

**Urszula Banaszczyk-Soroka**

## **INTEGRACJA EUROPEJSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO – SZANSE I ZAGROŻENIA DLA POLSKIEGO RYNKU**

### **1. Wstęp**

Jeszcze przed akcesją do Unii Europejskiej podejmowano działania zmierzające do zbliżenia polskiego rynku kapitałowego do wymogów, zasad i reguł obowiązujących w państwach członkowskich. Najszersze zmiany legislacyjne wprowadzono w Polsce w 2005 r. Sejm przyjął trzy ustawy zawierające nowe fundamenty rynku kapitałowego<sup>1</sup>. W ten sposób polski rynek kapitałowy wszedł w procesy integracyjne obejmujące wszystkie państwa UE. Celem integracji rynków kapitałowych, które do tej pory w wielu obszarach kształtowane były odrębnie, jest:

- utworzenie stabilnego i silnego rynku, który pozwoli zdobywać kapitał na rozwój oraz zdywersyfikuje kierunki lokowania wolnych środków inwestorów na terenie całej UE,
- poszukiwanie własnego indywidualnego miejsca poszczególnych rynków w nowej rzeczywistości,
- zwiększenie konkurencyjności rynku europejskiego wobec rynku światowego.

Otwartość rynku europejskiego ma dwa oblicza. Z jednej strony jest szansą dla emitentów i inwestorów<sup>2</sup>. Ci pierwsi są uprawnieni do wspierania własnego rozwoju, czerpiąc z oszczędności mieszkańców UE. Ci drudzy otrzymali możliwość zdywersyfikowania kierunków lokowania wolnych środków co do wyboru rynku i notowanych tam instrumentów. Z drugiej strony poczynania te mogą być zagroże-

---

<sup>1</sup> Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (dalej ustawa o obrocie) (DzU nr 183, poz. 1538); Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej ustawa o ofercie) (DzU nr 184, poz. 1539); Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (dalej ustawa o nadzorze) (DzU nr 183, poz. 1537).

<sup>2</sup> Obok emitentów, tj. podmiotów emitujących papiery wartościowe, z oferty rynku kapitałowego mogą korzystać także wprowadzający. Wprowadzający to właściciele papierów wartościowych, którzy zdecydowali się je odsprzedać innym inwestorom w drodze ofert publicznej. Przykładem wprowadzającego jest Skarb Państwa, który sprzedaje część posiadanych akcji spółki. Ponieważ zasady ubiegania się o notowanie są takie same jak w przypadku emitentów, w tekście stosowane będzie pojęcie emitent dla obu wariantów.

niem dla lokalnych aspiracji i określenia nowego miejsca dla takich instytucji, jak giełda, firmy maklerskie czy fundusze inwestycyjne na jednolitym rynku europejskim. Giełda jest przecież miejscem, gdzie spotykają się wolne środki inwestorów z zapotrzebowaniem na kapitał ze strony emitentów. Firmy maklerskie pośredniczą w przepływie kapitału, a fundusze inwestycyjne są szczególnym inwestorem gromadzącym w tytułach uczestnictwa oszczędności klientów.

Warto z perspektywy ponad trzech lat członkostwa Polski w UE ocenić, jak uczestnicy rynku i instytucje na nim funkcjonujące wykorzystały szanse rozwoju uruchomione przez otwarty rynek kapitałowy.

## 2. Emitenci

Przeprowadzenie oferty publicznej lub ubieganie się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na integrującym się rynku kapitałowym poprzedzone jest sporządzeniem wymaganego prawem dokumentu ofertowego. Dokumentem zasadniczym jest prospekt emisyjny. Powinien on zawierać rzetelne, prawdziwe i kompletne informacje, które pozwolą inwestorowi ocenić, po przeanalizowaniu całości dokumentu, sytuację gospodarczą, finansową oraz perspektywy rozwoju podmiotu sporządzającego dokument ofertowy, a także wskazać prawa i obowiązki związane z tym konkretnym papierem wartościowym.

Treść prospektu we wszystkich państwach Unii Europejskiej sporządzana jest na podstawie tych samych zasad, zawartych w Rozporządzeniu Komisji (WE) Nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz form włączania przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam. Dlatego, niezależnie od miejsca sporządzenia dokumentu ofertowego, każdy inwestor dysponuje tą samą wiedzą dotyczącą emitenta i jego papierów wartościowych.

