praktyce działania wykluczają raczej przyjęcie wspólnej polityki przez banki centralne grupy G10 i sugerują stosowa-

¹ CPSS (styczeń 2006): Międzynarodowe porozumienia wspólne (www.bis.org/publ/cpss71.pdf).

nie w to miejsce podejścia zindywidualizowanego, które da bankom centralnym większą swobodę decydowania, czy i na jakich warunkach przyjmować zagraniczne zabezpieczenia. Nie wyklucza się jednak koordynacji i współpracy między bankami centralnymi na szczeblu dwu- lub wielostronnym, tak aby zwiększyć efektywność ich działania. Można tu zaliczyć np. wymianę informacji między bankami centralnymi czy dalsze zwiększanie zdolności do współdziałania krajowych infrastruktur.

Niezależnie od tego raportu, poświęconego działalności banków centralnych, w sektorze prywatnym pojawiają się inicjatywy rynkowe, do których zachęcał w 2005 r. *Payments Risk Committee*².

2 *Global payment liquidity: private sector solutions*, Payments Risk Committee, raport opracowany przez Global Payment Liquidity Task Force, październik 2005.

4 STOPNIOWE WPROWADZANIE WSPÓLNEJ LISTY ZABEZPIECZEŃ

W miejsce obecnego dwustopniowego systemu stopniowo wprowadzana jest wspólna lista zabezpieczeń. Stopniowe podejście wynika przede wszystkim z faktu, że na wspólnej liście obok aktywów rynkowych znajdują się także aktywa nierynkowe⁷. Dopuszczenie jako zabezpieczenia nowych rodzajów aktywów rynkowych jest zadaniem stosunkowo prostym, gdyż istnieje już niezbędna infrastruktura pozwalająca na weryfikację ich istnienia, transfer i przekazanie na zabezpieczenie. Fakt, że aktywa znajdują się w obrocie rynkowym ułatwia ich wycenę i ocenę. Informacje potrzebne do oceny wiarygodności kredytowej można zwykle uzyskać z ogólnodostępnych źródeł. Warunków tych nie spełnia znaczna większość instrumentów nierynkowych, w tym np. kredytów bankowych. Należy zatem opracować systemy i procedury operacyjne na szczeblu banku centralnego ułatwiające stosowanie tych instrumentów jako zabezpieczenia, a z tego wynika opóźnienia w realizacji.

Ogólnie rzecz biorąc, proces wprowadzania wspólnej listy można podzielić na dwa etapy,

które to etapy to: (i) usunięcie kapitałowych papierów wartościowych z wykazu aktywów kwalifikowanych; (ii) wskazanie rynków nieregulowanych akceptowanych przez Eurosystem z punktu widzenia zarządzania zabezpieczeniami; (iii) doprecyzowanie kryterium dotyczącego instrumentów dłużnych emitowanych przez instytucje kredytowe; (iv) wprowadzenie na listę denominowanych w euro instrumentów dłużnych emitowanych przez podmioty z siedzibą w państwach grupy G10 nienależących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego (EOG).

Na drugim etapie wdrożony zostanie specjalny system do oceny, szacowania i przekazywania na zabezpieczenie aktywów nierynkowych, w szczególności kredytów bankowych. Krok ten nastąpi w styczniu 2007 r., kiedy kredyty bankowe zostaną dopuszczone jako zabezpie-

7 Zob. komunikat prasowy z 5 sierpnia 2004 r. – Przegląd systemu zabezpieczeń Eurosystemu: drugi krok w kierunku wspólnej listy.

czenie operacji kredytowych Eurosystemu we wszystkich krajach strefy euro. W pełni ujednolicony system dla kredytów bankowych będzie jednak dostępny dopiero 1 stycznia 2012 r.

4.1 PIERWSZY KROK W KIERUNKU WSPÓLNEJ LISTY: AKTYWA RYNKOWE

Jak wspomniano wyżej, pierwszy krok w kierunku wspólnej listy objął cztery zagadnienia. Kwestia pierwsza: w sierpniu 2004 r. Rada Prezesów podjęła decyzję, by ograniczyć system zabezpieczeń do instrumentów dłużnych i nie przyjmować kapitałowych papierów wartościowych, które w kilku krajach znajdowały się na liście drugiej⁸. U podstaw tej decyzji stał po pierwsze fakt, że ilość kwalifikowanych papierów udziałowych była bardzo niewielka. Po drugie, papiery takie są z natury obciążone wyższym ryzykiem niż instrumenty dłużne, więc kryteria kwalifikacji musiały być ostrzejsze, co ograniczałoby ilość potencjalnie dostępnych dodatkowych zabezpieczeń. Po trzecie, z uwagi na swój charakter prawny (jako prawo własności spółki) kapitałowe papiery wartościowe mają pewne cechy prawne i operacyjne, które sprawiają, że wykorzystywanie ich jako zabezpieczenia przez Eurosystem jest bardziej skomplikowane, niż w przypadku instrumentów dłużnych. Po czwarte wreszcie, gdyby papiery kapitałowe znalazły się na wspólnej liście, trudno byłoby uzasadnić wykluczenie innych instrumentów finansowych plasujących się między dłużnymi i kapitałowymi (tj. obligacji zamiennych i długu podporządkowanego). Akceptacja tak szerokiego zakresu instrumentów finansowych o różnej hierarchii niepotrzebnie zwiększałaby poziom złożoności zabezpieczenia i systemu kontroli ryzyka. W tej sytuacji Rada Prezesów uznała, że brak jest jednoznacznego uzasadnienia dla umieszczenia

8 Zob. komunikat prasowy z 5 sierpnia 2004 r. – Przegląd systemu zabezpieczeń Eurosystemu: drugi krok w kierunku wspólnej listy. Wymienione w nim zmiany wyjaśniono i zapowiedziano w komunikacie prasowym z 10 maja 2004 r. – *Review of the Eurosystem's collateral framework: first step towards a single list* (Przegląd systemu zabezpieczeń Eurosystemu: pierwszy krok w kierunku wspólnej listy).

na wspólnej liście kapitałowych papierów wartościowych. Zostały one wykluczone z listy drugiej w dniu 30 kwietnia 2005 r. Tym samym niedostępne stały się zabezpieczenia o nominalnej wartości 124,3 mld euro. W praktyce jednak nawet w tych krajach, gdzie papiery kapitałowe znajdowały się na liście drugiej, rzadko wykorzystywano je jako zabezpieczenie.

Kwestia druga: pragnąc przenieść rynkowe instrumenty dłużne z drugiej listy na listę wspólną Eurosystem bardziej szczegółowo określił kryteria, jakie muszą spełniać rynki, by znajdujące się na nich w obrocie aktywa zostały dopuszczone jako zabezpieczenie w operacjach kredytowych Eurosystemu⁹. Przesłanką do ustalenia tych kryteriów nie była ocena jakości rynków, ale wskazanie tych spośród nich, które są łatwo dostępne dla Eurosystemu, tak aby zapewnić wykonalność transakcji oraz przejrzystość procesu określania cen. W tym celu Eurosystem zdefiniował trzy ogólne zasady: bezpieczeństwa, przejrzystości i dostępności. Podczas gdy rynki regulowane¹⁰ uznaje się automatycznie za kwalifikowane, działalność rynków nieregulowanych ocenia się na podstawie tych zasad (co najmniej raz w roku). W dniu 30 maja 2005 r. Eurosystem opublikował wykaz rynków nieregulowanych akceptowanych dla celów jego operacji kredytowych. W wykazie tym nie znalazły się niektóre rynki pozagiełdowe, które obecnie są dopuszczane dla aktywów z listy drugiej¹¹. Aktywa notowane, kwotowane lub będące w obrocie na tych rynkach zachowują status kwalifikowanych do maja 2007 r. W grudniu 2005 r. wartość nominalna aktywów przeznaczonych do wycofania z listy wynosiła 57,6 mld euro.

9 Zob. komunikat prasowy z 30 maja 2005 r. – Pierwszy krok w kierunku wprowadzenia wspólnej listy zabezpieczeń przewidzianej w nowej wersji „Dokumentacji ogólnej”.

10 Spełniające minimalne wspólne standardy i zasady nadzoru określone w dyrektywie MiFID (Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych).

11 Zob. komunikat prasowy z 10 maja 2004 r. – *Review of the Eurosystem's collateral framework: first step towards a single list*.

Harmonogram stopniowego wprowadzania wspólnej listy

Rozpoczęcie publicznych konsultacji	Zatwierdzenie wprowadzenia wspólnej listy przez Radę Prezesów	Krok pierwszy: aktywa rynkowe	Krok drugi: kredyty bankowe	Jednolite zasady dla kredytów bankowych
11 czerwca 2003	10 maja 2004	30 maja 2005	1 stycznia 2007	1 stycznia 2012

Kwestia trzecia: uproszono szczególne ograniczenia nałożone na instrumenty dłużne emitowane przez instytucje kredytowe, które w przeciwieństwie do zabezpieczonych obligacji nie mają pokrycia w zabezpieczeniu¹². Utrzymano jedynie wymóg, by instrumenty te były dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym zgodnie z definicją zawartą w dyrektywie o rynkach instrumentów finansowych.

Kwestia czwarta: aby zaspokoić rosnące zapotrzebowanie na zabezpieczenia Eurosistem rozważył możliwość dopuszczenia zagranicznych rynkowych papierów dłużnych. W szczególności rozszerzenie siedziby emitenta na kraje z grupy G10 spoza EOG (w tym Stany Zjednoczone, Kanadę, Japonię i Szwajcarię) umożliwiło włączenie na listę znacznej ilości aktywów denominowanych w euro emitowanych przez podmioty ustanowione w tych krajach. Była to jedynie niewielka zmiana w systemie zabezpieczeń, ale wymagała rozwiązania pewnych spraw operacyjnych i związanych z ryzykiem prawnym dotyczących ważności prawnej i wykonalności zabezpieczenia oraz obowiązków sprawozdawczych związanych z podatkiem u źródła i innych. Dlatego wprowadzono dodatkowy wymóg przedstawienia Eurosystemowi zadowalającej oceny prawnej.

Pierwsze instrumenty dłużne krajów z grupy G10 spoza EOG włączono na listę aktywów kwalifikowanych EBC w dniu 1 lipca 2005 r.

