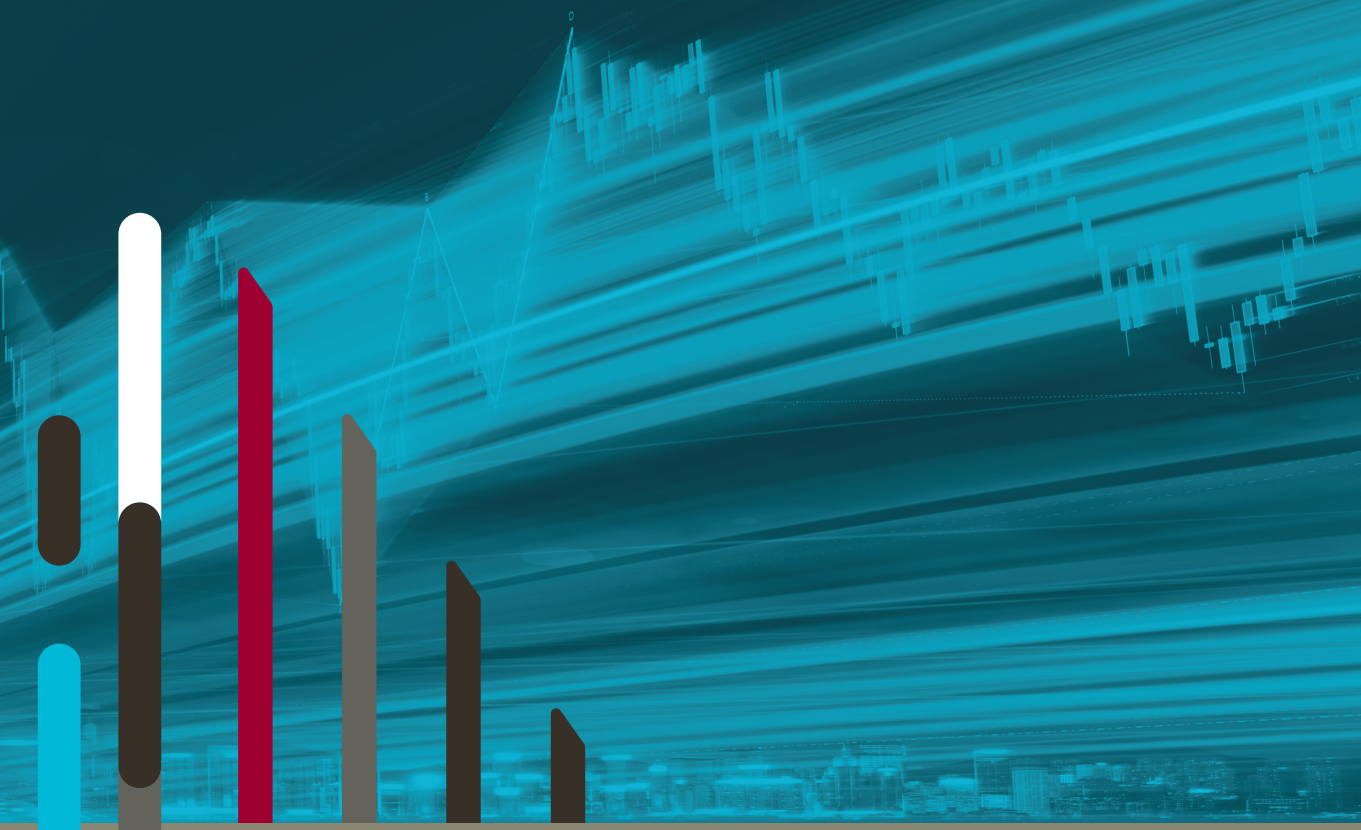
Publikacja
Europejskiego
Kongresu
Finansowego



EWOLUCJA CZY REWOLUCJA

O PRZYSZŁOŚCI BANKOWOŚCI KORPORACYJNEJ

Praca zbiorowa pod redakcją Andrzeja Kopyrskiego

EWOLUCJA CZY REWOLUCJA – O PRZYSZŁOŚCI BANKOWOŚCI KORPORACYJNEJ

Praca zbiorowa pod redakcją Andrzeja Kopyrskiego

Gdańsk 2016

Opracowanie redakcyjne: Aleksandra Gibała

Projekt okładki: Sopocka Grupa Marketingowa

Opracowanie graficzne i skład: Ewa Nowaczyk

© Copyright by Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową – Gdańska Akademia Bankowa
Gdańsk 2016

Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową – Gdańska Akademia Bankowa
ul. Do Studzienki 63
80-227 Gdańsk
tel. 58 524 49 01
fax. 58 524 49 09

www.gab.com.pl
www.efcongress.com
e-mail: poczta@gab.com.pl

ISBN: 978-83-88835-31-5

Spis treści

Andrzej Kopyrski: Bankowość zdefiniowana na nowo 5

Gianfranco Bisagni: Are banks ready to support growth and development of their corporate clients? 11

Wilhelm Molterer: Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych (EFSI) a wsparcie projektów infrastrukturalnych i MSP 29

Michał Walęczak: Budowanie wartości przedsiębiorstw przez internacjonalizację 43

Marcin Pulit, Maciej Tarnawski: Kredyt czy obligacje?..... 59

Jacek Fotek: Perspektywy rynku obligacji w Polsce 79

Adam Stopyra: Czy lepsze jest wrogiem dobrego? – perspektywa regulacyjna współczesnej bankowości korporacyjnej 99

Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat 119

Andrzej Kopyrski

Wiceprezes Zarządu Banku Pekao SA. Absolwent Politechniki Warszawskiej i Uniwersytetu Strathclyde w Glasgow. Karierę w bankowości rozpoczął w 1992 roku w Banku Pekao SA. W latach 1993-1996 pracował w pionie bankowości korporacyjnej w ING Bank Polska. Następnie kierował finansowaniem strukturalnym w Deutsche Bank Polska, a od roku 1997 do 2001 był Dyrektorem w ABN Amro Bank (Polska), gdzie odpowiadał za finansowanie strukturalne i rynki kapitałowe. Od 2001 roku był Członkiem Zarządu w HSBC Financial Services (Poland).

Od kwietnia 2002 roku pracował w Banku BPH S.A. na stanowisku Dyrektora Zarządzającego, odpowiedzialnego za Obszar Sprzedaży, Finansowania Strukturalnego i Rynków Kapitałowych, a po połączeniu z Bankiem Pekao SA przejął odpowiedzialność za Departament Bankowości Inwestycyjnej i Finansowania Strukturalnego. Od 4 czerwca 2008 roku Wiceprezes Zarządu Banku nadzorujący Pion Bankowości Korporacyjnej, Rynków i Bankowości Inwestycyjnej. Andrzej Kopyrski jest również Przewodniczącym Rad Nadzorczych: Pekao Leasing Sp. z o.o., Pekao Faktoring Sp. z o.o. oraz Pekao Investment Banking SA.

Bankowość zdefiniowana na nowo

Europejski Kongres Finansowy to merytoryczna dyskusja nad teraźniejszością, odważne patrzenie w przyszłość i debaty, które na tę przyszłość pozwalają możliwie najlepiej się przygotować. Sopockie seminaria i kongresy specjalistyczne, spotkania branżowe oraz tematyczne komitety sterujące i rady programowe to współczesny areopag, który nie tylko identyfikuje wyzwania, ale też koncentruje się na poszukiwaniu najlepszych rozwiązań i kierunków działania. Trzeba bowiem pamiętać, że jedynie dobre przygotowanie się na zmiany i odpowiednio szybkie reagowanie na sygnały płynące z otoczenia pozwalają nie tyle przetrwać, co kształtować przewagi konkurencyjne. Mając na uwadze rolę wymiany myśli w kreowaniu przyszłości, proponujemy Państwu publikację, za pomocą której dzielimy się ideami i rozwiązaniami wypracowanymi w ramach Europejskiego Kongresu Finansowego w odniesieniu do bankowości korporacyjnej.

Banki działające w Europie znajdują się dziś pod wieloraką presją. Choć wzrost gospodarczy nieco przyspieszył, to poziom aktywności gospodarczej pozostaje niski, zbliżony do tego z 2008 roku. W krajach, gdzie sytuacja ekonomiczna pozostaje szczególnie trudna, odbija się to niekorzystnie na zdolności klientów do obsługi istniejących zobowiązań. Towarzysząca słabemu wzrostowi polityka niskich stóp prowadzi do erozji podstawowej kategorii dochodowej banków, a mianowicie wyniku odsetkowego. Z roku na roku rosną też wymagania regulacyjne, obejmujące wszystkie możliwe obszary, w tym tak istotne kwestie, jak poziom wymaganego kapitału czy płynności. Na to wszystko w wielu krajach nakładają się podatki od banków, wprowadzane albo w celu akumulacji środków na pokrycie kosztów ewentualnych przyszłych kryzysów, albo po prostu w celu uzyskania dodatkowych dochodów budżetowych. W efekcie równoczesnego występowania całej palety niekorzystnych czynników, rentowność działalności bankowej – mierzona rentownością kapitałów – jest dziś w większości krajów niższa (a w licznych przypadkach drastycznie niższa) niż w działalności niefinansowej.

Na domiar złego rośnie rzesza tych, którzy wieszczą koniec tradycyjnej bankowości. Szczególna rola przypisywana bankom w gospodarce odchodzi rzekomo powoli do lamusa. Do ostatecznego upadku mają je doprowadzić różnego rodzaju *fin-techy* – firmy, które w oparciu o dostępne technologie, często wykorzystując nienadążanie rozwiązań regulacyjnych za rzeczywistością oraz bazując na nowym, inaczej myślącym pokoleniu konsumentów – starają się „podgryzać" tradycyjne banki, oferując usługi dotychczas przypisane ofercie bankowej.

Sytuacja ta przypomina błyskawiczny rozwój usług telekomunikacyjnych, z którym mieliśmy do czynienia na przełomie wieków. Na podobieństwa te zwracano uwagę już kilka lat temu (np. *Crash course – lessons from the telecom buble*, „The Economist", luty 2009), a dziś porównanie to wydaje się jeszcze bardziej odpowiednie. *Fin-techy* stanowią aktualnie swego rodzaju odpowiednik ówczesnych *dot-comów*. U źródeł ich powstania leżały – podobnie jak dziś – zmiany regulacyjne i postęp technologiczny. Podobnie jak dzisiejsze *fin-techy* miały one zmieść z rynku tradycyjnych operatorów.

Dziś wiemy już, że tak się nie stało. Większość *dot-comów* zbankrutowała, nie będąc w stanie przejść pozytywnie rynkowej weryfikacji swych modeli biznesowych. Nie inaczej będzie pewnie z *fin-techami*. W procesie „kreatywnej destrukcji" przetrwają stosunkowo nieliczni. Nie jest to jednak przesłanka do tego, by banki mogły spać spokojnie. Powstaje bowiem nowa architektura usług finansowych (w zakresie oferowanych produktów, sposobów ich dostarczania itd.), której trwałym elementem staną się te z *fin-techów*, które przetrwają. To im przypadnie cały splendor i chwała, podobnie jak sowite zyski przypadną tym, którzy w nie we właściwym momencie zainwestowali.

Bankowość, w tym bankowość korporacyjna, musi się zmieniać. Wydaje się, że kluczową kwestią jest zdolność dostosowania do zupełnie nowych uwarunkowań. Pod pojęciem „dostosowania" kryją się bardzo szerokie zmiany: począwszy od zmian liderów, poprzez zmiany kultury korporacyjnej, na finalnym doświadczeniu klienta skończywszy.

W wielu przypadkach elementem warunkującym przyszły sukces jest poradzenie sobie z obciążającą bieżące funkcjonowanie spuścizną przeszłości. Niektóre banki muszą rozwiązać problem nietrafionych inwestycji i źle ulokowanych środków. Banki muszą również zerwać ze swego rodzaju kulturą „mocarstwowości" właściwą dla tradycyjnego biznesu – „więcej" coraz rzadziej oznacza „lepiej". W tym kontekście w bankach wciąż można znaleźć

sporo nieproduktywnych lub nisko produktywnych aktywów. Dotyczy to nie tylko aktywów finansowych, ale także np. oddziałów bankowych. To spuścizna rywalizacji, na którą można sobie było pozwolić w warunkach wysokiej zyskowności; rywalizacji o to, kto jest większy, kto ma większe udziały rynkowe itd.

W warunkach narastających wymogów regulacyjnych i zgodności banki muszą podołać wyzwaniu odbiurokratyzowania – dziś wciąż wiele z nich przypomina bardziej nastawione głównie na procesy i procedury urzędy niż skoncentrowane na klientach instytucje rynkowe.

Dzisiejsza bankowość to nie tylko zmieniające się regulacje, ale również postępujący *exodus* usług poza rynek regulowany. Dzisiaj niewielki dom inwestycyjny jest w stanie przeprowadzić emisję obligacji dla przedsiębiorstwa, a prywatny fundusz wyposażyć je w finansowanie na długoletni rozwój. Operator telefoniczny może wykonać przelew, a firma zarządzająca portalem internetowym dokonać bezgotówkowej wymiany waluty. To, co zostaje w orężu banków, to wiedza, ale przede wszystkim budowana na jej bazie długoletnia współpraca i relacja z klientem. Wiele z dzisiejszych liderów na rynku prywatnych przedsiębiorstw rosło wraz z obsługującym je bankiem, korzystając zarówno z coraz szerszej palety produktów i usług, jak i specjalistycznego doradztwa. Wydaje się, że ten element obsługi ciężko będzie zastąpić wystandaryzowanym modelem i bankowość korporacyjna budowana wokół osoby doradcy pozostanie odporna na rewolucje rynkowe. Kluczowe zmiany muszą zatem dotyczyć patrzenia w przyszłość, praktycznego, a nie jedynie teoretycznego postrzegania klienta przez pryzmat jego potrzeb, także tych, których dziś sobie jeszcze nie uświadamia. Najmniejsze szanse powodzenia mają ci, którzy tkwiąc obiema nogami w przeszłości, będą swoją uwagę koncentrować nie tyle na zmianach rynkowych, co na utarczkach z konkurentami i regulatorem, by jak najdłużej chronić swoją część przynależnego im w przeszłości „tortu".

Europejski Kongres Finansowy pozwala przyjrzeć się różnym kierunkom rozwoju rynku; w interdyscyplinarnych dyskusjach wizje dotyczące przyszłości nabierają realnych kształtów. Stąd w niniejszej publikacji, wybierając z bogatego zbioru tematów omawianych podczas kongresu, postanowiliśmy skupić się tych, które w najbliższym okresie będą miały najistotniejsze znaczenie dla rynku bankowości korporacyjnej. W naszym przekonaniu, jednym z takich zagadnień jest przyszła wizja współpracy na linii bank – klient; jej forma, zakres i przyszły kształt, w świetle zmian na rynkach finansowych

i kapitałowych. Chcieliśmy też zwrócić uwagę na szczególną rolę finansowania rozwoju gospodarki, które zapewniał dotychczas rynek bankowy, a w który to obszar coraz śmielej wkraczają rynki kapitałowe, fundusze dłużne, a także cała gama nowo powstających funduszy strukturalnych. Przyjrzeliśmy się również kolejnej fazie rozwoju polskiej gospodarki, jaką jest ekspansja zagraniczna. Jakie kierunki przyjmuje, jakie szanse rodzi i jakie zagrożenia ze sobą niesie. Oddzielnym tematem zaadresowanym w naszej publikacji jest Big Data – tematyka obecna właściwie w większości sektorów, która nie ominęła również bankowości korporacyjnej.

Dziękujemy autorom poszczególnych artykułów i instytucjom, które reprezentują, za zaangażowanie w tworzenie tej publikacji, a wszystkim uczestnikom i obserwatorom kongresu za współtworzenie inspirującej platformy wymiany idei tak istotnych dla polskiej i europejskiej gospodarki. Zapraszamy do lektury.

Gianfranco Bisagni

Are banks ready to support growth and development of their corporate clients?

Gianfranco Bisagni

Deputy Head of Corporate and Investment Banking Division
Gianfranco Bisagni is Deputy Head of Corporate and Investment Banking Division and ExCo member since April 2015, with direct responsibility for the commercial activities of a newly defined and enlarged International Network. This structure covers existing and new geographies comprising of UniCredit's operations in the Americas, Asia-Pacific, and MENA as well as all branches, representative offices and activities around the world. In his new role, Gianfranco is also responsible for the GTB (Global Transaction Banking) product line.
From 2011 to 2015 Gianfranco Bisagni acted as Head of CEE Corporate and Investment Banking and Deputy Head of CEE Division at UniCredit. He previously served as Head of CIB & Private Banking at UniCredit Tiriac Bank Romania, where he was appointed a member of the Management Board (2010).
Gianfranco started his career in the Italian Unicredit network, but moved to the United States shortly after. His first appointment was in the Chicago office and was subsequently relocated to New York City, where he took over as Deputy Chief Manager for the UniCredit New York branch, responsible for all the Representative Offices in North and South America. He was later named Chief Manager of UniCredit´s Hong Kong branch (2001) and Head of Corporate Banking Asia Pacific & Chief Manager Hong Kong branch (2008).
Gianfranco is married with 3 children and holds a degree in Business Administration.

The Partnership Bank – Clients: loans are a commodity, the relationship is not

The world is becoming more and more complex. 'New' is a ubiquitous word: new technological paradigms, new products, new governance, etc. The economic order has changed dramatically in the last quarter of a century and the expression "New Normal" has become a common metaphor to describe that economic rules change at the speed of light, sometimes in an unpredictable way. Tail effects, or if you prefer Black Swans, are becoming more and more persistent, as masterfully described by Nassim N. Taleb[2]. If banks want to support their clients, it goes without saying that in this scenario financial institutions need to change and the relationship bank-clients has to evolve into a 'new' one.

In the old world – the one that does not exists anymore – banks had a relatively easy job. Basically, the clients asked for money, the request was processed, the credit approved and the money disbursed. No particular value added was requested, or better, the value added was in fact granting the money. Today, providing loans is not enough, since the client already has, or will have in a not so distant future, other alternatives, from more efficient, diversified and sophisticated capital markets to peer-to-peer lending. If loans are becoming more similar to a commodity that can be purchased on the wholesale market, the pivot of the relationship becomes a thorough and personalized advisory service. In recent times the monetary policies adopted by several central banks have further accelerated this process. When liquidity is all but an issue, then what makes a real difference in the relationship bank-clients is the ability to define optimal solutions, and the capability to offer a systematic financial strategy, not a series of single products.

Actually, the banking sector is not different from many other industries heavily impacted by the technological changes. Routine operations, once one of the backbone of bank's P&L, have become almost worthless in term of revenue generation. The challenge, then, is to undress the clothes of the mere supplier and to wear the ones of the strategic partner. If customized solutions are the tipping point in bank-client relationship, then also loans are less central. Until not so long ago, loans were the '*Pain Quotidien*' of the relationship. Everything started from that, and it was the tangible signal of a commitment.

[2] Nassim N Taleb (2007), *The Black Swan*, Random House.

Today maybe such a tangible signal is to give up loans in favor of other sources if this is consistent with client's need. For example, the access to the capital markets (both debt and/or equity) is a step worth taking by many firms. Therefore, the role of the bank is to open up the capital markets to the client, even if this could cannibalize loans. But the 360° approach does not end with the single deal, and the bank should always be able to set up the right financial strategy. Is there a volatility in the market that can jeopardize the proceeds? The bank should be able to offer appropriate and sophisticated risk hedging products to protect client's resources. Are the proceeds instrumental for an acquisition that can help the client to reach a better critical mass or to expand in foreign markets? The bank should be able to deliver also this.

Competence and high quality skills are the ingredients the clients are looking for. For a firm, having such a support can help decrypt, and, above all, cope with global structural changes, often referred as megatrends.

Megatrends

A megatrend is a large, social, economic, political, or technological change that, once in place, last for decades[3]. According to PWC[4], currently there are at least four megatrends ongoing with a significant economic impact:

- **Demography:** global population grows by 70 million people p.a., and it is estimated to total 8.3 bln in 2030[5], twice the population of the 80s.
- **Urbanization:** in 1800 only 2% of the world's population lived in cities, now it's 50%. PWC[6] estimates that every single week urbanized population grows by some 1.5 million people. In term of market aggregation and economic potential this is a quantum leap.
- **Technology:** the impacts of digital disruption are now so pervasive that no business in any sector – from the smallest family business to largest multinational – is immune from them.

Economic order: the aggregate purchasing power of the seven largest emerging economies – China, India, Russia, Brazil, Mexico, Turkey and Indonesia – will overtake the one of the G7 by 2030.

[3] Definition by Council of State Governments, a nonpartisan non-profit organization in the United States serving the state governments.

[4] Source: http://www.pwc.com/gx/en/issues/megatrends.html.

[5] Source: Roland Berger, Trend Compendium 2030.

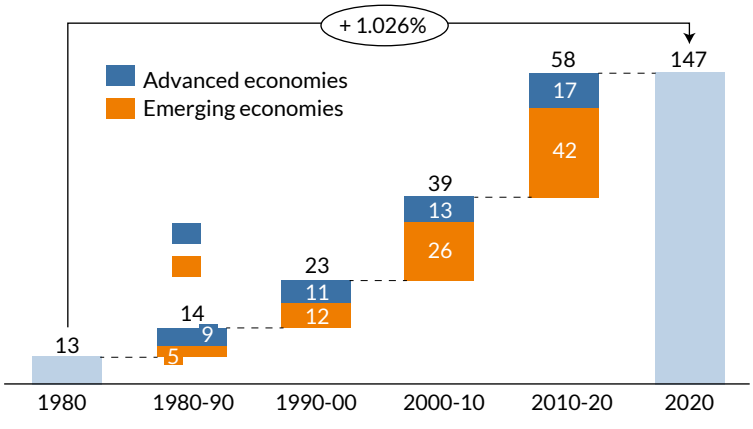
[6] PWC, *ibid.*

These megatrends are shaping the developments in jobs and growth worldwide. For firms, the evolution of the global economy can be at the same time a threat that can kill their business or the 'once-in-a-lifetime' opportunity. However, much has been written to support either the threat or the opportunity point of view. I prefer starting from the hard facts.

Let's look at the valuation of world GDP based on the purchasing-power-parity (PPP) which helps us to investigate income generation, keeping into consideration the differences in cost of living.

Gross domestic product based on purchasing-power-parity (PPP)

(USD trl)



Source: IMF WEO, April 2016, current international dollars.

As we can see from the Figure 1, GDP was USD 13 trl in 1980 and it is estimated to total GDP 147 trl in 2020[7]. This 11x increase of purchasing power income correspond to a 6% growth per year, a metric that has not changed along the decades – and will not substantially in the foreseeable future. However, this performance is the result of two very different speed of convergence: 5% p.a. in advanced markets, almost 8% p.a. in emerging economies[8]. In fact, in 1980 2/3 of the world GDP was coming from advanced countries and 1/3 from emerging economies, in 2020 this ratio is expected to flip over. Actually, as pointed out an a policy paper published by the International Monetary Fund[9], these me-

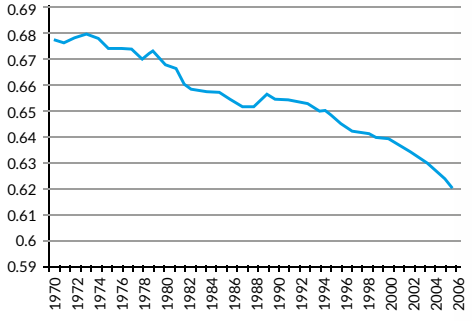
[7] Source: IMF, WEO, April 2016, valuation of country GDP based on PPP, data in current international dollars.

[8] Source: *ibid*.

[9] *Jobs and Growth: Analytical and Operational Considerations for the Fund*, Policy Paper, IMF, 2013.

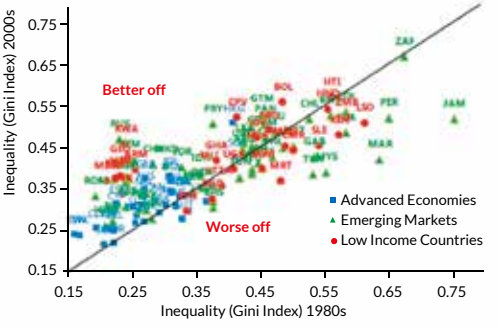
gatrends led to momentous changes over recent decades, and many emerging markets experienced rapid growth, whilst millions of people in these countries emerged out of poverty, with inequality measured at the global level[10] declining and reflecting large income gains in developing countries.

World Gini Coefficient, 1970-2006



World inequality id defined by the Gini Index, assuuming the worls is one country.
Source: Sala-i-Martin (2006).

Income Inequality in the 1980s and 2000s



Source: Solt (2009).

Advanced countries, too, received benefits as well, for example, in the form of real income gains thanks to lower prices. This significant reallocation of purchasing power has a direct link to the rising importance of emerging market as significant production hubs, as outlined in Figure 3[11].

Rank	1980	2010
1	US	US
2	Germany	China
3	Japan	Japan
4	UK	Germany
5	France	Italy
6	Italy	Brazil
7	China	South Korea
8	Brazil	France
9	Spain	UK
10	Canada	India
11	Mexico	Russia
12	Australia	Mexico
13	Netherlands	Indonesia
14	Argentina	Spain
15	India	Canada

Source: IHS Global Insight, McKinsey Global Institute.

[10] Assuming the world is one country.

[11] IMF, 2013, *ibid.*

Thanks in part to this integration, emerging markets have moved up the ranks of the largest manufacturing nations worldwide. The effect of these persistent shifts puts at the center stage the internationalization process which, as we will see in the next section, has become a major business engine.

Toward a global markets

In the last two decades the world has become an increasing interconnection of regional markets. This structural change is very visible in global trade statistics which evidenced a spectacular growth in recent years. For example, the aggregated global exports passed from USD 6 trl in 2001 to almost USD 17 trl in 2015[12], evidencing in many countries growth rates much higher than the ones of the underlying GDPs. Although roughly 2/3 of this significant amount of money is concentrated in 15 countries (notably China, the US, and Germany which together total USD 3.5 trl), there are a bunch of aggressively exporting economies that generated substantial growth in addition to China. For example Vietnam, India, Poland, Czech Republic experienced over a 15 year time span an average annual growth rates in the range 10% - 20%[13] which implies doubling the volumes every 5/7 years. The outcome of these simple figures outlines the pervasive nature and heterogeneity of this phenomenon: not a regional occurrence, not a simple wave of customers willing to buy foreign goods, but a much more deep-rooted change.

The fact that the world is becoming a global marketplace is also manifest if we look at the Foreign Direct Investment flows. For example, annual outward FDIs from the US, one of the most sophisticated domestic economies in the world, passed from less than USD 50 bln in the 1990 to over USD 400 bln 20 years later[14], evidencing a solidly upward trend notwithstanding the several financial and economic crises over two decades[15]. This persistency is common to many other countries, including also emerging economies that have started to aggressively invest abroad in more recent times. As a result, it is not a surprise to see that, in 2015 global FDI peaked to one of its historical highs of USD 1.7 trl[16], almost equally split between cross border M&A deals and greenfield projects.

[12] Source: ITC/Trademap.org.

[13] Source: ITC/Trademap.org, analysis based on countries with 2015 total exports of USD 100 bnl or above.

[14] Source: US Congressional Research service.

[15] E.g. Mexican, Russian, Asian and LATAM crises in the 90s, the global financial crisis in the 2000s.

[16] Global Investments Trend Monitor, UNCTAD, 2016.

The microeconomic determinants of FDIs

As pointed out among other by Johnson and Turner[17] firms can decide to move production abroad mainly for four reasons:

- Resource seeking
- Efficiency seeking
- Market seeking
- Strategic asset seeking

The **resource seeking** situation occurs when a company is moving abroad to have a direct access for example to commodities. Although still a relevant factor, probably this was the key driver during an earlier stage of the industrialization process, when transport costs were complex and expansive, and consequently the proximity to some production factors or to raw materials was essential and strategic. Today, also thanks to the availability of a fast, reliable, and cheap logistic, things are different.

The **efficiency seeking** is still an important factor. The possibility to move the production where you have relative cheaper conditions for your production factors can still explain an important part of FDI flows. However, to my understanding, that was a huge driver few years ago, when western economies experienced on of the most structural transformation in industrial patterns since the end of WWII. Today, most has already been done. In fact, for certain industries, for example the labor intensive ones, moving the production abroad was a matter of survival 15/20 years ago. Now, if they have not taken this step yet, maybe it is too late.

The **market seeking** driver says that firms move production, for example, to Turkey or to India not only to exploit the arbitrage of lower wages but also, and above all, because they want to attack the local market. In effect, this potential can be huge. Let's take India, for example. In 2030, Indian middle class is estimated to equal the sum of the ones in the US, Europe, and Japan. A significant concentration of consumers located in an area that is 1/3 the one of the US. But also in this case, most opportunities have already been spotted, and several steps, in term of FDIs have already been taken. Maybe the next big thing will be Africa, but it will be a regional phenomenon compared to the global reallocation of capital that we saw in the recent times.

[17] Johnson and Turner, *International Business: themes and issues in the modern global economy*, London, Routledge, 2003.

If the propellant effect of these three factors is becoming less important, what can explain the persistent high level of FDIs? The fourth driver is the most interesting one. From a theoretical point of view, any FDI which cannot be explained with the first three drivers becomes a **strategic asset seeking argument**. Actually, in practical term, this has to do with the steps firms take to achieve an optimal production scale.

The quest for an efficient production scale and the advantages of global supply chains

The right scale of production is a key strategic variable. The global competition is compressing margins dramatically, and therefore it is essential to maximize the value of fixed investments as much as possible. In some situations, the size of the domestic market is not enough to reach this optimal production scale. That's why the move to expand internationally can represent the right strategy. To this regard, a good recent example is the merge between ChemChina, the state-owned chemical conglomerate company, and Pirelli, the world's fifth-largest tire manufacturer. It's a perfect combination of product complementarity and different geographical footprints that can promise to achieve significant saving in term of scale economies.

Even more important the global supply chain argument. Here, the perfect "textbook" example is Apple, one the most admired company in world that directly employs 76.000 people in the US, and aprox 40.000 overseas, and indirectly 700,000 through Apple's contractors that build iPads, iPhones and Apple's other products in East Asia. The conventional wisdom says that Apple levers on this 'megalopolis' of workers to arbitrage on lower wages. But the reasons why the 70+ million electronic devices that Apple brings to the markets each quarter are built in China is not because of cheap labor. Few years ago the New York Times published an interesting survey about iPhone assembling lines[18]. All iPhones contain hundreds of parts, an estimated 90 percent of which are manufactured outside China. Advanced semiconductors comes from Germany and Taiwan, memory from Korea and Japan, display panels and circuitry from Korea and Taiwan, chipsets from Europe and rare metals from Africa and Asia. All of it is put together in China. In fact, labor cost is minimal compared with the expense of buying parts and

[18] Source: Duhigg and Bradsherjan, *How the U.S. Lost Out on iPhone Work*, The New York Times, 21/01/2012.

managing such a complex supply chains that bring together components and services from hundreds of companies[19]. Labor is a small part of technology manufacturing. Although it is hard to estimate how much more it would cost to build iPhones in the United States, the New York Times survey[20] reports that paying American wages would add up to $65 to each iPhone's expense. Since iPhone's price tag can peak to USD 1.000, Apple's profits would be healthy enough, and therefore domestic production, in theory, would be feasible from a financial point of view. However, such calculations are meaningless because building the iPhone in the United States would simply be impossible. When Apple developed the plant to produce iPhone, China were able to provide engineers at a scale the United States could not match. In fact, Apple's executives had estimated that about 8,700 industrial engineers were needed to oversee and guide the 200,000 assembly-line workers eventually involved in manufacturing iPhones. The company's analysts had forecast it would take as long as 9 months, an eternity in the technological sector, to find that many qualified engineers in the United States. In China, it took 15 days.

According to Mr. Cook, Apple's CEO, the advantage to concentrate iPhone production in China came down to two things only: (i) factories can scale up and down faster, (ii) Asian supply chains have surpassed the one in the U.S.