Gotowy prospekt podlega zatwierdzeniu przez lokalny organ nadzoru, adekwatny do siedziby emitenta. Zatwierdzenie prospektu emisyjnego w państwie macierzystym, np. w Rzeczypospolitej Polskiej przez Komisję Nadzoru Finansowego, jest równoznaczne z możliwością przeprowadzenia oferty publicznej lub ubiegania się o wprowadzenie do obrotu na rynek regulowany w dowolnym państwie członkowskim. Jest to tzw. zasada jednolitego paszportu.

Od 2004 r. do końca września 2007 r. na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych zadebiutowało 165 spółek, w tym kilkanaście zagranicznych. Pierwsza spółka zagraniczna – Bank Creditanstalt AG – weszła do obrotu w Warszawie jeszcze przed akcesją do Unii, w październiku 2003 r. Utorowała drogę innym spółkom zagranicznym. Pierwszą spółką, która skorzystała z zasady jednolitego paszportu przy wejściu na GPW, była niemiecka firma informatyczna BMP AG (tab. 1).

W tym czasie, chociaż zniesione zostały bariery prawne dla emitentów, polskie przedsiębiorstwa wybierały rynek narodowy. Przyczyn było kilka. W ofertach publicznych kapitał pozyskują spółki małe, które, co wynika z ich skali działania,

Tabela 1. Spółki zagraniczne notowane na GPW. Liczba debiutów. Liczba notowanych spółek (stan na 20 października 2007 r.)

Rok/liczba debiutów	Debiuty spółek zagranicznych/data pierwszego notowania/ miejsce notowania poza Polską	Liczba debiutów/ liczba notowanych spółek
1	2	3
Wrzesień 2007	<p><b>Warimpex Finanz</b> (budownictwo) – Austria, 29.01.2007, akcje notowane równolegle w Wiedniu, <b>Immocast</b> (developer)* – Austria, 25.05.2007, akcje notowane równolegle w Wiedniu, <b>Automotive Components Europe</b> (producent zacisków hamulcowych do samochodów) – Luksemburg, 01.06.2007, <b>Orco Propriety Group</b> (developer) – Luksemburg, 21.06.2007, akcje równolegle notowana na giełdach w Pradze, Budapeszcie i Euronext Paris, <b>Silvano Fashion Group</b> (sieć sklepów z odzieżą i bielizna damska oraz zakłady produkujące bieliznę i odzież) – Estonia, 23.07.2007, <b>Olympic Entertainment Group</b> – Estonia, 26.09.2007, <b>Plaza Center N.V.</b> (budowa centrów – Izrael, 19.10.2007, notowana równolegle na głównym parkiecie London Stock Exchange</p>	56 debiutów, w tym 6 spółek zagranicznych
2006	<p><b>Astra Holding</b> (działalność rolno-spożywcza) Holandia, 17.08.2006, <b>Asseco Slovakia</b> (informatyka) Słowacja, 10.10.2006, <b>Cinema City International N.V.</b> (operator multiplexów) – Holandia, 8.12.2006 2006, <b>Central European Distribution Corporation</b> (dystrybutor i importer napojów alkoholowych) – USA, 20.12.2006, spółka notowana na NASDAQ, <b>Pegas Nonwovens</b> (producent tekstyliów nietkanych służących do produkcji środków higieny osobistej) – Czechy, 21.12.2006, notowana równolegle w Pradze, <b>CEZ</b> (energetyka) – Czechy, 25.10.2006 (notowany na giełdzie w Pradze)</p>	38 debiutów, w tym 5 zagranicznych
2005	<p><b>AmRest Holding</b> (sieć restauracji szybkiej obsługi KFC i Pizza Hut i sprzedaż lodów) – Holandia, 27.04.2005, <b>SkyEurope Holding AG</b> (tanie linie lotnicze) – Austria, 27.09.2005 (spółka notowana na giełdzie we Wiedniu i Warszawie),</p>	284 notowanych spółek, w tym 12 zagranicznych
		35 debiutów, w tym zagraniczne 255 notowanych spółek, w tym 7 zagranicznych

1	2	3
2004	<p><b>BorsodChem</b> (chemia) – Węgry, 08.10.2004 (spółka notowana w Budapeszcie)**,  <b>IVAX Corporation</b> (badania, rozwój i produkcja i sprzedaż produktów farmaceutycznych) – USA  10.12.2004 ***, notowana równoległe na AMEX i LSE,  <b>bmp AG</b> (informatyka) – Niemcy, 16.12.2004 – pierwsza spółka, której akcje zostały dopuszczone do  obrotu na podstawie jednolitego paszportu europejskiego, notowana równoległe we Frankfurcie,  <b>MOL</b> (sektor naftowo – gazowniczy) – Węgry, 22.12.2004,  <b>Bank Austria Creditanstalt (bank)</b> Austria, 14.10.2003 ****</p>	<p>36 debiutów, w tym  4 zagraniczne    230 notowanych spółek,  w tym 5 zagranicznych</p>
2003		

\* Największa w historii giełdy oferta publiczna warta 10,7 mld zł (polscy inwestorzy nabyli akcje warte 463 mln zł).