¹² Art. 22 ust. 4 dyrektywy UCITS (Dyrektywa Rady 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe) określa kryteria dotyczące zabezpieczonych obligacji bankowych. Instrumenty dłużne emitowane przez instytucje kredytowe, które ściśle spełniają te kryteria są kwalifikowane dla celów operacji kredytowych z Eurosystemem bez dodatkowych warunków.

Do tej pory na liście znalazło się około 460 nowych aktywów o całkowitej wartości nominalnej 142 mld euro. Eurosistem prowadzi obecnie dalsze analizy prawne dotyczące szeregu innych emitentów, w tym quasi-rządowych, a także instrumentów dłużnych. Po zakończeniu tej analizy do listy będzie można dodać także inne instrumenty dłużne.

4.2 DRUGI KROK W KIERUNKU WSPÓLNEJ LISTY: WPROWADZENIE AKTYWÓW NIERYNKOWYCH

W sierpniu 2004 r. Rada Prezesów postanowiła wpisać na wspólna listę kredyty bankowe jako osobną kategorię aktywów. W strefie euro pozyskiwanie finansowania w bankach jest nadal powszechniejsze niż finansowanie na rynku. Kredyty stanowią zatem często najważniejszą klasę aktywów w bilansach banków. Akceptacja kredytów bankowych przez Eurosistem jako zabezpieczenia umacnia zatem zasadę, by zapewnić dostęp do operacji polityki pieniężnej i kredytu śróddziennego szerokiemu gronu kontrahentów. Z zabezpieczeniami w postaci kredytów wiąże się stosunkowo niski koszt alternatywny, gdyż rzadko znajdują się one w obrocie, a możliwości ich alternatywnego wykorzystania przez kontrahentów są ograniczone. Dostępność zabezpieczeń o wystarczająco niskich kosztach alternatywnych nie tylko na zagregowanym poziomie Eurosystemu, ale także na szczeblu poszczególnych banków jest ważna zwłaszcza dla płynnego funkcjonowania systemu TARGET – systemu płatności wysokokwotowych w Eurosystemie. Wspólna lista zabezpieczeń zwiększy także płynność całej klasy aktywów bilansowych takich jak kredyty bankowe, a przez to ułatwi płynne funkcjonowanie systemu finansowego strefy euro. Krok ten może pośrednio przyczynić

nić się do analogicznych zmian w transakcjach niepublicznych.

Tym niemniej istnieje szereg istotnych różnic między kredytami bankowymi a instrumentami rynkowymi, więc przyjęcie ich przez Eurosystem jako zabezpieczenia niesie ze sobą rozmaite trudności natury prawnej i operacyjnej.

W szczególności:

- Do kredytów bankowych zalicza się szereg różnych instrumentów dostosowanych do potrzeb konkretnych kredytobiorców, wskutek czego nie są one standardowe ani jednakowo udokumentowane.
- Kredyty, a często też kredytobiorcy nie podlegają ocenie przez agencje ratingowe. Do oceny wiarygodności kredytowej dłużników trzeba zatem stosować inne źródła informacji o ryzyku kredytowym.
- Warunki kredytu mogą uniemożliwić jego sprzedaż stronie trzeciej, należy więc upewnić się, że w dokumentacji kredytu dopuszcza się cesję lub partycypację.
- Dotychczas wtórny rynek kredytowy w Europie miał niewielkie znaczenie, więc rzadko można znaleźć zewnętrzne źródła informacji cenowej o takich aktywach.
- Wprowadzenie systemy rejestracji, depozytów lub zapisy księgowe zapewniają istnienie rynkowych aktywów, ale brak określonych mechanizmów gwarantujących, że dany kredyt będzie istnieć także w przyszłości.

Wynikające stąd konsekwencje dla Eurosystemu są następujące. Po pierwsze, konieczne jest zdefiniowanie specjalnych kryteriów kwalifikacji dla kredytów bankowych, tak aby spełniały one te same standardy zabezpieczeń co rynkowe instrumenty dłużne. Po drugie, należy opracować procedury operacyjne umożliwiające spójną ocenę ryzyka kredytowego oraz bezpieczny transfer i przekazanie na zabezpieczenie kredytów bankowych.

W lipcu 2005 r. EBC opublikował specyficzne kryteria kwalifikacji, które będą obowiązywać w odniesieniu do kredytów bankowych począwszy od 1 stycznia 2007 r.¹³ Kraj siedziby dłużnika (lub gwaranta) ograniczony jest do krajów strefy euro. Również umowa kredytowa musi podlegać przepisom prawa kraju strefy euro. Zakres kwalifikowanych dłużników ograniczono ponadto do przedsiębiorstw i podmiotów sektora publicznego. W szczególności nie są kwalifikowane pożyczki międzybankowe, co pozwoli uniknąć sztucznego zwiększania puli zabezpieczeń. Jeżeli chodzi o rodzaje kredytów, nie kwalifikują się niewykorzystane linie kredytowe, kredyty w rachunku bieżącym oraz akredytywy. Podobnie jak w przypadku rynkowych instrumentów dłużnych, wykluczone są także kredyty bankowe, w przypadku których prawo do kapitału lub odsetek jest podporządkowane prawom posiadaczy innych kredytów bankowych lub instrumentów udzielonych lub wystawionych przez tego samego emitenta. Eurosystem postanowił też o wprowadzeniu minimalnej kwoty niespłaconego salda pojedynczego kredytu. Z uwagi na fakt, że koszty oceny, wyceny i obsługi kredytu są wyższe niż rynkowych instrumentów dłużnych, konieczne jest osiągnięcie równowagi między maksymalizacją wartości dostępnych kredytów i ograniczeniem kosztów. W latach 2007-2012 każdy krajowy bank centralny będzie samodzielnie określał minimalną wartość. Począwszy od 2012 r. wprowadzona zostanie jednakowa kwota minimalna w wysokości 500.000 euro. Eurosystem rozważy ponadto wprowadzenie od 2012 r. jednolitych opłat za kredyty bankowe. Do tego czasu każdy krajowy bank centralny może decydować, czy stosować opłaty na pokrycie kosztów administracyjnych związanych z wykorzystaniem kredytów jako zabezpieczenia.

Możliwość ustanowienia przez Eurosystem ograniczonego prawa rzeczowego do aktywów na wypadek niewywiązania się kontrahenta

¹³ Zob. komunikat prasowy z 22 lipca 2005 r. – Zasady zabezpieczania operacji Eurosystemu – włączenie aktywów nierynkowych na wspólną listę.

z umowy wymaga spełnienia – oprócz powyższych kryteriów kwalifikacji – także pewnych dodatkowych warunków. Obejmują one czas poinformowania dłużnika o złożeniu kredytu na zabezpieczenie, kwestie tajemnicy bankowej dotyczącej informacji o dłużniku oraz eliminacji ewentualnych ograniczeń co do złożenia i realizacji kredytów. Z braku jednolitych unijnych uregulowań prawnych dotyczących kredytów bankowych i ich stosowania jako zabezpieczenia, kwestie te są różnie traktowane w krajowych systemach prawnych. W rezultacie wymagania prawne i sposób ich realizacji są różne w poszczególnych krajach. Szczegółowe warunki kwalifikacji zostaną określone w publikacji EBC pt. „Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro. Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu” („Dokumentacja ogólna”), której aktualizacja przewidziana jest na jesień 2006 r., oraz doprecyzowane w odpowiednich dokumentach krajowych. W wyjątkowym przypadku dopuszczenie kredytu jako zabezpieczenia może wymagać umieszczenia odpowiedniej klauzuli w umowie kredytowej między dłużnikiem i kontrahentem. Oprócz weryfikacji rozmaitych kryteriów kwalifikacji konieczne będzie przeprowadzenie specjalnych procedur dla weryfikacji samego istnienia aktywów. Środkiem do osiągnięcia tego celu może być własna ocena przez kontrahenta oraz doraźne kontrole przez krajowe banki centralne i organy nadzoru¹⁴.

Podobnie jak pozostałe aktywa kwalifikowane, kredyty bankowe muszą spełniać nałożone przez Eurosystem kryterium wysokiej wiarygodności kredytowej. Ponieważ kredytobiorcy często nie podlegają ocenie przez agencje ratingowe, ocena ryzyka kredytowego przez Eurosystem musi opierać się na szerszych źródłach informacji; w związku z tym do istniejących procedur dotyczących rynkowych instrumentów dłużnych należy dodać procedurę oceny in-

strumentów nierynkowych. Ta kwestia sprawiła największe trudności przy akceptacji kredytów bankowych jako zabezpieczeń w strefie euro. W ramce 2 przedstawiono podstawowe zasady oraz zestaw metod i reguł składających się na ramowe zasady oceny kredytowej w Eurosystemie (*Eurosystem credit assessment framework* – ECAF), ze szczególnym uwzględnieniem nowych elementów związanych z kredytami bankowymi. Nowelizacja ECAF wejdzie w życie 1 stycznia 2007 r., kiedy kredyty bankowe staną się aktywami kwalifikowanymi w całej strefie euro.

Ponieważ kredytów bankowych nie można rozliczać przy pomocy infrastruktury stworzonej dla rynkowych instrumentów dłużnych, Eurosystem musi także opracować procedury ich używania jako zabezpieczeń w transakcjach krajowych i transgranicznych. W okresie przejściowym administracja kredytów bankowych odbywać się będzie na podstawie procedur dotyczących stosowania zabezpieczeń w obrocie krajowym, natomiast rozliczenia transgraniczne będą realizowane przez system CCBM. W tym okresie procedury dotyczące administracji kredytów będą ponownie przeanalizowane w świetle zebranych doświadczeń, a następnie zostaną zbadane i ewentualnie wdrożone bardziej zaawansowane rozwiązania.

Kolejną kategorią aktywów nierynkowych, które Rada Prezesów postanowiła zasadniczo umieścić na wspólnej liście są niezbywalne instrumenty dłużne zabezpieczone detalicznymi kredytami hipotecznymi, o cechach bardzo zbliżonych do w pełni zsekurytyzowanych aktywów. W tej kategorii początkowo dopuszczone zostaną jedynie irlandzkie weksle własne zabezpieczone hipotecznie, z uwagi na ich szczególny status prawny w Irlandii, którego nie można wprost przenieść do innych krajów strefy euro. Zresztą znaczna część mieszkaniowych kredytów hipotecznych w strefie euro już jest pośrednio kwalifikowana jako zabezpieczenie w formie zsekurytyzowanej, jako papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie lub jako obligacje zabezpieczone.

