

Ewa Jagodzińska-Komar

Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej z perspektywy Polski

Rynek kapitałowy jest jednym z najważniejszych filarów efektywnie funkcjonującej gospodarki. Unia rynków kapitałowych jest projektem, który ma za zadanie znieść bariery, zwłaszcza prawne, dla swobodnego przepływu kapitału w Unii Europejskiej. Taki jednolity rynek będzie bardziej atrakcyjny dla zewnętrznego kapitału i przyciągnie międzynarodowych inwestorów.

Zwrócono uwagę, że należy wesprzeć rynek kapitałowy w celu uniknięcia umocnienia sektora bankowego, którego pozycja w Unii Europejskiej odgrywa nieproporcjonalnie dużą rolę w porównaniu z gospodarkami na świecie. Podkreślono, że inicjatywa ta jest bardzo pożyteczna dla gospodarki unijnej, ponieważ zbyt duży rozrost sektora bankowego jest dla niej niekorzystny. Inicjatywa Komisji Europejskiej potwierdza, że w Europie występuje regresja Horioki-Feldsteina [Feldstein, Horioka, 1980] dotycząca sposobu pomiaru mobilności kapitału w skali międzynarodowej. Naukowcy potwierdzili w swoim artykule z 1980 roku, że inwestycje krajowe są silnie skorelowane z oszczędnościami krajowymi. W przypadku doskonałej mobilności kapitału korelacja ta nie występuje, ponieważ kapitał płynie w kierunku inwestycji najbardziej opłacalnych. Sektor małych i średnich przedsiębiorstw, dzięki dywersyfikacji źródeł

finansowania poprzez rynek kapitałowy, wpłynie na zwiększenie jego transparentności. Unia rynków kapitałowych zwraca uwagę na efektywne lokowanie oszczędności przez gospodarstwa domowe. W projekcie unii rynków kapitałowych zostało podkreślone, że należy odblokować część oszczędności zgromadzonych na rachunkach oszczędnościowych w banku i skierować ich strumień na rynek kapitałowy, a następnie do przedsiębiorstw. W ten sposób konsumenci uzyskaliby wyższą stopę zwrotu, natomiast przedsiębiorcy mieliby możliwość korzystania z tańszego kapitału (w 2014 roku udział depozytów bankowych w strukturze oszczędności konsumentów wynosił 37 proc. [Komisja Europejska, 2015 a, s. 5]).

Przedsiębiorstwa na rynku Unii Europejskiej w ok. 60 proc. pozyskują źródła finansowe z banku, a tylko ok. 40 proc. z innych źródeł (w tym z rynku kapitałowego). Dla porównania, w USA proporcje te znacznie się różnią (80 proc. przedsiębiorstw korzysta z innych źródeł, a tylko 20 proc. polega na finansowaniu bankowym). Warto zwrócić uwagę, że unia rynków kapitałowych nie dąży do umniejszenia roli banków, a jedynie mniejszego uzależnienia przedsiębiorstw od sektora bankowego poprzez zapewnienie im dostępu do innych źródeł finansowania.

Cele i założenia unii rynków kapitałowych

Ponad 50 lat temu pojawiło się w Traktacie Rzymskim pojęcie swobodnego przepływu kapitału, który jest podstawą wolności w Unii Europejskiej. Obecnie rynki kapitałowe w Europie nadal są rozdrobnione i w większości przypadków funkcjonują na poziomie krajowym. Należy zadbać o to, żeby europejskie rynki finansowe stały się bardziej konkurencyjne na arenie międzynarodowej. Rynki te muszą zacząć odgrywać większą rolę w finansowaniu gospodarki, żeby nastąpiło zwiększenie dynamiki wzrostu gospodarczego w Europie. Projekt ten dąży do sytuacji, w której sektor MŚP będzie mógł pozyskiwać środki z taką samą łatwością jak duże przedsiębiorstwa i ubiegać się o fundusze w innych krajach Unii Europejskiej [Komisja Europejska, 2015].

Zbudowanie unii rynków kapitałowych będzie znacząco różniło się od tworzenia unii bankowej. Umocnienie roli rynków kapitałowych będzie wymagało podjęcia działań, które nie są celem unii bankowej. Z drugiej strony, celem unii bankowej jest niezależnienie sytuacji banków od państw strefy euro, co w rezultacie daje dobrą podstawę do budowy unii rynków kapitałowych.