\*\* Spółka wycofana z giełdy w Warszawie i Budapeszcie (wykluczona z obrotu 30.03.2007r.) na wniosek nowego głównego udziałowca First Chemical Holding spółki powiązanej z funduszem private equity Pereira Funds.

\*\*\* Wycofana z obrotu w 2006 r. Spółka po przejęciu Polfy Kutno sama została przejęta przez izraelską Teve.

\*\*\*\* Głównym inwestorem w banku BACA był bank niemiecki bank HVB. W roku 2005 bank włoski UniCredit przejął bank niemiecki. Ogłoszono przymusowy wykup 3,65% akcji pozostających w rękach inwestorów mniejszościowych indywidualnych.

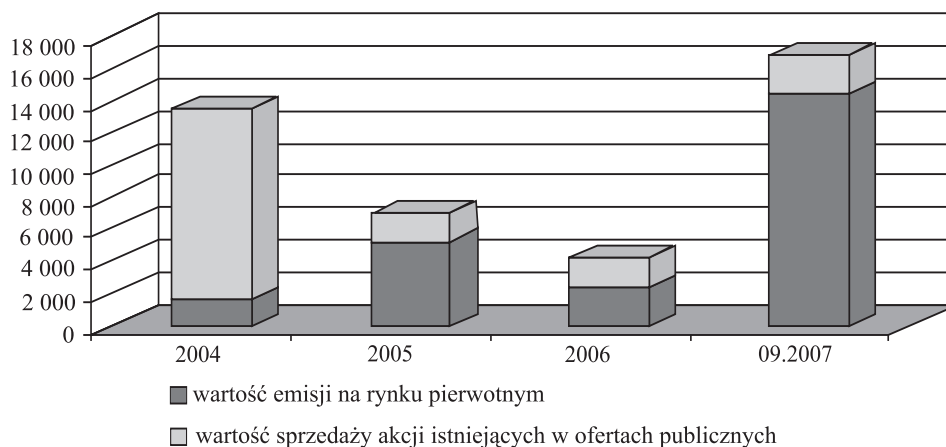
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Pressrom GPW.

mają mniejsze potrzeby finansowe. Lokalny rynek całkowicie zaspokaja ich oczekiwania w tym zakresie. Wywołanie popytu na emitowane papiery wartościowe na rynkach zagranicznych jest znacznie trudniejsze niż na rynku macierzystym. Ofertę trzeba poprzedzić prowadzoną na szeroką skalę akcją promocyjną. To kosztuje. W konsekwencji może być całkowicie nieopłacalne dla podmiotów poszukujących niewielkiego wsparcia finansowego. Nie bez znaczenia są koszty wejścia na rynek regulowany w innych państwach UE, np. opłaty na rzecz giełdy, tłumaczenia wielu dokumentów i inne, które mogą być znaczącym obciążeniem finansowym emitenta.

O względy debiutantów walczą wszystkie giełdy zlokalizowane na terenie UE. W omawianym okresie na europejskich rynkach zorganizowanych zrealizowano 2 056 IPO<sup>3</sup>. Pomijając największą giełdę europejską – London Stock Exchange (LSE), na której zadebiutowało 1156 spółek (udział na poziomie 56%), warszawska giełda zajmowała jedno z czołowych miejsc. W 2004 i 2005 r. była trzecia. W 2006 roku czwarta. Na koniec września 2007 r. GPW była niekwestionowanym liderem rynku europejskiego z 54 debiutami na rynku regulowanym (jedynie giełda w Londynie z 200 debiutującymi spółkami wyprzedziła Warszawę). W tym czasie u konkurentów w Pradze, Budapeszcie i na innych giełdach tej części Europy debiuty były sporadyczne. Nawet giełda wiedeńska, bezpośredni konkurent GPW, nie może pochwalić się w tym zakresie większym sukcesem (21 debiutów).