14 Eurosystem wraz z Komisją Europejską bada obecnie – w ramach długoterminowego przedsięwzięcia – czy ramy prawne dla przekazywania na zabezpieczenia kredytów bankowych, zwłaszcza dla potrzeb operacji z Eurosystemem, można ujednolicić na szczeblu UE.

PODSTAWY I KLUCZOWE ASPEKTY RAMOWYCH ZASAD OCENY WIARYGODNOŚCI KREDYTOWEJ W EUROSISTEMIE

Ramowe zasady oceny kredytowej w Eurosystemie (ECAF) obejmują procedury i reguły składające się na obowiązujący wobec wszystkich kwalifikowanych zabezpieczeń wymóg „wysokiej wiarygodności kredytowej”. Akronim ten wprowadzono ostatnio w związku z rozszerzeniem zasad oceny kredytowej na nierynkowe instrumenty dłużne, ale kryją się pod nim standardy dotyczące zarówno instrumentów nierynkowych, jak i rynkowych. Przy ocenie wiarygodności kredytowej zabezpieczeń kwalifikowanych Eurosystem bierze pod uwagę cztery źródła oceny jakości kredytu: zewnętrzne instytucje oceny wiarygodności kredytowej (*external credit assessment institution* – ECAI), systemy ratingów wewnętrznych kontrahentów (*internal ratings-based* – IRB), narzędzia ratingowe niezależnych podmiotów zewnętrznych (*rating tools* – RT) oraz systemy oceny kredytowej krajowych banków centralnych (*in-house credit assessment system* – ICAS).

Gotowość podejmowania ryzyka kredytowego przez Eurosystem definiuje się na poziomie długoterminowego ratingu kredytowego A¹. Przekłada się to na wartość prawdopodobieństwa niewypłacalności (*probability of default* – PD) na poziomie 0,10% w skali roku. Jest to podstawowa miara ECAF odzwierciedlająca wysokie standardy wiarygodności kredytowej Eurosystemu.

Źródła oceny kredytowej i monitorowanie jej trafności

W celu zapewnienia spójności, dokładności i porównywalności czterech źródeł oceny kredytowej stosowanych w ECAF, Eurosystem opracował dla każdego z tych źródeł kryteria kwalifikacji i będzie monitorować trafność oceny według minimalnej wartości jakości kredytowej.

Jeżeli chodzi o kryteria kwalifikacji, w przypadku systemów ECAI i IRB ramowe zasady opierają się na nowej umowie kapitałowej oraz dyrektywie o wymogach kapitałowych. Zgodnie z nową umową kapitałową systemy ECAI i IRB podlegają formalnemu zatwierdzeniu i weryfikacji przez krajowe organy nadzoru, a uzyskanie zatwierdzenia jest warunkiem wystarczającym dopuszczenia wg ECAF. Narzędzie ratingowe RT jest to aplikacja niezależnego podmiotu służąca do oceny wiarygodności kredytowej dłużników na podstawie np. zbadanych przez biegłego rewidenta ksiąg rachunkowych. W celu wejścia do ECAF każdy system RT musi zostać indywidualnie zatwierdzony przez Eurosystem. Proces akceptacji obejmuje elementy procesu zatwierdzania systemów ECAI i IRB wg dyrektywy o wymogach kapitałowych. Operatorami narzędzi są podmioty, do których one należą. Z kolei kwalifikowane systemy ICAS są obecnie prowadzone przez Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France oraz Oesterreichische Nationalbank. Krajowe banki centralne zamierzające utworzyć nowy system ICAS będą podlegać procedurze weryfikacji przez Eurosystem.

Trafność oceny kredytowej wg poszczególnych systemów będzie mierzona co roku w zestawieniu z przyjętą jako punkt odniesienia wartością prawdopodobieństwa niewypłacalności przy mi-

¹ Długoterminowy rating na poziomie A wg S&P i Fitch oraz na poziomie A3 wg Moody's.

nimalnej jakości kredytowej. W razie znacznej rozbieżności między zbiorem wszystkich kwalifikowanych spółek w ramach systemu a wartością odniesienia Eurosystem może w ostateczności skorygować próg dopuszczalności dla ocen kredytowych pochodzących z systemów niespełniających wymagań.

Procedury związane z ustaleniem wysokiego standardu kredytowego

Przy ocenie standardu kredytowego rynkowych instrumentów dłużnych Eurosystem bierze pod uwagę m.in. dostępne ratingi ECAI, gwarancje udzielone przez podmioty w dobrej sytuacji finansowej oraz pewne kryteria instytucjonalne.

Jeżeli chodzi o ustalenie, czy kredytobiorcy mają wysoki standard kredytowy, kontrahent ma swobodę wyboru spośród kwalifikowanych źródeł (ECAI, IRB, RT lub ICAS). Źródło to będzie podstawowym narzędziem oceny dłużników i gwarantów przedstawiających jako zabezpieczenie nierynkowe instrumenty dłużne. Kontrahent będzie musiał pozostać przy tym źródle przez co najmniej rok. Na podstawie uzasadnionego wniosku kontrahenci mogą uzyskać zgodę na korzystanie z więcej niż jednego źródła oceny kredytowej, zwłaszcza w przypadku niewystarczającego zakresu, ale też w innych szczególnych okolicznościach wymagających większej elastyczności.

W przypadku nieobjętych ratingami rynkowych instrumentów dłużnych, których standardu kredytowego nie można ustalić na podstawie ECAI, ważnej gwarancji udzielonej przez podmiot w dobrej sytuacji finansowej lub pewnych kryteriów instytucjonalnych, kontrahenci mogą wybrać źródło oceny kredytowej analogicznie do powyższej procedury dla instrumentów nierynkowych.

Podmioty sektora publicznego

Jeżeli chodzi o ocenę standardu kredytowego podmiotów sektora publicznego, których nie obejmują powyższe systemy źródłowe, Eurosystem opracował ogólne reguły zgodne z przyjętymi w odniesieniu do tych podmiotów w nowej umowie kapitałowej.

Zasady ujawniania informacji

W przypadku rynkowych instrumentów dłużnych nadal będzie się publikować na stronach internetowych EBC listę aktywów kwalifikowanych. Na liście zostaną także umieszczone instrumenty dłużne emitowane lub gwarantowane przez podmioty sektora publicznego. Natomiast w odniesieniu do nierynkowych instrumentów dłużnych lista dłużników i gwarantów kwalifikowanych w odniesieniu do poszczególnych kontrahentów pozostanie ściśle poufna. Na stronach EBC nie będą także ogłaszane nierynkowe instrumenty dłużne emitentów emisji niepublicznych, których wiarygodność kredytowa – podobnie jak dla nierynkowych instrumentów dłużnych – oceniana jest na podstawie ICAS, IRB lub RT.

Dalsze informacje o regułach i procedurach ECAF zostaną podane w późniejszym terminie w komunikatach oraz znowelizowanej wersji „Dokumentacji ogólnej”.

5 PRZYSZŁE WYZWANIA ZWIĄZANE Z SYSTEMEM ZABEZPIECZEŃ EUROSYSTEMU

Akceptacja różnych kategorii aktywów niesie ze sobą także szereg wyzwań w sferze projektowania i prowadzenia systemu zabezpieczeń. Jeżeli chodzi o kształt tego systemu, nie będzie już możliwe stosowanie jednego zestawu kryteriów kwalifikacji. Kryteria te muszą być dostosowane do poszczególnych kategorii aktywów, tak aby spełniały one te same standardy zabezpieczenia. To samo dotyczy środków kontroli ryzyka. Aby wyrównać różnice w profilu ryzyka należy do różnych klas aktywów stosować różne środki kontroli. Jeżeli uda się tego dokonać, uzyska się jednakowy poziom ryzyka wszystkich klas aktywów. W przypadku Eurosystemu mają zastosowanie dwa ogólne zestawy kryteriów kwalifikacji i środków kontroli ryzyka – dla aktywów rynkowych i nierynkowych. Różne będą także procedury operacyjne, a zwłaszcza obsługi. Wszystko to sprawia, że niełatwo będzie zapewnić przejrzystość systemu zabezpieczeń dla kontrahentów.

Z prowadzeniem systemu zabezpieczeń wiążą się ogólnie dwa problemy. Po pierwsze, kryteria kwalifikacji instrumentów rynkowych sformułowane zostały dość ogólnie, dzięki czemu system zabezpieczeń może elastycznie reagować na nowe rozwiązania na rynku finansowym. Wiąże się z tym potrzeba stałego dostosowywania polityki Eurosystemu dotyczącej zabezpieczeń, tak aby nowe zabezpieczenia także odpowiadały poziomowi ryzyka, jaki Eurosystem gotów jest zaakceptować. Nadążanie za zmianami zachodzącymi na europejskich rynkach instrumentów o stałym dochodzie jest na pewno wyzwaniem dla Eurosystemu, gdyż na rynkach tych zachodzą szybko zmiany strukturalne, a złożoność produktów stale rośnie. Jako przykład można podać ostatnie zmiany na rynkach finansowania strukturalnego i papierów wartościowych opartych na aktywach. W ich wyniku Eurosystem musiał zmodyfikować swoją politykę dotyczącą zabezpieczeń; w maju 2006 r. wchodzi w życie nowe

kryteria dotyczące kwalifikacji papierów wartościowych opartych na aktywach. Papiery tej kategorii, które dotychczas były kwalifikowane, ale nie spełnią nowych kryteriów, pozostaną dopuszczone jako zabezpieczenia w okresie przejściowym upływającym 15 października 2006 r.¹⁵

Po drugie, jak wspomniano powyżej, akceptacja niejednorodnych klas aktywów rodzi problemy dla systemu kontroli ryzyka. Należy w tej dziedzinie osiągnąć kompromis między prostotą i dokładnością. Dlatego trzeba monitorować faktyczne wykorzystanie zabezpieczeń, aby stwierdzić, czy zachodzi potrzeba modyfikacji systemu kontroli ryzyka. Na przykład nieproporcjonalne stosowanie pewnych kategorii aktywów może świadczyć o występowaniu niekonsekwencji wymagających skorygowania, by uniknąć niepotrzebnej kumulacji ryzyka.