Stworzenie jednolitego rynku kapitałowego Unii Europejskiej jest jednym z najważniejszych kwestii projektu Komisji Europejskiej, zainicjowanego 18 lutego 2015 roku („Zielona księga w sprawie unii rynków kapitałowych” – *Green paper – Building a Capital Markets Union*). Komisja przyjęła 30 września 2015 roku plan działania dotyczący utworzenia unii rynków kapitałowych. Wprowadzenie tego rozwiązania ma na celu pobudzenie wzrostu gospodarczego w państwach członkowskich oraz uwolnienie funduszy dla przedsiębiorstw w Unii Europejskiej. Podstawy funkcjonowania tego projektu mają być wdrożone do 2019 roku (dla 28 państw członkowskich) i określają nastę-

pujące cele [Komisja Europejska, 2015]:

- pomoc w dostępie do finansowania dla MŚP poprzez zapewnienie innych źródeł finansowania (na takich samych zasadach jak to ma miejsce w przypadku dużych przedsiębiorstw);
- zbudowanie jednolitego rynku kapitałowego otwartego na inwestycje transgraniczne;
- zmniejszenie kosztu pozyskania kapitału oraz zróżnicowanie źródeł finansowania gospodarki.

Unia rynków kapitałowych ma natomiast funkcjonować w oparciu o następujące zasady [Komisja Europejska, 2015]:

- jednolity rynek kapitałowy ma przyczynić się do wzrostu gospodarczego oraz zwiększenia liczby miejsc pracy (zwiększenie konkurencyjności oraz pogłębienie integracji finansowej);
- unia rynków kapitałowych ma mieć silne powiązania ze światowymi rynkami kapitałowymi;
- stabilność finansowa ma być oparta o egzekwowanie przepisów dotyczących usług finansowych;
- unia ma przyciągnąć inwestycje z międzynarodowych rynków (zwiększyć konkurencyjność UE) i dlatego trzeba zapewnić inwestorom odpowiedni poziom ochrony.

W Europie większość przedsiębiorstw korzysta obecnie z finansowania bankowego, a w mniejszym stopniu z funduszy z rynków finansowych. Zbudowanie unii rynków kapitałowych spowoduje uwolnienie finansowe pozabankowe dla przedsiębiorców, a co za tym idzie, nastąpi zniesienie barier blokujących inwestycje transgraniczne na terenie Unii Europejskiej.

Kierunek, który musimy obrać, jest jasny: jest nim oddolna budowa jednolitego rynku kapitałowego, rozpoznawanie barier i usuwanie ich jedna po drugiej. W unii rynków kapitałowych chodzi o uwolnienie środków,

których zasoby są duże, ale które obecnie są zamrożone, i przeznaczenia ich na wsparcie przedsiębiorstw europejskich, a zwłaszcza MŚP – stwierdził Jonathan Hill, unijny komisarz do spraw stabilności finansowej, usług finansowych i unii rynków kapitałowych. Swobodny przepływ kapitału jest jedną z podstawowych zasad, na których zbudowano UE. Po ponad pięćdziesięciu latach od Traktatu Rzymskiego wykorzystajmy okazję, by tę wizję przekształcić w rzeczywistość. [Komisja Europejska, 2015]

Wiceprzewodniczący Komisji Europejskiej do spraw miejsc pracy, wzrostu, inwestycji i konkurencyjności, Jyrki Katainen, oświadczył: *Unia rynków kapitałowych jest pierwszą inicjatywą strukturalną, z którą Komisja występuje w ramach planu inwestycyjnego. Przyczyni się ona do zapewnienia, by plan inwestycyjny był czymś więcej niż jednorazowym impulsem, ale miał trwały pozytywny wpływ na sytuację gospodarczą w Europie.* [Komisja Europejska, 2015]

Według opinii Nicolasa Vérona (*senior fellow* w brukselskim think-tanku Bruegel Institute), unia rynków kapitałowych jest projektem długoterminowym i na efekty należy poczekać. Europejski Bank Centralny rozpoczął program „łagodzenia ilościowego” oraz naprawy bilansów banków [Véron, Guntram, 2015].