Emitenci pozyskali w trakcie nowych emisji przeprowadzanych na polskim rynku pierwotnym w okresie 2004-wrzesień 2007 r. kwotę ponad 25 mld zł. Do sprzedających akcje w ofercie publicznej wpłynęło w tym czasie ponad 16 mld zł (rys. 1).

Tak liczne emisje przeprowadzane na rynku pierwotnym i dobra koniunktura gospodarcza powodują, że kapitalizacja GPW systematycznie wzrasta. Na koniec roku

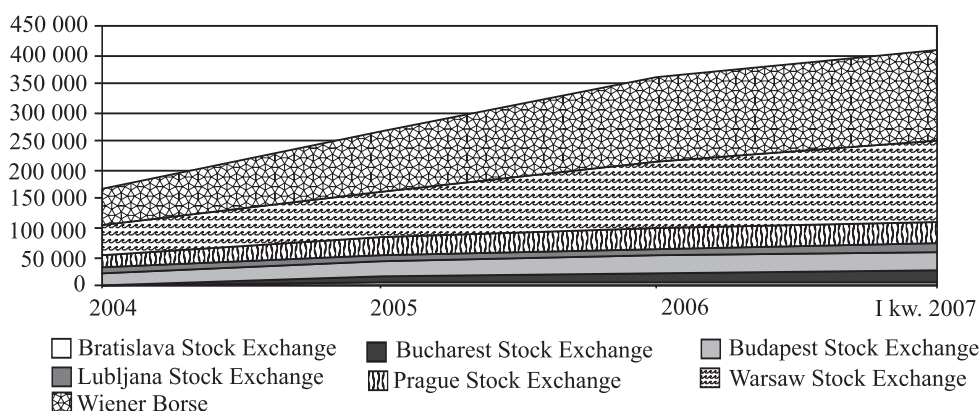


Rys. 1. Wartość nowych emisji i sprzedaży akcji istniejących w ofertach pierwotnych (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW oraz FESE.

<sup>3</sup> IPO – emisja po raz pierwszy papierów wartościowych lub/i sprzedaż w pierwszych ofertach publicznych już istniejących papierów wartościowych.

2004 kapitalizacja GPW w Warszawie wynosiła prawie 52 mld euro. Uplasowało to GPW na 11 miejscu wśród giełd europejskich. Od potentatów: giełdy w Londynie i sojuszu giełd Paryża, Amsterdamu, Lizbony i Brukseli giełda warszawska była jednak ponad 35 razy mniejsza. Od konkurentów z Pragi i Budapesztu 2,5 razy większa. Kapitalizacja giełdy wiedeńskiej była większa od warszawskiej o 25%. We wrześniu 2007 r., kapitalizacja GPW osiągnęła ponad 145 mld euro (rys. 2).



Rys. 2. Kapitalizacja GPW i giełd konkurencyjnych regionu wschodniego UE (w mln euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW oraz FESE.

Z tym poziomem kapitalizacji miejsce w rankingu GPW nie uległo zmianie. Nadal jest ono 11. Korzystnej zmianie uległy natomiast relacje do największych giełd i do konkurentów. Kapitalizacja LSE i Euronextu jest teraz większa o 20 razy. Czeska i węgierska giełda są 3,5 razy mniejsze, a Wiedeń tylko o 6% większy. Bardzo korzystnie na kapitalizację GPW wpłynęły notowane spółki zagraniczne. Ich udział w kapitalizacji polskiej giełdy wynosi prawie 35%.