W tym kontekście wprowadzenie wspólnej listy stanowi zamknięcie pewnego ważnego etapu, ale Eurosystem musi nadal analizować i doskonalić swój system zabezpieczeń w kolejnych latach.

¹⁵ Zob. komunikat prasowy z 13 stycznia 2006 r. – Nowelizacja dokumentu „Realizacja polityki pieniężnej w strefie euro. Dokumentacja ogólna instrumentów i procedur polityki pieniężnej Eurosystemu” w odniesieniu do papierów wartościowych zabezpieczonych na aktywach.

EMISJE AKCJI W STREFIE EURO

W artykule przeanalizowano – z perspektywy historycznej i geograficznej – emisje kapitałowych papierów wartościowych w strefie euro w ciągu minionych 12 lat, ze szczególnym uwzględnieniem pierwotnych ofert akcji. Godny uwagi był zwłaszcza gwałtowny i bezprecedensowy wzrost wielkości kapitału (w ujęciu brutto) pozyskanego w drodze publicznej oferty akcji przez przedsiębiorstwa strefy euro w końcu lat 90. Następnie przez kilka lat aktywność w zakresie publicznych emisji akcji spadała, by ponownie ożywić się w ostatnich kwartałach. Wskazuje to na silne uzależnienie od koniunktury publicznego rynku kapitałowego w ogóle, a w szczególności rynku ofert pierwotnych.

Decyzja o publicznej emisji akcji jest dla każdego przedsiębiorstwa decyzją ważną, która może wynikać z wielu czynników. W strefie euro publiczne emisje akcji umożliwiły firmom pozyskanie znacznych środków na sfinansowanie zarówno inwestycji realnych, jak i działalności w zakresie fuzji i przejęć. Spółki dokonują publicznych emisji zazwyczaj wtedy, gdy ceny na rynku akcji są szczególnie wysokie, a niechęć inwestorów do ryzyka – niska.

I WPROWADZENIE

Z perspektywy historycznej w Europie znaczenie rynku akcji jako źródła finansów przedsiębiorstw zmieniało się, niekiedy bardzo gwałtownie¹. Zmiany na tym rynku mają z kolei wpływ na warunki finansowania przedsiębiorstw². Dla przykładu, istnienie rozwiniętego rynku akcji powoduje spadek kosztu kapitału akcyjnego i wzrost zagregowanych inwestycji. W ujęciu względnym na świecie rola publicznych rynków akcji jako źródła funduszy dla spółek giełdowych jest raczej ograniczona, przede wszystkim ze względu na zjawisko asymetrii informacyjnej. Finansowanie zewnętrzne pozyskiwane jest zazwyczaj w postaci kredytów bankowych lub dłużnych papierów wartościowych. Niemniej jednak rynek akcji odgrywa znaczącą rolę w dostarczaniu dodatkowego finansowania zewnętrznego, zwłaszcza w przypadku dużych ofert (gdzie asymetria informacyjna jest na ogół mniej istotna) lub pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa o wyższym tempie wzrostu (wchodzące na giełdę). Duże oferty akcji są zwykle związane z finansowaniem fuzji i przejęć. Jakkolwiek w artykule

omówiono wszystkie rodzaje publicznych emisji akcji, ze szczególną uwagą potraktowano oferty pierwotne, ze względu – po pierwsze – na radykalne zmiany, jakie wystąpiły na tym rynku od połowy lat 90., a po drugie – na fakt, że płynny rynek pierwotnych ofert akcji może sprzyjać przedsiębiorczości poprzez zapewnienie strategii wyjścia dla spółek finansowanych przez kapitał wysokiego ryzyka (*venture capital*)³.

Na początek w artykule wyjaśniono podstawowe koncepcje finansowania udziałowego. Następnie omówiono najważniejsze teorie finansowania przedsiębiorstw i przeanalizowano główne czynniki, które skłaniają przedsiębiorstwa do wejścia na giełdę. Następnie w świetle tych czynników objaśniono zjawiska zachodzące w ostatnich 12 latach w sferze publicznych emisji akcji.

2 PODSTAWOWE KONCEPCJE FINANSOWANIA UDZIAŁOWEGO

Kapitałowe (udziałowe) papiery wartościowe inkorporują prawo udziału w spółce. W przeciwieństwie do umowy wierzycielskiej, w przypadku której dłużnik zobowiązany jest wypłacać wierzycielowi określone stałe (lub zmien-

¹ Na przykład w większości krajów europejskich wielkość kapitału pozyskanego w drodze emisji akcji jako procent nakładów brutto na środki trwałe była wyższa w roku 1913 niż w 1990. Zob. Rajan, N. i Zingales, L. (2003): *The great reversals: The politics of financial development in the 20th Century*. Journal of Financial Economics t. 69, wyd. 1, str. 5-50.

² Zob. Levine, R. (2003): *Finance and growth: theory and evidence*, Handbook of Economic Growth.

³ Zob. też cz. 2. Kapitał wysokiego ryzyka specjalizuje się w zapewnianiu finansowania kapitałowego spółkom, które nie mogą uzyskać finansowania zewnętrznego za pomocą kredytu bankowego ze względu na wysoki poziom ryzyka. Pierwotna oferta publiczna pozwala tego rodzaju finansistom wycofać swoją początkową inwestycję poprzez sprzedaż swojego udziału w spółce.

ne) oprocentowanie, umowa udziałowa nadaje inwestorowi prawo do partycypacji w zyskach spółki. Kapitałowe papiery wartościowe można emitować albo prywatnie w formie nienotowanych udziałów, albo publicznie w postaci akcji notowanych na giełdzie. W cyklu życia spółki możliwe jest korzystanie z obu tych sposobów, a wybór metody finansowania zależy często od tego, na jakim etapie cyklu finansowania znajduje się dany podmiot. Źródłem kapitału prywatnego mogą być początkowe inwestycje właścicieli spółki, późniejsze inwestycje prywatnych inwestorów bądź akumulacja niepodzielonych zysków spółki.

Rynek kapitału prywatnego dostarcza kapitału udziałowego firmom nienotowanym na giełdzie. Na rynku tym kapitał wysokiego ryzyka jest udostępniany przez inwestorów na sfinansowanie „rozruchu” nowej spółki wysokiego ryzyka, w zamian za udziały w takiej spółce⁴. W przypadku publicznej emisji akcji różniamy emisje pierwotne – gdy akcje spółki są dopuszczane do obrotu na giełdzie po raz pierwszy – i emisje wtórne, gdy spółka już dopuszczona do obrotu emituje dodatkowe akcje. W obu sytuacjach spółka może się zdecydować na zastąpienie istniejących nienotowanych udziałów notowanymi akcjami (kapitał publiczny) lub wyemitować nowe akcje. Środki pozyskane dzięki nabyciu nowo utworzonych akcji pozostają w spółce, natomiast wpływy ze sprzedaży zastąpionych udziałów są kierowane do pierwotnych inwestorów⁵.

PODSTAWOWE TEORIE FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW

Przed przystąpieniem do analizy sytuacji w zakresie emisji akcji pomocne będzie zarysowanie najważniejszych teorii dotyczących struktury finansowania przedsiębiorstw, a zwłaszcza stosunku finansowania wierzycielskiego do finansowania kapitałowego.

Biorąc pod uwagę wyżej wymienione cechy umowy udziałowej (w przeciwieństwie do umowy wierzycielskiej umowa udziałowa ma z zasady nieograniczony okres zapadalności), finansowanie kapitałowe może być szczególnie przydatne przy pozyskiwaniu środków na realizację planów inwestycji w środki trwałe lub przejmowania innych spółek. Z perspektywy teorii finansowania przedsiębiorstw jedną z głównych konsekwencji publicznej emisji akcji jest zmiana struktury jego finansowania. Wprawdzie na rynku idealnym wartość spółki jest niezależna od jej struktury finansowej⁶, ale w realnym świecie z wielu powodów wybór struktury finansowania jest istotny. W istocie w najnowszych teoriach finansowania przedsiębiorstw wybór struktury finansowania opiera się na modelach odchodzących od paradygmatu rynku idealnego⁷. Zgodnie z teorią wyboru przedsiębiorstwa określają docelową proporcję długu do kapitału wyważając korzyści i koszty finansowania kapitałowego i wierzycielskiego. Ważną rolę w tych rozważaniach mogą pełnić na przykład względy podatkowe, bo w większości krajów dług jest zwykle opodatkowany niżej niż kapitał. Jednocześnie wyższa kapitalizacja może oznaczać mniejsze prawdopodobieństwo wystąpienia trudności finansowych.

Innym czynnikiem, który może mieć wpływ na strukturę kapitałową firmy oraz na decyzję, czy wyemitować więcej kapitału jest zjawisko asymetrii informacyjnej pomiędzy jej kierownictwem a zewnętrznymi akcjonariuszami. Asymetria informacyjna polega na tym, że kierownictwo ma zwykle lepsze informacje na temat perspektyw spółki niż zewnętrznymi inwestorzy, co dla tych ostatnich stanowi problem. Zgodnie z tzw. teorią porządku dziobania, istnieje pewna preferowana kolejność źródeł finansowania, uzależniona od skali asyme-

⁴ Zob. ramka 2 pt. *The development of private equity and venture capital in Europe* w Biuletynie Miesięcznym z października 2005.

⁵ Zob. Jenkinson, T. i Ljungqvist, A. (2001): *Going Public: the Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, wyd. 2, Oxford University Press.

⁶ Modigliani, F. i Miller, M.H. (1958): *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. American Economic Review t. 48, nr 3, str. 261-297.

