
Rynek

papierów

wartościowych

strefy euro

pod redakcją **Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej**



Rynek

papierów

wartościowych

strefy euro

<i>Pod red. J.D. Hansena</i>	EKONOMICZNE ASPEKTY INTEGRACJI EUROPEJSKIEJ
<i>J. Kundera</i>	JEDNOLITY RYNEK EUROPEJSKI
<i>K. Wach</i>	JAK ZAŁOŻYĆ FIRMĘ W UNII EUROPEJSKIEJ
<i>K. Wach</i>	SYSTEMY PODATKOWE KRAJÓW UNII EUROPEJSKIEJ
<i>Pod red. R. Borowieckiego</i>	PERSPEKTYWY ROZWOJU SEKTORA KULTURY W POLSCE
<i>R. Steiner</i>	RYNKI FINANSOWE – PRZEWODNIK ENCYKLOPEDYCZNY
<i>R. Steiner</i>	KALKULACJE FINANSOWE Wycena instrumentów rynku walutowego i pieniężnego
<i>Pod red. Ch. Dunisa</i>	PROGNOZOWANIE RYNKÓW FINANSOWYCH Kursy walutowe, stopy procentowe, zarządzanie aktywami
<i>D. Bennett</i>	RYZYKO WALUTOWE Instrumenty i strategie zabezpieczające
<i>J.C. Francis, R. W. Taylor</i>	PODSTAWY INWESTOWANIA Wycena papierów wartościowych i konstrukcja portfela
<i>K. Gabryelczyk</i>	FUNDUSZE INWESTYCYJNE Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność
<i>A. Kasapi</i>	KREDYTOWE INSTRUMENTY POCHODNE Charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu
Reuters	INSTRUMENTY POCHODNE – WPROWADZENIE
Reuters	RYNEK WALUTOWY I PIENIĘŻNY – WPROWADZENIE
Reuters	RYNEK OBLIGACJI – WPROWADZENIE
<i>T. Gruszecki</i>	TEORIA PIENIĄDZA I POLITYKA PIENIĘŻNA Rys historyczny i praktyka gospodarcza
<i>W. Rogowski, A. Michalczewski</i>	ZARZĄDZANIE RYZYKIEM W PRZEDSIĘWZIĘCIACH INWESTYCYJNYCH Ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej
<i>J. Penc</i>	SZTUKA SKUTECZNEGO ZARZĄDZANIA Kierowanie firmą z myślą o jutrze i procesach integracji z Unią Europejską
<i>L. Dziawgo</i>	PRIVATE BANKING Bankowość dla zamożnych klientów

Pełna oferta wydawnicza jest dostępna na stronie www.profinfo.pl

Rynek papierów wartościowych strefy euro

pod redakcją Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej

Kraków 2007

Recenzent

Prof. zw. dr hab. Andrzej Sławiński, Szkoła Główna Handlowa

Projekt graficzny okładki i zdjęcie na okładce

Barbara Widlak

Redaktor

Marcin Grabski

Redaktor techniczny

Janina Burek

Korekta

Bogumila Gnykowa

© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o. 2007

All rights reserved.

ISBN 978-83-7526-029-8

Wydane przez:

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Redakcja Wydawnictw Książkowych i Czasopism Prawniczych

01-231 Warszawa, ul. Płocka 5a

tel. (022) 535 80 00

Redakcja Książek

31-156 Kraków, ul. Zacisze 7

tel. (012) 630 46 00

e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl

Księgarnia internetowa: www.profinfo.pl

Łamanie: *Wydawnictwo „jak” Andrzej Choczewski*

Druk i oprawa: Drukarnia Wydawnictw Naukowych Sp. z o.o.

Łódź, ul. Żwirki 2

Spis treści

Wykaz skrótów	9
Wstęp	13
1. Rynek finansowy państw strefy euro	17
Unia Gospodarczo-Walutowa.....	17
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Broźbar</i>	
Pojęcie i struktura rynku finansowego.....	19
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Broźbar</i>	
Uczestnicy rynku finansowego	29
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Broźbar</i>	
Papiery wartościowe rynku finansowego	38
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Broźbar</i>	
Zastosowana klasyfikacja papierów wartościowych	49
<i>Marcin Wiśniewski</i>	
2. Monetarne instytucje finansowe na rynku papierów wartościowych strefy euro	56
Klasyfikacja sektora monetarnych instytucji finansowych	56
<i>Michał Skopowski</i>	
Banki centralne	57
<i>Wiesława Przybylska-Kapuścińska</i>	
Europejski System Banków Centralnych	59
Europejski Bank Centralny	61
Narodowe banki centralne	69
Instytucje kredytowe.....	74
<i>Michał Skopowski</i>	
Struktura subsektora instytucji kredytowych w krajach strefy euro	78
Nadzór nad instytucjami kredytowymi w strefie euro.....	84
Ograniczenia w zakresie inwestowania na rynku papierów wartościowych...	89