Plan inwestycyjny dla Europy

Dokument *Plan inwestycyjny dla Europy* został opublikowany 26 listopada 2014 roku i zgodnie z jego założeniami, gospodarka Unii Europejskiej powinna być zasilona o dodatkowe 300 mld euro w okresie trzech lat. W tym dokumencie została poruszona kwestia unii rynków kapitałowych i jej roli: *Z biegiem czasu utworzenie unii rynków kapitałowych ograniczy rozdrobienie rynków finansowych w UE. Przyczyni się również do większej różnorodności podaży finansowania dla MŚP i długoterminowych projektów poprzez uzupełnienie finansowania bankowego środ-*

kami pochodzącymi z głębszych, bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych. Prawdziwie jednolity rynek kapitałowy ułatwi obniżenie kosztów finansowania dla reszty gospodarki. Unia rynków kapitałowych jest zatem ważnym średnio- i długoterminowym elementem omawianego planu [Plan inwestycyjny dla Europy, 2014]. Powyższa inicjatywa ma na celu przyspieszenie wzrostu gospodarczego osłabionego w wyniku światowego kryzysu finansowego z 2008 roku. Poziom inwestycji w Unii Europejskiej jest obecnie na niskim poziomie i niezbędne są skoordynowane działania w skali europejskiej, które przywrócą ożywienie gospodarcze w tym regionie.

Podmiotem odpowiadającym za koordynowanie i wdrożenie planu inwestycyjnego dla Europy w Polsce jest Ministerstwo Rozwoju. Zajmuje się również upowszechnieniem informacji na temat jego finansowego filaru – Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS). Fundusz ten opiera się o system gwarancji, umożliwiających inwestycję na kwotę 315 mld euro na terenie Unii Europejskiej (środki dostępne są do 2019 roku, chyba że zostaną wyczerpane wcześniej). W celu zdobycia tych funduszy, polskie projekty muszą być bardziej konkurencyjne niż projekty innych państw członkowskich. EFS zapewnia dodatkowy kapitał obok dostępnych w Polsce środków na inwestycje, jednak przedsiębiorcy muszą pamiętać o czasie i jakości inwestycji. Według prognoz, stopa inwestycji w Polsce ma wzrosnąć do poziomu 25 proc. w 2020 roku [MR, 2016].

Warto zwrócić uwagę, że potrzeby inwestycyjne naszego kraju są duże i należy w sposób rozważny skoordynować wszystkie dostępne kapitały inwestycyjne (w tym EFIS oraz fundusze strukturalne). Istnieje możliwość łączenia środków inwestycyjnych z EFIS oraz europejskich funduszy strukturalnych. W tym celu należy podjąć działania pomiędzy naszym państwem, Komisją Europejską a

Europejskim Bankiem Inwestycyjnym. Komisarz ds. polityki regionalnej, Corina Cretu, zauważyła, że w Polsce fundusze te powinny zostać wykorzystane zwłaszcza w sektorze efektywności energetycznej. Fundusze strukturalne oraz plan inwestycyjny mają za zadanie przyczynić się do wzrostu gospodarczego w Europie.

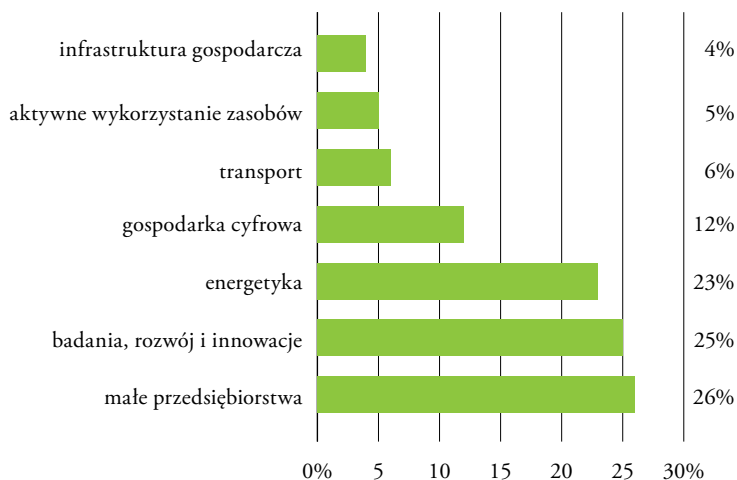
Ze względu na duży sukces funduszu, komisja wysunęła wniosek o podwojenie kapitału oraz o przedłużenie ram czasowych trwania projektu (zwiększenie kwoty inwestycji do pół biliona euro do 2020 roku). Zwrócono szczególną uwagę na projekty transgraniczne, które odgrywają ważną rolę w budowaniu jednolitego rynku. Jednym z najważniejszych celów funduszu jest zwiększenie zasięgu projektu pod względem geograficznym, ze szczególnym uwzględnieniem regionów najsłabiej rozwiniętych. Podkreślono, że pierwszy rok funkcjonowania EFIS był udany i do 14 września 2016 roku uruchomiono w 26 państwach członkowskich inwestycje na kwotę ok. 116 mld euro (z tych środków skorzysta 200 tys. małych i średnich przedsiębiorstw) [Komisja Europejska, 2016].