⁷ Przegląd różnych modeli teoretycznych można znaleźć w pracach Tirole, J. (2006): *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press. Analizę empiryczną teorii porządku dziobania można znaleźć w pracy Fama, E.F. i French, K.R. *Financing decisions: who issues stock?* Journal of Financial Economics t. 76, wyd. 3, str. 549-582.

trii informacyjnej pomiędzy kierownictwem a inwestorami w przypadku poszczególnych źródeł finansowania. Przedsiębiorstwa wolą więc finansować nowe inwestycje przede wszystkim ze źródeł wewnętrznych (takich jak niepodzielone zyski), w dalszej kolejności z zewnętrznego finansowania wierzycielskiego, a dopiero na końcu – przy pomocy publicznej emisji akcji. Teoria ta po części tłumaczyłaby, dlaczego wtórne emisje akcji są stosunkowo rzadkie⁸.

GŁÓWNE POWODY WCHODZENIA NA GIEŁDĘ

Podczas gdy spółki już notowane stosunkowo rzadko emitują dodatkowe kapitałowe papiery wartościowe – głównie ze względu na asymetrię informacyjną – przeprowadzenie pierwotnej oferty publicznej jest jedną z najważniejszych decyzji finansowych w historii przedsiębiorstwa, ma bowiem poważne skutki ekonomiczne. Patrząc przez pryzmat rynku ofert pierwotnych, jednym z głównych celów emisji akcji jest uzyskanie środków na sfinansowanie długoterminowych inwestycji (realnych i finansowych). Ponadto notowanie na giełdzie akcji spółki zwiększa jej autonomię finansową, zmniejszając jej uzależnienie od pojedynczego źródła finansowania (np. banku czy kapitału wysokiego ryzyka) i poszerzając dostęp do publicznych rynków kapitałowych za pośrednictwem obligacji korporacyjnych lub kolejnych emisji akcji. Dla właścicieli spółki emisja akcji jest też sposobem dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego dzięki możliwości sprzedaży udziałów w spółce na płynnym rynku. Kolejną zaletą emisji publicznej jest zwiększona rozpoznawalność nazwy spółki. Ponadto od momentu oferty publicznej inwestorzy uzyskują lepsze informacje o spółce dzięki poprawie przejrzystości i obowiązkowi sprawozdawczym, które są warunkiem dopuszczenia do obrotu. Jednocześnie cena akcji spółki stanowi miarę jej wartości i działa jako mechanizm dyscyplinujący jej kierownictwo.

Z drugiej strony wprowadzenie akcji na giełdę wiąże się z szeregiem niedogodności dla spółki. Po pierwsze, emisja akcji jest procesem kosztownym – spółka musi ponieść koszty np. prowizji gwaranta emisji, koszty prawne i inne, wynikające głównie z potrzeby spełnienia dodatkowych wymogów w zakresie wykazywania informacji. Ponadto z perspektywy inwestorów wejście spółki na giełdę oznacza rozproszenie własności, co może spowodować poszerzenie rozdźwięku między inwestorami i kierownictwem. Takie rozdzielenie własności od kontroli może rodzić tzw. problem pryncypała i agenta, polegający na tym, że kierownictwo spółki ma dokładniejsze informacje na temat jej perspektywy niż zewnętrzni inwestorzy kapitałowi, co powoduje, że interesy tych dwóch grup przestają być zbieżne. Na koniec należy zauważyć, że publiczna emisja akcji naraża spółkę na presję ze strony akcjonariuszy, którzy niekiedy przesadnie koncentrują się na wynikach krótkoterminowych.

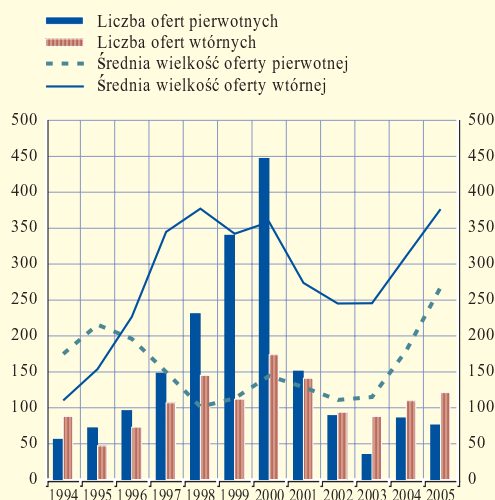
3 ANALIZA PRZEMIAN NA RYNKACH AKCJI STREFY EURO

Dane dotyczące emisji akcji (w ujęciu brutto) w ciągu ostatnich 12 lat uzyskane od podmiotów komercyjnych wskazują, że w latach 1994-2005 w aktywności w zakresie pierwotnych i wtórnych ofert publicznych można wyróżnić dwie odrębne fazy (zob. wykres 1). Do połowy lat 90. emisja akcji stanowiła opcję finansowania jedynie dla bardzo ograniczonej liczby spółek. Na przykład w 1994 r. w strefie euro tylko około 55 spółek przeprowadziło oferty publiczne. Poważnemu wzrostowi cen na rynku akcji w końcu lat 90. towarzyszył też rekordowy wzrost aktywności w zakresie pierwotnych ofert publicznych. Liczba wtórnych ofert publicznych w tym samym okresie rosła wolniej. Obniżenie oczekiwań co do wysokości zysków w połączeniu z poważnymi problemami z zakresu ładu korporacyjnego, które wystąpiły w szeregu notowanych spółek nadwątlily zaufanie inwestorów i poważnie zahamowały emisje akcji. W tej sytuacji liczba pierwotnych ofert publicznych spadła z aż 477

⁸ Zob. Tirole, J. (2006): *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.

Wykres 1 Liczba oraz średnia wielkość pierwotnych i wtórnych ofert akcji przedsiębiorstw strefy euro

(liczba emisji; w mln EUR, dane roczne)



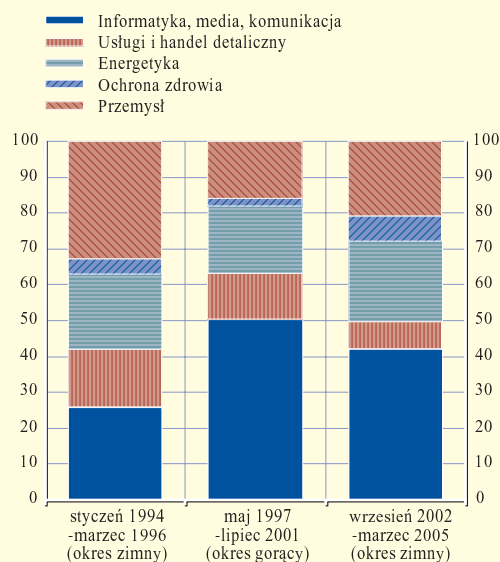
Źródło: Thomson Financial Database.
Uwaga: Średnie wielkości ofert publicznych i wtórnych obliczono jako dwuletnie średnie ruchome.

w 2000 r. do 151 rok później i zaledwie 35 w 2003 r. Ogólnie rzecz biorąc pewien poziom wahań wolumenu emisji akcji jest normalny w większości krajów rozwiniętych. Taka znacząca zmienność publicznych rynków kapitałowych charakteryzuje się występowaniem tzw. gorących okresów, w których występuje znaczące zgrupowanie aktywności w dziedzinie emisji akcji oraz zimnych okresów, w których jest ona niewielka.

W końcu lat 90. duża liczba przedsiębiorstw całkowicie lub częściowo państwowych została sprywatyzowana, a ich akcje trafiły na giełdę. Jednakże duży odsetek emisji przeprowadzonych w tym okresie należałoby zaliczyć do tzw. nowej gospodarki. Udział kapitału pozyskanego w drodze publicznej emisji akcji był szczególnie wysoki w sektorach, od których oczekiwano wysokiego wzrostu, a zarazem obciążonych znaczną niepewnością co do poziomu przyszłych zysków. Zwłaszcza emisje akcji spółek

Wykres 2 Publiczne emisje akcji brutto w strefie euro w okresach „gorących” i „zimnych” według sektora

(udział procentowy)



Źródło: Thomson Financial Database.
Uwaga: Okresy „zimne” i „gorące” zdefiniowano na podstawie dolnego i górnego tercyla (poniżej 33% i powyżej 66%) uporządkowanego według wielkości szeregu emisji akcji. Szereg emisji akcji obliczono jako trzymiesięczne scentrowane średnie ruchome.

z sektora informatyki, mediów i telekomunikacji opierały się na oczekiwaniach wysokich (choć niepewnych) zysków. Wykres 2 przedstawia sektorowy rozkład emisji akcji w okresach „gorącym” i „zimnym”. Udział sektora informatyki, mediów i telekomunikacji w łącznych emisjach akcji wzrósł z 26% w „zimnym” okresie pierwszej połowy lat 90. do 50% w okresie „gorącego rynku”, czyli od połowy 1997 r. do połowy 2001 r. Mimo iż emisje akcji w tym sektorze odnotowały spadek w kolejnej „zimnej” fazie rynku (od końca 2002 r. do początku 2005 r.), nadal stanowią stosunkowo wysoki (42%) odsetek wszystkich emisji.

Wzrost liczby nowych emisji (ofert pierwotnych) w końcu lat 90. wiązał się również z jednoczesnym rozwojem wyspecjalizowanych rynków akcji. Początkowo powstały one w celu umożliwienia dostępu do finansowania przy pomocy emisji akcji innowacyjnym spółkom o wysokim potencjale wzrostu, które jednak nie speł-

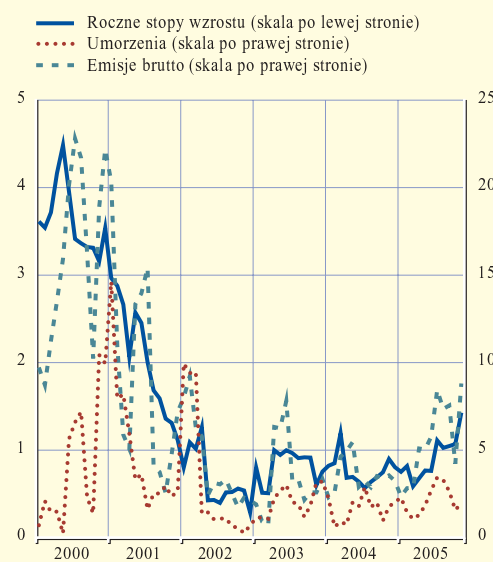
niały warunków dopuszczenia do obrotu na tradycyjnych giełdach papierów wartościowych. Jednym z takich rynków była EURO.NM, paneuropejska grupa pięciu giełd papierów wartościowych udostępniająca kapitał publiczny głównie nowszym i bardziej ryzykownym spółkom. W latach 1998-2002 liczba spółek notowanych na EURO.NM szybko wzrosła. Jednak wskutek załamania oczekiwań co do dalszego wzrostu cen akcji spółek tzw. nowej gospodarki, w grudniu 2000 r. EURO.NM przestała istnieć, a w 2003 r. została zamknięta jej najważniejsza giełda – frankfurcki Neuer Markt.