Fundusze rynku pieniężnego	91
<i>Michał Skopowski</i>	
Pozostałe monetarne instytucje finansowe na rynku papierów wartościowych	94
<i>Michał Skopowski</i>	
Pozostałe monetarne instytucje finansowe strefy euro jako inwestorzy	96
Pozostałe monetarne instytucje finansowe strefy euro jako emitenci	105
3. Niemonetarne instytucje finansowe na rynku papierów wartościowych strefy euro	115
Niemonetarne instytucje finansowe	115
<i>Michał Skopowski</i>	
Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	115
<i>Michał Skopowski</i>	
Regulacje prawne działalności instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych	117
Charakterystyka instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych	122
Instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne jako inwestorzy i emitenci	128
Fundusze inwestycyjne	132
<i>Katarzyna Gabryelczyk</i>	
Fundusze inwestycyjne w ustawodawstwie Unii Europejskiej	134
Opodatkowanie funduszy inwestycyjnych w strefie euro	145
Rynek funduszy inwestycyjnych w strefie euro	153
4. Rynek dłużnych papierów wartościowych w strefie euro	174
Rynek dłużnych papierów wartościowych – wprowadzenie	174
<i>Wiesława Przybylska-Kapuścińska</i>	
Rynek skarbowych papierów wartościowych	174
<i>Kamilla Marchewka-Bartkowiak</i>	
Deficyt budżetowy i dług publiczny jako przyczyny emisji skarbowych papierów wartościowych	176
Struktura podaźowa rynku skarbowych papierów wartościowych denominowanych w euro	184
Podmiotowa charakterystyka rynku skarbowych papierów wartościowych ...	193
Organizacja rynku pierwotnego skarbowych papierów wartościowych	200
Organizacja rynku wtórnego skarbowych papierów wartościowych	208
Rynek obligacji municypalnych	213
<i>Elżbieta Gruszczyńska-Brozbar</i>	
Wartość wolumenu i wielkość emisji obligacji municypalnych	214
Struktura przedmiotowa obligacji municypalnych	217
Zasady emisji obligacji municypalnych i obrotu nimi	225

Rynek bankowych papierów wartościowych	229
<i>Michał Skopowski</i>	
Certyfikaty depozytowe	233
Zabezpieczone papiery wartościowe	238
Rynek dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa..	251
<i>Marcin Wiśniewski</i>	
Papiery komercyjne	252
Średnioterminowe dłużne papiery wartościowe	262
Obligacje przedsiębiorstw	267
5. Rynek udziałowych papierów wartościowych w strefie euro	285
<i>Tomasz Kowalak</i>	
Otoczenie prawne rynku akcji	286
Nadzór nad rynkami akcji	290
Giełdy papierów wartościowych jako miejsce obrotu akcjami w strefie euro	293
Systemy rozliczeń i rozrachunku transakcji na rynkach akcji	296
Rozwój rynków akcji w strefie euro w latach 1999–2005	299
Rynek pierwotny	300
Rynek wtórny	302
6. Proces integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej.....	312
<i>Tomasz Kowalak</i>	
Działania podejmowane na rzecz integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej	314
Uwarunkowania rozwoju procesów integracyjnych na rynkach papierów wartościowych	322
Zakończenie.....	330
<i>Wiesława Przybylska-Kapuścińska</i>	
Bibliografia	336
Indeks	348