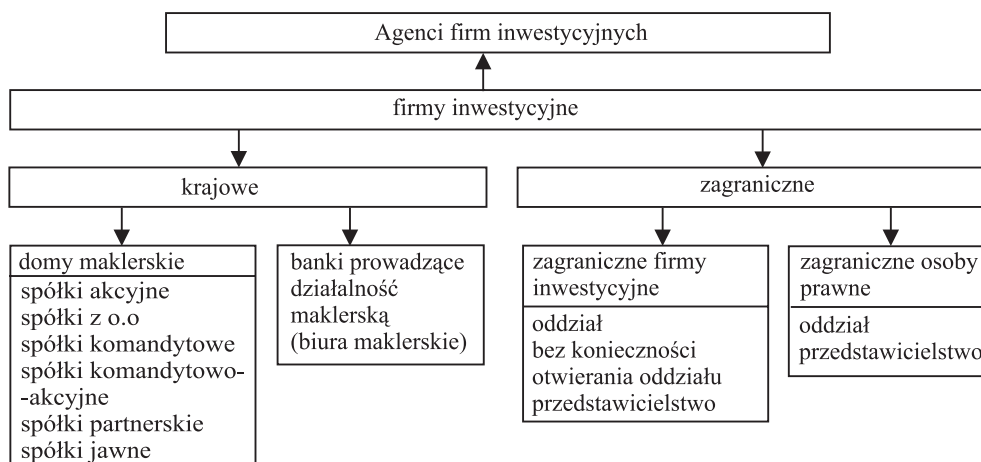
### 3. Inwestorzy

Obecność Polski w UE oznacza dla inwestorów dostęp do bardzo szerokich możliwości lokowania nadwyżek finansowych we wszystkich regionach i sektorach globalnej gospodarki. Instytucjami, za pośrednictwem których następuje transfer oszczędności na rynku kapitałowym, są przede wszystkim firmy inwestycyjne i fundusze inwestycyjne. Tym bardziej, że od 2004 roku mogą one jako instytucje licencjonowane korzystać z zasady jednolitego paszportu.

Firmy inwestycyjne to licencjonowane podmioty uprawnione do świadczenia usług maklerskich. W Polsce działalność maklerską mogą prowadzić zarówno krajowe jak i zagraniczne firmy inwestycyjne (rys. 3).

Grupa podmiotów krajowych to domy maklerskie oraz banki prowadzące działalność maklerską. Domy maklerskie działają w formie spółek. Świadczenie usług

maklerskich przez bank odbywa się w wydzielonej organizacyjnie i finansowo jednostce organizacyjnej, biurze maklerskim. Siedziby i centrale domów maklerskich, siedziby banków prowadzących działalność maklerską i centrale biur maklerskich zlokalizowane są w Polsce.



Rys. 3. Rodzaje firm inwestycyjnych

Źródło: [Ustawa o obrocie...].

Zagraniczna firma inwestycyjna to licencjonowany w państwie macierzystym podmiot z siedzibą lub/i centralą na terenie państwa członkowskiego, który na bazie tej licencji może świadczyć w Polsce usługi z katalogu maklerskich bez zezwolenia Komisji. Firma taka ma do wyboru dwa kanały dotarcia do klienta: tworzy oddział lub korzysta z kanałów porozumiewania się na odległość, np. Internetu<sup>4</sup>.

Na rachunkach inwestycyjnych w domach i biurach maklerskich na koniec 2006 r. inwestorzy polscy (indywidualni i instytucjonalni) oraz zagraniczni (nierezydenci) dysponowali portfelami o wartości 101 233 mln zł<sup>5</sup>. Aż 97% oszczędności wykazanych na rachunkach inwestycyjnych ulokowane było w akcjach (ponad 98 mld zł). Polscy indywidualni akcjonariusze rozporządzali prawie połową tej kwoty, tj. 44 mld zł.

Kilkanaście polskich firm maklerskich oferuje swoim klientom dostęp do innych rynków UE. Oprócz nich nabywanie instrumentów finansowych nie tylko w UE proponują zagraniczne firmy inwestycyjne, które uruchomiły oddziały w Polsce (np.

<sup>4</sup> Zagraniczna osoba prawna to licencjonowany podmiot prowadzący działalność maklerską w państwie należącym do WTO lub OECD z siedzibą na jego terytorium. W Polsce może świadczyć usługi maklerskie w wydzielonej w formie oddziału jednostce organizacyjnej lub wirtualnie, po uzyskaniu zgody Komisji.

<sup>5</sup> Inwestorzy instytucjonalni i duzi inwestorzy indywidualni przechowują akcje nie na rachunkach w domach maklerskich, lecz w bankach świadczących usługę – bank depozytariusz. W instytucjach tych przechowywane jest w ujęciu wartościowym ponad 80% akcji spółek publicznych notowanych na rynku regulowanym.

HSBC Securities czy CSFB Polska). Zainteresowanie polskich inwestorów rynkami zagranicznymi jest jednak marginalne. Składa się na to wiele przyczyn. Począwszy od bariery językowej, kulturowej, przez brak znajomości rynków i umiejętności podejmowania decyzji inwestycyjnych, gdy rynek stawia do wyboru tysiące spółek, aż po koszty (znacznie wyższe w porównaniu z krajowymi) czy różnice w opodatkowaniu dochodów i dywidendy.