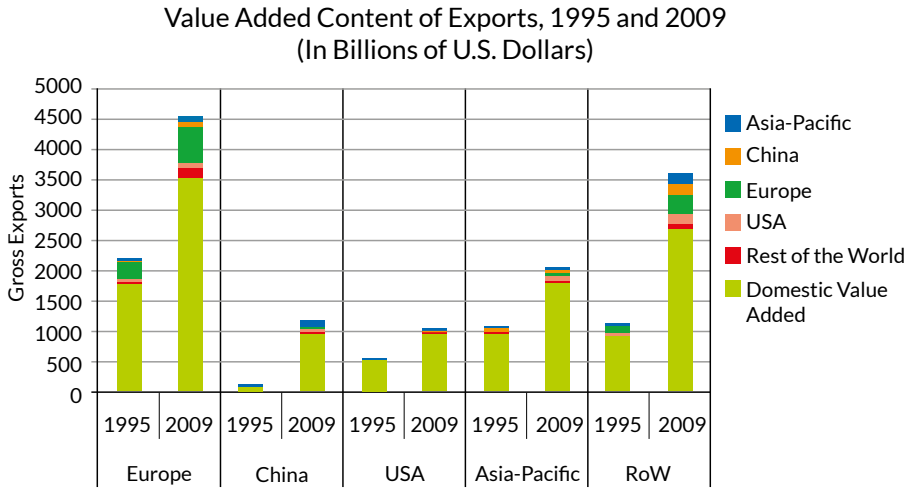
The surge in the importance of the global supply chain belts is clearly confirmed if we look at the value added content of exports. In fact, as reported by the IMF[21], they have gained importance, reflecting among other things the growing integration of emerging markets into the global economy.

[19] An additional advantage to develop new factories in emerging markets comes from their recent development: building a modern factory from scratch following the most recent technological paradigms can be easier and more efficient than reshaping an existing one, maybe originally conceived at the gilded age of the industrialization era.

[20] New York Times, 2012, *ibid*.

[21] Source IMF, 2013, *ibid*.

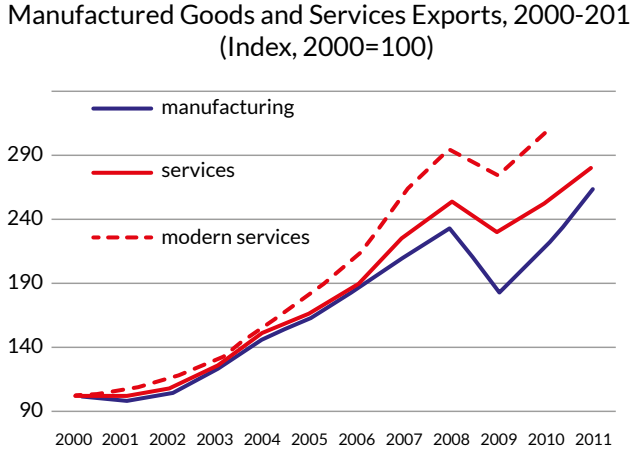
[22] Source IMF, 2013, *ibid*.



Source: *World Input-Output Database (WIOD), WEO, Fund staff estimates*. Note: Europe (AUT,BEL,DEU,EST,FIN,FRA,IRL,LUX, NLD,SVK,SVN,CYP,ESP,GRA,ITA,MLT,PRT,BGR,CZE,DNK, GBR,HUNmLTU,LVA,POL,ROM,SWE), Asia-Pacific (AUS,CAN, IDN, IND,JPN,KOR,MEX,TWN), RoW (BRA,RUS,TUR,ROW).

Source: *Jobs and Growth: Analytical and Operational Considerations for the Fund*, Policy Paper, IMF, 2013.

This evolution is also evidenced if we analyze exports of services vs manufactured goods[22]. Export of services, particularly 'modern' services[23], grows more than manufactured goods, with an ever-increasing share of exports on GDP, and it is a clear consequence that skilled competences move cross borders along the supply chain belts.



Source: *Jobs and Growth: Analytical and Operational Considerations for the Fund*, Policy Paper, IMF, 2013.

[23] Modern services comprise financial services, computer and information services; royalties and license fees; and other business services.

Market entry options and barriers to Internationalization

To intercept these opportunities, firm needs to go international. Four options are possible with an increasing level of complexity – but also with an increasing potential of better returns:

1. **Indirect Export.** This consists in entering the market with the support of intermediaries and trading companies. It is a rather simple option to activate, with some drawbacks, though. Typically profit margins are lower, and there is no control over the final client;
2. **Direct Export.** This can happen through the constitution of local sale subsidiaries or rep offices directly managed by the parent company. In recent times, the development of reliable ecommerce platforms as well as the support of solid logistic hubs can facilitate direct export. The level of complexity is related to the understanding of local market rules and regulations (from tax and legal issues to consumer protection laws);
3. **Strategic Agreement.** This take place when a company develop a JV with a local partners, or when it sings licensing or franchise agreements. Needless to say, there is a 'soft' level of high complexity due to the discussions and negotiations needed to find agreements on key decisions with the local partners. For the 'hard' level of complexity (e.g. tax and legal regulation, staff hiring, etc.), the company can lever on the expertise of the local partner;
4. **Full production.** This consists in entering the local market with directly managed production facilities, and typically this take place either with M&A or with greenfield/brownfield projects. The first one has the advantage to be in a position to immediately start operations, but the disadvantage that integration with parent company's operations is needed. The second one has the advantage to build the very right solution, but it take longer time to be ready with operations. Here complexities are mainly the 'hard' ones (e.g. tax and legal regulation, staff hiring, etc.).

Entering a foreign markets is not easy. What are the barriers to international expansions? Usually in the literature, these are clustered in four main categories:

1. **Market barriers.** These include the distance, the competition from other firms in the destination markets, the unfamiliarity with the local distribution networks, the lack of market knowledge, etc.;

2. **Cultural barriers.** These mainly consist in language difficulties, understanding different business practices, values and customs, and also the ability to deal with the local staff;
3. **Legal barriers.** These mainly deal main the skills required to cope with foreign government restrictions, national export policies, foreign exchange controls, tax and tariffs frameworks;
4. **Economic barriers.** These basically consists in the difficulties to find local working capital and/or capex financing, as well as the possibility to find sophisticated products – from cash management to risk hedging – to handle cross border operations.

To overcome these barriers, often fixed investments are required. For example, before entering a certain market, companies undertake feasibility studies, which typically consist in hefty fees to consultants, and this investment is totally independent from the level of engagement a company desire to achieve. This is why, a critical mass to go abroad is needed.

Bank strategy in the current scenario: call for duty

Banks can play a significant role to support growth and development of their corporate clients. The long history that often banks and clients share is a treasury that should not be wasted. Reciprocal trust, consolidated over many years, is always a good starting point. However, as above outlined, the whirlwind changes call for the evolution of the relationships. In coping with this challenge, banks should reshape their offer along four pillars:

- Digitalization
- Investment banking products
- Internationalization services
- Processes and operations

Digitalization, the ongoing transformation of traditional financial products and services into easy-to-integrate electronic processes, is becoming the backbone infrastructure that links the banks with the client. The aims is greater efficiency, stability and transparency. For corporates and their banking partners, the adoption of new services and technologies will change the ways in which they interact, as well as how they work to overcome the challenges of an ever-more globalized marketplace. Technology is removing barriers to entry in the banking services, and innovative new entrants can come up with leaner organizations and minimal overheads. To tackle this challenge, banks

must concentrate on using digital technology (within a very secure environment) to amplify their key strengths – with a focus on client experience. Banks can do this by focusing on three key areas: (i) convenience, (ii) trust, and (iii) expertise. In particular, they must find ways of leveraging their trust and expertise in ways that are convenient for the client. Early examples of this kind of initiative include innovative products for digital settlement and FX operations, such as the BPO and PayFX. Big data is another area where banks can capitalize – enabling them to streamline their internal operations, refine their marketing strategies, and ultimately improve their services to clients. In particular, big data can help banks offer clients advisory services – using insights to guide their clients and perhaps even building big data into their existing payments services. Advisory services is an area where banks can add value – guiding clients through the range of new digital tools and advising on which tools may meet the needs of clients best and how to implement them. Finally, to ensure a rapid and sustainable digitalization of the banking sector, banks must work with regulators to establish clear, constructive, guidelines.

In order not to go extinct like the dinosaurs, companies need to adapt to the new scenarios. The faster, the better. In practical terms, this often means extraordinary transactions such as acquisitions, merges, or path-breaking investments, which in turn requires other extraordinary transactions to manage client's liability side (e.g. access to capital markets). Typically, these needs are addressed by **investment banking products**. To be effective, best in class quality has to be achieved, and this requires specific investments in term of human capital. But all of this is worth taking, because the one-stop-shop approach, i.e. the possibility to find all products under the same roof, is the keystone of customized solutions. There is an additional consideration. While engaging in investment banking business, financial institutions tend to offer highly sophisticated services to large corporates only. Although this makes sense in term of short term P&L maximization, that approach is shortsighted and it jeopardizes the possibility to scale up the role from supplier to strategic partner. That is why investment banking products should always be open to mid-sized companies as well.

In a more and more globalized world, relying on strong digital and investment banking platforms is almost useless without a sound international projection. **Internationalization services** represent a key area of value creation for banks, and for clients too. In particular, banks with direct operations in many countries have a significant competitive advantage that should be trans-

ferred as a benefit to the client. The simple fact that, for example, the client can count on the bank's presence in a foreign location, on its deep knowledge of local markets, local players, and local institutions may lower the threshold of the critical mass needed to go international. For banks, excellence in the virtual reality of the digital banking does not diminish the importance of having a real physical international network in place. Being present in selected international locations, strategically important for the clients, is still a value. Ideally, the network of banks, branches, and representative offices should be the 'client's home abroad', possibly the preferred gateway to enter the local market. In the internationalization offering, I stress the word 'services'. Although there is an argument in favor of the development of specific products to support cross border operations, this is a relatively less important issue for a well structure bank. Services are the real distinctive feature that can make the difference. Products without services are like hardware without software: an unanimated thing.

Last, but not least, banks should work to streamline internal **processes and operations** with the aim to become very easy to deal with. Simple to say, hard to implement in practice. The increasing level of regulation in the financial industry is rising complexity to unprecedented levels. Nevertheless, banks should not offload this burden on the client and internalize all the complexity that can be internalized. When we call someone with our mobile phone, we simply have to press the call button. We are not bothered by the technical and legal issues of, for example, calling a colleague in Warsaw with an Italian contract while roaming on an Austrian network. Banks, in particular when it comes to cross border transactions, will never have this level of simplicity, but still our mindset in streamlining operations should have this approach in mind. Clients should be left free to focus on their business only, not on bank bureaucracy.

Conclusions

Banks need to reinvent themselves and, as stated above, a thorough delivery of value added is the tipping point of the relationship with the client. This is only possible if banks are able to define the very right strategy for every single corporate client, exactly the opposite of a commercial policy based on the uncoordinated sale of single products. If we have milk, eggs, sugar, flour, fruits in the shop, we can choose to sell the single ingredients, or we can combine these things and offer a *soufflé chaud aux amandes et abricots Bergeron*.

Here the value added is in the masterfully combinations of the elements and the customer experience is totally different. Needless to say, the first solution is accessible to everyone, whilst the latter is much more difficult because it requires a solid competence and a lot of professionalism – you can have the best ingredients, but if you are a mediocre chef pâtissier and you don't have the right infrastructure the result is poor nonetheless. In a world which sometimes seems odd to decrypt, competence is the keystone. Maybe it is a matter of survival for companies. For sure it is a matter of sustainability for the banking business as a whole.

Wilhelm Molterer

Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych (EFSI) a wsparcie projektów infrastrukturalnych i MSP

Wilhelm Molterer

Wilhelm Molterer Dyrektor Zarządzający Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych od listopada 2015 roku. Posiada tytuł magistra ekonomii społecznej z Johannes Kepler Universität Linz w Austrii. Po studiach uniwersyteckich został doradcą ekonomicznym przy Austriackim Związku Rolników i doradcą regionalnego ministra rolnictwa w Górnej Austrii. Następnie był doradcą ekonomicznym przy Federalnym Ministerstwie Rolnictwa. Kontynuował karierę jako szef gabinetu ministra rolnictwa i oraz dyrektor Austriackiego Stowarzyszenia Rolników.
W latach 1990-1994 Wilhelm Molterer był posłem do Rady Narodowej w parlamencie austriackim. W okresie 1994-2002 sprawował urząd federalnego ministra rolnictwa, leśnictwa, środowiska i gospodarki wodnej Austrii. W roku 2002 został przewodniczącym klubu parlamentarnego Austriackiej Partii Ludowej / ÖVP. W latach 2007-2008 był wicekanclerzem i ministrem finansów Austrii, a następnie w okresie od 2008 do 2011 roku był posłem sprawozdawcą ds. konstytucyjnych w parlamencie. Od 2011 do końca sierpnia 2015 był wiceprezesem Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz członkiem Komitetu Zarządzającego EBI, stałego kolegialnego organu zarządczego.

Luka inwestycyjna

Plan Marshalla uczynił wiele w kwestii ożywienia gospodarki powojennej Europy. Początkowo plan obejmował 13 mld USD, głównie w formie pomocy bezpośredniej, i stanowił istotny pakiet bodźców gospodarczych dla rozdartych wojną krajów europejskich. Ponadto plan Marshalla był jednym z pierwszych elementów integracji europejskiej, ponieważ znosił bariery handlowe i ustanawiał instytucje koordynujące gospodarkę na poziomie kontynentalnym. Wszystko to stworzyło ramy dla wielu lat niemal nieprzerwanego powojennego wzrostu gospodarczego, poprawy produktywności i ekspansji przemysłowej.

Sukces gospodarczy planu Marshalla dostarczył iskrę, która wywołała polityczną reakcję łańcuchową. W 1957 roku uchwalono traktat rzymski, ustanawiający Europejską Wspólnotę Gospodarczą. Choć dalsza integracja była mniej radykalna, niż wyobrażali to sobie wizjonerzy, wieloletnia spuścizna pozostawiona przez inwestycje strategiczne jest bezspornym faktem. Zależy od niej pokojowy rozwój Europy – proces trwający po dziś dzień.

W odpowiedzi na Plan Marshalla Europa odnotowywała przez kilkadziesiąt lat wysokie wskaźniki wzrostu. Jednak wraz z nadejściem rewolucji cyfrowej w latach 90. XX wieku wzrost wydajności w UE zaczął być mniejszy niż wzrost w USA oraz innych krajach będących głównymi partnerami handlowymi. Tendencja ta osłabiła konkurencyjność firm europejskich oraz ich zdolność do zapewniania atrakcyjnych miejsc pracy i wysokiego standardu życia. Porównywalnie niska wydajność oraz błędna alokacja inwestycji wraz z licznymi deficytami strukturalnymi wyjaśniają także, dlaczego globalny kryzys tak mocno uderzył w Europę i dlaczego naprawa unijnej gospodarki stanowi tak duże wyzwanie.

Główną przyczyną utrzymującego się złego stanu gospodarki jest ogromny niedobór inwestycyjny. Firmy z sektora prywatnego nie chcą przyjmować na siebie nowych wydatków w niesprzyjającym klimacie, a wydatki publiczne znacznie zmalały wskutek wielu lat rygorystycznych oszczędności budżetowych. W opublikowanym niedawno raporcie EBI *Restoring EU Competitiveness* (*Przywrócenie konkurencyjności UE*) wykazano, jak duża istnieje przepaść pomiędzy rzeczywistymi potrzebami a faktycznym przedmiotem planów inwestycyjnych w Europie. Dramatyczne opóźnienie Europy wystarczy zilustrować kilkoma liczbami: wartość całkowitych rocznych inwestycji w Europie jest obecnie nadal około 15% niższa niż wartość sprzed kryzysu. W porównaniu z 2007 rokiem wysokość inwestycji zmalała o blisko 430 mld EUR w ujęciu

bezwzględnym i – przy 19,3% PKB – poziom inwestycji utrzymuje się na poziomie około 2% poniżej długoterminowej średniej. W samym tylko obszarze energii i wydajności energetycznej oprócz już przewidzianych środków potrzeba dodatkowo około 100 mld EUR rocznie. Aby wypełnić nadal istniejące luki w europejskiej infrastrukturze transportowej, potrzeba kolejnych 80 mld EUR rocznie. Środki te przeznaczono by na inwestycje w rozbudowę transportu intermodalnego oraz mobilność przyjazną dla środowiska w konurbacjach.

W przypadku pilnie potrzebnej rozbudowy sieci szerokopasmowych i centrów danych wymagana kwota sięga 65 mld EUR rocznie. Ponadto szacuje się, że modernizacja europejskich instalacji wodnych i sanitarnych, w tym ochrony przeciwpowodziowej, pochłonie nie mniej niż 90 mld EUR rocznie.

Suma tych kwot to kilkaset miliardów euro rocznie, co dobrze ilustruje skalę luki inwestycyjnej w Europie.

Wyzwanie związane z innowacyjnością

Jedną z przyczyn takiego stanu jest połączenie luki inwestycyjnej z powiększającą się luką innowacyjną, która czyni pozycję Europy w zglobalizowanym świecie jeszcze trudniejszą.

Na poziomie zaledwie 2% PKB wydatki na badania w UE są nie tylko o 1 p.p. niższe od docelowej wartości wskazanej w strategii lizbońskiej, lecz także o 1 p.p. niższe od poziomów osiąganych przez naszych głównych rywali – Stany Zjednoczone, Japonię i Koreę Południową – na rynkach technologii i innowacji. Gdyby UE chciała zrealizować swój cel przeznaczania 3% PKB na badania i rozwój – co według standardów międzynarodowych bez wątpienia stanowi zbyt ambitne założenie – musiałaby inwestować kolejne 130 mld EUR rocznie.

Na obszarze całej UE obserwujemy duże zróżnicowanie w zakresie skuteczności działań innowacyjnych. Choć Finlandia, Niemcy i Szwecja osiągają wyniki podobne do tych notowanych w USA, środowisko innowacyjne jest znacznie słabsze w wielu południowych i nowych państwach członkowskich. Nie dziwi więc fakt, że liczba wniosków patentowych na obywatela UE jest dzisiaj około 30% niższa niż w Stanach Zjednoczonych, a sytuacja ta utrzymuje się już od lat.

Nade wszystko w centrum uwagi znajduje się obecnie kwestia cyfryzacji. Przyszła siła Europy będzie zależała przede wszystkim od naszej zdolności do nadrabiania strat w obszarze technologii i usług cyfrowych. Brak konku-

rencyjności w wielu częściach Europy został spowodowany, a następnie pogłębiony przez przeznaczanie zbyt niskich nakładów inwestycyjnych na ten obszar w przeszłości.

Co gorsza, przesył danych w ramach UE – komunikacja, internet, pliki wideo – wzrósł pięciokrotnie tylko od 2008 roku. Zatem jeśli Europa nie zapewni dostępu do odpowiedniej infrastruktury cyfrowej uwzględniającej ten szybki wzrost, jej konkurencyjność globalna będzie stale maleć. Europa musi zdać sobie sprawę, że oprócz kwestii szkolenia i kreatywności zasobów ludzkich, kwestia danych stanie się kluczowym czynnikiem pozwalającym na skuteczną walkę z konkurencją.

Innym istotnym wyzwaniem związanym z innowacyjnością, które staje przed Europą, jest brak niezbędnej wydajności centrów danych. Europa przypomina sobie o tym, gdy dochodzi do incydentów związanych z ochroną danych. Ostatecznie mają one miejsce głównie poza Europą i uniemożliwiają Europejczykom wywieranie jakiegokolwiek wpływu, ponieważ sama Europa nie jest w stanie sprostać wymaganiom związanym z wydajnością.

Notabene nie jest to tylko kwestia inwestycji, ale utworzenia niezbędnych ram dla uzupełnienia cyfrowego rynku wewnętrznego. Europie potrzeba jeszcze wielu lat, aby osiągnąć ten cel. Zaledwie 4% usług cyfrowych stanowią usługi transgraniczne – 4% w obszarze, który jako jeden z nielicznych pozwala na łatwe ominięcie granic narodowych, o ile zadba się o odpowiednie ramy prawne.

Plan inwestycyjny dla Europy

Odbudowa konkurencyjności europejskiej gospodarki wymaga uzgodnionego podejścia, które uwzględnia sprzyjające czynniki oraz bezpośrednią innowacyjność i dostateczny dostęp do finansowania ekonomicznie pożądanych inwestycji modernizacyjnych. W tym właśnie kontekście zastosowanie ma „Plan inwestycyjny dla Europy" (IPE). Składa się on z trzech elementów:

1. Wsparcie dla inwestycji strategicznych bez zwiększania długu publicznego – Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS).
2. Promowanie inwestycji poprzez podnoszenie jakości usług doradczych – Europejskie Centrum Doradztwa Inwestycyjnego (ECDI) i Europejski Portal Projektów Inwestycyjnych.
3. Usuwanie barier dla inwestycji – reformy strukturalne.

Pierwszą i prawdopodobnie najważniejszą częścią IPE jest Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS). EFIS to inicjatywa unijna uruchomiona wspólnie przez Komisję i grupę EBI, którą tworzą Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) i Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI), w celu niesienia pomocy w niwelowaniu luki inwestycyjnej w UE poprzez mobilizowanie prywatnych źródeł finansowania dla inwestycji strategicznych i MŚP. Pomimo swojej nazwy EFIS nie jest odrębnym funduszem ani samodzielnym podmiotem prawnym, lecz umownym uzgodnieniem pomiędzy Komisją a EBI, składającym się z unijnej gwarancji (16 mld EUR) uzupełnionej wkładem kapitałowym EBI (5 mld EUR). Zgodnie z oczekiwaniami wsparcie EFIS ma zasilić około 60 mld EUR dodatkowego finansowania pochodzącego z grupy EBI, uruchamiając tym samym kolejną kwotę 315 mld EUR inwestycji w Unii przez okres trzech lat. EFIS pozwala grupie EBI osiągnąć znacznie więcej niż dotychczas w dziedzinie finansowania innowacyjnych projektów obarczonych wyższym ryzykiem. Umożliwi to grupie wypełnienie luk rynkowych i zachęci inne podmioty finansujące, zarówno publiczne, jak i prywatne, do przyłączenia się, odblokowując inwestycje, które są obecnie spowalniane lub utrudniane przez niestabilną sytuację gospodarczą. Nacisk zostanie położony na kluczowe sektory wskazane w rozporządzeniu o EFIS, choć należy podkreślić, że nie obowiązują w tym zakresie żadne parytety geograficzne ani sektorowe.

Zatem szczególnym priorytetem zostaną objęte m.in.:

- transport, energetyka i gospodarka cyfrowa,
- środowisko naturalne i efektywne wykorzystanie zasobów,
- kapitał ludzki, kultura i zdrowie,
- badania, rozwój i innowacje,
- wsparcie dla MŚP i spółek o średniej kapitalizacji.

Realizacją tych celów zajmą się dwie części składowe EFIS: Okno Infrastruktura i Innowacje (IIW), które zostanie uruchomione w ramach EBI, oraz Okno MŚP (SMEW), które zostanie uruchomione w ramach EFI w celu wspierania MŚP i spółek o średniej kapitalizacji.

EFIS posiada własną strukturę zarządzania, złożoną przede wszystkim z rady kierowniczej, w której zasiadają przedstawiciele Komisji i EBI. Decydującą oni m.in.: o ogólnym kierunku strategicznym i o zasadach dotyczących działań podejmowanych np. z platformami inwestycyjnymi i krajowymi bankami prorozwojowymi. Drugim organem zarządczym jest komitet inwestycyj-

ny złożony z ośmiu niezależnych ekspertów i dyrektora zarządzającego. Komitet inwestycyjny będzie oceniał i zatwierdzał wykorzystanie unijnej gwarancji dla poszczególnych działań i będzie podlegał radzie kierowniczej. Wszystkie projekty wspierane przez EFIS zostaną poddane standardowej procedurze due *diligence* EBI oraz ocenie komitetu inwestycyjnego EFIS. Projekty muszą być rozsądne pod względem technicznym i ekonomicznym oraz dopasowane do kwalifikujących się sektorów wskazanych w planie inwestycyjnym.

Korzyści dzięki EFIS może odnieść każdy publiczny i prywatny podmiot inwestujący w Europie. Mogą to być podmioty dowolnej wielkości, w tym obiekty użyteczności publicznej, spółki celowe, MŚP i spółki o średniej kapitalizacji. Wsparcie EFIS może uzupełniać wsparcie krajowych banków i instytucji prorozwojowych, banków funkcjonujących jako finansowe instytucje pośredniczące w działaniach, inwestorów instytucjonalnych, funduszy działających na rynku oraz platform inwestycyjnych. Zatem EFIS pomoże w realizacji projektów, które muszą być wykonalne z ekonomicznego i technicznego punktu widzenia, oraz projektów wysokiego ryzyka (ocenianych indywidualnie dla każdego przypadku).

Ponadto grupa EBI będzie kontynuować rozwijanie nowych produktów dostosowanych do konkretnych niedoskonałości rynku, na podstawie oceny zapotrzebowania. Nadrzędnym wymogiem będzie zgodność struktury i wyceny finansowania z politykami i procedurami EBI. Główne korzyści wynikające z EFIS obejmują możliwość oferowania przez EBI:

- nowych produktów (zwłaszcza dług podporządkowany/inwestycje kapitałowe),
- większych transakcji,
- skalowalnych instrumentów podziału ryzyka w bankach komercyjnych oraz krajowych bankach prorozwojowych,
- finansowania dla nowych grup klientów (np. w obszarze spółek o średniej kapitalizacji, środków finansowych na restrukturyzację).

Ponieważ tempo działania ma istotne znaczenie, EBI i EFI szybko oddelegowały zespoły, które miały zidentyfikować potencjalne projekty potrzebujące wsparcia EFIS. Było to możliwe dzięki decyzji grupy o nieczekaniu na utworzenie struktury zarządzania EFIS i niezwłocznym rozpoczęciu etapu realizacji w ramach tzw. składowania projektów, przy jednoczesnym przestrzeganiu procedur legislacyjnych i przyspieszeniu wysiłków zmierzających do uruchomienia motoru wzrostu zatrudnienia i rozwoju.

Jak dotąd organy zarządcze unijnego banku zatwierdziły 46 projektów o wartości 6,7 mld EUR, które otrzymają wsparcie inwestycyjne na łączną kwotę 28 mld EUR. Blisko połowa z tych projektów dotyczy energii odnawialnej, efektywności energetycznej oraz innych inwestycji, które przyczyniają się do niskoemisyjnego wzrostu gospodarczego. Pozostałe projekty obejmują inwestycje w badania i rozwój oraz innowacje przemysłowe, infrastrukturę cyfrową i społeczną oraz transport, jak również dostęp do środków finansowych dla mniejszych firm.

Równolegle Europejski Fundusz Inwestycyjny osiąga imponujące wyniki przynoszące korzyści dla mniejszych firm w ramach planu inwestycyjnego dla Europy. EFI podpisał dotychczas zgodę na ponad 100 przedsięwzięć na łączną kwotę około 2,4 mld EUR finansowaną w ramach EFIS; oczekuje się, że pociągnie to za sobą 35 mld EUR inwestycji. Zakłada się, że korzyści odczuje blisko 110 000 MŚP i spółek o średniej kapitalizacji z całej Unii Europejskiej.

Wszystko to jasno pokazuje, że napływ kapitału odnosi pożądane rezultaty. Nie jest to żadna kosmiczna technologia, lecz przedłużenie rutynowej działalności banku. Projekty otrzymujące wsparcie z EFIS mogą być bardziej złożone i mniejsze, co oznacza, że całkowita liczba wspieranych przez nas projektów powinna znacząco wzrosnąć. Lecz nie ma w tym żadnej alchemii. EFIS zwiększa zdolność grupy EBI do pełnienia funkcji katalizatora. Dzięki EFIS Europejski Bank Inwestycyjny będzie wspierać wdrażanie projektów cennych z gospodarczego punktu widzenia, czyniąc je atrakcyjnymi dla ostrożnych inwestorów i dając impuls ożywienia gospodarczego w krytycznym momencie.

Wspólnie z instytucjami unijnymi grupa EBI angażuje się w odbudowę zaufania, stymulowanie inwestycji i wspieranie naprawy gospodarki. Zaangażowanie banku polega nie tylko na zaspokajaniu aktualnych potrzeb, ale także na ukierunkowanych interwencjach w celu sprostania wyzwaniom gospodarczym, przed którymi stoi Europa.

Wybrane przykłady

Wytwarzanie bioenergii

Jednym z pierwszych projektów podpisanych przez EFIS była budowa nowego młyna do przemiału bioproduktów w Äänekoski w Finlandii, na którą to budowę fundusz zobowiązał się przekazać kwotę 275 mln EUR, będącą

częścią całkowitego kosztu projektu szacowanego na 1,2 mld EUR. Jest to największa inwestycja w fińskim przemyśle drzewnym i jedna z największych inwestycji tego typu w Europie. Młyn ma powstać do końca pierwszego kwartału 2017 roku.

Zarządzany przez Metsä Group młyn będzie przetwarzał surowe drewno na biomateriały, bioenergię oraz pulpę i będzie zasilany energią wytwarzaną przez zakład, a nie paliwami kopalnymi. Rocznie młyn wyprodukuje 1,3 mln ton pulpy drzewnej przeznaczonej na eksport na rynki europejskie i azjatyckie. Z uwagi na wytwarzanie większej ilości energii niż to konieczne dla działalności fabryki oraz produktów ubocznych w postaci oleju talowego i terpentyny, nadwyżka energii trafi do powiązanych firm z otoczenia młyna.

Mądre inwestycje

W całej Europie instaluje się dziesiątki milionów inteligentnych liczników. Samo Zjednoczone Królestwo zamontuje około 53 mln nowych liczników energii elektrycznej i gazu, a inwestycję w całym sektorze szacuje się na 10 mld GBP. Pozwoli to na oszczędność energii i ograniczenie emisji dwutlenku węgla.

Inteligentne liczniki są także przedmiotem największej pożyczki w EBI udzielonej w ubiegłym roku w ramach Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych. Przy wsparciu EFIS Europejski Bank Inwestycyjny udzieli pożyczki na kwotę około 500 mln EUR na projekt dotyczący inteligentnych liczników, którego budżet wynosi 1,4 mld EUR, zarządzanego przez brytyjską spółkę Calvin Capital finansującą i nadzorującą instalację nowych liczników w imieniu dostawców energii.

Jednym z celów EFIS jest doprowadzenie do finansowania przez EBI innowacyjnych projektów, aby wykazać, że bank nie obawia się podejmować ryzyka, co zachęci inwestorów. W wypadku pożyczki na inteligentne liczniki EBI musiał uwzględnić czynnik znany na brytyjskim rynku energii, który mimo to stanowił wyzwanie przy wycenie transakcji.

EBI udzielił pożyczki w ramach EFIS, aby zademonstrować wsparcie dla modelu stosowanego przez Calvin. Wsparcie to ma przyciągnąć innych inwestorów do sektora i przyczynić się do modernizacji infrastruktury energetycznej.

Dzięki gwarancji Unii Europejskiej EIB mógł także zwiększyć kwotę kredytu, przekraczając maksymalną wartość pożyczki, jakiej mógłby udzielić w ramach standardowej działalności.

Wypełniona luka rynkowa

W całej Europie małe przedsiębiorstwa doświadczają trudności w uzyskaniu pożyczki. Banki posiadają dostępne środki, ale uważają, iż mniejsze firmy stwarzają większe ryzyko niż duże. Celem EFIS – od momentu zaangażowania się w działalność małych firm aż do wspierania ogromnych inwestycji w morskie farmy wiatrowe – jest sprawienie, aby banki oraz inwestorzy prywatni czuli się bezpieczniej, inwestując swoje pieniądze.

Ma to duże znaczenie w Republice Czeskiej, gdzie w sierpniu EFI podpisał umowę o regwarantowaniu kontrgwarancji udzielonych przez CMZRB, państwowy bank rozwoju z siedzibą w Pradze.

Jeszcze przed końcem roku CMZRB zagwarantował przy wsparciu EFI 400 pożyczek dla małych firm w Republice Czeskiej. Przez kolejne dwa lata program udostępni kredyty dla 1 400 małych przedsiębiorstw o wartości 160 mln EUR.

Jednak należy podkreślić, że zadanie EFIS nie polega tylko na udzielaniu pożyczek na projekty. EFIS oznacza zmianę paradygmatu korzystania z ograniczonych środków publicznych, tj. odejście od grantów i dotacji na rzecz pożyczek i gwarancji, aby wykorzystać kapitał prywatny i zwielokrotnić efekt finansowania początkowego. Dzięki EFIS Europa wykonuje znaczący krok naprzód, który może dostarczyć plan działania dla kolejnych wieloletnich ram finansowych, prawdopodobnie także w innych obszarach polityki.