Wykaz skrótów

ACI	– Financial Market Association
ADR	– <i>American depositary receipts</i> (amerykańskie kwity depozytowe)
AEX	– Amsterdam Exchanges
ATHEX	– Athens Exchange
ATS	– <i>alternative trading systems</i> (alternatywne systemy obrotu)
BaFin	– Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Federalny Urząd Nadzoru Finansowego)
BAWe	– Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (Federalna Komisja Papierów Wartościowych)
BFC	– Banking and Finance Commission
BFIC	– Banking, Finance and Insurance Commission
BME	– Bolsas y Mercados Españoles
BVL	– Bolsa de Valores de Lisboa e Porto
CACESF	– Collège des Autorités de Contrôle des Entreprises du Secteur Financier (Board of Financial Sector Authorities)
CBFSAI	– Central Bank and Financial Services Authority of Ireland
CBs	– <i>covered bonds</i> (zabezpieczone papiery wartościowe)
CDs	– <i>certificates of deposit</i> (certyfikaty depozytowe)
CECEI	– Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (Committee for the Establishment of Credit Institutions and Investment Companies)
CEIOPS	– Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (Europejski Komitet Nadzorów Ubezpieczeń i Pracowniczych Planów Emerytalnych)
CESR	– Committee of European Securities Regulators (Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych)
CIIs	– <i>collective investment institutions</i> (instytucje wspólnego inwestowania)
CIS	– <i>collective investment schemes</i> (instytucje wspólnego inwestowania – odpowiednik UCITS)
CI	– <i>credit institutions</i> (instytucje kredytowe)
CNCT	– Conseil Nationale du Crédit et des Titres (National Credit and Securities Council)

- CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
- CP – *commercial papers* (papiery komercyjne, krótkoterminowe papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa)
- CRBF – Comité de la Réglementation Bancaire et Financière (Committee on Banking and Financial Regulation)
- CRD – Capital Requirements Directive
- CRDTG – CRD Transposition Group
- CSSF – Commission de Surveillance du Secteur Financier (Financial Sector Supervisory Commission)
- ECB – European Central Bank (Europejski Bank Centralny)
- EDR – *euro depositary receipts* (eurokwity depozytowe)
- EEA – European Economic Area (Europejski Obszar Gospodarczy)
- EEC – European Economic Community (Europejska Wspólnota Gospodarcza, EWG)
- EFAMA – European Fund and Asset Management Association (Europejskie Stowarzyszenie Funduszy i Spółek Inwestycyjnych)
- EFMLG – European Financial Market Lawyers Group
- EIOPC – European Insurance and Occupational Pensions Committee (Europejski Komitet Ubezpieczeń i Pracowniczych Planów Emerytalnych)
- EMU – European Monetary Union (Unia Gospodarczo-Walutowa)
- ESA 95 – European System of Account (Europejski System Rachunków)
- ESCB – European System of Central Banks (Europejski System Banków Centralnych)
- ESC – European Securities Committee (Europejski Komitet Papierów Wartościowych)
- Euronext – paneuropejska giełda papierów wartościowych
- FCC – Financial Conglomerates Committee (Komitet ds. Konglomeratów Finansowych)
- FEFSI – Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d’Investissement (Europejskie Stowarzyszenie Funduszy i Spółek Inwestycyjnych)
- FESE – Federation of European Stock Exchanges (Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych)
- FFSA – Finnish Financial Supervision Authority
- FMA – Financial Market Authority
- FSAP – Financial Services Action Plan („Plan działań w zakresie rynków finansowych”)
- FWB – Frankfurter Wertpapierbörse
- GAB – *general arrangements to borrow*
- GDR – *global depositary receipts* (globalne kwity depozytowe)
- ICPFs – *insurance corporations and pension funds* (instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne)
- IEP – Institut für Europäische Politik

IFSRA	– Irish Financial Services Regulation Authority
IORPs	– <i>institutions for occupational retirement provision</i> (instytucje pracowniczego zabezpieczenia emerytalnego)
IPMA	– International Primary Markets Association (Międzynarodowe Stowarzyszenie ds. Rynków Pierwotnych)
ISD	– Investment Services Directive (dyrektywa Rady Europy o usługach inwestycyjnych)
ISE	– Irish Stock Exchange
KPWIG	– Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
LIFFE	– London International Financial Futures and Options Exchange
LSE	– London Stock Exchange
LTV	– <i>loan-to-value ratio</i>
MBs	– <i>mortgage covered bonds</i> (hipoteczne listy zastawne)
MFI	– <i>monetary financial institutions</i> (monetarne instytucje finansowe)
MIFID	– Markets in Financial Instruments Directive (dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych)
MMFs	– <i>money market funds</i> (fundusze rynku pieniężnego)
MTN	– <i>medium term notes</i> (średnioterminowe papiery dłużne)
MTS	– <i>mercato telematico secondario</i> (włoska technologia wykorzystana do budowy elektronicznych platform do obrotu skarbowymi papierami wartościowymi)
NASDAQ	– National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NCBs	– <i>national central banks</i> (narodowe banki centralne)
NYSE	– New York Stock Exchange
OMFIs	– <i>other monetary financial institutions</i> (pozostałe monetarne instytucje finansowe)
ORFIs	– <i>other resident financial institutions</i> (inne instytucje finansowe)
OTC	– <i>over-the-counter</i>
UCITS	– <i>undertakings for collective investment in transferable securities</i> (instytucje wspólnego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe)
VDH	– Association of German Mortgage Banks
Vdp	– Verband deutscher Pfandbriefbanken
WFE	– World Federation of Exchanges
ZEW	– Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