Inwestorzy zagraniczni na rachunkach w polskich firmach inwestycyjnych na koniec 2006 r. posiadali akcje o wartości 17 mld zł. Poziom ten utrwała się od kilku lat. Pochodzą one głównie z Wielkiej Brytanii. Udział inwestorów z tego kierunku w obrotach całej kategorii „inwestorzy zagraniczni” kształtuje się na poziomie 70-85%.

Obok nierezydentów, którzy inwestują za pośrednictwem krajowych domów i biur maklerskich, na rynku regulowanym pojawiła się nowa grupa inwestorów zagranicznych. Zasada jednolitego paszportu spowodowała, że w KNF kilkaset podmiotów prowadzących działalność maklerską w państwach Unii notyfikowało swoje zainteresowanie rozpoczęciem działalności w Polsce. Faktyczną działalność rozpoczęło kilkanaście z nich, uzyskując status wirtualnego członka Giełdy Papierów Wartościowych. Za pośrednictwem zagranicznych firm inwestycyjnych z Austrii, Niemiec, Francji, Węgier, Wielkiej Brytanii, Szwecji, Estonii i Czech zlecenia kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składane są przez internet bezpośrednio na GPW. Zdalnych członków giełdy przybywa. Na koniec czerwca 2007 r. było ich 14. Nie dysponujemy danymi dotyczącymi rzeczywistego udziału kapitału tej grupy klientów w obrotach GPW. Miernikiem stopnia aktywności inwestorów związanych z tymi podmiotami może być przykładowy udział w obrotach akcjami. W dniu (według danych GPW) 14 marca 2007 r. 10,5% obrotów akcjami, które wyniosły ponad 2 mld zł, zostało wypracowane przez zdalnych członków. Był to najwyższy udział zagranicznych firm inwestycyjnych w obrotach akcjami na GPW od momentu otwarcia europejskich rynków kapitałowych.

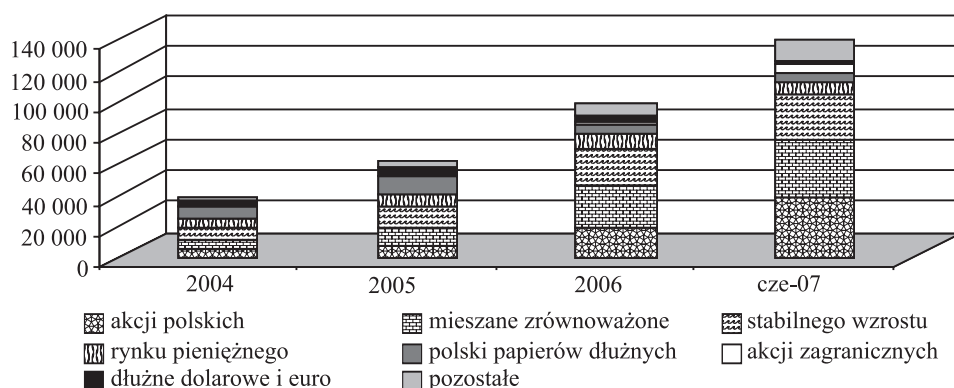
#### 4. Fundusze inwestycyjne

Fundusze inwestycyjne są to podmioty wspólnego lokowania środków pieniężnych w dostępne i te same dla wszystkich uczestników (osób, firm czy organizacji, które nabyły jednostkę uczestnictwa lub certyfikaty) instrumenty finansowe. W funduszach inwestycyjnych decyzje podejmowane są przez licencjonowanych doradców w imieniu klientów, którzy powierzyli im swoje oszczędności. Efekty tego inwestowania dzielone są solidarnie między uczestników w zależności od wielkości zaangażowanego kapitału. Takie podejście do lokowania wolnych środków, szczególnie przez drobnych inwestorów, jest stosunkowo bezpieczne (rygorystyczne przepisy i nadzór KNF), chociaż niepozbawione ryzyka (wybór strategii, błędy specjalistów zarządzających, długotrwała bessy itd.)<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> W ostatnich latach procedury oraz zasady tworzenia i działania funduszy inwestycyjnych mających siedzibę w Polsce oraz normy jej prowadzenia przez fundusze zagraniczne precyzuje Ustawa z 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (DzU 2004 nr 1546 oraz z 2005 nr 83, poz. 719 z późn. zm). Stan-



Liczba funduszy inwestycyjnych w Polsce rośnie dynamicznie. Na koniec 2004 r. było 150 funduszy. Zgromadziły one aktywa na poziomie 37 mld na koniec czerwca było w Polsce 270 funduszy z aktywami na poziomie 135 mld zł.<sup>7</sup> (rys. 4).