EFIS to nie panaceum

Niemniej jednak Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych to nie panaceum, które rozwiąże kwestię luki inwestycyjnej i innowacyjnej. EFIS musi działać w kontekście dwóch innych kierunków planu inwestycyjnego dla Europy. Europa musi tworzyć lepsze struktury projektów, aby przyciągać inwestorów. Nowe Europejskie Centrum Doradztwa Inwestycyjnego (ECDI), oferujące punkt kompleksowej obsługi, pomoże zidentyfikować wąskie gardła i zbudować wiedzę oraz zdolności niezbędne do realizowania dobrych projektów, zwłaszcza poprzez lepsze wykorzystanie instrumentów finansowych i poprawę dostępu do finansowania.

Głównym warunkiem sukcesu planu inwestycyjnego dla Europy jest jednak poprawa ogólnego środowiska inwestycyjnego w Europie poprzez zredukowanie biurokracji, uproszczenie ram prawnych i pogłębienie jednolitego rynku

– ponieważ integracja rynkowa stanowi rdzeń europejskiego dobrobytu. Aby utrzymać swoją siłę, Europa musi stać się globalnym pionierem innowacji.

Gospodarka europejska pozostaje silna w takich sektorach jak: transport, energia oraz technologia środowiskowa, i nadal może zyskać istotny udział w globalnym łańcuchu wartości w zaawansowanej produkcji. Mimo to potrzebne są dodatkowe inwestycje, aby obronić tę pozycję i uniknąć pogorszenia sytuacji w słabszych, ale istotnych sektorach, takich jak: nauki biologiczne, półprzewodniki i oprogramowanie.

Jednakże inwestycje w dzisiejsze innowacje mają sens tylko wtedy, gdy mogą opierać się na dostępie do szerokiego, zintegrowanego rynku. Integracja nieuchronnie prowadzi do większej współzależności między rozwojem gospodarczym państw członkowskich. Te więzy to już nie tylko handel, ale także europejskie łańcuchy wartości i rynki finansowe. Dlatego Europa musi uzupełnić jednolity rynek, a przede wszystkim jednolity rynek cyfrowy, unię energetyczną i unię rynków kapitałowych.

Jest to głównie zadanie dla ustawodawców europejskich i krajowych. EBI nie może zlikwidować barier dla inwestycji, ale jego doświadczenie w tym obszarze może przyczynić się do wskazania tych barier w celu poprawy ogólnych ram inwestycyjnych.

Wnioski

Europa ma mocne strony: różnorodność obywateli, duże możliwości intelektualne, naukowe i technologiczne oraz bogate dziedzictwo intelektualne i biznesowe. Niestety zdolność Europy do rywalizowania na globalnym rynku maleje. Jej potencjał konkurencyjności oraz długoterminowego, zrównoważonego wzrostu został ograniczony przez niedoinwestowanie istotnych obszarów, nierentowne rynki finansowe oraz bariery instytucjonalne. Siedem lat kryzysu pogłębiło brak zaufania, zredukowało łączne inwestycje i powiększyło luki w inwestycjach strukturalnych.

Europa nie ma wyboru i musi przejść od doraźnego zarządzania kryzysowego do bardziej długoterminowych strategii. To jedyny sposób, aby pokonać kryzys poprzez odpowiednie reagowanie na wyzwania geopolityczne, gospodarcze i społeczne wynikające z postępującej globalizacji.

Bez tego wspólnego wysiłku na poziomie UE i państw członkowskich wszelkie doraźne działania będą miały jedynie doraźne skutki. Grupa EBI

wspólnie z instytucjami europejskimi angażuje się w odbudowę zaufania, stymulowanie inwestycji i wspieranie naprawy gospodarki. Jej zaangażowanie polega nie tylko na zapewnianiu aktualnych potrzeb, ale także na ukierunkowanych interwencjach w celu sprostania wyzwaniom gospodarczym, przed którymi stoi Europa.

Podczas wdrażania planu inwestycyjnego grupa EBI zapewni, aby inwestycje trafiały wyłącznie do projektów o zdrowych podstawach biznesowych, wykonalnych z ekonomicznego i technicznego punktu widzenia, w sektorach o kluczowym znaczeniu dla konkurencyjności Europy.

Jest to konieczne, ponieważ przywrócenie konkurencyjności UE ma centralne znaczenie dla powrotu na ścieżkę sukcesu unijnej polityki spójności, konwergencji i dobrobytu, która ma swój początek w Planie Marshalla, z jedną istotną różnicą – dzisiejsza Europa znacznie efektywniej korzysta z zasobów publicznych mających postać pożyczek i gwarancji, a nie grantów i dotacji.

Michał Walęczak

Budowanie wartości przedsiębiorstw przez internacjonalizację

Michał Walęczak

Dyrektor Wykonawczy, Bank Pekao SA, Pion Bankowości Korporacyjnej, Rynków i Bankowości Inwestycyjnej. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie na wydziałach Handlu Wewnętrznego oraz Finansów i Bankowości.
Doświadczenie zdobywał w Banku Amerykańskim w Polsce, w ABN AMRO (w Polsce i w centrali banku w Amsterdamie) oraz w Banku BPH. Zarządzał departamentami współpracującymi z największymi firmami w Polsce oraz z wiodącymi, międzynarodowymi korporacjami. Kierował również Pionem Bankowości Prywatnej. Obecnie odpowiada za jednostki wspierające zarządzanie Pionem Bankowości Korporacyjnej, Rynków i Bankowości Inwestycyjnej, planowanie i kontroling korporacyjny oraz nadzoruje projekty wspierające rozwój współpracy z klientami międzynarodowymi.

Przyglądając się internacjonalizacji jako procesowi ekspansji przedsiębiorstwa poza rynek krajowy, trudno nie zwrócić uwagi na wielowątkowość tego zjawiska. Równie trudno analizować je bez uwzględnienia położenia geopolitycznego, miejsca, w jakim znajduje się gospodarka, oraz wydarzeń minionego ćwierćwiecza – począwszy od inicjacji procesu transformacji systemowej. Niski odsetek polskich przedsiębiorstw wkraczających na zagraniczne rynki i ich ograniczony apetyt na inwestycje bezpośrednie poza rynkiem lokalnym pokazują, że znacznie odstajemy od przedsiębiorców z krajów wysoko rozwiniętych. Należy jednak pamiętać, że jeszcze ćwierć wieku temu nasz rynek, funkcjonujący w ramach gospodarki centralnie sterowanej, zmagał się z kilkusetprocentową hiperinflacją, olbrzymim zadłużeniem wewnętrznym, gigantycznym deficytem budżetowym, nawisem inflacyjnym, a także znacznym ostracyzmem regulacyjnym i fiskalnym wobec sektora prywatnego. Warto też wziąć pod uwagę fakt, że zdecydowana większość firm, o których dzisiaj rozmawiamy w kontekście internacjonalizacji, 25 lat temu jeszcze nie istniała.

W części sektorów gospodarki, takich jak nowe technologie czy *fin-tech*, znaczenie rynku w rozumieniu geograficznym ulega znacznej marginalizacji. Brak zagadnień związanych z ulokowaniem środków produkcji, fizyczną dystrybucją produktów, dostępnością surowca czy arbitrażem kosztów pracy powoduje, że większość tego typu firm z natury rzeczy potencjalnie jest graczem globalnym. W tradycyjnym przemyśle bariery geograficzne są znacznie bardziej widoczne.

Przedsiębiorstwo po subiektywnym wyczerpaniu możliwości rozwoju na rynku lokalnym zaczyna rozważać możliwości ekspansji w szerszej perspektywie. Zgodnie z polityką wyciągania ręki po *low hanging fruits* przygoda z internacjonalizacją zaczyna się od eksportu produktów, a najczęściej wybieranym kierunkiem są kraje sąsiednie. W większości przypadków dalszy rozwój biznesu międzynarodowego przebiega zgodnie z założeniami modelu uppsalskiego – sporadyczna sprzedaż do zagranicznych kontrahentów przekształca się w regularny eksport; jego rosnąca skala wymusza otwieranie przedstawicielstw handlowych, następnie centrów dystrybucyjnych, aż finalnie w krajach importujących zakładane są fabryki i przedsiębiorstwa produkcyjne. Model ten uzależnia efektywną decyzję o ekspansji międzynarodowej od etapu rozwoju przedsiębiorstwa, wiedzy będącej w posiadaniu jego właścicieli i kierownictwa, a także poprzedzającego ją sukcesu firmy na rynku lokalnym. Wiedza z kolei dzieli się na tę ogólną, dotyczącą specyfiki produktu – stanowiącą wartość transferowalną bez względu na kierunki

ekspansji – oraz szczegółową, dotyczącą konkretnego rynku. Tę wiedzę firma zdobywa, przechodząc organicznie przez etapy internacjonalizacji zgodnie z modelem uppsalskim.

Nie wszystkie firmy podejmujące decyzję o umiędzynarodowieniu swojego biznesu chcą jednak przez nie przechodzić. Coraz więcej firm decyduje się na drogę na skróty, szukając na rynkach pozostających w sferze ich zainteresowania podmiotów gospodarczych do potencjalnej akwizycji. W trakcie rozmów z przedsiębiorcami decydującymi się na taki ruch widzimy bardzo różne motywacje; spośród tych najczęściej spotykanych można wyróżnić:

- wykorzystanie dobrej okazji i zakupu przedsiębiorstwa poniżej jego realnej wartości (w ujęciu efektów synergii),
- poszukiwanie synergii kosztowych, głównie poprzez kupno przedsiębiorstwa funkcjonującego w krajach charakteryzujących się niższymi kosztami pracy,
- wejście na nowy rynek wraz z zakupem *know-how* oraz specjalistycznej wiedzy lokalnej, co pozwala skrócić czas uczenia się specyfiki nowego rynku,
- eliminacja lub ograniczenie konkurencji.

Przy przejściu od lokalnej specyfiki biznesu do działalności międzynarodowej istotną rolę zaczynają grać zupełnie inne cechy przedsiębiorstwa oraz zarządzających nim osób. Oczywiście sukces odniesiony lokalnie oraz chęć poznawania i uczenia się właściwości nowego rynku dalej mają istotne znaczenie. Niemniej jednak przyglądając się firmom, które osiągnęły spektakularne sukcesy na rynkach zagranicznych, widzimy, że istotną siłą napędową ich działań był również instynkt biznesowy wsparty bardzo szeroką wiedzą specjalistyczną. Wiedzą, która w przypadku własnych doświadczeń była pozyskana od partnerów zewnętrznych, firm doradczych, banków, izb handlowych itp.

Dlaczego warto wybrać ścieżkę internacjonalizacji

Jednym z niekwestionowanych sukcesów Polski w ciągu 25 lat transformacji było osiągnięcie blisko 70% średniego poziomu dochodów (PKB *per capita* z uwzględnieniem siły nabywczej) w Unii Europejskiej. Początkowy poziom wynosił 40% – przez ćwierć wieku dokonaliśmy więc znaczącego skoku. Nie zmienia to faktu, że obecnie znajdujemy się w szczególnym momencie, a strategiczne kierunki rozwoju, które wybierze gospodarka, zadecydują, czy i jak

szybko dołączymy do czołówki krajów rozwiniętych. Polska, będąca ósmą gospodarką Unii Europejskiej, jako jeden z dwóch krajów zanotowała 50% przyrost GDP w latach 2005-2015 (dla porównania, średnia dla krajów EU wyniosła 10,6%, a dla krajów strefy Euro 8,7%). Byliśmy jedynym krajem, który w tym okresie nie zakończył ani jednego roku z ujemnym wskaźnikiem wzrostu GDP. Z drugiej strony, jeśli spojrzymy na statystyki dotyczące zarobków w Polsce, zaczynamy zauważać istotne dysproporcje. Płace w Polsce rosną stale od 2002 roku, natomiast wynagrodzenia w większości krajów EU utrzymują się w zbliżonym trendzie. W dalszym ciągu zarobki Polaków wyrażone w EUR są trzykrotnie niższe niż średnia unijna. W dalszym ciągu zarabiamy blisko pięć razy mniej niż Duńczycy czy mieszkańcy Luksemburga.

Odpowiedzi na pytanie, dlaczego tak jest, należy upatrywać w strukturze modelu gospodarczego, w którym funkcjonujemy. W dalszym ciągu jest on niestety oparty na mało zaawansowanych technologiach, co skutkuje niską produktywnością, a przewaga konkurencyjna budowana jest w oparciu o niskie koszty pracy. Model ten niestety nie pozwoli na szybkie wyrównywanie różnic, ponieważ podnoszenie wynagrodzeń stoi w sprzeczności z fundamentami jego funkcjonowania. Kolejnym problemem jest miejsce naszych firm w globalnym łańcuchu wytwórczym. Cieszy fakt, że firmy zagraniczne umiejscawiają część produkcji w naszym kraju, natomiast w większości przypadków nie jest to ani początkowa część wspomnianego łańcucha odpowiadająca za fazę koncepcyjno-kreacyjną, ani końcowa, odpowiadająca za serwis i usługi posprzedażowe. Fazy te charakteryzuje najwyższy stopień produktywności i zaawansowania technologicznego, wobec czego połączone są one z wysokimi wynagrodzeniami. Inwestycje produkcyjne w naszym kraju to przeważnie środkowa część łańcucha wytwórczego, czyli produkcja, montaż podzespołów na bazie koncepcji i rozwiązań technologicznych wypracowanych poza Polską. Ten etap charakteryzuje się niskim stopniem wartości dodanej w procesie, relatywnie wysokim poziomem mobilności oraz – ze względu na koszty wynagrodzeń – wysokim ryzykiem arbitrażu. Z drugiej strony, niewiele (chociaż z roku na rok coraz więcej) jest polskich firm, które działają w sposób lustrzany, utrzymując fazę koncepcyjną oraz serwis posprzedażowy w Polsce, a inwestując w środki produkcji lub montażu podzespołów w innych obszarach geograficznych.

Jednym z istotnych elementów ograniczających apetyt naszych przedsiębiorców na bezpośrednie inwestycje zagraniczne jest skala i potencjał rynku

wewnętrznego. Jako ósma gospodarka w Unii Europejskiej i szósty największy kraj pod względem populacji stanowimy wystarczające źródło zbytu, aby zaspokoić oczekiwania większości producentów. Przyglądając się statystykom naszego regionu, nie trudno zauważyć, iż kraje takie jak Czechy, Węgry czy Słowacja nawet w połączonej sile trzech gospodarek są łącznie blisko o 20% mniejsze, jeśli chodzi o wartość nominalnego GDP i o blisko 1/3, jeśli weźmiemy pod uwagę liczbę mieszkańców. Dla przedsiębiorców w tych krajach eksport na inne rynki czy też bezpośrednie inwestycje zagraniczne wydają się naturalnym kierunkiem rozwoju i budowania wartości firmy. Jakie są zatem argumenty przemawiające za podobnym ruchem w wykonaniu polskich przedsiębiorców? Spróbujmy je podzielić na te, których beneficjentem są sami przedsiębiorcy, oraz te w skali makro.

Korzyści płynące z internacjonalizacji dla przedsiębiorcy to:

- **efekt wolumenowy** – najbardziej oczywisty. Wyjście poza granice kraju to pozyskanie nowych rynków zbytu, zwiększenie wolumenu sprzedaży, uzyskanie nowych przychodów, maksymalizacja zysków. Dostęp do środków, które nie tylko zwiększają nominalną wartość przedsiębiorstwa, ale również poprzez reinwestowanie mogą mu zapewnić dalszy, bardziej dynamiczny rozwój;
- **efekt dywersyfikacji** – dywersyfikacja ryzyka związanego z występowaniem cykli koniunkturalnych jest elementem, o którym często zapominamy w kontekście 20 lat niezachwianego wzrostu gospodarczego. W przypadku ewentualnego załamania koniunktury na polskim rynku przedsiębiorca, który wcześniej dokonał dywersyfikacji rynków zbytu, jest mniej podatny na czynniki dekoniunkturalne w swoim kraju;
- **efekt edukacyjny** – opisany zarówno w modelu uppsalskim, jak i innych opracowaniach dotyczących internacjonalizacji. Firma wchodząca na nowe rynki buduje istotny *know-how*; szybciej i głębiej poznaje branżę, w której działa, baczniej obserwuje trendy z nią związane, nawiązuje więcej relacji, przygląda się większej liczbie konkurentów, zwiększa apetyt na modernizację, zmiany technologiczne i maksymalizację produktywności. Proces ten pozwala jej nie tylko przejść na kolejny poziom rozwoju, ale również zdystansować konkurencję ograniczającą się do działań lokalnych;
- **efekt konkurencyjny** – obecność na rynkach zagranicznych to nie tylko dywersyfikacja i poszerzenie kręgu odbiorców, ale również istotne

zwiększenie grona dostawców, podwykonawców i innych kontrahentów. Firma międzynarodowa zyskuje dostęp do rozwiązań, które mogą być bardziej zaawansowane technologicznie, albo w porównaniu z jej dostawcami lokalnymi oferować premię kosztową. Zwiększenie liczby potencjalnych dostawców zwiększa też siłę negocjacyjną przedsiębiorstwa;

- **efekt wizerunkowy** – będący efektem zwrotnym. Firma sprzedająca swoje produkty i usługi za granicą poprawia swój wizerunek i budzi większe zaufanie na rynku lokalnym. Klient krajowy chętniej kupi produkt, o którym wiadomo, że cieszy się popularnością poza granicami jego kraju. Jeśli firma sprzedaje z sukcesem w państwach wysokorozwiniętych, sukces produktu sprzedawanego w środowisku wysokiej konkurencji poprawia jego wiarygodność w oczach odbiorcy krajowego.

Z punktu widzenia gospodarki, umiędzynarodowianie przedsiębiorstw niesie za sobą trzy podstawowe korzyści:

- **efekt globalizacji** – analiza poszczególnych sektorów (szczególnie przemysłu chemicznego, spożywczego czy usług finansowych) pokazuje, że w długim horyzoncie jedynie firmy rosnące i rozwijające swoją działalność na coraz to nowych rynkach mają duże szanse na przetrwanie. Przedsiębiorstwa nastawione na rynek lokalny w długiej perspektywie nie są w stanie obronić swojej pozycji ze względu na różnice w produktywności, efekty skali czy też mniejszą niż w przypadku firm międzynarodowych możliwością przyciągnięcia dobrych pracowników;
- **efekt modernizacji** – firma wychodząca na rynki międzynarodowe zwiększa swoją wartość poprzez m.in. inwestycje w technologię, modernizację procesów, a przez to zwiększenie swojej produktywności. To samo dotyczy podwykonawców firmy. Muszą oni dostarczać usługi na poziomie uwzględniającym rosnące wymogi jakościowe swojego odbiorcy oraz liczyć się z tym, że obecność na rynkach zagranicznych daje mu dostęp do większej liczby przedsiębiorstw mogących dostarczać podobne usługi;
- **efekt mnożnikowy** – kolejnym, omawianym już efektem rozwoju międzynarodowego firmy jest zwiększenie jej skali działania, sprzedaży, przychodów i zysków. Jak w poprzednim wypadku, zjawisko to dotyczy również podwykonawców firmy. Rozszerzenie działalności firmy wymaga od nich dostarczania większej ilości dóbr i usług, zwiększe-

nia produkcji, a nierzadko także zatrudnienia oraz modernizacji środków produkcji. Na każdym etapie (popyt krajowy, spadek bezrobocia, wzrost PKB) kreuje to pozytywny efekt dla gospodarki danego kraju.

Czego klienci oczekują od banków w przypadku ekspansji zagranicznej

Oczekiwania klientów wobec instytucji finansowych przy internacjonalizacji są w większości przypadków skorelowane z doświadczeniem w dotychczasowej współpracy. Obsługa płatności, wymiana walut, rachunki rozliczeniowe są naturalnym elementem współpracy, które bank dostarcza, a klient nie kreuje dodatkowych oczekiwań z nimi związanych. Trzy grupy zagadnień, które już takie oczekiwania tworzą, to:

- produkty i usługi gwarantujące bezpieczeństwo obrotu w handlu międzynarodowym,
- zapewnienie finansowania ekspansji,
- rozwiązania ujednolicające zarządzanie finansami firmy działającej na kilku rynkach.

Z produktami gwarantującymi bezpieczeństwo klienci mają styczność w pierwszej kolejności. Rozpoczynając umiędzynarodowianie swojej działalności, klient z jednej strony stara się zabezpieczyć swoje należności, z drugiej – nierzadko musi też budować swoją wiarygodność jako nowy kontrahent wchodzący na dany rynek. Banki dysponują wieloma produktami adresującymi te wymogi, z których najczęściej wybierane to:

- inkaso – operacja polegająca na wydaniu importerowi przez bank prezentujący dokumentów handlowych lub finansowych, w zamian za zapłatę eksporterowi określonej sumy pieniężnej lub zabezpieczenie zapłaty tej kwoty w przyszłości. Inkaso należy do uwarunkowanych form płatności, gdyż wejście w posiadanie towaru jest uzależnione od spełnienia warunków określonych w zleceniu inkasa;
- akredytywa – forma płatności w rozliczeniach zagranicznych oraz krajowych, wykorzystywana przede wszystkim w transakcjach „zwiększonego ryzyka", która ogranicza ryzyka związane z kontrahentem, właściwą realizacją kontraktu, jakością towarów i usług, opóźnieniem, a nawet brakiem zapłaty;
- gwarancja – wyrażone na piśmie zobowiązanie banku, że zaspokoi otrzymującego gwarancję beneficjenta zgodnie z jej treścią – gdyby zle-

ceniodawca nie wypełnił w stosunku do niego określonych w gwarancji zobowiązań umownych;

- akredytywa *stand-by* – forma gwarancji przeznaczona dla klientów dokonujących rozliczeń w sposób wyznaczony treścią kontraktu handlowego i/lub dokonujących rozliczeń z kontrahentami pochodzącymi przede wszystkim z krajów, gdzie prawo nie zezwala na stosowanie gwarancji (np. USA);
- poręczenie wekslowe (awal) to zobowiązanie banku do zapłaty całości lub części sumy wekslowej, gdy osoba, za którą bank udzielił poręczenia, nie zapłaciła za weksel.

Usługi te są dość popularne i większość banków obecnych na rynku oferuje swoim klientom ich pełny wachlarz. W przypadku instrumentów zabezpieczających transakcje handlowe ważne jest, aby firmujący je bank był rozpoznawalny i akceptowalny dla kontrahenta i obsługującej go instytucji finansowej. Wraz ze zwiększaniem wolumenów w handlu zagranicznym warto również zwrócić uwagę na elastyczność banku. Elementami, na które firma powinna być wyczulona przy porównywaniu ofert, są:

- *cut-off time* – godzina, do której przyjmowane są zlecenia dotyczące poszczególnych transakcji, ale również to, co się dzieje ze środkami po COT – czy są blokowane, czy jako niewykorzystane fizycznie pozostają do dyspozycji firmy;
- dostępność walut – zarówno pod kątem liczby walut, w których można dokonywać przelewów zagranicznych, ale również rodzaju walut, w których można otworzyć rachunek czy przyjąć i wysłać przelew bez konieczności konwersji;
- limit negocjacji – od jakiej kwoty klient może negocjować kurs wymiany walut i czy dotyczy to każdego typu przekazu. Jak wygląda polityka kształtowania spreadów walutowych;
- tryb realizacji – czy przyspieszenie przelewu zagranicznego (SWIFT) o jeden dzień w ramach danego obszaru (np. Europejski Obszar Gospodarczy) powoduje wzrost kosztów. Dla ilu walut bank oferuje tryb ekspresowy (D+0).

Warto również zwrócić uwagę na funkcjonalność systemów wsparcia, ich bezpieczeństwo oraz przyjazność dla użytkowników. Przykładem są oferowane przez banki systemy umożliwiające elektroniczną obsługę dokumento-

wych produktów finansowania handlu, dostępne za pośrednictwem platform internetowych bankowości elektronicznej. Szeroki zakres funkcjonalności tych systemów pozwala na pełne zarządzanie transakcjami akredytywy i inkasa – od momentu wprowadzenia zlecenia po rozliczenie płatności. Klient ma możliwość kontrolowania ich przebiegu i wydawania dyspozycji bez konieczności wizyt w banku. Systemy te dostępne są poprzez internet, z każdego miejsca na świecie i o każdej porze. Firma ma dzięki temu kompleksową obsługę i kontrolę przebiegu transakcji łącznie z możliwością wydawania dyspozycji, otrzymywania z banku elektronicznych raportów z ich realizacji (wraz z komunikatami SWIFT) oraz automatycznej archiwizacji danych i korespondencji dotyczącej wszystkich realizowanych transakcji.

Finansowanie ekspansji międzynarodowej jest procesem dużo bardziej indywidualnym i z natury opiera się na rozwiązaniach szytych na miarę. Nie ma dwóch takich samych akwizycji czy dwóch takich samych inwestycji w środki produkcji. Z perspektywy sektora bankowego mieliśmy okazję obserwować dwie niezależnie działające firmy na rynku odzieżowym. Obie zdecydowały się na inwestycje zagraniczne, w zbliżonym kierunku geograficznym. Obie postanowiły wejść na nowy rynek, replikując markę i model biznesowy z rynku macierzystego. Obie strategie różniły się niuansami, a jednak jedna z firm osiągnęła sukces już po kilku miesiącach, podczas gdy druga zmuszona została do głębokiej weryfikacji dalszych planów ekspansji.

Wejście firmy na nowy rynek to przełomowy moment w jej historii. Jeśli odbywa się przy wsparciu instytucji finansowej, to wymagane jest przede wszystkim partnerstwa, klarowne przedstawienie i wzajemne zrozumienie oczekiwań partnerów oraz pogłębiony dialog w trakcie całego procesu. Praktycznie większość elementów przedsięwzięcia wymaga dyskusji, natomiast kwestie, co do których partnerzy muszą osiągnąć całkowite porozumienie, to:

- cel inwestycyjny (bez względu na to, czy jest to akwizycja istniejącego podmiotu, czy inwestycja typu *greenfield*) – wartość zakupu/koszt przedsięwzięcia w porównaniu ze skalą działalności inwestora, potencjałem nowego rynku i ewentualnych efektów synergii;
- struktura finansowa projektu – podział pomiędzy środki własne i finansowanie zewnętrzne, charakter i rodzaj instrumentu dłużnego, wskaźniki monitorujące sukces przedsięwzięcia, scenariusze alternatywne, horyzont inwestycyjny;

- umiejscowienie ryzyka przedsięwzięcia – w zależności od wielu czynników wybór finansowania typu projektowego (ryzyko spłaty na realizowanym projekcie/przejmowanym podmiocie, gdzie ryzyko inwestora ograniczy się do kwoty zainwestowanych środków), typu korporacyjnego (ryzyko pozostaje na bilansie inwestora) lub rozwiązań hybrydowych – pośrednich wobec dwóch powyżej wymienionych z wykorzystaniem instrumentów typu poręczenia, gwarancje, opcje itp.
- strategia biznesowa – replikacja lub modyfikacja obecnego modelu zgodnie ze specyfiką nowego rynku, wyodrębnienie i wykorzystanie przewag konkurencyjnych, efekty synergii pomiędzy biznesem istniejącym a nowo otwieranym, decyzje dotyczące marki; w przypadku akwizycji przedsiębiorstwa – strategiczna decyzja odnośnie jego przyszłości (kontynuacja w oparciu o synergie kosztowe, likwidacja lokalnego brandu itp.).

Instytucja finansowa powinna w tym procesie mieć na uwadze mnogość wyzwań, z jaką debiutująca na nowych rynkach firma będzie się zmagać. Warto, aby przynajmniej od strony operacyjnej tych wyzwań nie pogłębiać. Ważnym elementem ułatwiającym życie przedsiębiorcy będą wszelkie scentralizowane platformy elektroniczne, umożliwiające zarządzanie finansami z jednego miejsca. Dla takich firm została m.in. przygotowana usługa GAITS (Global Account and Information Transfer Service). Usługa ta zapewnia właśnie scentralizowane zarządzanie i globalny monitoring wszystkich rachunków bankowych.

GAITS umożliwia:

- zarządzanie finansami spółek zależnych lub własnych działających w różnych krajach,
- centralne zlecanie dyspozycji płatniczych z rachunków prowadzonych w różnych bankach,
- monitorowanie na bieżąco sald i operacji bankowych na tych rachunkach,
- korzystanie z jednego systemu bankowości elektronicznej,
- komunikację z jednym bankiem (składanie zleceń i otrzymywanie informacji zwrotnych),
- składanie wszystkich rodzajów płatności, obsługiwanych przez bank prowadzący rachunek.

W procesie internacjonalizacji zwiększa się zakres monitoringu, nadzoru właścicielskiego i kontroli nad przepływami finansowymi. Sprawna, czytelna i kompleksowa platforma wydaje się niezbędnym elementem tej układanki.

Czego klienci powinni oczekiwać od banków w przypadku ekspansji zagranicznej

Szeroki wachlarz produktów i usług związanych z zabezpieczaniem, finasowaniem i obsługą działalności zagranicznej jest oczywistą częścią składową oferty banków. Bankowość korporacyjna jako biznes relacyjny jest jednak w stanie zaoferować w ekspansji zagranicznej znacznie więcej. Właśnie relacyjny charakter współpracy powoduje, że bank nie sprzedaje klientom produktów, ale oferuje rozwiązania. Brzmi to może jak slogan, ale optymalny dobór usług bankowych, z których korzysta firma, możliwy jest głównie dzięki zbudowanej relacji. Dzięki temu, że pomiędzy firmą a jej bankowym doradcą istnieje dialog, następuje wymiana informacji i planowanie dalszych kroków. Poza produktami *stricte* bankowymi firma może i powinna oczekiwać doradztwa, dzielenia się wiedzą na temat nowego rynku, a także niezbędnej asysty w kwestiach związanych z ekspansją.

Warto przyjrzeć się sieci, jaką dysponuje bank w krajach będących w spektrum zainteresowania firmy. Ze względu na wymogi prawne, w większości krajów lokalne oddziały banków zachowują dalece idącą suwerenność. Nie zmienia to faktu, że możliwa jest współpraca z jedną grupą finansową, a dzięki temu dostęp do aplikacji ujednolicającej zarządzanie finansami, dostęp do wszystkich informacji z jednego miejsca, a także wsparcie Global Account Managera. Jest to osoba, która odpowiada za całościową współpracę z daną grupą finansową i pośredniczy w wielu obszarach rozmów pomiędzy bankiem spółki matki a bankami obsługującymi oddziały i wypracowuje strategię współpracy grupy bankowej z całą grupą kapitałową klienta. Nie bez znaczenia jest fakt, że dzięki jego pośrednictwu założona lub przejęta firma w danym kraju nie jest dla lokalnego banku podmiotem anonimowym, a od samego początku otrzymuje status klienta grupowego. To zdecydowanie podnosi wiarygodność takiego podmiotu i istotnie poprawia jego profil ryzyka.

Przyglądając się sieci oddziałów banków, warto dokładniej przeanalizować, w jakim zakresie grupa bankowa jest w danym kraju reprezentowana. Często niestety zdarza się, że mimo flagowania obecności w poszczególnych krajach, bank posiada tam jednoosobowe biuro przedstawicielskie (*represen-*

tative office) lub wręcz na podstawie umowy partnerskiej, firma rekomendowana jest do obsługi lokalnemu bankowi, nienależącemu do grupy. Znacznie ogranicza to możliwość całościowej koordynacji współpracy w porównaniu z sytuacją, gdy bank obsługujący przedsiębiorstwo ma w danym kraju swój w pełni operacyjny oddział.

Na etapie planowania wyjścia poza rynek lokalny warto poprosić doradcę bankowego o kontakt z firmą inwestycyjną, jeśli bank posiada taką w swoich strukturach. Rozpoczęcie współpracy z taką firmą na etapie budowania strategii pozwoli przedsiębiorcy na zaplanowanie odpowiedniej ścieżki (rozwój organiczny, fuzja/przejęcie), ale również zdobycie kompletnej wiedzy na temat danego rynku, konkurencji i potencjalnych opcji wejścia. Firmy inwestycyjne oferują szeroką pomoc w znalezieniu potencjalnych celów akwizycyjnych, wyceny ich wartości, doradztwa finansowego, przeprowadzenia procesu negocjacyjnego, organizacji zaplecza prawnego związanego z transakcją oraz – jeśli zachodzi potrzeba – organizacji działań restrukturyzacyjnych. Oprócz tego oferują one źródła finansowania takich operacji (komplementarne w stosunku do oferty banku), począwszy do regulowanego rynku kapitałowego, poprzez fundusze *private equity*, skończywszy na finansowaniach hybrydowych, podporządkowanych itp. Największe firmy inwestycyjne to również bardzo bogate zaplecze analityczne. To grupy specjalistów analizujących poszczególne rynki i sektory. W największych z nich znajdziemy wysokiej klasy specjalistów od poszczególnych kierunków geograficznych, jak również ekspertów z szeroką wiedzą na temat wszystkich branż gospodarki. Jak już wspomniałem, decyzja o ekspansji zagranicznej to wydarzenie przełomowe w historii firmy, a więc planując je, warto skorzystać z najbardziej rzetelnych źródeł wiedzy na temat danego rynku.