Jakkolwiek powyższa analiza skupia się na wartości brutto emisji akcji, dokładna ocena powinna również uwzględniać umorzenia akcji, ponieważ przedsiębiorstwa niekiedy odkupują lub wycofują z giełdy część wyemitowanych akcji (a nawet wszystkie), co oczywiście zmienia ich sytuację finansową. Dane Eurosystemu na temat wartości netto wyemitowanych akcji, z uwzględnieniem transakcji finansowych w strefie euro, są dostępne dopiero od 2000 r. Na wykresie 3 pokazano, że po szybkim wzroście w latach 2000-2001 roczne tempo wzrostu wyemitowanego kapitału akcyjnego w strefie euro spadło i pozostało na stałym poziomie przez następne trzy lata. Od połowy 2005 r. odnotowano pewne przyspieszenie tempa wzrostu emisji, jednak utrzymuje się ono znacznie poniżej rekordowego poziomu odnotowanego w latach 90. W celu uzyskania pełnego i wyczerpującego obrazu wartości netto wyemitowanych akcji, zwłaszcza w porównaniu z innymi źródłami finansowania przedsiębiorstw, konieczne jest przeanalizowanie rachunków sektora przedsiębiorstw (zob. ramka poniżej).

W strefie euro rynki pierwotnych i wtórnych emisji akcji mają mniej więcej zbliżoną wielkość z punktu widzenia wolumenu emisji w ostatnich dziesięciu latach. Niemniej jednak w dalszej części artykułu skoncentrowano się jedynie na pierwotnych ofertach akcji, z następujących powodów. Po pierwsze, jak już wspomniano, decyzja o wprowadzeniu akcji do publicznego obrotu po raz pierwszy ma ważne konsekwencje ekonomiczne dla firmy (takie

Wykres 3 Notowane akcje wyemitowane przez przedsiębiorstwa strefy euro

(roczne stopy wzrostu wartości w obiegu; zmiany w procentach; transakcje w mld EUR, dane miesięczne)



Źródło: EBC.

Uwagi: Emisje brutto i umorzenia według trzymiesięcznych średnich ruchomych. Stopy wzrostu obliczono na podstawie transakcji finansowych.

jak możliwe rozdzielenie własności od kontroli). Po drugie, rozwinięty rynek pierwotnych ofert publicznych jest ważny dla promowania przedsiębiorczości, ponieważ oferuje sposób wycofania się z inwestycji dla kapitału wysokiego ryzyka. Po trzecie rynek pierwotnych ofert akcji jest szczególnie interesujący w świetle spektakularnego wzrostu pierwotnych emisji od połowy lat 90. i jego wyraźnego związku z cyklem koniunkturalnym.

4 DETERMINANTY AKTYWNOŚCI W DZIEDZINIE PIERWOTNYCH OFERT AKCJI W STREFIE EURO

Jak wskazano powyżej, jedną z uderzających cech rynku akcji w ogóle, a pierwotnych ofert akcji w szczególności jest ich cykliczność (zob. też ramka powyżej). Cykliczność pier-

ANALIZA PRZEMIAN W FINANSOWANIU KAPITAŁOWYM NA PODSTAWIE RACHUNKÓW STREFY EURO

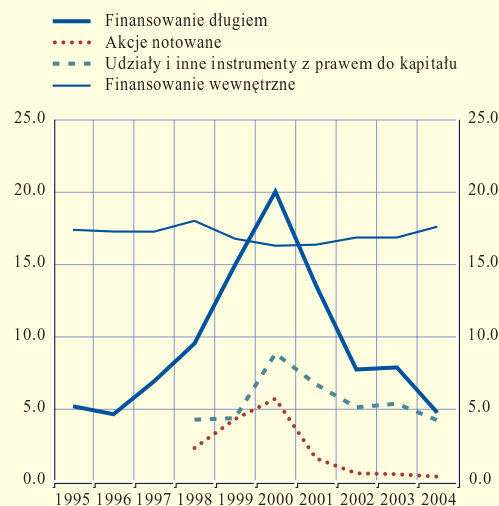
Poniżej przeanalizowano sytuację w zakresie emisji akcji w strefie euro na podstawie informacji z rachunków sektora przedsiębiorstw strefy euro¹. Dane te przedstawiają w całościowej perspektywie sytuację w zakresie finansowania przedsiębiorstw, umożliwiając ocenę – na poziomie zagregowanym – znaczenia finansowania kapitałowego w porównaniu z innymi sposobami finansowania zewnętrznego i wewnętrznego. Ponadto statystyki te umożliwiają wgląd w kwestię wykorzystania finansowania przez przedsiębiorstwa na inwestycje finansowe i niefinansowe.

Dla potrzeb rachunków finansowych kategoria „udziały” obejmuje wartość netto emisji akcji dopuszczonych do obrotu, innych akcji i udziałów oraz pozostałych instrumentów z prawem do kapitału (lub wartość netto zaciągniętych zobowiązań z ich tytułu). Akcje dopuszczone do obrotu obejmują akcje notowane na giełdzie lub innym rynku wtórnym. Inne akcje i udziały obejmują papiery wartościowe, które zasadniczo są zbywalne, ale nie są notowane na rynku

¹ Dane analizowane w tej ramce przedstawione są również w tabeli 2 pt. „Oszczędności, inwestycje i finansowanie w skali roku”, w części 3.4 rozdziału „Statystyka strefy euro”. Dane te mogą ulec korekcje, jeśli pojawią się nowe źródła danych.

Wykres A Źródła finansowania przedsiębiorstw strefy euro (w ujęciu netto)

(jako procent wartości dodanej brutto przedsiębiorstw)

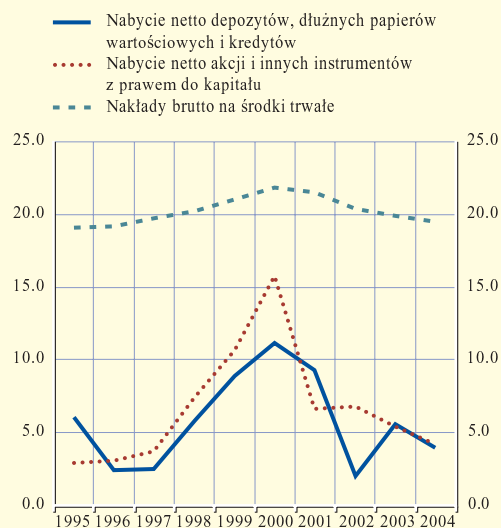


Źródła: EBC Dane i obliczenia EBC.

Uwaga: Finansowanie długiem obejmuje kredyty i pożyczki, dłużne papiery wartościowe oraz rezerwy funduszy emerytalnych. Udziały i inne instrumenty z prawem do kapitału obliczono jako różnicę łącznej wartości kapitału i akcji dopuszczonych do obrotu. Finansowanie wewnętrzne (czyli oszczędności brutto) odpowiada sumie niepodzielonych zysków i zużycia kapitału trwałego (amortyzacji). Wartość dodana brutto przedsiębiorstw jest częściowo szacowana.

Wykres B Wykorzystanie kapitału przedsiębiorstw strefy euro

(jako procent wartości dodanej brutto przedsiębiorstw)



Źródła: dane i obliczenia EBC.

Uwaga: Nabycie netto depozytów, dłużnych papierów wartościowych i kredytów obejmuje również środki pieniężne. Wartość dodana brutto przedsiębiorstw jest częściowo szacowana.

publicznym (np. udziały). Pozostałe instrumenty z prawem do kapitału obejmują wszelkie inne instrumenty reprezentujące prawa własności do przedsiębiorstwa.

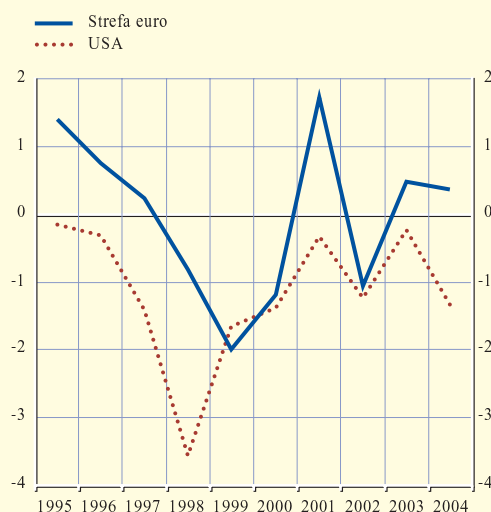
Na wykresie A przedstawiono przebieg zmian w wykorzystaniu różnych źródeł finansowania wyrażonym jako odsetek wartości dodanej brutto (WDB) w sektorze przedsiębiorstw w latach 1995-2004. W okresie tym finansowanie zewnętrzne, obejmujące finansowanie kapitałowe i wierzycielskie (w tym kredyty, dłużne papiery wartościowe i rezerwy funduszy emerytalnych) było procykliczne. Dla większości źródeł finansowania zewnętrznego ich udział w WDB wzrósł w okresie wysokiej koniunktury w końcu lat 90. Jeśli chodzi o emisje akcji dopuszczonych do obrotu (dla których dane są dostępne od czwartego kwartału 1997 r.), szczególnie wysoki ich wzrost miał miejsce w latach 1998-2000. Wzrost ten prawdopodobnie wiąże się ze spektakularną hossą na rynkach akcji w tym okresie (zob. rozdz. 4). Dla odmiany w latach 2001-2004 gwałtownie obniżyły się oczekiwania co do wysokości zysków, a publiczne emisje akcji netto odnotowały bardzo zauważalny spadek. Przebieg zmian w wartości netto finansowania akcjami notowanymi na giełdach był bardzo zbliżony do przebiegu emisji akcji brutto (zob. rozdz. 3). W ujęciu względnym spadek finansowania netto za pośrednictwem akcji nienotowanych i instrumentów z prawem do kapitału w latach 2001-2004 był łagodniejszy niż spadek akcji giełdowych.