Rys. 4. Aktywa funduszy inwestycyjnych w mln zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Oferta funduszy jest bardzo bogata. Jedne fundusze inwestycyjne proponują stosunkowo bezpieczne, inne bardziej ryzykowne kierunki inwestowania. Ogólna struktura aktywów każdego funduszu wskazana jest w dokumencie informacyjnym przeznaczonym dla inwestorów. Dywersyfikacja aktywów pozwala inwestorowi dokonać wyboru stopnia bezpieczeństwa i stopnia satysfakcji. Deklarowana polityka inwestycyjna funduszy wyznacza grupy funduszy różniących się zasadniczymi składnikami portfela (akcje, papiery dłużne i inne lokaty) oraz geograficznym zasięgiem dokonywanych inwestycji. Coraz częściej, pomimo restrykcyjnej polityki lokacyjnej wyznaczonej przez wewnętrzne regulacje prawne, fundusze proponują inne instrumenty niż te dostępne na rynku polskim. Sięgają na giełdy Bliskiego i Dalekiego Wschodu, zachodu Europy i Stanów Zjednoczonych. Na koniec czerwca 2007 r. w akcjach zagranicznych polskie fundusze ulokowały 5525 mln zł, a w papierach dłużnych dolarowych i euro 2374 mln zł.

Obok funduszy licencjonowanych przez KNF zasadę jednolitego paszportu wykorzystywały fundusze zagraniczne. Do grudnia 2006 r. wpisane zostały do rejestru

darczyje ona rozwiązania dotyczące zasad funkcjonowania i konkurencji zawarte w zbiorze dyrektyw, zwanych w skrócie UCITS Undertaking Collective Investments in Transferable Securities – Przedsięwzięcia w Zakresie Wspólnego Inwestowania w Zbywalne Papiery Wartościowe).

<sup>7</sup> W Europie aktywa netto funduszy UCITS osiągnęły poziom 5,974 mld euro. W odniesieniu do aktywów funduszy europejskich nasz udział w rynku stanowi jedynie 0,37%. Natomiast gdy weźmiemy pod uwagę dynamikę przyrostu 2006/2005, jesteśmy na pierwszym miejscu (47,6%), osiągamy trzykrotnie więcej niż państwa wspólnoty razem (15,1%), zdecydowanie przed takimi potentatami, jak Luksemburg (aktywa na poziomie 1,661 mld euro udział w rynku 27,8%, przyrost 19,8%) czy Francja (aktywa 1 343 mld euro udział w rynku 22,5%, przyrost 16,3%).

prowadzonego przez KNF fundusze zagraniczne z siedzibami w Austrii, Danii na Węgrzech i w Luksemburgu. Za pośrednictwem polskich dystrybutorów dostępne są tytuły uczestnictwa funduszy z grupy Merrill Lynch, Citibank, Fortis, Raiffeisen, Franklin Tempelton i inne, które przyjmują różne strategie inwestycyjne, biorąc pod uwagę obszar geograficzny czy specjalizację branżową (rynk europejskie, azjatyckie, europy wschodniej, Japonii i wiele innych). Ich oferta jest znacznie bogatsza niż polskich funduszy. Na koniec 2006 r. 20 tys. Polaków lokowało wolne środki w funduszach zagranicznych. Wielkość aktywów netto tych funduszy to ok. 1,5 mld zł (koniec 2006 r.) W połowie roku 2007 fundusze zagraniczne zarządzały aktywami na poziomie 1,9 mld zł. Jednostki uczestnictwa tych funduszy posiadało 27 tys. Polaków.

Obserwując skalę zainteresowania tytułami uczestnictwa funduszy proponowanych przez podmioty zagraniczne, należy stwierdzić, że jest ona niewielka. Oferta skierowana jest najczęściej do osób zamożnych gotowych na poniesienie dodatkowego ryzyka związanego z kursem walutowym. W roku 2006 ok. 20 tys. Polaków ulokowało w nich oszczędności rzędu 1,6 mld zł.

## 5. Zakończenie

Polskim rynkiem kapitałowym zainteresowanych jest wielu emitentów i inwestorów zagranicznych. Przejawia się to w:

- liczbie notowanych spółek zagranicznych na GPW,
- liczbie zagranicznych firm maklerskich akredytowanych przy GPW,
- liczbie funduszy inwestycyjnych prowadzących działalność w Polsce.