Rolą banku jest również zniesienie lub przynajmniej ograniczenie barier w handlu międzynarodowym. Różnice kulturowe, bariery językowe czy dystans geograficzny stanowią często istotną zaporę przy budowaniu relacji biznesowych. Banki o zasięgu regionalnym/międzynarodowym podjęły działania mające na celu ograniczenie tych barier. Jednym z przykładów jest założony blisko pół wieku temu SWIFT – stowarzyszenie instytucji finansowych dysponujące własną siecią telekomunikacyjną i umożliwiające posługiwanie się uniwersalnym językiem bankowym w 208 krajach. Jest to rozumiany i jednoznacznie intepretowany na całym świecie system komunikacji, stosowany przez banki np.: podczas przesyłania pieniędzy, otwierania akredytyw, gwarancji, obsługi inkasa. Jaką rolę odgrywa on dla firm działających między-

narodowo? Odpowiedzią niech będzie liczba 15 milionów operacji dziennie przetwarzanych przez system. Kolejny przykład to Incoterms – międzynarodowe reguły handlu. Wprowadzone przez przedsiębiorców w 1936 roku i od tego czasu wielokrotnie modernizowane. Ponieważ są w szerokim zakresie stosowane przez firmy międzynarodowe, banki równie szybko wkomponowały je w architekturę swoich produktów (m.in. akredytyw).

Podsumowanie

Wyjście firmy poza rodzimy rynek to nie tylko bardzo ważny moment w jej historii, ale również niesamowita szansa na rozkwit: zwielokrotnienie przychodów, zbudowanie przewagi konkurencyjnej, zdobycie olbrzymiej wiedzy, uzyskanie synergii kosztowych i – co za tym idzie – przeniesienie przedsiębiorstwa do zupełniej innej ligi. Szansa na rozwój i większe zyski oznaczają jednak równocześnie konieczność stawienia czoła zupełnie nowym, nieznanym dotąd rodzajom ryzyka. Ważne, żeby ryzyka te nie ograniczały apetytu na rozwój i nie odbierały przedsiębiorcy odwagi. Termin „ryzyko" w świecie biznesu charakteryzują trzy podstawowe cechy – mierzalność, możliwość wyceny i możliwość ograniczenia/zabezpieczenia. Najistotniejszy wpływ na ograniczanie ryzyka ma wiedza. Im bardziej przedsiębiorca jest świadomy wartości swojego biznesu, im więcej wie o danym rynku, im lepiej zna konkurencję oraz przewagi swojego produktu, tym lepiej będzie predysponowany do wejścia z sukcesem na ten rynek. Tym bardziej, że z roku na rok przybywa w Polsce firm o wysokim stopniu innowacyjności, oferujących produkty i usługi o jakości nieodbiegającej, a nierzadko wyróżniającej się na tle oferty konkurentów w innych krajach. Dla przykładu, jeszcze dziesięć lat temu firmy zza zachodniej granicy inwestujące w Polsce próbowały replikować w 100% swój model korporacyjny na naszym terenie. Dzisiaj nie tylko wsłuchują się dokładnie w opinie naszych przedsiębiorców, ale postrzegają ich jako kreatywnych i ambitnych partnerów biznesowych, mogących wnieść sporą wiedzę we wspólne relacje. 40 tysięcy polskich firm współpracujących z partnerami niemieckimi to najlepszy dowód, że szanse na rozwój poza rynkiem lokalnym istnieją.

Patrząc szerzej – polscy przedsiębiorcy mają obecnie unikalną szansę na dokonanie istotnych, strukturalnych zmian w rodzimej gospodarce. Percepcja polskich produktów i usług wśród europejskich specjalistów branżowych jest bardzo dobra. Jedyne, na co zwracają uwagę eksperci, to niewystarczająca jeszcze umiejętność właściwego „sprzedania się" (odpowiedniego mar-

ketingu) oraz zbytnia powściągliwość w ekspansji zagranicznej. Kiedyś wokół polskich produktów pokutowały stereotypy, dzisiaj brak jest wiedzy na ich temat. Oprócz odwagi polskich przedsiębiorców potrzebna jest również aktywność organizacji państwowych, a także silne zaangażowanie instytucji finansowych. Na jakości tego partnerstwa, na aktywności każdej ze stron spoczywa odpowiedzialność za przyszły kształt polskiej gospodarki, a także za to, ile z polskich firm stanie się prawdziwymi, międzynarodowymi graczami.

Marcin Pulit, Maciej Tarnawski

Kredyt czy obligacje?

Marcin Pulit

Dyrektor Biura Rynków Kapitałowych Banku Pekao S.A. Jest absolwentem Szkoły Głównej Handlowej, kierunku Finanse i Bankowość. Związany z rynkiem papierów dłużnych od 2001 roku. Pracował w zespołach zajmujących się obsługą instytucji finansowych oraz sprzedażą instrumentów dłużnych i kredytowych w: Banku Handlowym w Warszawie (2001-2002), mBanku (2002), Banku BPH (2002-2007). Od 2007 do 2014 pełnił funkcję Dyrektora ds. Sprzedaży w Departamencie Rynków Finansowych Banku Pekao S.A., gdzie odpowiadał za sprzedaż obligacji korporacyjnych. Uczestniczył w organizacji wielu emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw, m.in.: PGNiG S.A. (2.5 mld PLN), PKN Orlen S.A. (1 mld PLN), Polkomtel S.A. (1 mld PLN), GTC S.A. (1.15 mld PLN), Ghelamco (600 mln PLN), Can Pack S.A. (530 mln PLN), Multimedia Polska S.A. (1.038 mld PLN), Enea (1mld PLN), Tauron (1.75mld PLN).

Maciej Tarnawski

Dyrektor Departamentu Rynków Kredytowych w Banku Zachodnim WBK SA (Grupa Santander) od listopada 2014 roku. Odpowiedzialny jest za finansowanie strukturalne (finansowania akwizycyjne, konsorcjalne, projektowe) oraz obligacje (lokalne i międzynarodowe).
Z rynkiem finansowym związany jest od 1996 roku. Początkowo pracował w Banku Handlowym w Warszawie SA w zespole odpowiedzialnym za organizację emisji papierów dłużnych. Następnie, od 1999 roku, pracował w ABN Amro Bank Polska SA w zespole finansowania strukturalnego, po czym przeniósł się do Sumitomo Mitsui Banking Corporation w Londynie, gdzie był odpowiedzialny za klientów z regionu Europy Środkowo-Wschodniej w zakresie produktów bankowych.
Po zakończeniu pracy w SMBC Maciej Tarnawski dołączył w 2002 roku do zespołu Banku BPH jako osoba zarządzająca zespołem DCM. Po połączeniu Banku BPH z Bankiem Pekao objął stanowisko szefa DCM połączonych banków.
W tym czasie brał udział w realizacji emisji obligacji dla: IPF/Provident, Multimedia Polska, PKN ORLEN, PGE, Energa, PGNiG, AmRest i Polkomtel oraz kredytów konsorcjalnych dla PKN Orlen oraz PGNiG.

Wstęp

Niekiedy można usłyszeć pytanie: jaki instrument finansowy jest lepszy – kredyt czy obligacja? Na tak zadane pytanie nie można udzielić jednoznacznej odpowiedzi. Pojęcia „kredyt" i „obligacja" są bardzo pojemne, zaś zalety lub wady każdego z nich będą skłaniać do odpowiednich decyzji w konkretnej sytuacji. W zależności od modelu rynku finansowego, na jednych rynkach dominują kredyty („rynek kontynentalny"), na innych zaś – obligacje (rynek anglosaski, gł. amerykański). Można by jednak pokusić się o tezę, że, niezależnie od rynku, poszukujący finansowania mogą funkcjonować bez obligacji, jednakże bez kredytu byłoby to bardzo utrudnione. Innymi słowy, firmy zawsze będą miały finansowanie kredytowe, ale tylko czasami finansowanie obligacyjne. Natomiast widać wyraźnie, że rynek obligacji rośnie i odgrywa z roku na rok coraz większą rolę.

W wielu przypadkach kredyt i obligacja są również ze sobą bardzo mocno związane lub uzupełniają pożądaną strukturę finansowania (np. finansowanie kredytowe fazy budowy projektu inwestycyjnego, które następnie jest refinansowane obligacjami i długoterminowym kredytem). Zmiany, jakie zaszły na rynkach finansowych po 2008 roku, szczególnie w zakresie regulacji bankowych, wpływają na kształt rynku finansowego oraz proporcje pomiędzy finansowaniem kredytowym i obligacyjnym.

W kontekście rodzajów obligacji możemy mówić o następujących kategoriach:

- **obligacje krótkoterminowe** (ang. *commercial papers*), które służą finansowaniu bieżącemu lub krótkoterminowemu;
- **obligacje długoterminowe**, na przykład:
  - „senior" – na równi pod względem uprzywilejowania ze wszystkimi innymi finansowaniami, które nie są podporządkowane;
  - podporządkowane – spłacane w drugiej kolejności po zobowiązaniach typu „senior";
  - hybrydowe – umożliwiające zaliczenie przez agencje ratingowe części pozyskanej kwoty jako kapitał;
  - w zależności od ratingu emisji oraz ratingu emitenta – obligacje o ratingu inwestycyjnym (zawierające stosunkowo niewielkie obciążenia umowne dla emitenta) oraz obligacje typu *high yield* emitowane przez

podmioty o ratingu nieinwestycyjnym (zawierające wskaźniki finansowe oraz zapisy umowne, które ograniczają pewne działania emitenta, takie jak możliwość wypłaty dywidendy czy rozporządzania swoim majątkiem);

– obligacje projektowe – służące finansowaniu długoterminowych projektów finansowych.

W zakresie formy oferowania obligacji na rynkach międzynarodowych, obligacje najczęściej są oferowane w ramach oferty publicznej na podstawie prospektu. W Polsce dominują emisje prywatne lub dokonywane w ramach emisji publicznej, kierowanej jednakże do inwestorów kwalifikowanych bez obowiązku sporządzenia prospektu. Przygotowanie prospektu najczęściej związane jest z emisjami kierowanymi do inwestorów detalicznych (np. PKN Orlen, KRUK, Capital Park czy Ghelamco).

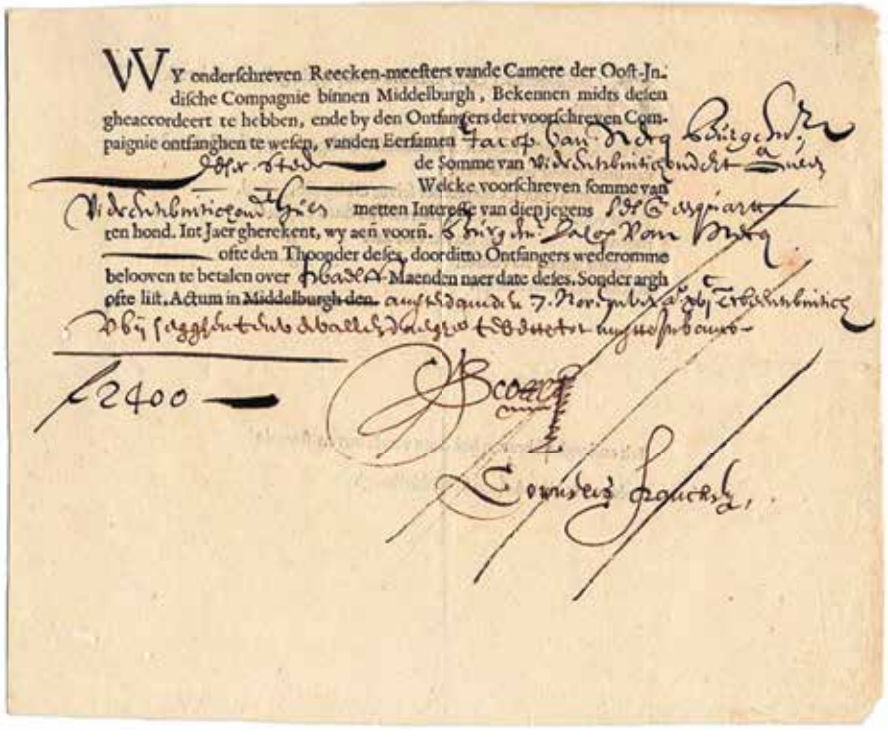
Niezmiernie interesującym segmentem rynku są emisje dokonywane w formacie *Private Placement* na rynku niemieckim (*Schuldscheine lub Namensschuldverschreibungen*) bądź amerykańskim (*US Private Placement*). Wśród polskich podmiotów atrakcyjność tego rynku wykorzystały firmy Tauron oraz PKP, pozyskując długoterminowe finansowanie na rynku niemieckim (powyżej 10 lat). Główne zalety takiego rozwiązania to:

- prosta dokumentacja oraz łatwy sposób przygotowania i przeprowadzenia takiej emisji;
- długoterminowe finansowanie;
- bardzo elastyczne zasady dotyczące pozyskiwanych kwot (np. Tauron pozyskał kwotę 168 mln EUR), które nie podlegają oczekiwaniom publicznego rynku euroobligacji; na tym rynku minimalną kwotą jest 200 mln EUR, zaś preferencją jest przeprowadzenie emisji typu „benchmark" na co najmniej 500 mln EUR.

Jak wygląda struktura rynku kredytowego na świecie i w Polsce (kredyt vs obligacje)?

Obligacje korporacyjne na świecie

Rynek obligacji przedsiębiorstw jest od początku silnie związany z rynkiem akcji. Obligacje i akcje były dla przedsiębiorcy źródłem kapitału. Pierwszą giełdą papierów wartościowych była Amsterdam Stock Exchange (obecnie EURONEXT). Została ona stworzona przez Holenderską Kompanię Wschodnioindyjską jako miejsce obrotu jej akcji i obligacji.


WY onderschreven Reecken-meesters vande Camere der Oost-Indische Compagnie binnen Middelburgh, Bekennen midts desen gheaccordeert te hebben, ende by den Ontfangers der voorschreven Compaignie ontfanghen te weesen, vanden Eersamen

de somme van

Welcke voorschreven somme van

metten Interesse van dien jegens

ten hond. Int Jaer gherekent, wy aen voorn.

ofte den Thoonder deses, doordito Ontfangers wederomme

belooven te betalen over Maenden naer date deses. Sonder argh

ofte list. Actum in Middelburgh den

2400

Rys. 1. **Obligacja wyemitowana przez Holenderską Kompanię Wschodnioindyjską; data emisji: 7 listopada 1623 roku; wartość nominalna: 2 400 guldenów holenderskich**
Źródło: Wikipedia, https://en.wikipedia.org/wiki/Bond_(finance).

Wzrost znaczenia obligacji jako środka do finansowania przedsiębiorstw można datować na lata 60. XIX wieku. Wówczas to spółki górnicze, kolejowe i infrastrukturalne (np. budujące kanały) dynamicznie zwiększały skalę swojej działalności i potrzebowały finansowania. W części było ono im dostarczane przez rynek kapitałowy (akcje i obligacje). Przykładowo w Stanach Zjednoczonych w 1866 roku było 158 emitentów obligacji, a w 1872 roku liczba ta

wzrosła do 421[1]. Wzrost został zatrzymany w 1873 roku, kiedy rozpoczął się kryzys gospodarczy. Do 1875 roku bankructwo ogłosił co trzeci emitent. Dla porównania – w czasie wielkiego kryzysu liczba bankructw osiągnęła 12,88%.

Rynki obligacji przedsiębiorstw w poszczególnych krajach rozwiniętych ewoluowały niezależnie od siebie. W Stanach Zjednoczonych przez cały XX wiek rynek obligacji stanowił podstawę finasowania sektora prywatnego. W Kanadzie, Japonii i krajach Europy Zachodniej nie odgrywał większej roli i dopiero w ostatnich dekadach XX wieku doświadczył wzrostu i rozwoju. Dla porównania w 1932 roku wartość obligacji niefinansowych przedsiębiorstw wynosiła 32 mld USD (równowartość 55% PKB) i wzrastała równomiernie do 2 bln USD (równowartość 22% PKB) w 2003 roku[2]. W tym samym czasie rynek obligacji w pozostałych krajach wysoko rozwiniętych prawie nie istniał – aż do lat 80. XX wieku. W Kanadzie wzrost udziału rynków kapitałowych (akcje i obligacje) w finansowaniu przedsiębiorstw powiązany był z rozwojem bankowości inwestycyjnej. Zmiany legislacyjne pozwoliły głównym bankom rozszerzyć działalność inwestycyjną i maklerską. W Europie zmiany polityczne stanowiły katalizator dla dalszego rozwoju rynku. Wprowadzenie euro w 1999 roku spowodowało ponad dwukrotny wzrost emisji – z 273 mld USD w 1998 roku do 679 mld USD.

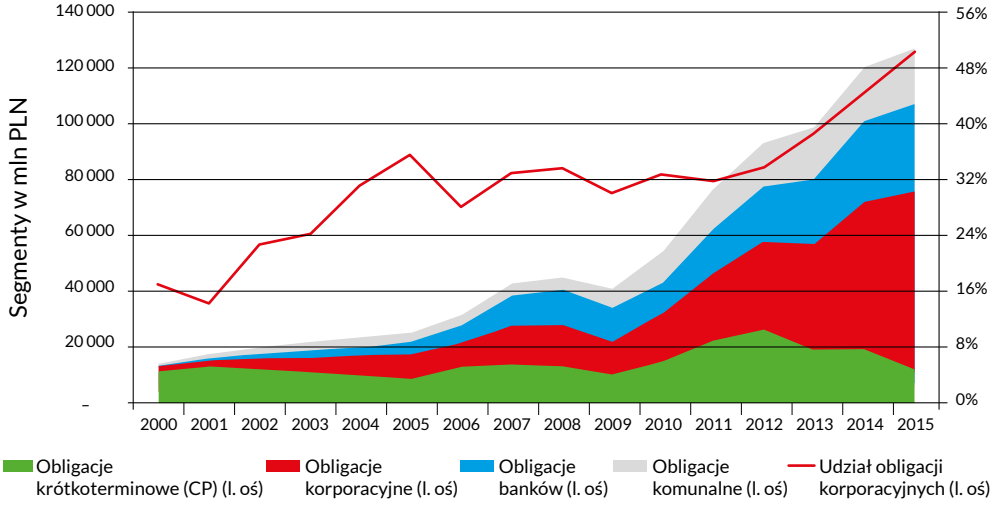
Do lat 80. XX wieku głównymi inwestorami na rynku obligacji korporacyjnych były firmy ubezpieczeniowe specjalizujące się w ubezpieczeniach na życie. Instytucje te potrzebowały stałego dochodu i obawiały się ryzyka reinwestycji. Ubezpieczyciele majątkowi i wypadkowi również inwestowali w obligacje, ale byli bardziej podatni na cykliczne zmiany w gospodarce. Banki oraz instytucje depozytowo-kredytowe, również należące do głównych inwestorów, posiadały znacznie krótszy horyzont inwestycyjny niż firmy ubezpieczeniowe. Banki, przed podjęciem decyzji o inwestycji, skupiały się głównie na fazie cyklu ekonomicznego oraz starały się dopasować zapadalność aktywów i pasywów.

[1] K. Gieseckea, F.A. Longstaffb, S. Schaeferd, I. Strebulaeve, *Corporate bond default risk: a 150-year perspective*, Journal of Financial Economics, nr 102 (2011).

[2] P. Luengnaruemitchai, L.L. Ong, *An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains*, International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/05/152 (2005).

Obligacje korporacyjne w Polsce

Pierwsza Giełda Papierów Wartościowych powstała na terytoriom Polski w 1817 roku w Warszawie. W 1938 roku na warszawskiej giełdzie notowano 130 papierów: obligacje (państwowe, bankowe, municypalne), listy zastawne oraz akcje. Z chwilą wybuchu II wojny światowej giełda w Warszawie została zamknięta. Obligacje nie odgrywały większej roli w finansowaniu przedsiębiorstw do końca lat 90. XX wieku, ponieważ ustawa o obligacjach z czerwca 1995 roku była niedoskonała. Rolę instrumentów dłużnych w finansowaniu przedsiębiorstw pełniły KWIT-y (Komercyjne Weksle Inwestycyjno-Terminowe oferowane za pośrednictwem ING) oraz inne instrumenty dłużne, bazujące na prawie wekslowym lub cywilnym. Kolejne nowelizacje usunęły przeszkody w emitowaniu obligacji i od czerwca 2000 roku doszło do ujednolicenia formy prawnej – wszystkie nowe programy emisji instrumentów dłużnych opierały się na ustawie o obligacjach.



Rys. 2. **Rozwój rynku obligacji w Polsce w latach 2000-2015 w podziale na segmenty**

Rynek rozwijał się powoli, ale stabilnie. Średnioroczne tempo wzrostu w latach 2000-2007 wynosiło prawie 28%. W wyniku kryzysu w latach 2008-2009 nastąpiła jednak stagnacja. Kolejna fala wzrostów rozpoczęła się w 2010 roku i trwa do dziś. Średnioroczne tempo wzrostu utrzymuje się na poziomie 31%. W tych samych okresach rynek nieskarbowych papierów dłużnych notował wzrosty o prawie 17% w latach 2000-2007 oraz o prawie 21% w latach 2009-2015. Należy jednak mieć na uwadze, że znaczną część polskiego rynku stanowią emisje obligacji, które są w całości obejmowane przez banki w ramach zo-

bowiązań gwarancyjnych. Takich emisji nie można traktować jako „obligacji", lecz jako kredyty, które są strukturyzowane w formę obligacji. Dodatkowo część rynku obligacji korporacyjnych stanowią emisje wewnątrzgrupowe. Ich celem jest zarządzanie płynnością (*cash polling*) lub zdobywanie finansowania od innych podmiotów z tej samej grupy kapitałowej.

Początkowo większość rynku stanowiły *commercial papers* (CP), czyli instrumenty emitowane przez przedsiębiorstwa z zapadalnością do 12 miesięcy. Ich udział w latach 2000-2003 przekraczał 50%. Dopiero od 2002 roku pojawiły się pierwsze rynkowe obligacje średnioterminowe, w tym m.in.: Telekomunikacja Polska SA (grudzień 2002 roku, 3-letnie obligacje), Can Pack (emisje od grudnia 2003 roku, zapadalność obligacji od 2 do 5 lat) oraz pierwsza publiczna prospektowa emisja Polskich Składów Budowalnych (kwiecień 2005 roku, 3-letnie obligacje).

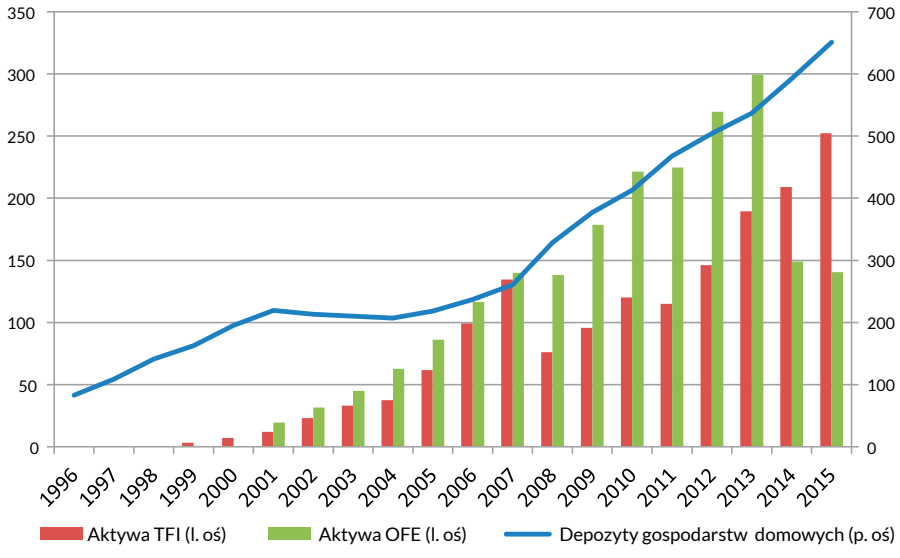
Wraz ze wzrostem rynku zwiększała się liczba emitentów. Na koniec 2000 roku liczba przedsiębiorstw emitujących obligacje z terminem zapadalności powyżej 1 roku wynosiła 49. Pięć lat później były to już 82 podmioty, by w 2010 roku przekroczyć liczbę stu podmiotów[3]. Obecnie liczba aktywnych emitentów przekracza 300 podmiotów, z czego na rynku Catalyst notowane są obligacje ponad 130 z nich.

Do czasu kryzysu głównym motorem rozwoju rynku była atrakcyjność cenowa obligacji względem kredytu. Tylko niektóre przedsiębiorstwa emitowały obligacje, upatrując w nich długoterminowe źródło finansowania. Przykładem jest Can Pack, który już w 2005 roku wyemitował 10- i 12-letnie obligacje.

Dynamiczny wzrost aktywów w zarządzaniu Towarzystwami Funduszy Inwestycyjnych (TFI) sprzyjał powstawaniu nowych towarzystw oraz zwiększaniu rodzajów funduszy, w tym takich, które inwestowały w obligacje korporacyjne. W okresie od 1999 do 2007 roku średnioroczne tempo wzrostu aktywów TFI wynosiło ponad 60% (fundusze zwiększyły aktywa z 3,2 mld PLN na koniec 1999 roku do 134,5 mld na koniec 2007 roku)[4].

[3] Dane o liczbie emitentów pochodzą z raportów Fitch Ratings na koniec 2000 roku, 2005 roku, 2010 roku i I kwartału 2016 roku. Liczba emitentów z Catalyst obejmuje stan na 9 maja 2016 roku (źródło: Catalyst).

[4] Źródło: IZFiA.



Rys. 3. Wykres aktywów TFI, Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE) i depozytów gospodarstw domowych – dane w mld PLN

Źródło: Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzoru Finansowego, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami).

OFE od początku swojej działalności inwestowały w nieskarbowe papiery dłużne (NPD), w tym obligacje przedsiębiorstw. Skupiały się na dużych emisjach podmiotów, których jakość kredytowa nie budziła wątpliwości. Jednak do 2007 roku udział NPD (obligacji przedsiębiorstw, obligacji komunalnych i listów zastawnych) w całości aktywów był marginalny. Na koniec 2006 roku wyniósł 0,33%. Jednakże w ciągu całego 2007 roku OFE zwiększyły swój portfel obligacji korporacyjnych prawie 7-krotnie, co spowodowało wzrost udziału NPD do 1,7% – w tym udział obligacji przedsiębiorstw wyniósł 1,44%[5]. Dopiero 2010 rok przyniósł przełom pod tym względem. We wrześniu miała miejsce emisja obligacji Polkomtela na kwotę 1 mld PLN. W tym przypadku OFE objęły prawie 60% całej emisji. Emisja była pionierska na rynku polskim. Wykorzystano bowiem strukturę i dokumentację przygotowaną na potrzeby emisji na rynku międzynarodowym (EMTN Programme), ale emisja była przeprowadzona w PLN, rejestrowana w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) oraz notowana na BondSpot. Na koniec marca 2016 roku udział obligacji firm w aktywach OFE wynosił ponad 8,5 mld PLN (ok. 6% aktywów)[6].

W 2009 roku został stworzony rynek Catalyst. Od tego momentu można mówić, że w Polsce powstała infrastruktura, która umożliwiła prawidłowe

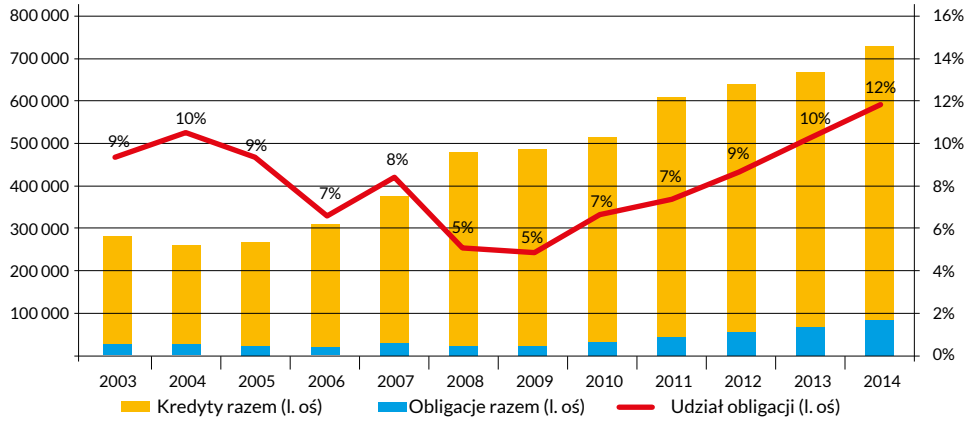
[5] Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, obliczenia własne.

[6] Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego, obliczenia własne.

rozliczanie transakcji w centralnej izbie rozliczeniowej, czyli KDPW. Wcześniej emisje były rejestrowane tylko w ewidencji banków. Często utrudniało to złożenie zapisu (brak umów subdepozytowych) oraz handel tymi obligacjami – w zasadzie był on możliwy tylko za pośrednictwem organizatora danej emisji.

Catalyst tworzą cztery platformy obrotu. Po dwie platformy, w formule rynku regulowanego i Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO), prowadzą GPW i BondSpot. Wszystkie są przeznaczone dla skarbowych i nieskarbowych instrumentów dłużnych – obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych. Taka architektura Catalyst sprawia, że jest on dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych oraz indywidualnych. Na wszystkich rynkach tworzących Catalyst realizacja transakcji gwarantowana jest przez KDPW, a na emitentach spoczywają obowiązki informacyjne dotyczące bieżących i okresowych raportów.

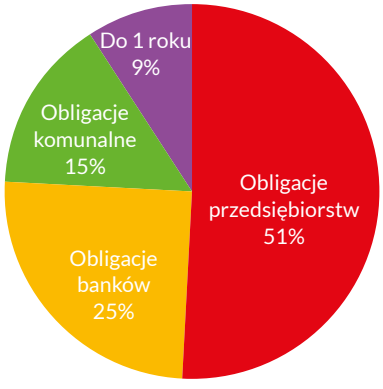
W latach 2009-2014 wartość kredytów w finansowaniu przedsiębiorstw rosła średniorocznie o ponad 6%. W tym samym okresie wartość obligacji wzrastała w tempie prawie 30%. Daje to systematyczny wzrost udziału tych instrumentów w finansowaniu firm. Jeszcze w 2009 roku obligacje zaspokajały tylko 5% potrzeb pożyczkowych firm, aby na koniec 2014 roku stanowić prawie 12% ich finansowania[7]. W tym samym okresie na rynku pojawiło się wiele dużych emisji w ramach wielomiliardowych programów, m.in.: wspomniany już Polkomtel, PKN Orlen, PGNiG, PGE, Tauron, Enea i Energa.



Rys. 4. **Struktura finansowania firm (w mln PLN) oraz udział obligacji. Dane: Narodowy Bank Polski**
Źródło: obliczenia własne.

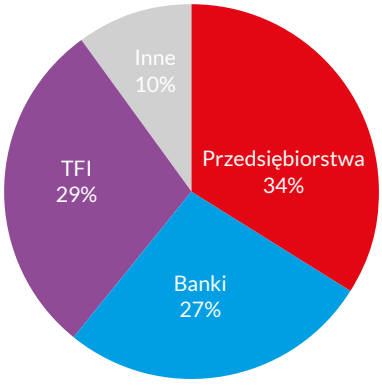
[7] Źródło: Narodowy Bank Polski, obliczenia własne.

Struktura rynku nieskarbowych papierów dłużnych



Rys. 5. **Struktura rynku nieskarbowych papierów dłużnych**
Źródło: Fitch Ratings – Rating & Rynek, 31.03.2016.