Rynki kapitałowe w Europie i w Polsce

Przed kryzysem finansowym rynki kapitałowe w Unii Europejskiej charakteryzowały się większym zintegrowaniem, zwłaszcza jeśli chodzi o transgraniczne pakiety instrumentów finansowych. Natomiast rynki akcji w Unii Europejskiej mają charakter lokalny i wszelkie rodzaje ryzyka czy korzyści nie wpływają na inne państwa członkowskie. Bardziej skuteczne rynki kapitałowe wpłynęłyby na zwiększenie korzyści wynikające z osiągnięcia masy krytycznej, która na rynku lokalnym jest trudna do osiągnięcia. Sprawnie funkcjonujące rynki kapitałowe poprawiają alokację kapitału w gospodarkach oraz wpływają na wzrost inwestycji i rozwój nowych technologii. W odróżnieniu od dużych przedsiębiorstw, podczas kryzysu finansowego sektor MŚP odnotował znacznie większe straty spowodowane utrudnieniem dostępu do środków finansowych [Komisja Europejska, 2015, s. 9-11].

W przypadku tworzenia rynku sekurytyzacji, aktywa, takie jak np. kredyty hipoteczne, oferowane są inwestorom w

Rysunek 1 **Plan inwestycyjny dla Europy – finansowanie w podziale na sektory**



postaci łączonych portfeli i to może stać się impulsem do przeniesienia ryzyka i zwiększenia możliwości kredytowych banków. W Europie wskaźnik dotyczący strat z sekurytyzacjami jest niski. W 2014 roku emisje sekurytyzacyjne odnotowały wartość 216 mld euro, dla porównania, przed kryzysem finansowym w 2007 roku było to 594 mld euro [SIFMA, 2015]. Rynek sekurytyzacyjny w Unii Europejskiej może być doskonałym łącznikiem pomiędzy bankami a rynkami kapitałowymi.

Przedsiębiorstwa mogą również pozyskiwać środki finansowe na rynkach niepublicznych, dzięki oferowaniu papierów wartościowych inwestorom poza rynkiem publicznym (tańszy koszt pozyskania kapitału). Europejskie średnie przedsiębiorstwa pozyskały w 2013 roku na niepublicznych rynkach amerykańskich środki w wysokości 15,3 mld dolarów [ICMA, 2014]. Warto zwrócić uwagę, że niektóre państwa członkowskie zaczęły rozwijać niepubliczne rynki plasowania (w Niemczech i we Francji rynki te sfinansowały ok 15 mld euro długu) [Komisja Europejska, 2015].

Sektor MŚP od zawsze polegał na funduszach bankowych. Podkreślono, że w Europie ok. 13 proc. wniosków dotyczących finansowania w tym sektorze jest odrzucanych przez banki ze względu na profil ryzyka, nawet w sytuacjach, gdy przedsiębiorstwo jest rentowne. Zdarza się, że w takich sytuacjach banki odsyłają przedsiębiorców do alternatywnych źródeł finansowania, ale w większości przypadków ani sektor bankowy ani MŚP nie mają wystarczającej wiedzy na ten temat. Dlatego banki powinny zostać lepiej poinformowane o alternatywnych źródłach finansowania, żeby udzielać pomocy przedsiębiorcom, którym odmówiono kredytu [Komisja Europejska, 2015]. W tym celu należy opracować przejrzystą i łatwo porównywalną bazę dokumentów dotyczących informacji kredytowej MŚP,

co będzie miało przełożenie na wzrost liczby inwestorów zainteresowanych tym sektorem. Obecnie tego typu informacjami dysponują jedynie banki.