Obok finansowania zewnętrznego przedsiębiorstwa pozyskują również środki ze źródeł wewnętrznych. W tym artykule finansowanie wewnętrzne definiuje się jako oszczędności brutto, które zasadniczo odpowiadają sumie niepodzielonych zysków i zużycia kapitału trwałego (amortyzacji). W sensie ekonomicznym finansowanie wewnętrzne można również uznać za reinwestycję środków kapitałowych przez udziałowców i zatrzymanie ich w firmie. Finansowanie zewnętrzne jako odsetek WDB utrzymywało się za stosunkowo stabilnym poziomem, osiągając wartość maksymalną w 1998 r. i odnotowując spadek w latach 1999-2000. W ostatnim okresie finansowanie wewnętrzne w relacji do WDB znowu zaczęło rosnąć.

Łączna wartość źródeł finansowania (wewnętrznego i zewnętrznego, z uwzględnieniem transferów kapitałowych netto) w równaniu księgowym musi być równa łącznemu wykorzystaniu środków. Mówiąc ogólnie łączne wykorzystanie środków można podzielić na nabycie netto aktywów finansowych i nabycie netto aktywów niefinansowych. Nabycie netto aktywów finansowych można podzielić na dwie główne kategorie: po pierwsze – akcje i inne instrumenty

Wykres C Skonsolidowane finansowanie

(jako procent wartości dodanej brutto przedsiębiorstw)



Źródła: EBC, amerykańskie rachunki przepływów funduszy i obliczenia EBC.

Uwagi: „Skonsolidowane” finansowanie kapitałowe netto strefy euro obliczono jako różnicę emisji netto akcji i innych instrumentów z prawem do kapitału oraz nabycia netto akcji i innych instrumentów z prawem do kapitału. W przeciwieństwie do właściwej konsolidacji (tj. eliminacji wszystkich transakcji danymi instrumentami finansowymi wewnątrz określonego sektora), emisje netto i nabycie netto akcji (i innych instrumentów kapitałowych) obejmują również transakcje akcjami z innymi sektorami i z resztą świata. Wartość dodana brutto przedsiębiorstw w strefie euro jest częściowo szacowana.

udziałowe, po drugie – pozostałe aktywa finansowe, w tym środki pieniężne, depozyty, dłużne papiery wartościowe, kredyty, instrumenty pochodne, rezerwy techniczne instytucji ubezpieczeniowych i inne zobowiązania. Na nabycie netto aktywów niefinansowych składają się głównie nakłady brutto na środki trwałe.

Przebieg zmian pokazanych na wykresie B wskazuje, że nabycie netto aktywów finansowych wyrażone jako udział w WDB – a w szczególności nabycie netto akcji i innych instrumentów udziałowych – ma charakter stosunkowo procykliczny. Porównanie działalności inwestycyjnej z przebiegiem przepływów finansowania netto (wykres A) wskazuje na silną równoległość przebiegu finansowania kapitałowego netto i nabycia netto instrumentów z prawem do kapitału, co sugeruje, że wpływy z emisji akcji były często wykorzystywane do sfinansowania fuzji i przejęć (zob. też rozdz. 4).

Porównanie międzynarodowe

Założenia koncepcyjne statystyki w strefie euro i w Stanach Zjednoczonych różnią się w wielu punktach. W celu porównania emisji akcji na tych dwóch obszarach gospodarczych konieczne jest więc przeprowadzenie pewnych korekt².

W amerykańskim rachunku przepływów środków (funduszy) po stronie aktywów bilansu przedsiębiorstw nie wykazuje się nabycia akcji i innych instrumentów kapitałowych. Dzieje się tak, ponieważ zakup akcji przez przedsiębiorstwo jest traktowany jako umorzenie akcji po stronie pasywów, zgodnie z rozumowaniem, że zakupy akcji związane są głównie z lokalną aktywnością w zakresie fuzji i przejęć oraz odkupem akcji. W strefie euro natomiast w rachunkach finansowych sektora przedsiębiorstw nabycie netto akcji wykazuje się po stronie aktywów (za wyjątkiem przypadków całkowitej fuzji z pełnym umorzeniem akcji wyemitowanych, ale nieopłaconych). Aby zatem umożliwić lepsze porównanie i większą spójność z amerykańskim ujęciem przepływów środków skonstruowaliśmy przybliżoną miarę „skonsolidowanego” finansowania kapitałowego dla strefy euro, stanowiącą różnicę finansowania kapitałowego netto i nabycia netto instrumentów kapitałowych.

Wykres C przedstawia porównanie finansowania kapitałowego w tych dwóch obszarach gospodarczych. W latach 1995-2004 skonsolidowane finansowanie kapitałowe netto w Stanach Zjednoczonych przyjmowało wartość ujemną, głównie ze względu na odkup akcji (*buy-back*) i wycofanie akcji po fuzjach. W strefie euro podobna sytuacja miała miejsce w okresach nasilenia aktywności w zakresie fuzji i przejęć w końcu lat 90. oraz w 2002 r. Sugeruje to, że zarówno połączenia i przejęcia spółek, jak i odkup akcji były w analizowanym okresie bardziej rozpowszechnione w Stanach Zjednoczonych niż w strefie euro.

² Dane w rachunkach narodowych strefy euro zestawia się zgodnie z europejskim systemem rachunków narodowych i regionalnych (ESA 95), który jest zasadniczo zgodny z międzynarodowym systemem rachunków narodowych SNA 93. Stany Zjednoczone nie w pełni stosują jednak SNA 93, stąd też istnieją pewne różnice w pojęciach statystycznych stosowanych w strefie euro w i Stanach Zjednoczonych. Więcej informacji na temat tych różnic metodycznych można znaleźć w artykułach „*Developments in private sector balance sheets in the euro area and the United States*” w Biuletynie Miesięcznym z lutego 2004 r. i „*Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan*” w Biuletynie Miesięcznym z kwietnia 2005 r.

wotnych ofert akcji może być również związana z teoriami finansowania przedsiębiorstw. Dla przykładu, okresy hossy zbiegają się zwykle z okresami niskiej awersji do ryzyka u inwestorów, kiedy to faktyczna lub postrzegana asymetria informacyjna pomiędzy kierownictwem i inwestorami – uwypuklana w teorii „porządku dziobania” – traci na znaczeniu, co obniża koszty publicznych emisji akcji. Ponadto są mocne dowody na silne powiązanie poziomu aktywności w zakresie emisji akcji z wysokością ich cen. Kierownictwo spółki – dysponujące zazwyczaj dokładniejszymi informacjami o jej oczekiwanych zyskach – może emitować akcje w okresach hossy, kiedy ceny akcji są wysokie, a zatem relatywny koszt emisji spada. Dowody empiryczne wskazują, że jednym z czynników powodujących hossę jest wysoki popyt na fundusze potrzebne na inwestycje w środki trwałe i inwestycje finansowe związane z oczekiwaniami wysokich zysków.

Wykres 4 Wolumen pierwotnych ofert publicznych a wzrost inwestycji w strefie euro

(w mld EUR; zmiany w procentach; dane kwartalne)



Źródła: Eurostat i Thomson Financial Database.

Uwagi: Szereg wolumenu pierwotnych ofert publicznych odnosi się do wartości brutto pierwotnych publicznych emisji akcji przedsiębiorstw strefy euro. Szereg według scentrowanych średnich ruchomych za cztery kwartały.

ZAPOTRZEBOWANIE NA INWESTYCJE REALNE

Choć trudno jest rozdzielić różne czynniki leżące u podstaw decyzji o publicznej emisji akcji, znaczącą rolę odgrywać może koniunktura. Dzieje się tak, bo pozyskany dzięki emisji kapitał jest często wykorzystywany na sfinansowanie potrzeb inwestycyjnych (inwestycji w środki trwałe), które są różne w zależności od momentu w cyklu koniunkturalnym. Tak więc zapotrzebowanie na środki jest wyższe w okresach silniejszego popytu na inwestycje trwałe wynikającego z poprawy oczekiwań gospodarczych⁹. Na wykresie 4 pokazano przebieg zmian wolumenu pierwotnych ofert publicznych i nakładów brutto na środki trwałe w strefie euro. Mimo wzrostu nakładów brutto na środki trwałe w strefie euro w latach 1994-1998, emisje akcji pozostały ograniczone. Związek emisji akcji z działalnością w sferze gospodarki realnej w ostatnich latach nieco się nasilił. Jednocześnie aktywność w zakresie emisji akcji wydaje się mieć pewne opóźnienie w stosunku do inwestycji w środki trwałe. Ogólnie rzecz biorąc wahania aktywności emisyjnej były znacznie bardziej zauważalne niż zmiany nakładów kapitałowych, co sugeruje, że zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji kapitałowych nie jest jedynym czynnikiem wyjaśniającym to zjawisko.

WYBÓR MOMENTU EMISJI I NASTROJE INWESTORÓW

Jak wskazano powyżej, istnieją czynniki stanowiące zachętę dla firm, by przeprowadzić emisję w momencie, gdy ceny na rynku akcji są szczególnie wysokie. To by po części tłumaczyło jedno z charakterystycznych zjawisk na rynku akcji, a mianowicie słabsze w długim okresie wyniki spółek przeprowadzających pierwotne oferty publiczne w porównaniu z in-

⁹ Najnowsze studia empiryczne sugerują, że emisje akcji są związane ze wzrostem inwestycji zarówno na poziomie mikro, jak i makro. Zob. Lowry, M.: *Why does IPO volume fluctuate so much?* Journal of Financial Economics, t. 67, wyd. 1, str. 3-40 oraz Kim, W. i Weisbach, M.S. (2005): *Do firms go public to raise capital?* National Bureau of Economic Research, Working Paper 11197.

nymi spółkami z tego samego sektora i o podobnej wielkości¹⁰.