Nabywcy obligacji przedsiębiorstw



Rys. 6. **Nieskarbowe dłużne papiery wartościowe w portfelu własnym banków i w portfelach ich klientów według stanu kont depozytowych na koniec lutego 2016 r. w mln PLN (wg wartości nominalnej)**
Źródło: Narodowy Bank Polski.

Spadki stóp procentowych doprowadziły również do wzrostu liczby emisji publicznych kierowanych do klientów detalicznych, które są alternatywą do lokat bankowych. Największą taką emisją był program emisji obligacji PKN Orlen na kwotę 1 mld PLN. Kolejnymi były Ghelamco, BEST, PCC Rokita i Capital Park.

Ze względu na wymagania rynków międzynarodowych odnośnie wielkości emisji, niewiele polskich firm jest w stanie przeprowadzić emisję papierów dłużnych na tych rynkach. Poniżej przedstawiono listę emisji przeprowadzonych przez polskie podmioty na rynkach międzynarodowych (z wyłączeniem emisji Skarbu Państwa).

Emitent	Sektor	Wartość (mln)	Waluta	Kupon	Data emisji	Zapadalność	Organizatorzy
BGK	Bank	500	EUR	1,75%	04.2016	10 lat	BNP, HSBC, SG
PZU	Ubezpieczenia	350	EUR	1,38%	10.2015	4 lata	BoAML, DB, GS, SAN, SG
Tauron	Energetyka	168	EUR	-	12.2014	15 lat	JPM

Emitent	Sektor	Wartość (mln)	Waluta	Kupon	Data emisji	Zapadalność	Organizatorzy
Synthos	Chemiczny	350+50	EUR	4,00%	09.2014	7 lat	BNP, SAN, Citi, DB, ING, PKOBP, UNICR
PGE	Energetyka	138	EUR	3,00%	08.2014	15 lat	BNP
PZU	Ubezpie-czenia	500	EUR	1,38%	07.2014	5 lat	BoAML, Citi, DB, GS, UBS
PKN Orlen	Oil&Gas	500	EUR	2,50%	06.2014	7 lat	BNP, HSBC, MitsuUFJ, RBS, SAN, UNICR
PGE	Energetyka	500	EUR	1,63%	06.2014	5 lat	BNP, Citi, ING, SG
mBank	Bank	500	EUR	2,38%	04.2014	5 lat	BARCL, COM-MERZ, CS, JPM
PLAY	TMT	270	EUR	6,50%	01.2014	5 lat	BoAML, CS, JPM
PLAY	TMT	600+125	EUR	5,25%	01.2014	5 lat	BoAML, CS, JPM
PKO BP	Bank	500	EUR	2,32%	01.2014	5 lat	Citi, SAN, SG, UBS
mBank	Bank	200	CHF	2,50%	10.2013	5 lat	Commerz, CS, UBS
TVN	TMT	430	EUR	7,38%	09.2013	7 lat	BNP, DB, JPM, NOMURA
Energa	Energetyka	500	EUR	3,25%	03.2013	7 lat	BoAML, BNP, HSBC
CIECH	Chemiczny	245	EUR	9,50%	11.2012	7 lat	BARCL, CS
PKO BP	Bank	1 000	USD	4,63%	09.2012	10 lat	GS, JPM
PKO BP	Bank	500	CHF	2,54%	09.2012	3 lata	CS, UBS
Polkomtel	TMT	201	USD	14,25%	02.2012	8 lat	CA, DB, RBS, SG
Polkomtel	TMT	542,5	EUR	11,75%	02.2012	8 lat	CA, DB, RBS, SG
Polkomtel	TMT	500	USD	11,63%	02.2012	8 lat	CA, DB, RBS, SG
PGNiG	Oil&Gas	500	EUR	4,00%	02.2012	5 lat	BNP, SG, UNICR
PKP	Transport	180	EUR	5,75%	10.2011	5 lat	GS, Raiff
PKO BP	Bank	250	CHF	3,54%	7.2011	5 lat	BNP, CS
BOŚ Bank	Bank	250	EUR	6,00%	5.2011	5 lat	Barcl, ING, Raiff
Cyfrowy Polsat	TMT	350	EUR	7,13%	4.2011	7 lat	Citi, CA, DB, RBS
Koleje Ma-zowieckie	Transport	100	EUR	6,75%	3.2011	5 lat	Standard Bank, BESI, PBS
TVN	TMT	175	EUR	7,88%	11.2010	8 lat	DB, JPM, NOMURA
PKO BP	Bank	750	EUR	3,73%	10.2010	5 lat	HSBC, PKO BP, SG

Tab. 1. **Lista emisji przeprowadzonych przez polskie podmioty na rynkach międzynarodowych (z wyłączeniem emisji Skarbu Państwa)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych rynkowych.

Agencje ratingowe

Agencje ratingowe odgrywają bardzo istotną rolę na rynku obligacji, ponieważ dokonują niezależnej oceny sytuacji finansowej emitenta oraz struktury emisji. Przy czym rating ma znaczenie uniwersalne i niekoniecznie musi być związany z emisją obligacji. Może być wykorzystywany przez firmy jako niezależna ocena zdolności kredytowej danego podmiotu, również na potrzeby bieżącej działalności gospodarczej. Ocena dokonywana jest na podstawie indywidualnych kryteriów, jakie stosuje dana agencja ratingowa do wyznaczenia ratingu. Standard & Poors, Moody's oraz Fitch Ratings są największymi agencjami ratingowymi.

Poza pewnymi wyjątkami, inwestorzy oczekują, aby każdy emitent oraz każda emisja dokonywana na rynku międzynarodowym posiadała rating nadany przez co najmniej dwie agencje ratingowe.

Skala ratingowa dzieli emitentów oraz emisje na spółki o ratingu inwestycyjnym (ang. i*nvestment grade*) oraz nieinwestycyjnym (ang. *non-investment grade*). Agencje ratingowe umożliwiają przeprowadzenie wstępnej analizy ratingowej. Pozwala ona sprawdzić, jak dana agencja ocenia konkretnego emitenta. Banki odgrywają istotną rolę w procesie ratingowym – wspomagają spółkę w przygotowaniu materiałów dla agencji ratingowej i prowadzą dialog, którego celem jest uzyskanie oceny ratingowej. Wiele banków świadczy również usługi, które polegają na dokonaniu oceny możliwego do osiągnięcia ratingu na bazie posiadanych modeli oraz kryteriów agencji ratingowych. Wsparciem dla podmiotów zainteresowanych inwestycją w obligacje emitowane przez krajowe podmioty jest agencja ratingowa Fitch-Polska (dawnej CERA), działająca nieprzerwanie od 1996 roku jako pierwsza w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej. Została założona w 1996 roku z inicjatywy Związku Banków Polskich przy wsparciu United States Agency for International Development (USAID). Od samego początku Fitch-Polska dostarcza ratingi dla przedsiębiorstw, instytucji finansowych i jednostek samorządu terytorialnego, w tym na przykład dla pierwszej w Polsce emisji obligacji przychodowych – Miejskich Wodociągów i Kanalizacji w Bydgoszczy Sp. z o.o., przeprowadzonej w 2005 roku.

Dlaczego spółki wybierają obligacje?

Porównanie kredytu i obligacji

Do podstawowych zalet obligacji należy zaliczyć:

- dywersyfikację finansowania – uzupełnienie tradycyjnego finansowania w formie kredytu oraz akcji; zwiększa to ogólną dostępność finansowania na nowe projekty i uniezależnia spółkę od jednego segmentu rynku finansowego;
- zapisy umowne – standard dokumentacji dla emitentów o ratingu inwestycyjnym ogranicza możliwość ingerencji ze strony inwestorów w bieżącą działalność emitenta (chociażby poprzez brak wskaźników finansowych). Z tego powodu w sytuacjach kryzysowych obligacje stanowią stabilną bazę finansową, która ogranicza ryzyko działań wierzycieli zmierzających do wcześniejszego wykupu obligacji lub renegocjowania warunków obligacji (np. podniesienia marży);
- dostęp do nowego źródła finansowania, jakim są środki funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych czy aktywa inwestorów indywidualnych, szukających alternatywy do lokaty bankowej i niezainteresowanych ryzykownym lub zmiennym rynkiem akcji;
- promocja spółki na rynku kapitałowym – oprócz prostej reklamy (np. przy okazji emisji publicznych) to ważna forma promocji spółki, która szykuje się do sprzedaży własnych akcji na GPW – w szczególności, jeżeli obligacje mają być notowane (oprócz kontaktu z inwestorami i poznania ich oczekiwań w stosunku do biznesu, spółka zapoznaje się z rygorem obowiązków informacyjnych);
- krótszy okres pozyskania finansowania – cały proces emisji obligacji zajmuje od 8 do 12 tygodni w przypadku pierwszej emisji. Jeżeli spółka ma ustanowiony program, uplasowanie kolejnych emisji jest dużo szybsze i zajmuje do 1 do 4 tygodni;
- dostępne dłuższe zapadalności – polski rynek obligacji oferuje możliwość pozyskania finansowania na okres do 5 lat. Z kolei na rynkach międzynarodowych możliwe jest uplasowanie obligacji na okresy do 10 lat, a czasem dłużej. Szczególnym przypadkiem są emisje *Private Placement*, gdzie zapadalności mogą być między 10 a 20 lat. W Polsce

najdłuższe obligacje wyemitowała spółka Can Pack i były to 10- i 12-letnie papiery);

- przeznaczenie środków z emisji – w przypadku obligacji spółka może pozyskać finansowanie bez precyzyjnego definiowania przeznaczenia środków z emisji. Mogą to być na przykład środki na finansowanie projektów inwestycyjnych lub wzmocnienie kapitału obrotowego, ale nie wiąże się to z koniecznością dokumentowania wydatków lub postępów inwestycji; daje to spółce stosunkowo dużą elastyczność; mniej restrykcyjną strukturę kowenantów – obligacje zawierają standardowe klauzule, takie jak: zakaz zabezpieczeń (*negative pledge*), równorzędność zobowiązań (*pari passu*), niewykonanie innych umów związanych z finasowaniem (*cross default*), natomiast wachlarz kowenantów finansowych jest ograniczony; najczęściej jest to jeden współczynnik, który najbardziej odpowiada specyfice działalności (np. dług netto/EBITDA w przypadku spółek produkcyjnych czy współczynnik kapitałowy w przypadku deweloperów). Inwestorzy chcą mieć pewność, że spółka ma ograniczoną możliwość zadłużania się, natomiast nie chcą nadmiernie ingerować w zarządzanie finansami spółki;
- brak zabezpieczeń – zabezpieczenia rzeczowe są rzadkie i są stosowane w dwóch przypadkach: bardzo słabych podmiotów, które mają krótką historię na rynku kapitałowym (bez takich zabezpieczeń emisja nie byłaby możliwa) oraz w przypadku dobrych podmiotów, dla których zabezpieczenie emisji będzie się wiązało ze znaczącym obniżeniem marży;
- jednorazową spłatę obligacji w dniu wykupu – obligacje najczęściej (a na rynkach międzynarodowych prawie zawsze) są wykupywane jednorazowo po upływie okresu zapadalności (brak amortyzacji).

Niezależnie od wielu zalet obligacji musimy być jednak świadomi ryzyka, z jakim możemy się spotkać przy okazji finansowania w formie obligacji. Zagrożenia:

- ryzyko rynkowe – cena (marża) obligacji jest uzależniona od warunków rynkowych panujących w chwili emisji. Na płynnych rynkach międzynarodowych wysokość marży zależy od sentymentu inwestorów, oczekiwań odnośnie danego sektora, czynników makroekonomicznych oraz porównywalnych emisji. Na rynku polskim w pewnych sytuacjach banki oferują *underwriting* emisji obligacji; oznacza to jednak, iż takie

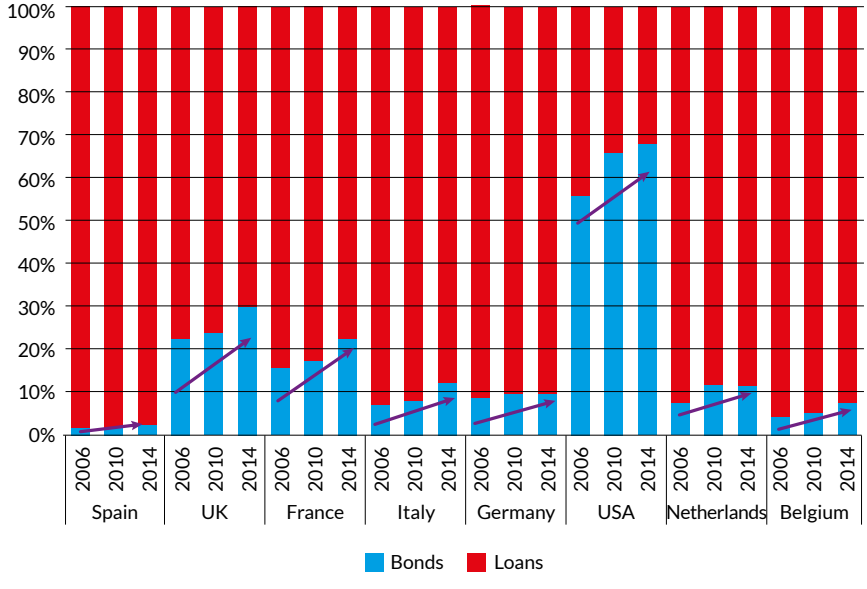
obligacje bardziej zaczynają przypominać kredyt niż rynkowe obligacje oferowane do inwestorów niebankowych. Najczęściej też takie obligacje pozostają na pozycji lub bilansie banku, co efektywnie oznacza finansowanie bankowe oraz brak zalet, jakie oferuje „rynkowa" obligacja;

- mała elastyczność obligatariuszy w sytuacjach naruszenia warunków emisji – najczęściej obligatariusze nie są skłonni do ustępstw bądź negocjacji w zakresie zmian postanowień umownych;
- obligacje co do zasady będą instrumentem droższym od finansowania kredytowego ze względu na swoją strukturę (jednorazowa spłata i termin zapadalności);
- na rynkach międzynarodowych dokumentacja jest w zasadzie standardowa, a negocjacje właściwie ograniczają się do ustalenia kwot wyłączeń, dozwolonych płatności oraz naruszenia innych umów (*cross default*);
- co prawda jedną z głównych zalet rynku obligacji stanowi jego standaryzacja, która prowadzi do płynności i wielkości, jednak to z kolei ogranicza bądź eliminuje możliwość finansowania pewnych potrzeb (np. finansowania fazy budowy projektu inwestycyjnego);
- obligacje, ze względu na regulacje prawne (np. ustawa o obligacjach) lub przyjęte standardy, są bardziej sformalizowane i mniej elastyczne od kredytu. Kredyt, poza ogólnymi zapisami prawa, podlega zasadzie swobody zawierania umów i może być stosunkowo dowolnie kształtowany pod warunkiem zgodnej woli obu stron (kredytodawcy i banku).

Tendencje w Unii Europejskiej

Europejski rynek finansowy jest zdominowany przez kredyt bankowy. Jest to zgodne z tradycyjnym modelem bankowości, w którym bank odgrywał rolę pośrednika między przedsiębiorstwem a podmiotami deponującymi nadwyżki finansowe. W szczególności widoczne jest to w porównaniu z rynkiem amerykańskim. Na wykresie poniżej widać bardzo wyraźnie, jak rośnie rola obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw w krajach rozwiniętych. Według szacunków Eurostatu łączne zadłużenie przedsiębiorstw na koniec 2014 roku, z wyłączeniem sektora finansowego, to 10,8 bln EUR. Z czego 1,8 bln przypada na papiery dłużne. Dwie trzecie tego rynku to zadłużenie sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Rynkami najbardziej niezależnymi od

finansowania bankowego są Wielka Brytania i Francja. Tam udział obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw osiągnął odpowiednio 29% i 22%. Jest to jednak wciąż bardzo daleko od poziomu w USA – prawie 70%[8]. To pokazuje, że w najbliższych latach będziemy mieli dalej do czynienia ze wzrostem roli obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw.



Rys. 7. **Udział obligacji w finansowaniu przedsiębiorstw w latach 2006-2014**
Źródło: *Banking Disintermediation in Europe-A Slow-Growing Trend*, Standard&Poor's.

W Europie będzie to proces w dużej mierze inspirowany przez regulatora. Obecnie wprowadzane są m.in., niezależnie od siebie, regulacje bazylejskie i Unia Rynków Kapitałowych (Capital Market Union). Wprowadzenie regulacji Bazylea III będzie następowało stopniowo do 2019 roku. Nowe regulacje podwyższają wymogi kapitałowe dla banków oraz wprowadzają nowe wymogi regulacyjne płynności i dźwigni. Będą one stopniowo zmuszały banki do szukania długoterminowego finansowania. Z drugiej strony – będą skłaniały przedsiębiorstwa do szukania długoterminowego pieniądza za pośrednictwem rynku kapitałowego ze względu na mniejszą skłonność banków do udzielania długoterminowych finansowań.

[8] *Banking Disintermediation in Europe-A Slow-Growing Trend*, RatingsDirect, Standard&Poor's, 12 October 2015.

Komisja Europejska w 2015 roku rozpoczęła prace zmierzające do stworzenia Unii Rynków Kapitałowych – zintegrowanego rynku kapitałowego, obejmującego wszystkie państwa Unii Europejskiej. Unia Rynków Kapitałowych jest częścią planu Komisji Junckera, którego celem jest pobudzenie zatrudniania, wzrostu gospodarczego i inwestycji w całej Unii Europejskiej. Rola Unii Rynków Kapitałowych to zwiększenie i zróżnicowanie źródeł finasowania dla europejskich przedsiębiorstw i projektów długoterminowych. Do głównych obszarów i zadań, jakie zostaną podjęte, należą:

- zwiększenie dostępnych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw, w szczególności małych i średnich;
- stworzenie odpowiedniego środowiska regulacyjnego dla długoterminowego finasowania projektów infrastrukturalnych;
- zwiększenie możliwości inwestycyjnych dla klientów detalicznych i instytucjonalnych;
- zwiększenie możliwości pożyczkowych banków;
- likwidacja barier między państwami członkowskimi i stworzenie rynku kapitałowego dla 28 państw członkowskich.

To uzależnienie europejskich firm od kredytu bankowego jest widoczne również w strukturze oszczędności gospodarstw domowych. W Europie ponad 30% aktywów gospodarstw domowych stanowią depozyty, podczas gdy w USA stanowią one zaledwie 12,7%. To pokazuje różnice w mentalności społeczeństw, czyli niechęć do ryzyka oraz duże zaufanie do sektora bankowego.

Konwergencja obligacji i kredytu

W ostatnich latach w Europie obserwujemy przypadki zmian, polegających na uelastycznianiu i liberalizowaniu struktur bankowych. Zdarza się, że banki, konkurując o nowe finansowania, rezygnują z części klauzul finansowych lub też wprowadzają bardziej liberalne poziomy wymaganych współczynników. Przybywa finansowań z ograniczoną amortyzacją oraz tych, które dzielą zabezpieczenie z obligatariuszami. Z drugiej strony mamy do czynienia z procesem upodabniania się obligacji do finansowań bankowych. Jest to widoczne w realizowanych od kilku lat emisjach na rynku polskim. Coraz powszechniejsze staje się wprowadzanie do warunków emisji obligacji współczynników finansowych oraz wydłużenie katalogu przypadków naruszenia. Pojawiają się obligacje, które uzupełniają strukturę finansowania na równi z kredytem i współdzielą pakiet zabezpieczeń z bankami. Inwestorzy oczekują dopasowania terminu spłaty zadłużenia do generowanych przez spółkę

przepływów, stąd w obligacjach pojawia się amortyzacja. Przykładem mogą być emisje zrealizowane dla Multimedia Polska SA czy Wydawnictw Szkolnych i Pedagogicznych.

Jacek Fotek

Perspektywy rynku obligacji w Polsce

Jacek Fotek

Absolwent HZ Szkoły Głównej Handlowej. W 2002 roku ukończył studia na University of Quebec at Montreal i uzyskał dyplom MBA. Większość kariery zawodowej poświęcił działalności na rynku pieniężnym i kapitałowym. Współtworzył profesjonalny międzybankowy rynek pieniężny i walutowy w Polsce. W latach 1989-1990 pracował w Narodowym Banku Polskim i zarządzał operacyjnie rezerwami walutowymi państwa. W okresie 1990-1996 w Banku Handlowym w Warszawie, jako Główny Dealer nadzorował wszystkie operacje banku na rynku pieniężno-walutowym oraz zarządzał pozycjami płynności, stopy procentowej i wymiany walut.
1996-1997 CFO w Polskim Banku Rozwoju, nadzorował Departament Skarbu, Departament Controllingu oraz Biuro Badań Strategicznych.
1997-1999 Członek Zarządu, dyrektor Departamentu Skarbu w Citibank Poland.
W lipcu 1999 roku objął stanowisko Dyrektora Departamentu Kontroli Wewnętrznej w BHW. Po fuzji z Citigroup w latach 2001--2002 był dyrektorem Biura Audytu Skarbu, Rynków Kapitałowych i Usług Inwestycyjnych, wdrożył metodologię audytu opartego na przeglądzie ryzyk.
2003-2009 w PZU Asset Management SA, Wiceprezes Zarządu, Inspektor Nadzoru, dyrektor odpowiedzialny za nowo tworzony obszar transakcji finansowych, kontroli ryzyka, nadzór prawny i wewnętrzny, współtworzył uruchomienie scentralizowanego zarządzania aktywami Grupy PZU.
2009-2012 i 2013-2016 Prezes Zarządu BondSpot SA, a w okresie 2012-2013 członek Rady Nadzorczej. Rozwinął rynek Treasury Bondspot Poland, który stał się głównym miejscem obrotu polskimi obligacjami skarbowymi, największym tego rodzaju rynkiem w regionie środkowej Europy, oraz segment hurtowy rynku Catalyst.

Wstęp

Jesteśmy świadkami zasadniczych przeobrażeń europejskiego i polskiego rynku finansowego. Można je zaobserwować w trzech aspektach: fundamentalno-makroekonomicznym, infrastruktury rynkowej (czyli regulacyjno-technologicznym) oraz zmian strukturalnych popytu i podaży na rynku obligacji (gł. demograficzno-rozwojowym).

Po pierwsze – następuje wzrost znaczenia finansowania obligacjami kosztem tradycyjnych form pozyskania środków na rozwój – w szczególności kredytu bankowego i konsorcjalnego. Trend ten wynika zarówno z polityki regulacyjnej w ramach unii bankowej, która ogranicza apetyt na ryzyko banków i instytucji kredytowych w wyniku niezakończonej do dziś sanacji europejskiego systemu bankowego z kryzysu lat 2007-2008, jak i z potrzeb emitentów i inwestorów, którzy szukają atrakcyjnych, długookresowych stóp zwrotu w otoczeniu ultra niskich (a w strefie euro nawet ujemnych) realnych stóp depozytowych i ekstra luźnej polityki pieniężnej banków centralnych. Zeszłoroczna inicjatywa Komisji Europejskiej w sprawie Unii Rynków Kapitałowych będzie wzmacniać ten trend. Zgodnie z planami KE do 2019 roku 40% finansowania przedsiębiorstw w unii ma pochodzić z rynku obligacji (w stosunku do 25% realizowanych obecnie). Polska na tym tle jest znacznie mniej zaawansowana – obecnie tylko 15% pochodzi z finansowania obligacjami. Udział ten jednak w ostatnich latach wyraźnie wzrasta. Sprostanie konkurencji bardziej efektywnych rynków kapitałowych z innych krajów unii będzie dla naszego rynku nie lada wyzwaniem.

Po drugie – rynki finansowe, w tym również obrót obligacjami, kierują się w coraz większym stopniu na platformy elektroniczne i formę obrotu zorganizowanego. Sprzyjają temu zarówno nowe regulacje europejskie: szczególne znaczenie ma nowa Dyrektywa Rynków Instrumentów Finansowych (MIFID II), która ma zostać transponowana (z rocznym opóźnieniem) na regulacje krajowe do stycznia 2018 roku; *Market Abuse Regulation*, która z kolei wejdzie w życie od lipca 2016 roku, jak i postęp technologiczny platform obrotu, który umożliwia koncentrację kwotowań i płynności na ultraszybkich i niezawodnych wehikułach transakcyjnych. W Polsce takim przykładem jest Treasury BondSpot Poland (TBSP) – platforma elektroniczna rynku Skarbowych Papierów Wartościowych, która w ostatnich latach, mimo bardzo niekorzystnego dla rynku wtórnego obligacji umorzenia części obligacyjnej Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE), odnotowała wielki sukces i osiągnęła w latach 2013-

2015 obroty kasowe na poziomie średnio około 300 mld PLN rocznie. Daje to udział w rynku hurtowym międzybankowym ponad 25%. Platforma TBSP jest wiodącą platformą obrotu hurtowego obligacjami skarbowymi w Europie Środkowej. Z drugiej strony platformy obligacji korporacyjnych, prowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych i BondSpot, mimo iż notują już ponad 62 mld PLN wyemitowanych obligacji korporacyjnych i bankowych, ze względu na utrzymującą się nieadekwatną do potrzeb rynku infrastrukturę regulacyjno-technologiczną, odnotowują niską płynność. Potencjalna zaś synergia między płynnym elektronicznym międzybankowym rynkiem obligacji skarbowych, a rodzącym się rynkiem długu korporacyjnego nie jest obecnie wykorzystana. Co ciekawe – analizy twardych danych rynkowych wskazują, iż rodzący się obrót wtórny w tym segmencie w przeważającym stopniu (czyli ponad 86% wartości transakcji) trafia na rynek OTC[1] – dyskrecjonalny, drogi w obrocie i nieefektywny. Zmiana tego stanu rzeczy jest największym wyzwaniem dla strategicznego rozwoju tej części rynku kapitałowego.

Po trzecie – tendencje demograficzne w Polsce, konieczność budowy silnego trzeciego filaru oszczędności emerytalnych wzmocniona demontażem OFE, a także ambitne plany nowego rządu rozwoju gospodarki narodowej sformułowane w Planie na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju – wszystko to stwarza strategiczną potrzebę rozwoju rynku długoterminowych nieskarbowych instrumentów dłużnych, a więc pełnoprawnej klasy aktywów. Stanowi ona alternatywę dla akcji i depozytów pieniężnych jako formy długookresowego inwestowania. Żeby tak się stało, musi powstać w Polsce nowy model silnego i płynnego rynku obligacji, który da pewność bezpiecznego obrotu hurtowego, obiektywność wyceny oraz możliwość szybkiego i elastycznego zarządzania przez fundusze inwestycyjne ryzykiem kredytowym i stopy procentowej. Ponadto sama obligacja musi być instrumentem wiarygodnym zarówno z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego, jak i praktyki odzyskiwania należności w przypadku materializacji tego ryzyka. Jest to zatem wyzwanie, ale dla regulatora, organizatorów obrotu, banków i domów maklerskich też wielka szansa zmiany typu obrotu z dwustronnego (typu OTC) na wielostronny (elektroniczny) poszerzenia palety produktowej banków i firm inwestycyjnych. Co za tym idzie – również zwiększenia przychodów. Dostarczanie płynności, organizowanie emisji, dystrybucja pierwotna i obrót wtórny oraz realizacja zleceń maklerskich w obszarze obligacji mogą istotnie zwiększyć biznes firm inwestycyjnych i banków w obszarze rynku kapitałowego. Dla GPW zaś stworzy niezbędną dywersyfikację rozwoju usług rynkowych.

W efekcie będzie to oznaczać utworzenie drugiej części – w stosunku do akcji – rynku kapitałowego w Polsce. Rozwój rynku obligacji to strategiczna konieczność, zarówno z punktu widzenia potrzeby gospodarki narodowej, inwestorów czy wreszcie wzmacniania konkurencyjności poszczególnych instytucji finansowych, jak i całego naszego sektora usług finansowych na rynku finansowym Unii Europejskiej.

Wpływ zmian prawnych i regulacyjnych na rozwój rynku obligacji

Regulator oraz środowisko rynku finansowego dostrzegały te tendencje i wyzywania od dłuższego czasu. W konsekwencji wielomiesięcznych dyskusji i prac legislacyjnych w ubiegłym i bieżącym roku nastąpiły zmiany lub modyfikacje kilku bardzo istotnych aktów prawnych, dotyczących bezpośrednio lub pośrednio zmiany krajowej infrastruktury regulacyjnej rynku instrumentów dłużnych. Najważniejsze z nich to: nowa ustawa o obligacjach, która weszła w życie 1 lipca 2015 roku oraz nowelizacja ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, która weszła w życie 1 stycznia tego roku. Bardzo istotna zmiana dokonała się 1 listopada 2015 roku. Wówczas weszła w życie nowa ustawa o nadzorze makroostrożnościowym[1], która, obok podwyższonych norm adekwatności kapitałowej dla banków, zmieniła szereg innych istotnych ustaw dotyczących rynku finansowego. Umożliwiła m.in. bankom bez dodatkowej licencji maklerskiej bezpośrednie zawieranie transakcji na rynku zorganizowanym w obszarze instrumentów dłużnych i pochodnych. Wreszcie od 1 marca tego roku obowiązuje ustawa o podatku od niektórych instytucji finansowych (tzw. podatek bankowy). Choć prace nad nią nie wynikały bezpośrednio z wyżej wymienionych powodów, to wpisuje się ona bardzo dobrze w tendencje makroekonomiczne wskazane na początku artykułu. Wszystkie te akty bez wątpienia stworzyły nową jakość i odegrają istotną rolę w kształtowaniu się rynku instrumentów dłużnych w Polsce w ciągu najbliższych kilku lat.

Ustawa o obligacjach

Nowa ustawa o obligacjach, choć w niektórych kręgach prawnych krytykowana za zbyt powierzchowną modyfikację starej, porządkuje i wprowadza

[1] Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym.

do polskiego systemu prawnego szereg pojęć i definicji z obszaru międzynarodowego rynku obligacji. Funkcjonowały one dotychczas w praktyce rynkowej, ale bez umocowania ustawowego. Rolą tej ustawy jest usankcjonowane w polskim otoczeniu prawnym istotnych instytucji prawnych istniejących w praktyce międzynarodowego rynku obligacji oraz ich standaryzacja w celu poszerzenia unikalnych korzyści dla emitentów, jakie daje rynek instrumentów dłużnych. Z drugiej zaś strony – zwiększenie bezpieczeństwa inwestorów i wiarygodności rynku krajowego. Rolę tę trudno przecenić i w długim horyzoncie czasowym będzie elementem istotnie wspierającym prawidłowy rozwój rynku. Przyczyni się też do zwiększenia jego roli w finansowaniu gospodarki narodowej.

Do najważniejszych wprowadzonych zmian zalicza się zgromadzenie obligatariuszy. Jego kluczowym uprawnieniem jest możliwość zmiany warunków emisji. Jest to element niezwykle ważny w przypadku instrumentów dłużnych, bowiem w przypadku wieloletnich instrumentów dłużnych zmiana otoczenia rynkowego i biznesowego emitenta oraz zmiana jego sytuacji finansowej (niekoniecznie na gorsze) często wymusza konieczność zmiany warunków emisji. Prawidłowe funkcjonowanie tej instytucji prawnej zwiększy przejrzystość procesu, przyczyni się do redukcji liczby kowenantów, a tym samym przyczyni się do zwiększenia skłonności wydłużania horyzontu inwestycyjnego emitowanych papierów wartościowych przez emitentów i inwestorów. Obecnie krótki horyzont emisji (mediana na rynku Catalyst nie przekracza 2,5 roku) jest jedną z bolączek naszego rynku i oznaką jego niedojrzałości. W szczególności jest to (obok niskiej płynności na wtórnym rynku zorganizowanym) efekt wysokiego ryzyka prawnego i niskiej wiarygodności procesu ochrony inwestorów. Instytucja walnego zgromadzenia obligatariuszy powinna przyczynić się do istotnego wzmocnienia pozycji inwestorów w procesie komunikacji i negocjacji z emitentem. Również dla emitenta jest to instytucja zwiększająca bezpieczeństwo, stwarzająca możliwość renegocjacji warunków w sposób znacznie bardziej uporządkowany i sprawny niż dotychczas (np. w przypadku zmiany zabezpieczenia wymagającej zgody kwalifikowanej większości obligatariuszy).