Wprowadzenie standaryzacji dotyczącej zasad rynkowych będzie miało szczególne znaczenie dla mniejszych państw członkowskich, gdzie takie rozwiązanie wpłynie na wzrost liczby inwestycji oraz zwiększenie płynności i głębokości rynków. W przypadku, gdy pojawią się problemy we wdrożeniu wspólnych standardów, to Unia Europejska ustanowi najlepsze praktyki dotyczące rozwoju wybranych instrumentów finansowych.

Zakładane zmiany dotyczące alternatywnych źródeł finansowania zwiększą dostęp do finansowania długoterminowego w ramach emisji akcji i obligacji (rynek ten ma kluczowe znaczenie w rozwoju unii rynków kapitałowych), pożyczek społecznościowych (*peer to peer*), finansowania społecznościowego (*crowdfunding* zawiera otwarte zgłoszenie, zasadniczo za pośrednictwem Internetu, które ma na celu zgromadzenie środków finansowych w formie darowizny, bądź w zamian za jakąś formę wynagrodzenia lub/i prawa do głosowania w celu wspierania określonej inicjatywy) [Lambert, Schwienbacher, 2010] oraz funduszy *venture capital* (około 90 proc. wszystkich zarządzających funduszy *venture capital* znajduje się w 8 państwach członkowskich), a to z kolei będzie miało wpływ na obniżenie kosztu kapitału. Rozwiązania dotyczące finansowania społecznego sprawdzają się lokalnie, ale przyszłość pokaże, czy będą również użyteczne w kontekście transgranicznym.

Rozwój rynków kapitałowych zależy od przyciągnięcia jak największej liczby inwestorów (detailed, instytucjonalnych i międzynarodowych). Europejska branża zarządzania aktywami ma do dyspozycji 17 bln aktywów euro [Komisja Europejska, 2015]. Spowodowane jest to europejskimi ramami regulacyjnymi

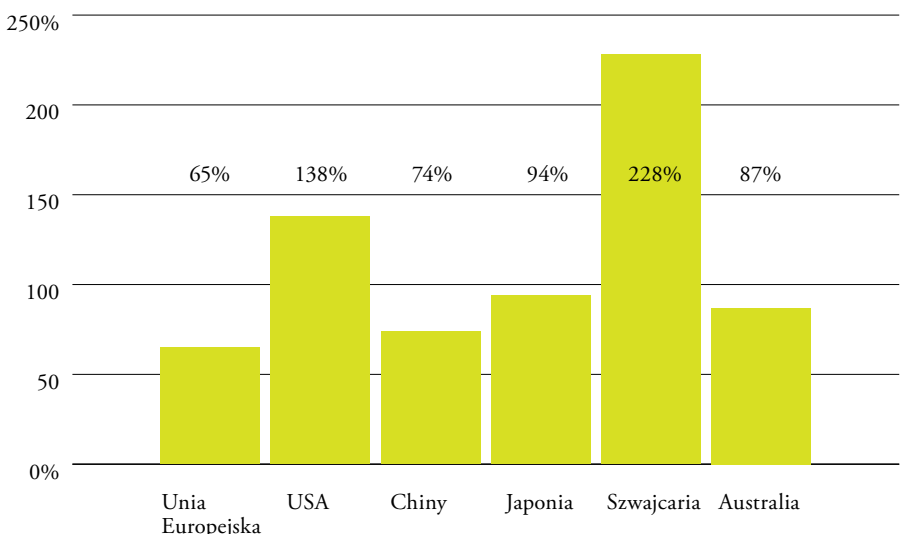
dotyczącymi funduszy inwestycyjnych UCITS [Dyrektywa, 2014], które wyznaczają międzynarodowy standard. Natomiast dyrektywa ZAFI [Dyrektywa, 2011] określa ramy dla zarządzających alternatywnymi inwestycjami europejskimi. Zmniejszenie kosztów zakładania funduszu przez państwa członkowskie, w wymiarze transgranicznym wpłynęłoby na zniesienie barier wejścia na rynek oraz zwiększenie konkurencji. Powyższe działania wpłynęłoby na osiągnięcie korzyści skali przez fundusze.