Na tym tle ostrej konkurencji instytucji zagranicznych z lokalnymi firmami maklerskimi i funduszami inwestycyjnymi jedynie GPW prowadzi bardzo aktywną politykę zabiegania o emitentów i inwestorów. Inne wymienione instytucje z oporami wychodzą poza narodowy rynek. Dwa domy maklerskie, członkowie giełdy w Budapeszcie, jeden oddział w Pradze to zbyt mało, aby przyciągać inwestorów na polską giełdę i zainteresować naszych inwestorów nowymi rynkami. Oferta funduszy inwestycyjnych w stosunku do konkurencji zewnętrznej jest uboga, chociaż trzeba przyznać coraz bardziej zróżnicowana. W jakim tempie zagraniczne fundusze wejdą na polski rynek i jak będzie się kształtował ich udział w rynku, zadecydują najbliższe lata. W państwach Unii na rynkach lokalnych te relacje kształtują się bardzo różnie, np. w Szwajcarii 66% aktywów zgromadziły w 2004 r. fundusze mające swoje siedziby poza jej terytorium i działające na zasadach określonych w UCITS, odpowiednio w Niemczech 38%, we Włoszech 24%, ale we Francji tylko 3%.

W tych okolicznościach ranga i pozycja polskiego rynku kapitałowego w UE zależy między innymi od prężności giełdy, która swoimi działaniami przyciąga emitentów i inwestorów. Stosuje przy tym różne narzędzia: uruchomiła rynek alternatywny NewConet dla spółek nowych technologii, wprowadza oprócz papierów war-

tościowych nowe instrumenty finansowe, obniża koszty dla emitentów i inwestorów, organizuje seminaria, szkolenia i spotkania z potencjalnymi emitentami i inwestorami z kraju i zagranicy (także w wielu państwach sąsiednich i UE), współpracuje z pośrednikami finansowymi i doradcami działającymi w najważniejszych regionach oraz z organizacjami zrzeszającymi przedsiębiorstwa w Polsce i za granicą i wiele innych.

## Literatura

- Celej R.Sz., Wojda Sz., *Giędy papierów wartościowych krajów członkowskich UE – korzyści i bariery dla polskich emitentów i inwestorów indywidualnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, maj 2005.
- Dziawgo D., *Stowarzyszenia inwestorów indywidualnych i kluby inwestycyjne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004.
- Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne, rodzaje, zasady funkcjonowania i efektywność*, Oficyna WoltersKluwer, Kraków 2006.
- Kurzajewski M.A., Zapala A., *Klient domu maklerskiego – prawa i obowiązki*, KPWiG, Warszawa 2006.
- Mazurkiewicz E., Prucnal-Ziółkowska M., *Przepisy europejskie regulujące obrót instrumentami finansowymi oraz uczestnictwo w tym obrocie – główne zagadnienia*, KPWiG, Warszawa 2005.
- Michaluk K., *Elementy rynku kapitałowego*, [w:] *Elementy finansów i bankowości*, red. S. Flejtarski, B. Świecka, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Oreżniak L., *Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego UE*, „Bank i Kredyt” 2003 nr 7.
- Pieczynska-Czerny I.P.K., Grabowski P.K., *Dyrektywa Market Abuse w krajowym porządku prawnym – zagadnienia wybrane*, KPWiG, Warszawa, wrzesień 2005.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2006 roku w sprawie szczegółowych zasad organizacyjnego wydzielenia działalności maklerskiej banku (DzU 2006 nr 68, poz. 483).
- Ustawa z 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (DzU 2004 nr 1546 oraz z 2005 nr 83, poz. 719 z późn. zm.

## Strony internetowe

[www.fese.be](http://www.fese.be)  
[www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)  
[www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl)  
[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)

## EUROPEAN CAPITAL MARKET INTEGRATION – OPPORTUNITIES AND THREATS FOR THE POLISH MARKET

### Summary

Integration of the EU capital markets opens new opportunities for issuers and investors and at the same time intensifies competition among institutions which form the institutional infrastructure of those markets. Polish exchange market was chosen by over a dozen foreign issuers as a quotation place,

which has had a significant impact on the Warsaw Stock Exchange capitalization. Several companies enjoy a remote member status. Investors are able to purchase units of numerous investment funds. Being in such position, the Warsaw Stock Exchange is perceived as the most resilient in Eastern Europe and against it, institutions like Polish investment companies or investment funds may be said to be sluggish in taking advantage of common passport principle.

---

**Urszula Banaszczak-Soroka** – dr, adiunkt w Zakładzie Zarządzania Finansami w Instytucie Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Wrocławskiego.