Drugim elementem porządkującym rynek już na etapie dystrybucji pierwotnej jest możliwość wskazania, iż będzie ustanowione zabezpieczenie wyemitowanych obligacji już po emisji – jak ustanowienie hipoteki w ciągu 4 miesięcy od dnia przydziału. Jest to nie tylko sankcjonowanie obecnie występującej praktyki na rynku. Pamiętajmy, iż ponad połowa wszystkich wyemito-

wanych obligacji w Polsce to obligacje zabezpieczone, najczęściej hipotecznie, ale również nakładające sankcję prawną w postaci opcji natychmiastowego żądania wykupu takiej obligacji za niedotrzymanie tej obietnicy. Wzmacnia to pozycję inwestora w stosunku do nierzetelnego emitenta i pozwala na rejestrowanie emisji w KDPW tuż po dokonaniu przydziału – a nie, jak dotychczas, dopiero po ustanowieniu zabezpieczenia, co dodatkowo redukuje ryzyko inwestycyjne. Ponadto sprecyzowano wymagania dotyczące zasad wyceny przedmiotu zastawu lub hipoteki, zapewnienie ich rzetelności i bezstronności poprzez biegłych powołanych według określonych ustawowo zasad.

Przyszłościowym, ale istotnym rozwiązaniem, jest wprowadzenie na poziomie ustawy instytucji administratora dla zabezpieczeń innych niż zastaw i hipoteka. Poszerzy to znacznie katalog zabezpieczeń możliwych do ustanowienia, co będzie miało niebagatelne znaczenie w sytuacji emisji obligacji przez emitentów znajdujących się w potrzebie restrukturyzacji lub przebudowy portfela zobowiązań (np. z kredytów na obligacje). W takim przypadku ustawa zapewnia niepozostawanie administratora w konflikcie interesów pomiędzy nim a emitentem. Wzmacnia to proces bieżącej wyceny zabezpieczeń i dodatkowo chroni inwestora.

Ustawa wprowadza możliwość emisji obligacji przez ustanowioną spółkę celową. Jest to standardem na rynku międzynarodowym – zwiększa dostępność polskiego emitenta do międzynarodowych rynków kapitałowych i znacznie redukuje jego ryzyko prawne w przypadku emisji przez spółki powołane w tym celu za granicą.

Nowe rodzaje obligacji zdefiniowane w ustawie, takie jak: obligacje podporządkowane, obligacje wieczyste czy obligacje partycypacyjne, rozszerzają znacznie katalog instrumentów dłużnych dostępnych dla rynku. Przeciwdziałają tym samym pewnej niedobrej homogeniczności, żeby nie powiedzieć – ciasnocie produktowej emitowanych papierów. Większość obligacji emitowanych w Polsce to średnioterminowe floatersy. Są one narażone zarówno na ryzyko refinansowania po 2, a najdalej po 5 latach, jak i na zmiany poziomu krótkoterminowych stóp procentowych w przypadku zmiany polityki pieniężnej. Nie zmieniają one istotnie pozycji kapitałowej emitenta. Obligacje podporządkowane dają możliwości wykorzystania instrumentów dłużnych do zwiększenia kapitalizacji przedsiębiorstw, w szczególności banków. W przypadku tych ostatnich ma to niebagatelne znaczenie w kontekście przewidywanych w przyszłości potrzeb i napięć kapitałowych, związanych nowymi wymogami kapitałowymi wprowadzonymi w ustawie o nadzorze

makroostrożnościowym (ostatnia zmiana dokonująca transpozycji w ramach pakietu dyrektywy nr 2013/36/UE w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnym, tzw. CRD IV). Obligacje wieczyste to z kolei wehikuł inwestycyjny, wpisujący się bardzo dobrze w popyt długoterminowych inwestorów instytucjonalnych, a w szczególności funduszy nakierowanych na oszczędności III filaru emerytalnego. Oczywiście do tego, aby zaistniał odpowiedni popyt, muszą być zapewnione jeszcze inne warunki, m.in. płynny i zapewniający obiektywną wycenę rynek wtórny. Jednakże wprowadzenie prawne instrumentu, który co do zasady nigdy nie będzie spłacony, a jest nakierowany jedynie na generowanie stabilnych długoterminowo strumieni odsetkowych, będzie istotnie wypełniał lukę między rynkiem akcji (ECM), a klasycznym rynkiem *fixed income* (DCM).

Bardzo potrzebnym rozwiązaniem dla gospodarki narodowej, w szczególności sektorów narażonych na potrzebę restrukturyzacji, są obligacje partycypacyjne. Dają one prawo do partycypacji w przyszłych zyskach emitenta. Jednocześnie nie dają niepotrzebnej dla inwestora (a takimi najczęściej są banki lub instytucje kredytowe) ekspozycji na instrumenty udziałowe. Bardzo dobrym przykładem takiej sytuacji jest planowana obecnie pierwsza emisja obligacji Polskiej Grupy Górniczej (PGG)[2]. Banki, które podpisały porozumienie w sprawie objęcia pierwszej emisji w wysokości ponad 1 mld PLN zgodziły się, aby ponad 200 mln PLN zostało pozyskane przez obligacje partycypacyjne. Pozwolą one na udział w zyskach PGG (pod warunkiem, iż takowy zostanie wypracowany) bez konieczności przeprowadzania procedury zamiany obligacji na akcje. Pozwala on emitentowi pozyskać większą ilość kapitału przy redukcji kosztu odsetkowego i bez zwiększania ryzyka płynności emitenta. To pozwoli istotnie zmienić strukturę zobowiązań PGG i dać niezbędny czas na przeprowadzenie procesów sanacyjnych. Tego typu instrument stanowi również bardzo dobry wehikuł inwestycyjny, który pozwala powiązać finansowanie długoterminowych projektów inwestycyjnych na przykład w infrastrukturze transportowej lub energetycznej o potencjalnie stabilnej stopie zwrotu, z potrzebami inwestycyjnymi społeczeństwa w sferze emerytalnej – w szczególności w środowisku niskich krótkoterminowych stóp procentowych i perspektywy rosnącej inflacji (a taką mamy obecnie). Obligacje partycypacyjne i wprowadzone już wcześniej, a dopracowane w obecnej

[2] Por. „Puls Biznesu" 18.05.2016 r.

ustawie obligacje przychodowe, mogłyby się stać istotnymi formami finansowania strategii wyrażonej w opublikowanym przez nowy rząd Planie na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju (Plan Rozwoju).

Reasumując, nowa ustawa o obligacjach stwarza możliwości wykorzystania rynku obligacji w sposób znacznie szerszy niż obecnie, dla potrzeb długoterminowego inwestowania, finansowania potrzeb rozwojowych gospodarki narodowej. Przyczyni się także do wzrostu bezpieczeństwa i jakości inwestycyjnej obligacji oraz znacznie poszerza katalog produktowy dostępnych na rynku instrumentów dłużnych.

Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych a adekwatność kapitałowa banków

Kolejną ustawą, która wpisuje się w ten scenariusz, jest znowelizowana ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Nowelizacja wprowadziła zmiany, które były postulowane przez sektor bankowy od dłuższego czasu, ułatwiając samą emisję instrumentów dłużnych oraz wprowadzając szereg ułatwień dla ich nabywców. Jednym z głównych celów nowelizacji ustawy było umożliwienie dużym bankom uniwersalnym przeniesienie kredytów hipotecznych do wyspecjalizowanych banków hipotecznych i w ten sposób ograniczenie dwóch podstawowych ryzyk tkwiących obecnie w wysokiej skali w ich bilansach, wynikających z ich portfeli kredytowych, w szczególności kredytów hipotecznych. Chodzi mianowicie o ryzyko długookresowej płynności i ryzyko stopy procentowej, które tylko pozornie jest domknięte. Banki uniwersalne dotychczas udzielają kredytów przekraczających często horyzont 20 lat. Finansują to w przeważającej większości krótkoterminowymi depozytami. Stąd również, w celu eliminacji nominalnego ryzyka stopy procentowej (przeszacowania dochodowości odsetkowych aktywów względem przeszacowania kosztów odsetkowych pasywów) *de facto* wszystkie kredyty hipoteczne są udzielone po stopie właściwej dla wyceny pieniądza na rynku międzybankowym – najczęściej stawki trzymiesięcznego WIBOR-u. Jest to bardzo wygodna praktyka. Jednak – szczególnie w przypadku wystąpienia szoku na rynku pieniężnym – oznacza ona, że cena 30-letniego kredytu jest wyceniana po zmiennym koszcie trzymiesięcznego pieniądza. Dokonywana jest więc według parametru, który w żaden sposób nie może odzwierciedlać ceny 30-letniego kapitału w momencie udzielania kredytu oraz dokonywania oceny zdolności kredytowej kredytobiorcy i znajduje się dokładnie na przeciwstawnym krańcu krzywej stóp pro-

centowych.[3] Taka praktyka generuje zatem bardzo poważne ryzyko dla jakości portfela kredytowego w przypadku nagłego wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych oraz zmiany kształtu krzywej stóp procentowych na ostro negatywną[4]. Sytuacja taka ma najczęściej miejsce, gdy obserwowany jest silny i niespodziewany impuls inflacyjny, zaś bank centralny jest zmuszony dokonywać nagłych i znacznych podwyżek stóp procentowych zapobiegających odpływowi krótkoterminowych środków finansowych. Wtedy stopy na krótkim końcu krzywej stóp procentowych idą znacznie do góry i powodują nagły wzrost kosztów obsługi wszystkich kredytów opartych na stopie zmiennej. Dzieje się tak w sytuacji szoków zewnętrznych lub wewnętrznych, wywołanych kryzysem walutowym. Może się on w takim przypadku przerodzić w kryzys bankowy. W przypadku skokowego, niedyskontowanego wcześniej przez rynek obligacji wzrostu stóp rynku pieniężnego na krótkim końcu krzywej (a więc w wycenie ich rentowności, będących podstawą długiego końca krzywej stóp procentowych), przeniesienie ryzyka stopy procentowej na kredytobiorcę nic nie daje. Ryzyko materializuje się poprzez skokowy wzrost ryzyka kredytowego, bowiem istotna część aktywów po prostu przestanie być regularnie obsługiwana i będzie musiała być zaliczona do kategorii kredytów nieregularnych, generując straty kapitałowe. Listy zastawne emitowane przez banki hipoteczne mogą zatem stanowić jedyne alternatywne źródło stabilnego finansowania i obiektywnej wyceny długoterminowych kredytów hipotecznych. Pozwolą jednocześnie na prawidłowe szacowanie zdolności kredytowej kredytobiorców.

Do najważniejszych zmian ustawowych, które mają zwiększyć bezpieczeństwo listów zastawnych, ułatwić emitowanie i zwiększyć bazę inwestorską hipotecznych listów zastawnych, możemy zaliczyć: wprowadzenie możliwości nabywania ze środków z emisji listów wierzytelności innych banków z tytułu udzielonych przez nie kredytów zabezpieczonych hipoteką, nowe limity emisji i instytucji nadzabezpieczenia, wprowadzenie możliwości zaliczenia środków własnych banku hipotecznego jako podstawy emisji listów zastawnych oraz utrzymywanie z tych środków nadwyżki na najbliższe sześciomie-

[3] W ciągu ostatnich 30 lat mieliśmy okresy wielokrotnego występowania szoków pieniężnych i inflacyjnych na globalnych rynkach finansowych. Nic nie wskazuje na to, iż najbliższe 30 lat będzie pod tym względem odmienne. W 1990 roku oprocentowanie trzymiesięcznych depozytów w USD wynosiło 9,5%, GBP – 15,25%, CHF 9,70%, a EUR nie było w ogóle, zaś trzymiesięczny WIBOR jeszcze na początku tego wieku (luty 2001 r.) był na poziomie 18,29%.

[4] Niektóre banki, jak PKO BP, mBank, BGZ BNP Paribas czy Raiffeisen Bank, podjęły już pierwsze kroki w celu ograniczenia tego ryzyka i oferowania kredytów hipotecznych po stałej stopie bazowej – por. „Rzeczpospolita" 27.04.2016 r.

sięczne zobowiązania odsetkowe wynikające z emisji listów zastawnych (tzw. rezerwa płynnościowa), wprowadzenie limitów dla każdego pojedynczego kredytu, będącego podstawą emisji listów zastawnych do wysokości 60% kwoty bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości (LTV)[5], doprecyzowanie obowiązków informacyjnych w zakresie sposobów i terminów wypłaty odsetek i wykupu listów zastawnych w przypadku upadłości emitującego je banku hipotecznego, nowelizacja prawa upadłościowego, która polega na skuteczniejszym wyłączeniu z masy upadłościowej aktywów stanowiących zabezpieczenie emitowanych listów zastawnych oraz wprowadzeniu testów równowagi pokrycia i testów płynności w przypadku upadłości emitenta.

Istotnym czynnikiem, który poszerzy zarówno bazę inwestorską, jak i potencjalny obrót, jest zmiana w prawie podatkowym, likwidująca pobór podatku u źródła dla wszystkich inwestorów – zarówno osób fizycznych, jak i prawnych. Zwiększy to zainteresowanie listami zastawnymi w szczególności inwestorów zagranicznych. Ponadto, dokonana nowelizacją, zmiana ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych wprowadza dodatkowe limity koncentracji na listy zastawne i obligacje emitowane przez instytucje kredytowe, jako osobne kategorie aktywów. Zwiększa to zdolność nabywczą OFE w obu tych kategoriach. Podobne możliwości otrzymały również Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe. Zmiany te powinny zaowocować wzrostem potencjalnego popytu inwestycyjnego ze strony tych grup inwestorów instytucjonalnych.

Podsumowując – podobnie, jak w przypadku ustawy o obligacjach, nowelizacja zasad prawnych dotyczących listów zastawnych, mimo pewnych nierozwiązanych kwestii (szczególnie w obszarze podatkowym przy przenoszeniu kredytów hipotecznych do banków hipotecznych) tworzy warunki do powstania nowej, bezpiecznej i generującej potencjalnie dużą skalę emisyjną (a więc i potencjału obrotu) klasę bezpiecznych aktywów na rynku instrumentów dłużnych.

Zmiana ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i umożliwienie dostępu banków do rynku zorganizowanego szansą na wzrost płynności zorganizowanego rynku wtórnego

Obie omówione powyżej ustawy tworzą dobre podstawy do rozwoju rynku, w szczególności pierwotnego. Jednak czynnikiem, który będzie de-

[5] A w przypadku nieruchomości mieszkalnych do wysokości 80% LTV.

cydował o powstaniu dojrzałego i głębokiego rynku wtórnego obligacji, jest wzrost jego płynności, przejrzystości i efektywności. Podstawę prawną do powstania takiego rynku stworzyła zmiana ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, wprowadzona ustawą o nadzorze makroostrożnościowym w zakresie dopuszczenia banków do bezpośredniego obrotu wtórnego na rynku zorganizowanym bez posiadania odrębnej licencji maklerskiej „(...) o ile przedmiotem tych czynności są dopuszczone do obrotu obligacje, listy zastawne oraz inne zbywalne papiery wartościowe inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z zaciągniętego długu, (...) lub instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym są obligacje, listy zastawne, inne zbywalne papiery wartościowe inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z zaciągniętego długu, stopa procentowa lub waluta”[6].

Warto było przytoczyć brzmienie tego zapisu, bowiem oznacza on, że w zasadzie (poza szeroko pojętym rynkiem ECM) banki z dniem 1 listopada ubiegłego roku posiadły bezpośredni dostęp do całego obszaru DCM i instrumentów pochodnych rynku giełdowego. Był to postulat od wielu lat wysuwany, nie tylko przez środowisko bankowe, ale również przez giełdowe, które od lat boryka się z barierami, jakie napotyka rozwój rynku Catalyst. Brak możliwości zawierania przez banki transakcji na rynkach zorganizowanych prowadzonych przez GPW i BondSpot był jedną z kluczowych przyczyn, dla której większość tego obrotu jest dotychczas realizowana na rynku OTC. Szacunki, analizujące obroty na rynku wtórnym obligacji korporacyjnych w 2015 roku, wskazują, iż na 4,7 mld PLN obrotów dokonywanych przez uczestników na czterech segmentach rynku Catalyst, banki obróciły tylko na kwotę około 365 mln PLN[7]. Dla porównania – na rynku OTC obligacji korporacyjnych banki zawarły transakcje o wartości 21,4 mld PLN, zaś domy maklerskie niewiele powyżej 1 mld PLN. Dane te *nota bene* wskazują, iż z płynnością obligacji korporacyjnych w Polsce nie jest tak źle, jak mogłoby się wydawać. Problem tkwi tylko w tym, iż gros transakcji zawiera się na rynku OTC, co jak na początku artykułu wskazano, jest rynkiem nieprzejrzystym i wysoce nieefektywnym. Zniesienie bariery dostępu dla banków powinno zaowocować stopniowym przenoszeniem obrotów z rynku OTC na platformy elektroniczne w formie zorganizowanej.

[6] Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostorożnościowym , Dz.U. 2015 poz. 1513m art. 72 ust. 9a.

[7] Tamże.

Regulacje europejskie będą sprzyjać przenoszeniu obrotu na platformy elektroniczne, co zwiększy popyt na emisje z ratingiem

Należy oczekiwać, że w przyszłości obrót obligacjami będzie ewoluować w kierunku obrotu wielostronnego. Banki w większym stopniu niż obecnie będą odgrywać rolę pośredników (*agency mode*), a nie dealerów, zawierających transakcje w imieniu i na rachunek własny (*principal mode*). Płynność zatem będzie generowana również przez dużych inwestorów instytucjonalnych. Będzie to sprzyjać przekierowywaniu obrotów z klasycznego rynku OTC na platformy elektroniczne i przyjmie formę obrotu zorganizowanego. Sprzyjają temu bardzo mocno nowe regulacje europejskie, szczególnie nowa Dyrektywa Rynków Instrumentów Finansowych (MIFID II). Ma ona zostać transponowana na regulacje krajowe do stycznia 2018 roku. Wprowadza m.in. określone wymogi dotyczące przejrzystości przed- i posttransakcyjnej, obowiązku raportowania publicznego (zarówno cen kwotowanych, jak i zawartych transakcji). Sprzyja też dokonujący się postęp technologiczny platform obrotu, umożliwiający koncentrację kwotowań oraz płynności na szybkich i niezawodnych platformach transakcyjnych. Kluczowym elementem sukcesu będzie implementacja takich rozwiązań regulacyjnych i organizacji rynków, która zapewni koncentrację i przekierowanie obrotów obligacjami z rynku OTC na platformy elektroniczne. Istnieje przede wszystkim potrzeba utworzenia platformy obrotu obligacjami korporacyjnymi według modelu kierowanego ceną (na wzór platformy rynku TBSP). Da ona bankom możliwość przeniesienia płynności z segmentu OTC w obszarze emisji korporacyjnych i bankowych.

W takim przypadku to banki, jako dealerzy, powinny być również zainteresowane upowszechnieniem kultury niezależnego i zewnętrznego ratingu kredytowego dla obligacji krajowych. Rating dokonywany z punktu widzenia inwestora polskiego, dla którego kryterium ryzyka transgranicznego nie jest elementem kluczowym z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego emitenta, pozwoliłby na usystematyzowanie emitentów i instrumentów dłużnych pochodzących z rożnych sektorów gospodarki, różnej wielkości czy poziomu specyficznego zabezpieczenia danej klasy instrumentów dłużnych. Rozpowszechnienie praktyki stosowania ratingu dla szacunku wyceny na rynku wtórnym umożliwiłoby również przeskoczenie inherentnej bariery płynności dla małych i średnich emisji, poniżej 100 mln złotych. Dominują one na polskim rynku i oczywiście nie generują istotnego potencjału płynności z punktu widzenia inwestora instytucjonalnego. Dołączenie mniejszych emisji, w szczególności z nadanym ratingiem, do rynku kierowanego ceną, pozwoliłoby na

stworzenie zewnętrznego benchmarku ryzyka kredytowego handlowanego przez wszystkich uczestników oraz przyczyniłoby się do zwiększenia ilości płynnych emisji z nadanym ratingiem. To z kolei uczyniłoby rynek obligacji znacznie bardziej przejrzystym i efektywnym.

Powstanie segmentu rynku kierowanego ceną pozwoliłoby również na powstanie efektu synergii między dobrze już rozwiniętym rynkiem obligacji skarbowych i powstającym rynkiem obligacji korporacyjnych. Pozwoliłoby tym ostatnim skorzystać na wysokiej płynności rynku obligacji skarbowych oraz stworzyć przesłanki do plasacji emisji korporacyjnych i bankowych obligacji stałokuponowych, z długim horyzontem zapadalności (na wzór obligacji skarbowych) – tym samym lepiej dostosowanych do potrzeb emitentów, jak i inwestorów.

Obecnie można bez problemu wskazać co najmniej kilka największych banków działających w Polsce na rynku obligacji korporacyjnych, które powinny się podjąć roli market-makerów na takim rynku. Powstanie takiego rynku jest bowiem w interesie samych banków – nie tylko z powodów czysto biznesowych uruchomienia nowej, zyskownej działalności produktowej (jaką bez wątpienia jest obrót wtórny), ale przede wszystkim strategicznym. Banki w coraz większym stopniu będą odgrywać rolę emitentów obligacji własnych i listów zastawnych (posiadając w swoich grupach kapitałowych banki hipoteczne), które muszą być płynne ze względu na koszt pozyskania kapitału. Dodatkowo będą również redukować własne pozycje na księdze bankowej, zarówno w obligacjach korporacyjnych, jak i bezpośrednio w kredytach, szczególnie tych generujących najniższe marże odsetkowe. Sprzyja temu mocno efekt wprowadzonego w tym roku podatku bankowego od aktywów[8]. Banki czeka więc znaczna rewolucja w obszarze zarządzania aktywami własnymi. Coraz bardziej będą się nastawiać na sekuratyzację i obrót tymi aktywami, a coraz mniej zamrażać je będą na własnych książkach na okres wielu lat. Warunkiem koniecznym jest stworzenie przez nie płynnego, przejrzystego i efektywnego rynku wtórnego. Przepisy europejskie i strategia wyrażona w chęci stworzenia Unii Rynków Kapitałowych będą te tendencje dodatkowo mocno stymulować.

[8] Na koniec lutego 2016 roku, według raportu Fitch Polska, banki stanowiły największą grupę inwestorów w nieskarbowych instrumentach dłużnych (obligacje bankowe, przedsiębiorstw i komunalne), posiadając, głównie na książkach bankowych, 31% wszystkich wyemitowanych papierów wartościowych. Jest to ewenement na rynku europejskim, iż tak długo utrzymuje się tak wysoki udział sektora bankowego w tym obszarze. Na koniec grudnia 2015 roku udział ten wynosił około 33% – nastąpił więc spadek o około 2 p.p., co prawdopodobnie jest spowodowane dostosowywaniem bilansów banków do sytuacji po 1 marca 2016 roku, czyli dniu wprowadzenia podatku bankowego.

Wsparcie instytucji państwa, polityki podatkowej i programów emerytalnych dla rozwoju efektywnego rynku instrumentów dłużnych

Oprócz zmian prawnych i organizacji rynków obligacji omówionych powyżej, elementem niezbędnym dla rozwoju DCM jest wykorzystanie rynku instrumentów dłużnych, jako integralnego narzędzia realizacji celów Planu na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, a w związku z tym – odpowiednie wsparcie instytucji państwa. Wsparcie to powinno polegać na eliminowaniu wszelkich barier regulacyjnych oraz kosztowych po stronie emitentów i inwestorów. Niezbędne jest także zapewnienie konkurencyjnych warunków funkcjonowania rynku. Z punktu widzenia inwestorów, jedną z pożądanych kwestii jest usprawnienie funkcjonowania systemu wymiaru sprawiedliwości w sytuacji defaultu kredytowego (braku terminowego wykupu kuponu lub nominału obligacji). Obecnie bardzo istotnym czynnikiem braku konkurencyjności z rynkami zagranicznymi obligacji jest przewlekłość postępowań upadłościowych i nadmiernie wysokie koszty postępowania upadłościowego. Skutkuje to tym, iż średnia stopa zwrotu z obligacji zdefaultowanych w Polsce nie przekracza 11% wartości inwestycji, podczas gdy na przykład w Niemczech wynosi około 40%. Obligacja musi być instrumentem wiarygodnym nie tylko z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego, ale i z praktyki odzyskiwania należności w przypadku materializacji tego ryzyka.

Kolejnym istotnym bodźcem rozwoju runku instrumentów dłużnych mogłaby być likwidacja bądź okresowe (np. na 5 lat) zawieszenie podatku od zysków z tytułu inwestycji kapitałowych. Należałoby dokonać analiz rozstrzygających, czy zyski dla budżetu państwa, wynikające z tego podatku, są na adekwatnym poziomie w stosunku do potencjalnych zysków z podatku dochodowego i VAT związanych ze wzrostem PKB, powstałym w wyniku wzrostu inwestycji kapitałowych z tytułu jego likwidacji. W sytuacji, gdy byłoby konieczne utrzymanie tego podatku, należałoby przeprowadzić bezwzględnie likwidację jego poboru u źródła obowiązującego dla osób fizycznych (podobnie jak to uczyniono w przypadku listów zastawnych). Podatek u źródła jest głównym czynnikiem hamującym rozwój publicznego regulowanego rynku wtórnego obligacji w Polsce. Jego likwidacja zwiększy istotnie udział inwestorów indywidualnych w upłynnieniu rynku obligacji. Sprzyjałoby to jego dynamicznemu rozwojowi i miałoby niebagatelny wpływ na popularyzację bezpośrednich inwestycji indywidualnych w instrumenty dłużne. Byłby to również

bezpośredni czynnik warunkujący spełnienie jednego z podstawowych filarów finansowania Kapitału dla Rozwoju – budowania oszczędności Polaków.

Uruchomienie spójnego systemu emerytalnego, który połączyłby istniejące formy Pracowniczego Programu Emerytalnego (PPE), Indywidualnego Konta Emerytalnego (IKE), Indywidualnego Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE), inwestowania środków w celach emerytalnych w jedną, jasną dla uczestników, formę gromadzenia środków, jest kolejnym obszarem potencjalnych nowych rozwiązań strategicznych Planu Rozwoju. Powinny zostać wprowadzone bodźce podatkowe dla pracodawców tworzących pracownicze programy emerytalne – niekoniecznie oznaczające spadek przychodów podatkowych dla państwa. Należy rozważyć wprowadzenie wyższej stawki podatku dochodowego dla pracodawców nie prowadzących PPE. Jest to w pełni uzasadnione wyższymi wydatkami państwa w przyszłości na zapewnienie emerytur w systemie partycypacyjnym przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych. Analogicznie wprowadzenie ewentualnych ulg podatkowych dla osób fizycznych z tytułu dodatkowego oszczędzania w funduszach PPE usprawiedliwione byłoby z kolei niższymi wydatkami państwa na rzecz zapewnienia emerytur w systemie partycypacyjnym w przyszłości. Wpłynęłoby za pośrednictwem nowych funduszy emerytalnych na dynamiczny rozwój rynku obligacji, w szczególności długoterminowych.

Rynek obligacji w Polsce za 5 lat, czyli co będzie, jak wszystko się uda, a co – jeśli nie

Na zakończenie tego artykułu, zamiast podsumowania, warto pokusić się o odmalowanie obrazu rynku, jaki z dużym prawdopodobieństwem będzie istniał po 2020 roku, jeśli nasze obecne prognozy oraz plany ustawodawcy i regulatorów (zarówno na poziomie europejskim, jak i krajowym) się zmaterializują. Władze, emitenci i inwestorzy ocenią zaś rynek instrumentów dłużnych (DCM) jako kluczowy element rynku kapitałowego.

- Finansowanie przedsiębiorstw w znacznie większym niż obecnie zakresie będzie się odbywać za pośrednictwem rynku kapitałowego – nastąpi wzrost udziału finansowania emisją długu przy jednoczesnym spadku udziału finansowania kredytem bankowym.
- W strukturze emisji obligacji nieskarbowych dominować będą instrumenty emitowane przez przedsiębiorstwa oraz banki (w szczególności nastąpi znaczny wzrost wartości emisji listów zastawnych).

- Dominująca część obrotu obligacjami będzie realizowana w formule zorganizowanego obrotu na platformach elektronicznych, podobnie jak ma to już miejsce na innych rynkach obligacji w Europie. Rynek OTC przetrwa, ale zmieni się jego skala działania i rola (gł. dla największych lub nietypowych transakcji).
- Głównymi uczestnikami rynków obligacji będą: banki (instytucje kredytowe), odgrywające rolę market makerów (dealerów), organizatorów emisji, agentów płatności, gwarantów oraz wyspecjalizowani w obrocie i dystrybucji instrumentów dłużnych brokerzy (firmy inwestycyjne), których znaczenie z czasem będzie jeszcze bardziej rosło (również jako prowadzących własne platformy obrotu).
- Bezpośrednim uczestnictwem w rynku będą zainteresowani również inwestorzy instytucjonalni, dysponujący znacznymi aktywami finansowymi – w szczególności nowe fundusze obligacyjne, które dysponują środkami nowych pracowniczych programów emerytalnych.
- Obecność banków oraz inwestorów instytucjonalnych (gł. funduszy inwestycyjnych i emerytalnych) jako kluczowych uczestników rynku obligacji, może się przyczynić do instalacji w Polsce kilku nowych specjalistycznych platform wielostronnego obrotu instrumentami dłużnymi (MTF) – jako alternatywy dla typowego rynku giełdowego (regulowanego).
- Nastąpi poprawa przejrzystości, płynności oraz prawidłowości wyceny instrumentów dłużnych. Wspomagać te trendy będzie standaryzacja emisji obligacji (zapewnienie dużych, płynnych emisji opartych na stałym kuponie, wydłużenie zapadalności emisji) oraz daleko posunięta segmentacja rynku wtórnego.
- Dynamiczny wzrost wartości i zróżnicowanie rynku obligacji przyczynią się do potrzeby zapewnienia inwestorom oraz emitentom narzędzi do niezależnej i porównawczej wyceny ryzyka kredytowego (ratingu).
- Nastąpi rozwój rynku instrumentów pochodnych opartych na stopie procentowej i marży kredytowej, poszerzający bazę płynności instrumentów bazowych oraz dający możliwość handlu stopą procentową i marżą kredytową w sposób wystandaryzowany.

Droga do tego stanu nie będzie łatwa. Zapewne konieczne będą korekty. Mogą nawet wystąpić kryzysy, nieprzewidziane wzrosty rentowności oraz spektakularne defaulty. Będą one jednak tylko katalizatorem tych przemian,

które ze strategicznej perspektywy mają w dużym stopniu charakter obiektywny. Z punktu widzenia logiki rozwoju gospodarczego, usprawnienie rynku instrumentów dłużnych jest z jednej strony wyzwaniem, ale z drugiej – wielką szansą dla wszystkich interesariuszy tego rynku (zarówno państwa polskiego, regulatora, nadzorcy, organizatorów obrotu i pośredników, ale przede wszystkim emitentów i inwestorów). Rozwój tego segmentu rynku pozwoli na faktyczne zwiększenie roli rynku kapitałowego w finansowaniu gospodarki oraz pełnego wykorzystania tkwiącego w niej potencjału. Jest to strategiczna konieczność z punktu widzenia potrzeb polskiej gospodarki – wzmacniania jej konkurencyjności oraz realizacji ambitnej polityki rozwoju.

Adam Stopyra

Czy lepsze jest wrogiem dobrego? – perspektywa regulacyjna współczesnej bankowości korporacyjnej

Adam Stopyra

Adwokat i Counsel w Departamencie Bankowości i Finansów Międzynarodowych w CMS. W CMS pracuje od 2012 roku.
Przed dołączeniem do CMS pracował w warszawskim biurze Kancelarii White & Case. W okresie 2006-2011 pracował w Raiffeisen Bank Polska SA, gdzie był odpowiedzialny za sprzedaż portfeli kredytowych oraz transakcje transferu ryzyka w Departamencie Zarządzania Ryzykiem.
Adam Stopyra specjalizuje się w instrumentach pochodnych, sekurytyzacji oraz regulacjach ostrożnościowych. Posiada doświadczanie we wdrażaniu unijnych regulacji, takich jak EMIR, CRD III, CRD IV, MiFID, UCITS.
Doktor nauk prawnych Uniwersytetu Warszawskiego. W latach 2006--2011 członek komitetu ds. regulacji ostrożnościowych w Związku Banków Polskich.