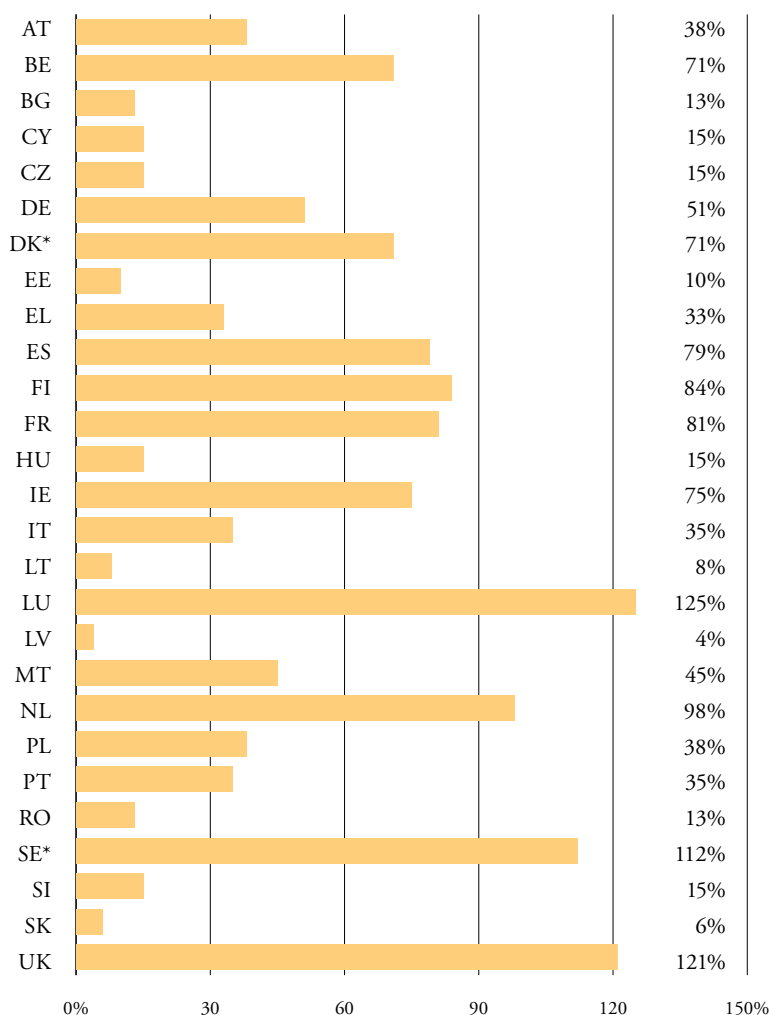
W latach 2005-2014 PKB w Polsce wzrósł o 46 proc. (średnio 3,9 proc. rocznie). Dla porównania, w tym okresie PKB Unii Europejskiej wzrósł o 9,03 proc. Należy zauważyć, że Polska, jako jedyny kraj UE, w czasie kryzysu finansowego odnotowała wzrost gospodarczy. W 2009 roku, podczas kulminacji kryzysu finansowego, Polska miała dodatni wynik PKB (wzrósł o 2,6 proc.). Unia rynków kapitałowych skierowana jest głównie do sektora małych i średnich przedsiębiorstw i to właśnie dzięki MŚP Polska uniknęła kryzysu finansowego. Nasz kraj, dzięki dobrze rozwiniętemu rynkowi wewnętr-

nemu (dobrze rozwinięty sektor MŚP), przystosował się do szybko zmieniających się warunków otoczenia gospodarczego w czasie kryzysu. W ocenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, przy implementacji regulacji należy brać pod uwagę charakter oraz wielkość rynku danego państwa, żeby nie doszło do takiej sytuacji, że będzie wspierany jedynie rozwój dużych giełd w Unii Europejskiej [GPW, 2015]. Dla porównania, średnie przedsiębiorstwa w USA pozyskują 5 razy więcej funduszy z rynku kapitałowego niż przedsiębiorstwa Unii Europejskiej. Rynek kapitałowy w UE odnotował spowolnienie od czasu kryzysu finansowego i jest nadal mniejszy w porównaniu z innymi rynkami na świecie (patrz rysunek 2 i 3).