Na wykresie 5 widać, że zmiany wolumenu pierwotnych publicznych ofert akcji w strefie euro odzwierciedlają przebieg wskaźnika wartości rynkowej do wartości księgowej w szerokim indeksie giełdowym. Ponadto znaczne wzrosty cen akcji zazwyczaj następowały po okresach ożywienia w emisji akcji. Wydaje się, że znaczące spadki wskaźnika wartości rynkowej do księgowej w latach 2001-2002 przyczyniły się do niemal całkowitego zahamowania emisji akcji w tym okresie. Powodem takiego stanu rzeczy może być fakt, że kierownictwo spółek podejmuje emisje akcji

głównie wtedy, gdy rynek wycenia ich spółek na właściwym lub zawyżonym poziomie¹¹. W pierwszym przypadku opinie kierownictwa są zgodne z opiniami inwestorów, ceny akcji trafnie odzwierciedlają korzystne wiadomości gospodarcze (np. pozytywny szok w zakresie produktywności), co przyczynia się do wzrostu cen akcji i skłania do ich emisji. W drugim przypadku ożywienie aktywności w zakresie emisji akcji może częściowo być skutkiem poprawy oczekiwań gospodarczych a częściowo – nieuzasadnionego wzrostu cen akcji wynikającego z irracjonalnych zachowań inwestorów. Niezmiernie trudno jest odpowiedzieć na pytanie, czy wysoki poziom wskaźnika wartości rynkowej do księgowej należy interpretować

¹⁰ Wyjaśnia to również zazwyczaj negatywna reakcja rynku na ogłoszenie wtórnej oferty publicznej. Zarys zagadnienia można znaleźć w Ritter, J.R. (2003): *Investment banking and securities issuance*. Handbook of the Economics of Finance.

¹¹ Zob. Baker, M. i Wurgler, J. (2002): *Market timing and capital structure*. The Journal of Finance t. 57, wyd. 1, str. 1-32. Bardziej ostrożne poglądy prezentują Dittmar, A. i Thakor, A. (2006): *Why do firms issue equity*. The Journal of Finance, w publikacji.

Wykres 5 Wolumen pierwotnych ofert publicznych a stosunek wartości rynkowej do wartości księgowej w szerokim indeksie giełdowym w strefie euro

(w mld EUR; stosunek, dane kwartalne)



Źródła: Datastream i Thomson Financial Database.
Uwagi: Szereg wolumenu pierwotnych ofert publicznych odnosi się do wartości brutto pierwotnych publicznych emisji akcji przedsiębiorstw strefy euro. Stosunek wartości rynkowej do księgowej odnosi się do szerokiego indeksu giełdowego strefy euro dla przedsiębiorstw niefinansowych. Szereg według scentrowanych średnich ruchomych za cztery kwartały.

Wykres 6 Wolumen pierwotnych ofert publicznych a ocena wartości akcji giełdowych strefy euro przez inwestorów

(w mld EUR; odsetek netto; dane kwartalne)



Źródła: obliczenia EBC i Merrill Lynch Regional Fund Manager Survey.

Uwagi: Szereg percepcji zawyżonej oceny opiera się na sondażu przeprowadzonym wśród firm zarządzających funduszami w strefie euro i odnosi się do odsetka netto zarządzających funduszami, według których ceny na rynkach akcji strefy euro są zawyżone. Szereg wolumenu pierwotnych ofert publicznych odnosi się do wartości brutto pierwotnych publicznych emisji akcji przedsiębiorstw strefy euro. Szereg według scentrowanych średnich ruchomych za cztery kwartały.

jako nieuzasadnione zawyżenie cen akcji, będące samo w sobie powodem skłaniającym spółki do wejścia na giełdę. Wykres 6 pokazuje, że pierwotne oferty publiczne w strefie euro są silnie skorelowane z tym, jaki odsetek firm zarządzających funduszami postrzega ceny na rynkach akcji strefy euro jako zawyżone. W 1999 i 2000 odsetek ten wzrósł, by następnie spaść równoległe ze spadkiem cen na rynkach akcji i poziomem emisji akcji w latach 2001-2002. W ostatnich latach wśród firm zarządzających funduszami dominował pogląd, że ceny na rynkach akcji są zaniżone.

Innym czynnikiem, który może tłumaczyć wybór momentu emisji są nastroje inwestorów. Zmiany poziomu optymizmu inwestorów w czasie mogą mieć wpływ na koszt emisji akcji, a tym samym na ilość wyemitowanego kapitału. Na przykład nadmierna awersja do ryzyka wynikająca ze spadku cen na rynkach akcji może doprowadzić do wzrostu kosztów kapitału i w związku z tym zniechęcić spółki do emisji. Jakkolwiek nastroje inwestorów

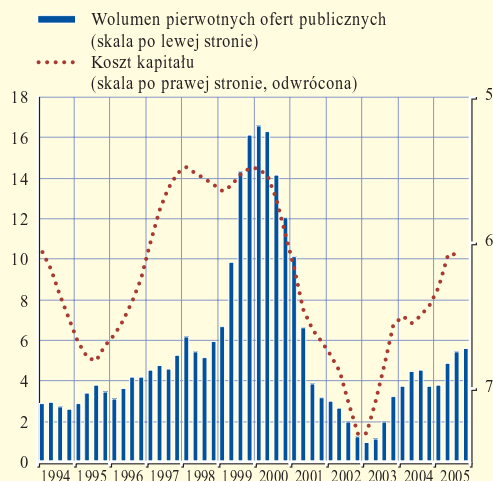
w czasie nieuchronnie się zmieniają, trudno jest dokonać empirycznych pomiarów awersji do ryzyka i skłonności inwestorów do inwestowania na rynku akcji.

Wszystkie powyższe czynniki wpływają na koszt finansowania kapitałowego. W szczególności – poprawa nastrojów inwestorów i oczekiwań gospodarczych oraz wyższe ceny na rynkach akcji obniżają koszty emisji kapitału. Chociaż nie sposób jest zmierzyć dokładnie kosztów finansowania kapitałowego (głównie ze względu na niepewność co do przyszłych zysków spółki), EBC regularnie je szacuje na podstawie trzystopniowego modelu dyskontowania dywidendy i prognoz zysków sporządzanych przez analityków¹². Szacunki te przedstawiono na wykresie 7, obok wolumenu ofert pierwotnych. Jak można oczekiwać,

¹² Zob. ramka pt. „A three-stage dividend discount model for the euro area” w artykule *Extracting information from financial asset prices* w Biuletynie Miesięcznym z listopada 2004. Zob. też ramka pt. „The cost of equity in the euro area and the United States” w Biuletynie Miesięcznym z września 2005 r.

Wykres 7 Wolumen pierwotnych ofert publicznych a koszt kapitału

(w mld EUR; w procentach rocznie; dane kwartalne)



Źródło: Thomson Financial Database.

Uwagi: Szereg wolumenu pierwotnych ofert publicznych odnosi się do wartości brutto pierwotnych publicznych emisji akcji przedsiębiorstw strefy euro. Szereg według scentrowanych średnich ruchomych za cztery kwartały.

Wykres 8 Wolumen pierwotnych ofert publicznych a fuzje i przejęcia w strefie euro sfinansowane bezgotówkowo

(w mld EUR; dane kwartalne)



Źródło: Thomson Financial Database.

Uwagi: Szereg wolumenu pierwotnych ofert publicznych odnosi się do wartości brutto pierwotnych publicznych emisji akcji przedsiębiorstw strefy euro. Szereg według scentrowanych średnich ruchomych za cztery kwartały.

okresy, w których koszt kapitału był wysoki zbiegają się w czasie z okresami bardzo niskiej aktywności w zakresie ofert pierwotnych. Sytuacja taka miała miejsce w szczególności w latach 2001-2003, kiedy to koszt emisji akcji znacznie wzrósł.

FUZJE I PRZEJĘCIA

Spółki emitują również akcje w celu sfinansowania przejęć innych przedsiębiorstw, czy to poprzez wykorzystanie wpływów z emisji, czy to poprzez emisję akcji, które następnie wymieniane są na akcje przejmowanej spółki. Można zatem oczekiwać, że cykl aktywności w tej dziedzinie również będzie skorelowany z aktywnością w zakresie emisji akcji; uzyskane ostatnio dowody empiryczne wskazują, że większość spółek, które wprowadzają swoje akcje na giełdę wykorzystuje część uzyskanych w ten sposób wpływów do sfinansowania fuzji lub przejęć¹³. Na poparcie tej tezy wykres 8 pokazuje, że aktywność w zakresie połączeń i przejęć spółek finansowanych wpływami z emisji jest bliskim odbiciem aktywności w zakresie emisji akcji. Jednocześnie jednak czynnikami napędzającymi fuzje i przejęcia są niekiedy te same czynniki fundamentalne, które decydują o emisji akcji, takie jak kształtowanie się cen na rynku akcji czy cykle zmian nastrojów inwestorów¹⁴.

5 WNIOSKI

Możliwość pozyskania kapitału poprzez emisję akcji odgrywa kluczową, strategiczną rolę w decyzjach dotyczących finansowania i inwestycji przedsiębiorstw. W artykule przeanalizowano przebieg zmian na rynkach akcji w strefie euro w ciągu ostatnich 12 lat. Rynek akcji strefy euro jest silnie cykliczny: spektakularny wzrost emisji akcji w końcu lat 90.

i na początku kolejnej dekady poprzedzał równie gwałtowny ich spadek w latach późniejszych. Jakkolwiek trudno jest wyodrębnić poszczególne powody, dla których spółki decydują się na publiczną emisję akcji, jednym z nich jest potrzeba pozyskania środków na inwestycje realne, zwłaszcza w sektorach doświadczających szczególnie dynamicznego wzrostu. Ponadto na wolumen emisji akcji w ciągu ostatnich 12 lat zdawał się znacząco wpływać poziom awersji do ryzyka wśród inwestorów oraz korelacja pomiędzy momentem emisji a okresami hossy na rynkach akcji. Wpływy z emisji akcji często służyły również do finansowania fuzji lub przejęć.

¹³ Najnowsze dowody ze Stanów Zjednoczonych wskazują wręcz, że finansowanie przejęć jest głównym motywem publicznych emisji akcji. Zob. Brau, J. i Fawcett, S. (2006): *Initial public offerings: An analysis of theory and practice*. The Journal of Finance, t. 61, wyd. 1, str. 399-436.

¹⁴ Zob. Lamont, O.A. i Stein, J.C. (2005): *Investor sentiment and corporate finance: micro and macro*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 11882.