Wstęp

Fundamentem bankowości korporacyjnej jest rozwój. Chyba nie przesadzę, jeśli powiem, że nie ma bankowości korporacyjnej bez wzrostu gospodarczego, bez nowych miejsc pracy, stabilnego rynku finansowego i rozsądnej polityki monetarnej. W pewnym sensie można uznać bankowość korporacyjną za barometr gospodarki. Gdy rynek się rozwija i wykazuje stabilność, a zagraniczni inwestorzy prowadzą na nim działania biznesowe, wszystko zmierza w dobrym kierunku. Pomijając naturalność powtarzających się cykli koniunkturalnych lub powstające gdzieniegdzie bańki spekulacyjne, można w uproszczeniu powiedzieć, że tam, gdzie jest zauważalny rozwój gospodarczy, tam i bankowość korporacyjna ma się dobrze.

Największym wrogiem rozwoju gospodarczego jest niepewność. O ile niepewność samych zjawisk ekonomicznych w gospodarce można wytłumaczyć, o tyle niepewność prawną należy uznać za czynnik istotnie hamujący wszelki rozwój. Stabilność prawa jest wartością ponad miarę. Dziś mało kto o niej pamięta, dlatego warto przypomnieć sobie, czemu służy prawo w gospodarce. Bez konieczności przywoływania zbyt skomplikowanych definicji z języka prawniczego w skrócie można powiedzieć, że publiczne prawo gospodarcze obejmuje wszystkie oddziaływania państwa na gospodarkę w takim zakresie, w jakim legitymowany przez zasadę państwa prawnego interes publiczny uzasadnia wkroczenie przez państwo w sferę konstytucyjnie chronionych wolności oraz praw jednostki na rynku. Kluczowy jest zatem interes publiczny. Chyba nieszczególnie przesadzę, jeśli powiem, że z dzisiejszej perspektywy jest nim to, co państwo uważa za słuszne, i co pozostaje w zgodzie z interesem (nierzadko politycznym) tych, którzy to prawo ustanawiają.

Dlaczego zatem wobec banków pojęcie interesu publicznego jest rozumiane tak szeroko? Odpowiedź jest dość prozaiczna. Większość banków, nie tylko w Polsce, lecz także na świecie, nie ma statusu banków komercyjnych w szerokim tego słowa znaczeniu. Odkąd wprowadzono do prawa polskiego zasadę, że depozyty do określonej wysokości są gwarantowane przez państwo, rachunek za złe zarządzanie ryzykiem bankowym płacą podatnicy. Jeśli bank swoją polityką doprowadza do upadłości, to koszty gwarancji depozytów ponosi Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG), który nie dysponuje środkami w kwocie równej zgromadzonym depozytom sektora bankowego, lecz w znacznie niższej. W konsekwencji upadłość dużego banku sprawia, że koszty wypłaty depozytów bezpośrednio ponosi Skarb Państwa. Zatem tezę opartą na przeko-

naniu, że bank, który gromadzi depozyty objęte gwarancją państwową, nie jest bankiem komercyjnym, można uznać za uzasadnioną, gdyż to nie tylko jego właściciele ponoszą odpowiedzialność za złe zarządzanie. *A contrario*, bankami komercyjnymi będą więc te, które nie mają zobowiązań gwarantowanych przez państwo, np. banki hipoteczne lub banki finansujące się z innych źródeł niż depozyty ludności. Czy nie należałoby zatem wydzielić stosowanych środków nadzorczych i regulacyjnych dla tych banków, które z racji swojego profilu nie zagrażają stabilności sektora finansowego i finansów publicznych? Być może tak, ale na dzień dzisiejszy wizja ta zdaje się dosyć utopijna.

Do tezy, która stwierdza, że w dzisiejszych czasach prawo w sferze gospodarki cechuje się małą stabilnością, nie trzeba przekonywać. Wystarczy spojrzeć na zmieniające się jak w kalejdoskopie interpretacje urzędów skarbowych, które nierzadko w takich samych stanach faktycznych orzekają zupełnie odmiennie. I właśnie w takim to nieustannie dynamicznym otoczeniu przyszło funkcjonować współczesnej bankowości korporacyjnej. Aby zatem odpowiedzieć na pytanie, jaki wpływ na bankowość korporacyjną ma zmieniające się otoczenie regulacyjne, należy ocenić, czy zmiany te wynikają z chęci naprawy tego, co było dotychczas dysfunkcjonalne, czy z nowej interpretacji pojęcia interesu publicznego.

„Lepsze jest wrogiem dobrego" – mawiał Wolter. „Każda akcja wywołuje równą jej i przeciwnie skierowaną reakcję" – mówi zasada dynamiki Newtona. Oba te stwierdzenia idealnie pasują do rozpoczęcia rozdziału tej książki, poświęconego wpływowi otoczenia regulacyjnego na funkcjonowanie współczesnej bankowości korporacyjnej.

Dzisiejsza bankowość korporacyjna to nie tylko kredyty, konsorcja i *cash pooling* czy produkty depozytowe. To także faktoring, produkty skarbowe, leasing, fundusze unijne, powiernictwo, finansowanie samorządów, usługi maklerskie czy rozliczenia pieniężne. Szerokość wachlarza usług oferowanych klientom korporacyjnym przez banki jest w gruncie rzeczy ograniczona wyłącznie zapotrzebowaniem na usługi wynikające z prowadzonych przez nich biznesów.

W celu przybliżenia zmieniającego się otoczenia regulacyjnego bankowości korporacyjnej należy przyjąć pewne uproszczenie i ograniczyć się do tych jego aspektów, które odnoszą się do wszystkich banków prowadzących działalność korporacyjną, bez względu na profil czy skalę działalności, i mają dla nich fundamentalne znaczenie. Kolejnym etapem rozważań będzie, po pierwsze, ocena tych zmian regulacyjnych, które bezpośrednio oddziałują

na banki, a po drugie – tych, które – choć nie są bezpośrednio zaadresowane do banków – mają niebagatelne znaczenie z puntu widzenia ich działalności.

Do pierwszej z wymienionych kategorii przede wszystkim należy zaliczyć nowo uchwalony podatek bankowy, nowe opłaty na Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG), wynikające z konieczności implementacji Dyrektywy BRR (*Banking Recovery and Resolution Directive* – BRRD), implementację pakietu *Capital Requirements Directive IV* (CRD IV) czy znowelizowaną Ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych. W drugiej z podanych kategorii mieści się zwłaszcza nowe prawo restrukturyzacyjne. Powyższy podział w pełni nie wyczerpuje zmian regulacyjnych, które mają wpływ na działalność korporacyjną banku. W mojej ocenie najbardziej istotną częścią zmian regulacyjnych jest ta, która bezpośrednio wywołuje presję na aktywa banku lub istotnie zmienia przyjęty przez bank poziom apetytu na ryzyko. Z tego względu nie wydaje mi się celowe szczegółowe omawianie zmian w zakresie przepisów prawa, które regulują finansowanie infrastruktury, energetyki, PPP lub prawa zamówień publicznych. Zagadnienia te – pomimo swojej doniosłości praktycznej – nie wywołują w mojej ocenie tak daleko idących konsekwencji, które miałby wpływ na zmianę modelu funkcjonowania bankowości korporacyjnej.

Podatek bankowy

1 lutego 2016 roku weszła w życie ustawa o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. 2016 poz. 68). Wprowadza ona nowy podatek od aktywów niektórych instytucji finansowych, w tym banków i oddziałów instytucji kredytowych, jak również zakładów ubezpieczeń, oddziałów zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji, a także instytucji pożyczkowych (udzielających kredytów konsumenckich).

Ustawa weszła w życie po dość krótkim procesie legislacyjnym. Projekt ustawy wpłynął do sejmu 3 grudnia 2015 roku, a następnie – po krótkich konsultacjach w parlamencie – został podpisany przez prezydenta 15 stycznia 2016 roku. W trakcie procesu legislacyjnego pominięto uwagi zgłaszane zarówno przez NBP, jak i UOKiK. Dotyczyły one zgodności projektowanych przepisów z prawem unijnym oraz skutków ekonomicznych, które w sferze gospodarki realnej może wywołać jego wprowadzenie. Dziś jest jeszcze nieco przedwcześnie, aby z całą odpowiedzialnością móc powiedzieć, jaki skutek wywoła podatek bankowy w dłuższej perspektywie. Są natomiast pierwsze oznaki zmiany modelu funkcjonowania bankowości korporacyjnej, które pośrednio wiążą się z efektem nowej daniny.

Wymiar podatku wynosi 0,0366% miesięcznie (0,44% rocznie) i dotyczy aktywów przekraczających określone progi wielkościowe. Stawka ta jest w Europie drugą poza Węgrami najwyższą stawką podatku bankowego (choć nawet tam od 2016 roku została istotnie obniżona do 0,31%). W wypadku podmiotów bankowych opodatkowaniu podlegają aktywa (choć to, że są to aktywa netto, a nie aktywa brutto, zostało doprecyzowane już po wejściu w życie ustawy) przekraczające 4 mld PLN. Próg dla podmiotów ubezpieczeniowych wynosi 2 mld PLN, instytucje pożyczkowe zaś podlegają opodatkowaniu od aktywów przekraczających kwotę 200 mln PLN. Ulgi podatkowe przysługują tylko niektórym instytucjom finansowym. W odróżnieniu od podmiotów ubezpieczeniowych oraz instytucji pożyczkowych podmioty bankowe mogą odliczać własne fundusze od podstawy opodatkowania. Podobnie – jedynie podmioty bankowe mają prawo odliczyć od podstawy opodatkowania wartość aktywów w postaci skarbowych papierów wartościowych. Odrzucono natomiast poprawkę, aby podstawą pomniejszającą podatek były również listy zastawne. Ustawa przewiduje ponadto, że niektóre instytucje finansowe będą całkowicie zwolnione od podatku, o ile będą objęte przymusową likwidacją, postępowaniem upadłościowym lub restrukturyzacyjnym. Zwolniony z podatku jest także Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) jako jedyny bank państwowy w Polsce. Na tym właśnie tle pojawiły się kontrowersje dotyczące zgodności projektowanego podatku z przepisami traktatowymi dotyczącymi pomocy publicznej. Wszelka pomoc przyznawana przez państwa członkowskie, która zakłóca konkurencję lub grozi zachwianiem konkurencji poprzez uprzywilejowanie wybranych przedsiębiorców bądź produkcję wybranych towarów, jest niezgodna z rynkiem wewnętrznym w takim zakresie, w jakim wpływa na wymianę handlową pomiędzy państwami członkowskim. Aby pomoc publiczna mogła być uznana za zgodną z prawem europejskim, program pomocowy powinien spełniać następujące warunki: pomoc powinna być odpowiednia, niezbędna i proporcjonalna. Spełnienie tych przesłanek wydaje się kontrowersyjne w szczególności z uwagi na to, że cel wprowadzenia podatku został jasno określony w uzasadnieniu do ustawy. Jest nim chęć sfinansowania programu socjalnego partii rządzącej. Kontrowersje budzi również to, że BGK jako bank państwowy prowadzi również działalność komercyjną, która nie stanowi działalności zleconej przez państwo.

Pomijając słuszność wprowadzania podatku bankowego w kraju, w którym państwo nie dołożyło ani jednej złotówki z pieniędzy publicznych na ratowanie upadających instytucji finansowych, warto krytycznie spojrzeć na

konstrukcję podatku bankowego z perspektywy jego wpływu na bankowość korporacyjną. Obowiązująca stawka podatku bankowego w Polsce jest niezależna od rodzaju aktywów i ich terminu zapadalności. Taka sama stawka obowiązuje zatem zarówno dla wysokomarżowych kredytów konsumpcyjnych, kredytów na finansowanie infrastruktury, jak i dla kredytów hipotecznych w walucie na 30 lat, oprocentowywanych na podstawie ujemnej stopy procentowej. Podejście to nie wydaje się sprawiedliwe głównie dlatego, że poszczególne aktywa banku spełniają różne funkcje w gospodarce realnej. Zasadne byłoby zatem zróżnicowanie stawki podatku w zależności od rodzaju aktywów oraz ich terminu zapadalności.

Ponadto zwolnione z opodatkowania są aktywa z działalności maklerskiej, jeśli jest ona prowadzona w ramach odrębnej licencji dla domu maklerskiego. Zupełnie niezrozumiałe jest uzależnienie nałożenia podatku od aktywów z działalności maklerskiej od tego, czy działalność ta jest wykonywana w ramach banku czy poza jego strukturami prawnymi. To samo powinno dotyczyć działalności leasingowej lub faktoringowej. Paradoksalnie może się okazać, że największymi ofiarami podatku bankowego będą te podmioty, które co do zasady nie powinny zostać objęte opodatkowaniem, ale z racji pewnych okoliczności prawnych zostaną nim obciążone w pełnej wysokości. Do takich przykładów należy zaliczyć niektóre firmy leasingowe, które w przeszłości miały epizod polegający na udzielaniu kredytów konsumenckich (np. kredytów samochodowych) i tym samym niejako naznaczyły się statusem instytucji pożyczkowej w rozumieniu ustawy. W takiej sytuacji dana firma leasingowa, bez względu na to, ile kredytów konsumenckich udzieliła, będzie opodatkowana na zasadach ogólnych.

Idąc dalej, zupełnie niezrozumiałe jest opodatkowanie rzeczowych aktywów trwałych, takich jak nieruchomości. Powoduje to *de facto* podwójne opodatkowanie podatkiem majątkowym tych samych wielkości. Jeszcze lepszym przykładem podwójnego opodatkowania jest brak wyłączenia aktywów banku w postaci akcji lub udziałów w podmiocie, który podlega opodatkowaniu. Jeśli przykładowo bank posiada w Polsce podmiot zależny, który jest bankiem, płaci podwójnie.

Odkładając te dywagacje i uwagi krytyczne nieco na bok, warto wskazać, jaką rolę odgrywa bankowość korporacyjna. Po pierwsze, należy zaznaczyć, że zgodnie z ustawą wprowadzenie nowego podatku nie może stanowić podstawy do zmiany warunków już zawartych umów. Ma to na celu uniemożliwienie instytucjom finansowym przerzucania kosztów podatku na klien-

tów, którzy nabyli produkty finansowe na podstawie umów zawartych przed wejściem w życie ustawy. Oczywiste jest, że wobec nowych klientów korporacyjnych bank może zastosować wyższą marżę uwzględniającą narzucony podatek. Pytanie natomiast, czy w wypadku istniejących klientów, z którymi umowy już zostały zawarte, ma do tego prawo, w szczególności na podstawie postanowień umów kredytowych opartych na standardzie *Loan Market Association* (LMA). Głównie chodzi tu o klauzulę *Increased Costs* lub *Tax Indemnity*. Związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy udzieleniem danego kredytu a zwiększeniem podstawy naliczania podatku od aktywów banku nie jest bezpośredni. Może to budzić uzasadnione wątpliwości, jeśli chodzi o zarówno powstanie kosztów po stronie banku, jak i odpowiedzialność kredytobiorcy za ich powstanie. Można także uznać, że zwiększenie kosztów po stronie banku powstało w wyniku obciążenia go nowym podatkiem, na którego wysokość miało wpływ udzielenie kredytu. W tej sytuacji nie doszłoby do zmiany warunków świadczenia usług, a jedynie do wykonania przez bank uprawnienia wynikającego z umowy zezwalającej na obciążenie klienta zwiększonymi kosztami. Prawnicy, w szczególności prawnicy angielscy, pewnie jeszcze długo będą się spierać nad listą ryzyk prawnych związanych z przyjęciem tej lub innej interpretacji. Bez względu na słuszność któregokolwiek ze stanowisk problem obciążenia istniejących klientów podatkiem bankowym pozostaje.

Po drugie, warto zauważyć, że banki nie muszą przerzucać kosztu podatku w całości na marżę na aktywach. Mogą również starać się obniżyć koszty pozyskania pasywów. Te, które mają silną bazę depozytową, będą prawdopodobnie starać się zapewniać sobie osady po jak najniższym koszcie. Kłopot będą miały te banki, które przez ostatnie lata silnego wzrostu nie zdążyły pozyskać wystarczającej bazy depozytów i wciąż muszą walczyć o jej zwiększenie. Wydaje się jednak, że przerzucenie podatku na pasywa będzie dużo większym wyzwaniem w środowisku niskich, a wręcz ujemnych stóp procentowych. Spadek rentowności aktywów, wywołany podatkiem bankowym, może spowodować konieczność ich reselekcji przez poszczególne instytucje i przyspieszyć odchodzenie w wielu z nich od modelu banku uniwersalnego. Sprzyjają temu już i tak historycznie niskie stopy procentowe. Tym razem jednak sprawa jest dużo poważniejsza, gdyż banki będą musiały zmierzyć się z utratą rentowności bądź przynajmniej utratą rentowności niektórych klas lub portfeli aktywów, takich jak portfele korporacyjne. Podatek bankowy dotknie także finansowania samorządowego, infrastrukturalnego oraz projektów z udziałem Skarbu Państwa czy choćby projektów objętych gwarancjami *de minimis.*

Po trzecie, podatek bankowy sprawia, że banki starają się go optymalizować. Najprostszym sposobem na to jest przeniesienie części portfela do podmiotu niepodlegającego opodatkowaniu, na przykład do zagranicznej spółki matki. Aby otrzymana za taki portfel gotówka nie stanowiła podstawy opodatkowania, może następnie być przeznaczona albo na spłatę zobowiązań, albo na inwestycję o wyższym zwrocie, gdzie podatek bankowy nie jest aż tak dotkliwy. W stosunku do nowego wolumenu kredytów te banki, które posiadają spółki matki w Unii Europejskiej, mogą starać się udzielać kredytów transgranicznie na podstawie paszportu europejskiego. Takie działanie umożliwia skuteczne prowadzenie akcji kredytowej z zewnątrz bez utraty klienta w Polsce. W dużo gorszej sytuacji są więc te banki, które nie posiadają spółek na terenie innych krajów UE. Być może zatem chęć optymalizacji podatku bankowego sprawi, że w końcu rozwinie się rynek sekurytyzacji, która jest jedną z dróg pozwalających na przeniesienie aktywów. Mam jednak uzasadnione wątpliwości, czy tak się stanie. Pomijając kredyty stracone, rynek papierów sekurytyzacyjnych w Polsce nie rozwinął się z kilku powodów. Jednym z nich jest nadpłynność sektora bankowego oraz negatywne skojarzenia inwestorów z tego rodzaju instrumentami od czasu upadku Lehman Brothers. Jeśli nawet sekurytyzacja znajdzie zastosowanie, to raczej jako narzędzie służące do przenoszenia portfeli kredytowych, optymalizujące podatek bankowy w ramach transakcji wewnątrzgrupowych niż jako realna alternatywa do pozyskiwania finansowania z rynku kapitałowego.

Po czwarte, podatek bankowy może spowodować odejście od tradycyjnego finansowania bankowego dla przedsiębiorców, którzy zaczną pozyskiwać finansowanie z rynku kapitałowego. Z pespektywy bankowości korporacyjnej taka sytuacja miałaby dwa wymiary. Z jednej strony banki straciłyby możliwość kredytowania istniejących klientów (jednak z racji tego, że to właśnie sektor bankowy jest największym posiadaczem obligacji korporacyjnych, doszłoby do zamiany aktywów kredytowych na obligacje). Z drugiej zaś, dla bankowości korporacyjnej otworzyłyby się nowe możliwości w zakresie aranżacji emisji obligacji na znacznie większą skalę. Czas pokaże, która z tych ścieżek będzie dla bankowości korporacyjnej bardziej opłacalna.

Dyrektywa BRR MREL, TLAC i CRD IV

Zanim zostanie omówiona kwestia opłat sektora bankowego na BFG, należy poczynić kilka uwag tytułem wstępu. W wypadku podatku bankowego opłaty wnoszone przez banki na rzecz BFG nie mają bezpośredniego związku

z działalnością w obszarze bankowości korporacyjnej. Nie można także powiedzieć, że konieczność wnoszenia opłat przez system bankowy na rzecz BFG jest rozwiązaniem nieznanym od początku funkcjonowania systemu bankowego w Polsce. Przeciwnie, od początku 1995 roku, kiedy to weszła w życie Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym (Dz.U. poz. 1866), banki były zobowiązane do wnoszenia opłat na system gwarancji depozytowych. Co ciekawe, przez ostatnie ponad 20 lat obowiązywania systemu opłat na BFG obowiązywała zasada, że podstawą do ich wnoszenia są aktywa ważone ryzykiem w banku, czyli po prostu aktywa skorygowane o wymóg kapitałowy. Dla mnie zawsze zastanawiające było to, dlaczego bank, który w ogóle nie zbiera depozytów, na przykład bank samochodowy finansujący się głównie ze spółki matki, musi partycypować w niedotyczącym go systemie. To tak, jakby posiadacz samochodu, który nie ma prawa jazdy, byłby zobligowany do płacenia składki na ubezpieczenie od odpowiedzialności cywilnej.

Po upadku Lehman Brothers regulatorzy i nadzorcy na świecie zaczęli pracować nad koncepcją, dzięki której w przyszłości można by zapobiec konieczności ratowania banków za pieniądze publiczne. W Unii Europejskiej pierwszym globalnym forum, które podjęło ten temat, była Rada Stabilności Finansowej (ang. *Financial Stability Board*). W 2011 roku Opublikowała ona dokument pt. *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* wyznaczający podstawowe zasady, którymi powinny się kierować kraje, tworząc prawo w zakresie upadłości banków. W Unii Europejskiej kluczowe znaczenie ma obecnie dyrektywa dotycząca restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków: *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD). Dziś jej implementacja do prawa polskiego jest w trakcie prac parlamentarnych, lecz należy spodziewać się, że obecny kształt ustawy się nie zmieni. Dyrektywa BRR jest bowiem aktem prawa unijnego o znacznym stopniu harmonizacji.

Z perspektywy bankowości korporacyjnej implementacja BRRD ma jedno zasadnicze znaczenie: banki zostaną obciążone nową opłatą na tzw. fundusz przymusowej restrukturyzacji w miejsce obowiązującej dziś opłaty ostrożnościowej (kiedyś popularnie zwanej podatkiem bankowym). Co najważniejsze, zmieni się także podstawa obliczania pozostawionej w mocy opłaty na cele gwarancji depozytowych, której wartość depozytów objętych gwarancją BFG będzie skorygowana o pewne mierniki ryzyka. Ma to fundamentalne znaczenie dla tych banków, które w mniejszym stopniu finansują się depozytami od ludności, i w konsekwencji także dla banków korporacyjnych, w większym stopniu polegających na finansowaniu grupowym. Można powiedzieć zatem,

że posiadacze samochodów bez prawa jazdy nie będą dłużej musieli płacić składek na ubezpieczenie. Natomiast podstawą składki na fundusz przymusowej restrukturyzacji będą pasywa pomniejszone o środki gwarantowane i kapitały (fundusze) własne.

Z dyrektywą BRR wiąże się jeszcze jeden wątek dotyczący bankowości korporacyjnej. Istnieją dwa nowe wskaźniki przewidziane wspomnianą dyrektywą: MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*) i TLAC (*Total Loss-Absorbing Capacity*). Ich celem jest zapewnianie odpowiedniego poziomu zdolności absorpcji strat w bankach, ochrona przed ich upadłością oraz ułatwianie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji lub dokapitalizowania bez wykorzystywania środków publicznych. Najważniejszym elementem systemu resolution jest mechanizm *bail-in*, czyli pokrycia strat banku w pierwszej kolejności z kapitału oraz jego niezabezpieczonych zobowiązań wobec wierzycieli. BRRD zakłada, że do pokrycia strat bank musi mieć zarówno wystarczające fundusze własne, jak i kwalifikowane po to, by na wypadek konieczności likwidacji użyć ich do pokrycia strat. MREL zobowiązuje banki do utrzymywania wystarczającej kwoty zobowiązań możliwych, które mogłyby zostać umorzone lub przekonwertowane na kapitał zgodnie z decyzją o restrukturyzacji lub uporządkowanej likwidacji. MREL będzie wyrażony jako procent spełniających niezbędne warunki zobowiązań w sumie zobowiązań i funduszy własnych. Ostateczne ograniczenie tego wskaźnika będzie wprowadzane przez BFG.

Drugi miernik TLAC jest rozwiązaniem sformułowanym przez Radę Stabilności. Z definicji TLAC dotyczy jedynie banków o globalnym znaczeniu systemowym (*Global Systemically Important Banks*, G-SIB). Zgodnie z wytycznymi FSB istotne spółki zależne G-SIB mogą jednak również podlegać temu wymogowi w całości lub w zmodyfikowanej wartości, np. przez rozszerzenie wymagań dotyczących TLAC przez BFG na istotne spółki zależne, proporcjonalnie do ich rozmiaru i ryzyka ekspozycji.

Prawo unijne nie oszczędza także depozytów korporacyjnych. Pakiet CRD IV, składający się z dyrektywy oraz rozporządzenia, w części dotyczącej przepisów o płynności wprowadza nowe miary płynności, do których utrzymywania banki są zobowiązane. Jedną z nich jest wskaźnik *Liquidity Coverage Ratio* (LCR), który oznacza iloraz rezerwy płynnych aktywów wysokiej jakości i łącznego wypływu gotówki netto w ciągu 30 dni na poziomie co najmniej 100%. Jego celem jest zapewnienie ze strony banku pokrycia wypływu środków netto w skrajnie niekorzystnych warunkach trwających do 30 dni za

pomocą rezerwy płynnych aktywów wysokiej jakości. Miara płynności krótkoterminowej LCR zakłada, że bank powinien dysponować wystarczającą ilością nieobciążonych aktywów płynnych wysokiej jakości, które mogłyby być bez przeszkód i natychmiastowo zamienione na gotówkę na rynku w drodze transakcji bilateralnej, tak aby w scenariuszu warunków skrajnych dla płynności można było zaspokoić potrzeby płynnościowe banku przez kolejnych 30 dni kalendarzowych. Po pełnym zaimplementowaniu LCR jego górna granica w wysokości 100% będzie stanowiła wymóg minimalny. Do składników aktywów rezerwy płynnej, oprócz gotówki, wchodzą także ekspozycje wobec banków centralnych, rządów, a także samorządów, oraz obligacje korporacyjne z ratingiem AA- lub wyższym. Z kolei problemem dla banków w Polsce, związanym z możliwością wypełnienia normy LCR, jest preferowanie depozytów detalicznych, których prawdopodobieństwo odpływu w okresie kryzysu oceniono jako niższe (min. 5%) od prawdopodobieństwa wycofania depozytów korporacyjnych (min. 10%) i samorządowych.

Drugą miarą płynności długoterminowej jest wskaźnik NSFR (*Net Stable Funding Ratio*). Ma on za zadanie promować średnio- i długoterminowe finansowanie aktywów oraz działalności banku. NSFR ustanawia minimalny akceptowalny poziom stabilnego finansowania, bazując na charakterystyce płynnościowej aktywów i działalności banku w horyzoncie jednego roku. Jest miarą komplementarną dla LCR. Nieco upraszczając, ideą NSFR jest to, aby banki nie finansowały 30-letnich kredytów hipotecznych tzw. osadem, czyli krótkoterminowymi depozytami. Taka sytuacja nie tylko przyczynia się do utworzenia luki płynności, lecz także generuje realne ryzyko utraty płynności w sytuacji kryzysowej. Z tego względu globalni regulatorzy doszli do wniosku, że banki muszą posiadać odpowiednio stabilną bazę pasywów długoterminowych, bardziej skorelowanych z zapadalnością posiadanych aktywów. O tym, jak NSFR wymusza strukturalne zmiany w profilach płynnościowych banków poprzez przejście od niedopasowania finansowania w krótkim terminie do bardziej stabilnego, długoterminowego finansowania aktywów i działalności banku, świadczy przyjęta zmiana w ustawie o bankach hipotecznych i listach zastawnych.

Zmiana ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych i innych ustaw

Z dniem 1 stycznia 2016 roku weszła w życie długo oczekiwana nowelizacja Ustawy z dnia 14 grudnia 1994 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych i niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 1259). Jedną z głównych przyczyn

jej wprowadzenia była chęć rozwoju rynku listów zastawnych emitowanych przez banki hipoteczne, będących długoterminowymi, dłużnymi papierami wartościowymi o wysokim poziomie bezpieczeństwa i niskim ryzyku inwestycyjnym. Wdrożenie projektowanych rozwiązań ma w ocenie ustawodawcy pozytywnie przyczynić się do zmiany modelu finansowania kredytów hipotecznych poprzez rozwój długookresowych instrumentów dłużnych (w tym instrumentów o stałej stopie procentowej), umożliwiając bankom ograniczenie strukturalnego niedopasowania terminów finansowania, jak również wypełnienia norm regulacyjnych, w tym normy NSFR.

Do tej pory wpływ działalności banków hipotecznych na bankowość korporacyjną był mocno organiczny. Od wejścia w życie pierwszej ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych do czasu omawianej nowelizacji istniały tylko trzy banki hipoteczne: Pekao Bank Hipoteczny SA, BRE Bank Hipoteczny SA (obecnie mHipoteczny SA) oraz ING Bank Hipoteczny SA (połączony z ING Bank Śląski pod koniec 2011 roku). Niedawno powstał jeszcze jeden podmiot – PKO Bank Hipoteczny SA. Bankowość korporacyjna świetnie radziła sobie bez banków hipotecznych, a listy zastawne marginalnie wykorzystywano do finansowania akcji kredytowej. Od rozpoczęcia kryzysu finansowego, który okazał się swoistym testem jakości dla instrumentów dłużnych, wyraźnie było widać, że na świecie listy zastawne oparły się wszelkim zawirowaniom. Dlaczego zatem rynek listów zastawnych w Polsce się nie rozwinął? Powodów jest co najmniej kilka: od nadpłynności rynku międzybankowego oraz braku trudności w pozyskiwaniu taniego finansowania od spółek matek aż do mało konkurencyjnego modelu funkcjonowania banków hipotecznych. Ponadto, z uwagi na słabe prawo i ograniczenia podatkowe, listy zastawne byłby zwyczajnie mało atrakcyjne dla inwestorów. Warto także wskazać, że skala działalności banków hipotecznych w Polsce nie pozwala na osiągnięcie masy krytycznej emisji, która mogłaby zadowolić inwestorów instytucjonalnych. Większość bowiem portfeli hipotecznych jest generowanych przez banki uniwersalne, które do tej pory miały trudności z przeniesieniem ich do banku hipotecznego celem refinansowania za pomocą listów zastawnych. Postanowiono zatem wykorzystać banki hipoteczne jako wehikuły do emisji długoterminowych i bezpiecznych papierów wartościowych, na podstawie zakupionych portfeli od innych banków, przy jednoczesnym wprowadzeniu w prawie takich zmian, które tworzą bezpieczny prawnie i atrakcyjny ekonomicznie instrument dla inwestorów.

Obecnie obowiązujące przepisy ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, a także znowelizowane przy okazji prawo upadłościowe, spra-

wiają, że list zastawny staje się instrumentem, który może swobodnie konkurować z papierami skarbowymi. Świadczy o tym ostatnia emisja pięcioletnich listów zastawnych PKO Banku Hipotecznego, która osiągnęła ocenę inwestycyjną na poziomie Aa3, a jej koszt nie przekraczał 0,65 p.p. ponad WIBOR 3M.

Jak zatem nowe przepisy dotyczące banków hipotecznych i listów zastawnych mogą wpłynąć na rynek bankowości korporacyjnej? W mojej ocenie coraz więcej banków będzie zmierzało do powołania w ramach swoich struktur banków hipotecznych. Argumentem za takim rozwiązaniem jest z pewnością przyjęta konstrukcja podatku bankowego, która w stosunku do banków zakłada, że opodatkowaniu podlegają aktywa przekraczające 4 mld PLN. Jest to wystarczająca przyczyna, aby w celu obniżenia podstawy opodatkowania przenieść portfel hipoteczny do nowo utworzonego banku hipotecznego, a następnie tanio go zrefinansować, spełniając jednocześnie normy płynnościowe. Dodatkowo, zgodnie z dyrektywą BRR, banki nieprzyjmujące depozytów, a finansujące się poprzez emisję listów zastawnych, będą zwolnione z połowy składki na fundusz przymusowej restrukturyzacji. Wreszcie możliwość zrefinansowania części portfela hipotecznego listami zastawnymi pozwoli na utrzymanie konkurencyjnej marży względem banków, których aktywa obciążone są podatkiem bankowym. Od listów zastawnych nie tworzy się także funduszu ochrony środków gwarantowanych, a od aktywów pochodzących z emisji listów banki nie płacą opłaty obowiązkowej na BFG.