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie zgadza się z założeniami planu unii rynków kapitałowych, opracowanych przez Komisję Europejską i wspiera małe i średnie przedsiębiorstwa. W tym celu powstał specjalny rynek dedykowany temu sektorowi – NewConnect (Rynek NewConnect zaczął funkcjonować w 2007 roku). Rynek kapitałowy w Polsce jest największy w Europie Środkowo-

Rysunek 2 **Kapitalizacja rynków giełdowych (proc. PKB) na świecie (2013)**



Rysunek 3 **Kapitalizacja rynków giełdowych (proc. PKB) w Unii Europejskiej 2013 (*2012)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Komisja Europejska [2015].

-Wschodniej, ale w porównaniu z rozwiniętymi gospodarkami zachodnimi, istotnie odbiega od nich rozmiarem.

W Polsce dostrzeżono również duży potencjał wprowadzenia unii rynków kapitałowych, polegający na usunięciu barier w funkcjonowaniu rynku kapitałowego oraz na zaimplementowaniu do prawa polskiego w tym obszarze odpowiednich przepisów legislacyjnych.

Podsumowanie i wnioski

Obecnie rynki kapitałowe w Unii Europejskiej potrzebują więcej bodźców motywujących emitentów i inwestorów do

funkcjonowania na rynku, niż kolejnych inicjatyw legislacyjnych. Projekt unii rynków kapitałowych powinien bardziej skupić się na wprowadzeniu ułatwień dla uczestników rynku kapitałowego, np. obniżeniu kosztów działania. Należy jednak brać pod uwagę, że nie może to zostać przeprowadzone w oparciu o uniwersalne założenia i trzeba uwzględnić różne aspekty (rozmiar, stopień rozwoju rynku). Unia rynków kapitałowych nie powinna faworyzować żadnego państwa i traktować równo wszystkich interesariuszy, czyli 28 państw członkowskich. Komisja Europejska powinna nadzorować, czy

wzrost na jednych rynkach nie odbywa się kosztem innych.

Należy najpierw zweryfikować, na poziomie zarówno krajowym jak i europejskim, wszystkie rozwiązania legislacyjne dotyczące rynku kapitałowego i sprawdzić, czy nie są one sprzeczne z założeniami projektu unii rynków kapitałowych. Warto podkreślić, że w latach 2013-2014 zostało opracowanych 5 raportów nt. rynku kapitałowego i w związku z tym, podczas wdrażania projektu unii rynków kapitałowych, trzeba wziąć pod uwagę te rozwiązania (nowe rozwiązania dotyczące sektora finansowego będą opierały się na już istniejących rozwiązaniach – patrz (1) *European Commission: Long-term financing of the European economy*, (2) *Association for financial markets in Europe / Oliver Wyman: Unlocking funding for European investment and growth*, (3) *City of London: Financing Europe's Investment and Economic Growth*, (4) *Centre for European Reform: Unlocking Europe's capital markets union*, (5) *New Financial: Driving growth – making the case for bigger and better capital markets*). Implementacja nowych regulacji powinna być ograniczona do minimum tam, gdzie istnieje taka możliwość (bez szkody dla rynku) ze względu na uniknięcie dodatkowych kosztów.

Podkreślono, że bardzo ważną kwestią jest ciągły i dynamiczny rozwój rynku kapitałowego w Polsce i dlatego należy podnieść ten temat podczas dyskusji na temat przyszłości unii rynków kapitałowych. Struktura tego projektu powinna brać pod uwagę interesy wszystkich uczestników, nie tylko największych ośrodków finansowych.

Według stanowiska Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, do priorytetowych działań, które trzeba wziąć pod uwagę w pierwszym etapie wdrażania unii rynków kapitałowych należą [GPW, 2015]:

1. Zwiększenie atrakcyjności rynku kapitałowego – zapewnienie bankom bezpośredniego dostępu do rynku regulowanego we wszystkich państwach członkowskich, w celu podniesienia wzrostu cen obligacji nieskarbowych.
2. Zwiększenie bezpieczeństwa dotyczącego obrotu instrumentami finansowymi oraz podniesienie ich przejrzystości, co tym samym będzie miało wpływ na większe zaufanie inwestorów do rynku. Instrumenty finansowe powinny być oferowane na platformach objętych rygorystycznymi przepisami (w ten sposób będzie przeprowadzana prawidłowa wycena instrumentów). Warto podkreślić, że należy objąć nadzorem jak najwięcej instytucji finansowych, tak by podmioty, które oferują usługi finansowe podlegały takiemu samemu nadzorowi. Należy wprowadzić silniejszy nadzór nad rynkiem OTC (rynek pozagiełdowy – *Over the counter*, obrotu papierami wartościowymi na którym transakcje przeprowadzane są między uczestnikami bez udziału giełdy papierów wartościowych) oraz zwiększyć poziom bezpieczeństwa transakcji przeprowadzanych na niepublicznych platformach handlu (*dark pool*), gdzie każda ze stron jest anonimowa. Organy nadzorujące w państwach członkowskich UE działają w oparciu o różne rozwiązania prawno-organizacyjne i dlatego należy wprowadzić ujednoczone standardy funkcjonowania tych podmiotów.
3. Promowanie rozwiązań dotyczących długoterminowego oszczędzania i inwestowania. Należy dokonać rewizji przepisów prawa europejskiego oraz polskiego w dziedzinie polityki inwestycyjnej, dotyczącej limitów oraz kategorii lokat w ramach różnych grup inwestorów na szczeblu instytucji oraz usunąć zidentyfikowane problemy.
4. Usunięcie ograniczeń, ze szczególnym uwzględnieniem małych i średnich przedsiębiorstw, do rynku kapitałowego. W tym celu należy przeprowadzić rewizję dyrektywy prospektowej, by

dokonać zmniejszenia obciążeń w sferze administracyjnej i ułatwienia procedury rejestracyjnej dla MŚP.

5. Implementacja jednolitych przepisów Unii Europejskiej w każdym państwie członkowskim. W dokumencie „Plan inwestycyjny dla Europy” z 26 listopada 2014 roku już była poruszana ta kwestia i według Komisji Europejskiej *pań-*

stwa członkowskie są odpowiedzialne za terminowe i pełne stosowanie prawa UE. Ich zadaniem jest zapewnienie, by przepisy transponujące były jak najprostsze, jasne i nieobciążające, przy czym należy unikać tworzenia dodatkowych obciążeń i nadmiernie rygorystycznego wdrażania [Plan inwestycyjny dla Europy, 2014, s. 15-16]

Bibliografia:

1. Dyrektywa [2011], Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L 174 z 1 lipca 2011 r.).
2. Dyrektywa [2014], Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (Dz. Urz. UE L 257/186 z 28 sierpnia 2014 r.).
3. EBI [2016], *Plan Inwestycyjny dla Europy – pierwszy rok*, Europejski Bank Inwestycyjny, Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych, <http://www.eib.org>.
4. Feldstein M., Horioka, C. [1980], *Domestic saving and international capital flows*, “Economic Journal”, Vol. 90.
5. GPW [2015], *Unia Rynków Kapitałowych*, stanowisko Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w sprawie koncepcji Unii Rynków Kapitałowych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl>.
6. ICMA [2014], *Sprawozdanie za III kw. 2014 r.*, Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych <http://www.icmagroup.org>, dostęp 23/10/2016.
7. Komisja Europejska [2015], *Zielona Księga. Tworzenie unii rynków kapitałowych*, Komisja Europejska, Bruksela, COM(2015) 63.
8. Komisja Europejska [2016], *Orędzie o stanie Unii w 2016 r.*, Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych – najczęstsze pytania, http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-16-2983_pl.htm, dostęp 30/11/2016.
9. Lambert T., Schwienbacher A. [2010], *An Empirical Analysis of Crowdfunding*, Université catholique de Louvain & University of Amsterdam, Business School, <http://ssrn.com/abstract=1578175/>, dostęp 06/12/2016.
10. MR [2016], *Plan Inwestycyjny dla Europy z perspektywy Polski*, Ministerstwo Rozwoju, <https://www.mr.gov.pl>.
11. Plan inwestycyjny dla Europy [2014], *Plan inwestycyjny dla Europy*, Komisja do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Inwestycyjnego, Bruksela, COM(2014) 903 final.
12. SIFMA [2015], *European Structured Finance Data Tables za IV kw. 2014 r.*, SIFMA/AFME, <http://www.sifma.org/>, dostęp 15/11/2016.
13. Véron N., Guntram B. Wolff [2015], *Capital Markets Union: a vision for the long term*, <http://bruegel.org>, dostęp 30/09/2016.