Przyglądając się rozwojowi bankowości hipotecznej i listów zastawnych, nie mogę nie zadać pytania, dlaczego banki uniwersalne pozbawione są przywileju emisji listów zastawnych. Nadzorca z pewnością odpowiedziałby, że niedopuszczalne jest preferencyjne traktowanie roszczeń posiadaczy listów zastawnych w sytuacji upadłości emitenta wobec warunków deponenta, a taką właśnie konstrukcję – odseparowania kredytów stanowiących zabezpieczenie listów od masy upadłości – musi mieć list zastawny. W mojej ocenie argument ten jest chybiony, ponieważ – odkąd mamy w Polsce system gwarancji depozytowych – deponent i tak odzyska swoje pieniądze, więc trudno mówić o jakimś poszkodowaniu. Chyba żeby uznać, że poszkodowanym były BFG…

Nowe prawo restrukturyzacyjne

W dniu 15 maja 2015 roku sejm uchwalił ustawę odzwierciedlającą, wdrażaną na poziomie unijnym, politykę tzw. nowej szansy dla przedsiębiorców. Ustawa wprowadza do polskiego porządku prawnego instrumenty, które

umożliwiają restrukturyzację oraz przywrócenie zdolności do wykonywania zobowiązań przez niewypłacalnego lub zagrożonego niewypłacalnością dłużnika. Z pewnością nowa ustawa okaże się wyzwaniem praktycznym dla banków oraz będzie wiązać się z koniecznością uwzględnienia potencjalnych skutków z niej wynikających już na etapie oceny zdolności kredytowej.

Nowe prawo restrukturyzacyjne jest jeszcze na tyle młode, że trudno jest przesądzić o jego wpływie na bankowość korporacyjną. Bezsprzecznie jednak ustawa ta ma bardzo istotne znaczenie dla banków w kontekście zabezpieczenia się przed potencjalnymi skutkami restrukturyzacji swoich kredytobiorców.

Ustawa wprowadza wyraźny rozdział postępowań restrukturyzacyjnych i powszechnie uważanych za stygmatyzujące postępowań upadłościowych, których samo wszczęcie niejednokrotnie stoi na drodze skutecznej restrukturyzacji. W drodze ustawy wprowadzone zostaną cztery nowe rodzaje postępowań restrukturyzacyjnych. Są to:

- postępowanie o zatwierdzenie układu,
- przyspieszone postępowanie układowe,
- postępowanie układowe,
- postępowanie sanacyjne.

Zgodnie z ustawą, każde z tych postępowań może zostać wszczęte zarówno przez niewypłacalnego dłużnika, jak i takiego, któremu niewypłacalność jedynie zagraża. Każde też ma na celu zawarcie układu z wierzycielami po uprzednim zaakceptowaniu przez większość z nich propozycji układowych (większość wierzycieli, tj. mających łącznie co najmniej 2/3 ogółu wierzytelności).

Pierwsze z wymienionych postępowań przewidziane jest dla dłużników, których wierzytelności sporne nie przekraczają 15% ogółu wierzytelności, a dłużnik jest w stanie samodzielnie, tj. bez udziału sądu, zebrać głosy wymaganej większości swoich wierzycieli, popierających warunki układu. W takim postępowaniu złożenie wniosku do sądu ma nastąpić dopiero wówczas, gdy dłużnik uzyska wymaganą większość, a jedynym merytorycznym orzeczeniem sądu będzie akceptacja lub odmowa akceptacji układu.

W przyspieszonym postępowaniu układowym wierzyciele będą oddawać swoje głosy bezpośrednio do sądu. Procedura w tym wypadku zostanie istotnie odformalizowana. Stąd jest ono, podobnie jak postępowanie w sprawie zatwierdzenia układu, przewidziane dla dłużników, których wierzytelności sporne nie przekraczają poziomu 15%.

Dla dłużników niespełniających tego kryterium ustawa przewiduje postępowanie układowe, które ma być prowadzone na zasadach analogicznych do dotychczasowego postępowania upadłościowego z możliwością zawarcia układu. Prawo zarządu majątkiem przez dłużnika w obu tych postępowaniach będzie jedynie ograniczone, to znaczy poddane nadzorowi nadzorcy sądowego.

Postępowanie sanacyjne jest przewidziane jako umożliwiające najbardziej wnikliwą restrukturyzację zobowiązań i majątku dłużnika, w ramach którego możliwe będzie na przykład dostosowanie poziomu zatrudnienia do potrzeb restrukturyzowanego podmiotu (tu obowiązywać będą zasady dotychczas zarezerwowane dla sytuacji upadłościowych) czy odstąpienie od niekorzystnych umów wzajemnych (tzw. *cherry picking right*), które dotychczas także przysługiwało jedynie syndykowi w postępowaniu upadłościowym o charakterze likwidacyjnym. W postępowaniu sanacyjnym dłużnik będzie co do zasady pozbawiony zarządu swoim majątkiem, choć ustawa przewiduje też możliwość pozostawienia dłużnikowi zarządu nieprzekraczającego zakresu zwykłego zarządu.

W każdym z nowych postępowań, poza postępowaniem o zatwierdzenie układu, dłużnik będzie mógł uzyskać ochronę przed swoimi wierzycielami. Wszelkie postępowania egzekucyjne, które dotyczą wierzytelności objętych układem, będą z mocy prawa zawieszone z chwilą wszczęcia postępowania układowego lub przyspieszonego układowego. Ochrona przed egzekucją idzie jeszcze dalej w wypadku wszczęcia postępowania sanacyjnego, w którym to zawieszenie i zakaz wszczęcia jakichkolwiek nowych egzekucji obejmuje także wierzycieli zabezpieczonych rzeczowo majątkiem restrukturyzowanego podmiotu. Co więcej, restrukturyzującemu się podmiotowi bank nie będzie mógł wypowiedzieć umowy kredytowej z uwagi na okoliczności, które wydarzyły się przed wszczęciem postępowania restrukturyzacyjnego. Ustawa wprowadza także zakaz wypowiedzenia umowy najmu i dzierżawy nieruchomości, w której prowadzone jest przedsiębiorstwo restrukturyzującego się podmiotu. Zakazy te ustawa nakazuje stosować odpowiednio także do umów leasingu, ubezpieczeń majątkowych, umów rachunku bankowego, poręczeń, gwarancji czy akredytyw wystawionych przed dniem otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego.

Ustawa zakłada również istotne zmiany w zakresie prawa upadłościowego i naprawczego. Po usunięciu z niego większości elementów o charakterze restrukturyzacyjnym reforma wprowadza m.in. istotne *novum* w polskim ustawodawstwie, tj. instytucję tzw. *pre-packu* (przygotowanej sprzedaży). Będzie ona polegać na sprzedaży przedsiębiorstwa upadłego lub jego zorgani-

zowanej części bądź składników majątkowych, które stanowią znaczną część przedsiębiorstwa zgodnie z warunkami uzgodnionymi z nabywcą jeszcze przed wszczęciem postępowania. Sąd rozpatrzy wniosek o akceptację warunków sprzedaży jednocześnie z wnioskiem o ogłoszenie upadłości. Tak zaakceptowana sprzedaż będzie natomiast miała skutki sprzedaży egzekucyjnej, czyli bezobciążeniowej, a nabywca przedsiębiorstwa nie będzie odpowiadał za zobowiązania (także podatkowe) dłużnika.

Wniosek o wszczęcie postępowania restrukturyzacyjnego będzie mógł złożyć wyłącznie dłużnik poza jednym wyjątkiem, tj. postępowaniem sanacyjnym, o którego wszczęcie będzie mógł wnioskować także wierzyciel. Sam wniosek będzie miał pierwszeństwo przed wnioskiem o ogłoszenie upadłości. Rozwiązanie to odzwierciedla wprowadzoną przez ustawę zasadę subsydiarności postępowania upadłościowego, które będzie traktowane jako *ultima ratio* na wypadek nieskuteczności postępowania restrukturyzacyjnego.

Ustawa przewiduje również utworzenie Centralnego Rejestru Restrukturyzacji i Upadłości, prowadzonego w systemie teleinformatycznym. Zamieszczane w nim będą wydawane w toku postępowania postanowienia oraz zarządzenia, a także dokumenty i informacje dotyczące każdego postępowania restrukturyzacyjnego oraz upadłościowego.

W kontekście przyjętych rozwiązań w ramach nowelizacji Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, w związku z realizacją przywileju upadłościowego dla wierzycieli z listów zastawnych, w wypadku upadłości emitenta wymagane było komplementarne i szczegółowe uregulowanie zagadnienia dysponowania aktywami wpisanymi do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych. Nowe przepisy prawa upadłościowego zapewniają obecnie taki przebieg postępowania w razie upadłości, aby od momentu ogłoszenia upadłości banku hipotecznego przestrzegane były poniższe zasady.

Zapadalność wszystkich listów zastawnych zostanie przedłużona automatycznie o 12 miesięcy. Podczas tego okresu:

- będą dokonywane, zgodnie z zasadami określonymi w warunkach emisji danej serii listów zastawnych, wszelkie płatności odsetek;
- syndyk masy upadłości pod nadzorem kuratora przeprowadzi testy równowagi pokrycia i testy płynności, a ich wyniki zostaną przekazane do wiadomości Komisji Nadzoru Finansowego (KNF);
- na podstawie wyników powyższych testów, o ile wierzyciele nie postanowią inaczej, zostanie rozpoczęta procedura.

Procedura

1) Jeżeli test równowagi pokrycia będzie pozytywny, wówczas przeprowadza się test płynności.
   a) Jeżeli test płynności będzie pozytywny, spłaty wierzycieli z listów zastawnych, co do zasady będą wykonywane zgodnie z pierwotnym harmonogramem, określonym w warunkach emisji, z zastrzeżeniem 12-miesięcznej prolongaty.
   b) Jeżeli test płynności będzie negatywny, zostanie podjęta tzw. procedura *pass-through*, co oznacza, że wszystkie płatności z tytułu nominalnej wartości listów zastawnych ulegną odroczeniu o trzy lata od najpóźniejszego terminu wymagalności wierzytelności, która została wpisana do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych – na wypadek konieczności prowadzenia czynności związanych ze spieniężeniem składników majątku wpisanych do rejestru zabezpieczenia, w szczególności postępowań sądowych i czynności egzekucyjnych. Model *pass-through* polega na spłacie zobowiązań z listów zastawnych – co do zasady – z wpływów uzyskiwanych przez osobną masę upadłości, z tytułu spłaty wierzytelności kredytowych zabezpieczonych hipotecznie. Stąd konieczne jest skorelowanie tych terminów z terminami zapadalności listów zastawnych poprzez prolongatę, która obejmowałaby dodatkowe trzy lata od najpóźniejszego terminu wymagalności wierzytelności wpisanej do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych. Prolongata ta byłaby przewidziana na wypadek, gdyby zaistniała konieczność dokończenia czynności związanych ze spieniężeniem składników majątku, wpisanych do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych, w szczególności na dokończenie postępowań egzekucyjnych prowadzonych wobec dłużników osobnej masy upadłości.

2) Jeżeli test równowagi pokrycia będzie negatywny, wówczas:
   a) nie przeprowadza się testu płynności,
   b) stosuje się procedurę *pass-through*.

Podsumowanie

Dzisiejszy wpływ zmian regulacyjnych na bankowość korporacyjną jest jednym z najważniejszych czynników, które ją kształtują. Mam zasadniczą wątpliwość, czy tak być powinno. Bankowość powinna zmieniać się pod dyktando rynku, zmian makroekonomicznych czy zachowań lub potrzeb samych klientów, nie zaś w wyniku nowego sposobu pojmowania interesu publicznego przez rządzących. I nie mam tu na myśli wyłącznie wpływu polskich władz na nieustanne zmiany w przepisach, lecz przede wszystkim zmiany prawne na szczeblu unijnym. Jesteśmy jednak częścią globalnego rynku, nie samotną wyspą. Trudno jest mi znaleźć jednoznaczną odpowiedź na pytanie, czy omawiane zmiany, mające wpływ na dzisiejszą bankowość korporacyjną, są wrogiem dotychczasowych rozwiązań. Myślę, że czas pokaże, jaki ostatecznie odniosą skutek. Jednego jestem natomiast pewien: każda akcja wywołuje reakcję, a rynek nie znosi próżni.

Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat

Zapis debaty oksfordzkiej podczas Kongresu Bankowości Korporacyjnej, który odbył się w Warszawie w dniach 10–11 grudnia 2015 roku.

Podczas I Kongresu Bankowości Korporacyjnej, który był współorganizowany przez Europejski Kongres Finansowy i Bank Pekao S.A., 11 grudnia 2015 r. przeprowadzono debatę oksfordzką nad tezą „Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat".

Istotę debaty oksfordzkiej stanowi wymiana argumentów, podczas której jest zabronione deprecjonowanie mówców strony przeciwnej, a charakter samych argumentów nie może być personalny. W trakcie debaty odbywa się dyskusja przeciwników oraz zwolenników tezy. Debata przebiega według regulaminu określającego kolejność i czas wystąpień. Uczestnicy prezentują argumenty przemiennie, przy czym jako pierwszy głos zabiera przedstawiciel strony proponentów tezy. Dyskusji przewodniczy marszałek, a komentuje ją i ocenia tzw. loża mędrców.

Debatę nad tezą „Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat." poprowadził Jan Krzysztof Bielecki, Przewodniczący Rady Programowej Europejskiego Kongresu Finansowego.

Argumenty za tezą przedstawiali:
– Wojciech Sobieraj, Prezes Zarządu Alior Banku S.A.,
– Mariusz Cholewa, Prezes Zarządu Biura Informacji Kredytowej S.A.,
– Jacek Owczarek, Członek Zarządu Grupy Eurocash,
– Jacek Komaracki, Dyrektor w T-Mobile Polska.

Argumenty przeciwko tezie przedstawiali:
– Krzysztof Pietraszkiewicz, Prezes Związku Banków Polskich,
– Michał H. Mrożek, Prezes Zarządu HSBC Bank Polska S.A.,
– Andrzej Kopyrski, Wiceprezes Zarządu Banku Pekao S.A.,
– Andrzej Raczko, Członek Zarządu Narodowego Banku Polskiego.

Zanim nastąpiła prezentacja argumentów każdej ze stron, odbyło się głosowanie słuchaczy. Za tezą „Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat." głosowało

26% słuchaczy, przeciwnego zdania było 74% słuchaczy. Na zakończenie debaty zaplanowano drugie głosowanie, aby rozstrzygnąć, która ze stron uczestniczących w debacie przekonała słuchaczy swoją argumentacją.

Zgodnie z zasadami debaty oksfordzkiej pierwszą turę prezentacji argumentów rozpoczął przedstawiciel strony zwolenników tezy.

Zdaniem **Wojciecha Sobieraja** banki nie przetrwają kolejnych 25 lat, ponieważ bankowość to proste zajęcie. Składają się na nie trzy grupy czynności: przelewanie środków w określonym czasie, ocenianie wiarygodności kredytowej i udzielenie kredytu oraz dobór portfela inwestycyjnego do potrzeb klienta. W skrócie – banki przelewają środki, kredytują i inwestują lub przyjmują depozyty. Zatem zajmują się obróbką danych. W perspektywie 25 lat proces obróbki danych zmieni się zasadniczo, a dotychczasowe aktywa, środki i infrastruktura bankowa staną się zbyteczne. Co więcej – będą dla banku obciążeniem. Stosunkowo łatwo już obecnie można sobie wyobrazić automatyzację wielu czynności w dziedzinach życia. Również proste czynności bankowe, polegające na przekazywaniu i obróbce danych oraz umożliwieniu klientowi dokonania właściwego wyboru, będzie można zautomatyzować, co sprawi, że będą one lepsze, bardziej skuteczne i otwarte dla klienta.

Pierwszym prezentującym argumenty przeciw tezie „Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat." był **Krzysztof Pietraszkiewicz**. W jego opinii banki przetrwają, choć zmiany w ich działalności są nieuniknione i zróżnicowane w zależności od regionu świata. Przyczyną tego będą m.in.: zaawansowanie technologiczne, uwarunkowania demograficzne i kulturowe. Banki przetrwają, ponieważ ludzie w większości chcą nie tylko „być", lecz także „mieć". Jeśli chcą „mieć", to potrzebują instytucji gwarantujących bezpieczeństwo, również dzięki aktywności państwa. W przyszłości pojawi się wielu zainteresowanych przejęciem systemów płatniczych i rozliczeniowych czy podobnych rozwiązań technologicznych. Jednakże w dobie tzw. internetu wszystkiego można się spodziewać, w miarę wzrostu skali takiej działalności, sukcesywnej kompromitacji tych podmiotów, a w rezultacie – powrotu potrzeby instytucji gwarantujących bezpieczeństwo, często z pomocą państwową.

Według **Mariusza Cholewy** – drugiego przedstawiciela strony zwolenników tezy debaty – platformy cyfrowe skutecznie zabierają bankom biznes kredytowy. Przykładowo: powstały w 2007 roku start-up Lending Club, firma obecnie notowana na giełdzie nowojorskiej z kapitalizacją ponad 5 mld USD, w ciągu 9 miesięcy 2015 roku zorganizowała finansowanie społecznościowe na

kwotę 6 mld USD. Model biznesowy firmy polega na łączeniu osób chcących pożyczyć pieniądze z tymi, które te pieniądze mają i chcą je zainwestować. Ryzyko jest oceniane przez bank. Za pośrednictwem Lending Club można zaciągnąć przez internet pożyczkę konsumpcyjną czy kredyt na prowadzenie działalności gospodarczej. W 2015 roku 70% pożyczek było przeznaczonych, zgodnie z deklaracjami pożyczających, na spłatę zobowiązań wobec banków. Pieniądze pochodzą od inwestorów, którzy kupują certyfikaty Lending Club. Z tych pieniędzy jest finansowana wierzytelność z tytułu kredytu. Co wobec takiej konkurencji robią banki? Banki kupują akcje Lending Club, ale również stają się inwestorami, kupując certyfikaty inwestycyjne (np. Citigroup zainwestował 150 mln USD w certyfikaty inwestycyjne Lending Club). Dlaczego to robią, zamiast samodzielnie udzielać kredytu? Mianowicie z powodu znacznie wyższych kosztów. Banki nie są w stanie sprzedawać kredytów po kosztach, po jakich czyni to platforma organizująca finansowanie społecznościowe.

Zdaniem **Michała H. Mrożka**, przedstawiciela strony oponentów tezy debaty, banki przetrwają następne 25 lat, jednak nie samo przetrwanie jest tu kluczowe. W perspektywie najbliższych dwóch dekad skutecznie będą się rozwijać banki, które nie postawią na przetrwanie, ale na aktywne dostosowanie się do zmiennych warunków rynkowych. W takich warunkach należy zwrócić szczególną uwagę na zmieniające się oczekiwania kluczowych kontrahentów banku, tzn. klientów, akcjonariuszy i regulatorów. Oczekiwania te modyfikują się w zależności od sytuacji na globalnych rynkach. Wynika to m.in. z: uwarunkowań makroekonomicznych, globalizacji, internacjonalizacji, a także z postrzeganych jako zagrożenia nowych technologii komunikowania się pomiędzy kontrahentami oraz nowych regulacji. Dzięki aktywnemu reagowaniu na zmieniające się oczekiwania klientów akcjonariuszy i regulatorów może się okazać, że to właśnie banki są najlepiej spozycjonowane, aby sprostać tym oczekiwaniom – dzięki atrybutom, na które zwracają szczególną uwagę ich kontrahenci. Do tych atrybutów należą: stabilność, doświadczenie, marka oraz przewidywalność wyników finansowych, platform operacyjnych i relacji.

Banki, takie jak znamy, nie przetrwają kolejnych 25 lat zdaniem **Jacka Owczarka**, przedstawiciela strony zwolenników tezy, gdyż świat zmienia się szybciej, niż jesteśmy w stanie sobie to wyobrazić. Według Jacka Owczarka jedyną krótkoterminową przewagą banków jest pewność depozytów. Biorąc pod uwagę stopień digitalizacji danych oraz ich przetwarzania, można stwier-

dzić, że kwestie zaufania klientów nie są już, nawet obecnie, wyłączną domeną banków. Dla następnego pokolenia konsumentów fizyczna obecność banków i ich nazwa nie będą prawdopodobnie istotne.

Według **Andrzeja Kopyrskiego**, członka grupy przeciwników tezy debaty, banki przetrwają kolejne 25 lat. O tym decyduje to, co banki mają, a czego jednocześnie nie da się skopiować, czyli aktywa. Nie chodzi tu wyłącznie o aktywa finansowe, chociaż wśród dziesięciu spółek notowanych na GPW o najwyższej kapitalizacji cztery to banki. Sektor bankowy zatrudnia 110 tys. pracowników, z których ok. 30% to pracownicy zawodowo zajmujący się ryzykiem. Ich unikalne umiejętności związane z analizowaniem, wyceną oraz kupowaniem ryzyka są nie do skopiowania i zastąpienia. Kolejny powód, dla którego przyszłość banków nie jest zagrożona, to ich wiarygodność jako partnera. Nikt poważnie myślący o rozwoju biznesu nie chce współpracować z instytucjami niewiarygodnymi lub kierującymi się wyłącznie celami krótkoterminowymi. Siła finansowa, stabilność, wiarygodność i wiedza kredytowa czynią banki partnerem w finansowaniu gospodarki.

W opinii **Jacka Komarackiego**, z zespołu zwolenników tezy debaty, doświadczenia ostatnich 5–10 lat pokazują wielką dynamikę zmian w prawie wszystkich obszarach życia. Zatem w perspektywie 25 lat banki, jakie znamy, nie będą potrzebne. Te banki pozostaną zapewne ze swoimi portfelami kredytów hipotecznych oraz z częścią klientów, którzy relacje z bankami będą utrzymywać głównie przez te właśnie kredyty. W ciągu ostatnich 5 lat w start-upy z branży technologii finansowych zainwestowano 25 mld USD. Można założyć, że 3% z nich powiedzie się w biznesie, i to są właśnie firmy, które zastąpią banki w ich tradycyjnych czynnościach. Klienta szukającego partnera w obsłudze płatności czy w obszarze pożyczek nie interesuje zaufanie, lecz szybkość i skuteczność procesów. Dla klienta chcącego pożyczyć pieniądze nie ma znaczenia to, kto mu je pożyczy, ale jak szybko i na jakich warunkach to zrobi.

Andrzej Raczko, przeciwnik tezy debaty, za największy wynalazek w dziejach świata uważa pieniądz. Zauważył jednak, że dopiero pieniądz bankowy uchronił ludzi od zagrożeń dotyczących pieniądza powiązanego z wydobyciem kruszcu lub decyzji władców o kreowaniu ilości pieniądza. Pieniądz bankowy dostosowuje się do potrzeb gospodarki oraz stanowi paliwo napędzające rozwój gospodarki. Nie możemy istnieć bez pieniądza bankowego, a więc i bez banków.

Po zakończeniu pierwszej tury prezentacji argumentów za i przeciw tezie debaty „Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat." zaplanowano czas na pytania i uwagi słuchaczy. Dotyczyły one argumentów zarówno zwolenników, jak i przeciwników tezy debaty:

1. Czy w kontekście argumentu przedstawionego przez Andrzeja Raczko można wnioskować, że przetrwają banki centralne, a nie banki komercyjne? Jest to zgodne z tezą głoszoną przez Alana Greenspana o przejmowaniu funkcji banków komercyjnych przez banki centralne.

2. Opinie zwolenników tezy debaty dotyczące tego, że banki nie przetrwają następnych lat z powodu wolniejszego działania i braku nowoczesnej technologii, w opinii słuchacza debaty nie znajdują uzasadnienia. Technologię, *know-how* czy wykwalifikowanych pracowników można pozyskać. Zatem banki są w stanie stosunkowo łatwo wyeliminować te braki. Natomiast zaufanie, przynajmniej w Polsce, ma zdecydowanie lepszą przyszłość niż szybkość działania.

3. Jeśli teza debaty brzmi „Banki przestaną istnieć…", to co decyduje o tym, że bank jest bankiem, jaka to jest funkcja? Jak zostanie zastąpiona ta funkcja i przez kogo, jeśli banki przestaną istnieć?

4. Istotne cechy i funkcje banków tracą na znaczeniu. Przykładem tego jest marginalizacja tajemnicy bankowej, a działania banków – graczy rynkowych – obniżają ich ocenę jako instytucji zaufania publicznego.

5. Dlaczego coraz bardziej inteligentne maszyny, dysponujące danymi o jakości i kompleksowości trudnych do wyobrażenia, nie mogłyby przekroczyć kompetencji badania zdolności kredytowej?

Po serii pytań i wymianie opinii rozpoczęła się druga tura debaty. Zgodnie z regulaminem dyskusji poza podawaniem własnych argumentów uczestnicy odnosili się również do argumentów przedstawionych przez stronę przeciwną.

Jako pierwszy, podobnie jak w pierwszej turze, swoje argumenty przedstawił **Wojciech Sobieraj**, przedstawiciel strony zwolenników tezy. Słabość sektora bankowego upatruje on w tym, że łatwo ten sektor zaatakować. Jeden z założycieli PayPal – Peter Thiel na pytanie, dlaczego założył PayPal, odpowiedział: „bo bankowcy są głupi i leniwi". Przeciwnicy tezy debaty siłę banków upatrują w regulacjach, kwalifikacjach ludzi oraz w zaufaniu do instytucji. Nieregulowani dostawcy usług już teraz wygrywają sprawnością

i ceną swoich usług. W USA prywatna firma prowadząca działalność nielicencjonowaną zajmuje się na przykład refinansowaniem kredytów studenckich udzielanych i subsydiowanych przez rząd amerykański. Ta firma jest szybsza, skuteczniejsza i tańsza niż rząd USA. Natomiast teorie o budowaniu marki i identyfikacji klientów z marką są sztuczne i nieprawdziwe.

Krzysztof Pietraszkiewicz, przypominając ostrzeżenie Mahatmy Gandhiego, aby „nie przyspieszać czasu", zwrócił uwagę, że banki przetrwają, ale będą się zmieniać, gdyż tego oczekują ich klienci. Pozostaną jednak ostoją zaufania, wiarygodności i przewidywalności w czasach, w których nadmierne oczekiwania w stosunku do rozwiązań technologicznych mogą okazać się niebezpieczne. W 2015 roku w wyniku zdalnej manipulacji na rachunkach bankowych, dzięki nowym technologiom, straty wyniosły 90 mln zł, czyli trzykrotnie więcej niż w roku poprzednim. W warunkach globalnej niestabilności obywatele, rządy, państwa i banki centralne będą poszukiwać oazy stabilności i przewidywalności, posiadającej określone systemy wartości. Taką oazę mogą stanowić banki.

Mariusz Cholewa, zwracając się do oponentów tezy debaty, zwrócił uwagę, że podkreślana często kwestia zaufania do banku i szczególnych relacji pomiędzy klientem a bankiem wygląda nieco inaczej w świetle badań klientów. Dla wielu z nich bowiem stres związany z wizytą w banku jest większy od stresu wywołanego na przykład wizytą u dentysty. Natomiast istnieją na rynku firmy o prawdziwej, głębokiej relacji z klientami i one będą tę relację wykorzystywać, by elastycznie dostosować się do potrzeb klientów, także przez konkurencję z bankami. Mariusz Cholewa powołał się na Bretta Kinga, autora książki *Bank 3.0*, by zwrócić uwagę, że nie trzeba będzie być bankiem, aby świadczyć usługi tradycyjnie zarezerwowane dla banków. Już teraz funkcjonują nielicencjonowane firmy obsługujące płatności, kantory internetowe, firmy pożyczkowe, rozwija się *crowdfunding*. Klienci będą oczekiwali szybkich, skutecznych i tanich usług oraz produktów finansowych. Przewidywane rozwiązania regulacyjne dla banków spowodują, że tzw. sztywność regulacyjna się zwiększy, a więc konkurencja ze zwinnymi i agresywnymi firmami nieregulowanymi będzie jeszcze trudniejsza do wygrania.

Michał H. Mrożek zwrócił z kolei uwagę na oczekiwania firm aktywnie wychodzących ze swoją działalnością poza granice kraju. Firmy te oczekują oferty szerszej, wykraczającej poza platformy płatnicze czy kredyty. Oczywiście są takie obszary, szczególnie dla klientów indywidualnych i małych

przedsiębiorstw, gdzie oferta poza- czy parabankowa będzie atrakcyjna i wystarczająca. Jednak w miarę jak zwiększają się potrzeby wynikające z rozwoju firm, wzrastają również oczekiwania dotyczące kompleksowej obsługi m.in. w zakresie stabilnego finansowania i przewidywalności wobec inwestorów, którzy takie projekty mają finansować. Aby to zbudować, nie wystarczy wyłącznie baza innowacji technologicznych. Kolejną kwestią jest rola banków w zapewnieniu stabilności całego systemu finansowego. Trudno sobie wyobrazić, aby tę rolę odgrywały platformy płatnicze, walutowe czy finansowe.

Jacek Owczarek przytoczył wyniki badań prowadzonych w skali globalnej wśród klientów banków oraz zarządów banków. Według raportu McKinsey dotyczącego m.in. bankowości w USA wśród klientów banków powyżej 55. roku życia tylko 3% badanych zmienia bank. W grupie tzw. millenialsów zmianę banku deklaruje 18%. Średnio 10% amerykańskich klientów banków zmienia bank. Zatem dla młodego pokolenia nie liczy się marka i lojalność wobec instytucji finansowej. Inne badanie – raport PwC *Retail Banking in 2020* – dowodzi, że największym problemem bankowości w opinii 53% badanych przedstawicieli zarządów banków będą wymuszone zmiany regulacyjne. Jeśli w opinii branży klient nie jest najważniejszy, to po prostu świat wyprzedzi banki i nie przetrwają one kolejnych 25 lat.

Andrzej Kopyrski zwracając się do zwolenników tezy debaty, poruszył dwie kwestie związane z relacją banków i instytucji niebankowych działających na rynku finansowym. Po pierwsze, *fintechy* nie przetrwałyby bez banków. Współpraca z bankami dla biznesu fintechowego to podstawa działalności. Po drugie, dla większości niebankowych pożyczkodawców źródłem finansowania są banki, ponieważ to one są najbardziej efektywne w pozyskiwaniu płynności.

W opinii **Jacka Komarackiego** bankowość z perspektywy dużych klientów korporacyjnych oraz wyrafinowanych produktów tworzonych na ich potrzeby to droga donikąd, która wynika z braku zrozumienia klienta. W przyszłości klient będzie oczekiwać szybkiej, taniej i prostej usługi, a o sukcesie zadecyduje efektywność.

Jako ostatni w drugiej turze głos zabrał **Andrzej Raczko**, według którego nie można pozbyć się pieniądza bankowego i banków. Nie można pozbyć się połączenia banku centralnego i banków komercyjnych. Ten system gwarantuje bowiem długookresową stabilność systemu finansów publicznych.

Oceny debaty z pozycji tzw. loży mędrców dokonał Józef Wancer, Przewodniczący Rady Nadzorczej BGŻ BNP Paribas. Przyznał, że argumenty przeciwników tezy były dla niego bardziej przekonywające, choć przeciwnicy tezy znajdowali się w trudniejszej sytuacji – zawsze bowiem trudniej odpierać ataki. Według profesora Mirosława Ząbka, komórki mózgowe pracują lepiej i szybciej, jeśli mamy problemy. Wymuszają wówczas na nas takie działania, aby wygrać. Bankowość, która ma świadomość i wiedzę dotyczącą problemów, jest w o tyle dobrej sytuacji, że wie, iż musi podjąć działania, aby wygrać. Natomiast scenariusze przedstawione przez zwolenników tezy debaty wydają się mało realne w perspektywie 25 lat. Bankowość przetrwa, ale struktura banków się zmieni. Banki wejdą w obszary biznesowe, które obecnie są poza ich zainteresowaniem.

Debatę zakończyło ponownie głosowanie publiczności.

Za tezą „Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat." zagłosowało 27% słuchaczy, przeciw tezie było 73% słuchaczy. Oznacza to, że potyczkę argumentów wygrała strona zwolenników tezy debaty. Argumenty przedstawione przez zwolenników tezy okazały się bardziej przekonywające dla słuchaczy.

Opracowanie na podstawie zapisu wideo debaty: Elżbieta Marquardt, zastępca dyrektora Gdańskiej Akademii Bankowej. Pełny zapis wideo debaty oksfordzkiej nad tezą „Banki nie przetrwają kolejnych 25 lat." jest dostępny na stronie: http://cbc.projektekf.pl/materialy/wideo/duplicate-of-corporate-banking-congress.