Wstęp

Rynek papierów wartościowych strefy euro jest jednym z najmłodszych obszarów globalnego rynku finansowego. Jego powstanie stało się możliwe po wprowadzeniu swobody przepływu kapitału wynikającej z traktatu z Maastricht oraz dzięki powołaniu w 1999 roku Unii Gospodarczo-Walutowej. Rynek ten, mimo że istnieje zaledwie kilka lat, za sprawą swojego potencjału gospodarczego, wzrastającego znaczenia w strukturach europejskich i międzynarodowych, a także w związku z dążeniem do ujednoczenia obowiązujących na nim zasad, podlega dynamicznym przemianom i szybko się rozwija. Jest przy tym rynkiem bardzo zróżnicowanym – zarówno pod względem wielkości, jak i znaczenia poszczególnych jego segmentów.

Chęć poznania zasad funkcjonowania rynku papierów wartościowych w strefie euro, obowiązujących na nim rozwiązań formalnych i prawnych oraz jego struktury i wielkości były przesłankami podjęcia tych zagadnień przez pracowników Katedry Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, a następnie napisania niniejszej książki. Rozpoznanie tego rynku wydaje się nie tylko niezbędne, ale także przydatne – z jednej strony w związku z dążeniami do zwiększenia udziału polskich papierów wartościowych w rynku europejskim, z drugiej zaś w związku z perspektywą nieodwołalnego przystąpienia Polski do strefy wspólnej waluty euro.

Głównym celem książki jest syntetyczne przedstawienie – w ujęciu przedmiotowym i podmiotowym – rynku papierów wartościowych strefy euro z punktu widzenia rozwiązań instytucjonalnych, prawnych i organizacyjnych. Książka składa się z sześciu rozdziałów.

Rozdział pierwszy, będący wprowadzeniem do poruszanej problematyki, dotyczy istoty rynku finansowego, prezentuje również jego strukturę i różne klasyfikacje papierów wartościowych. W niniejszej książce zastosowano dwoistą klasyfikację papierów wartościowych strefy euro – podmiotową i przedmiotową, która wynika ze statystycznych rozwiązań europejskich (Eurostat, Europejski Bank Centralny).

Dwa następne rozdziały poświęcono omówieniu rynku papierów wartościowych strefy euro według kryterium emitentów tych walorów, wyróżniając

monetarne (rozdział drugi) i niemonetarne (rozdział trzeci) instytucje finansowe. W pierwszej grupie zaprezentowano przede wszystkim banki centralne wraz z Europejskim Bankiem Centralnym i ich usytuowanie w Europejskim Systemie Banków Centralnych. Następnie przedstawiono instytucje kredytowe, opisując ich strukturę, nadzór i ograniczenia dotyczące inwestowania w papiery wartościowe, scharakteryzowano także fundusze rynku pieniężnego i pozostałe monetarne instytucje finansowe. W drugiej grupie ujęto zakłady ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne. Rozpatrując działalność zakładów ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych, zaprezentowano regulacje prawne dotyczące tych instytucji, ich charakterystykę oraz znaczenie jako emitentów lub inwestorów na rynku papierów wartościowych. Analizując fundusze inwestycyjne, zwrócono uwagę na związane z nimi ustawodawstwo, strukturę rynku i opodatkowanie tych funduszy.

W rozdziale czwartym i piątym zaprezentowano rynek papierów wartościowych w strefie euro z punktu widzenia rodzajów występujących na nim walorów. Najpierw omówiono dłużne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa, jednostki samorządowe, instytucje kredytowe oraz przedsiębiorstwa, wyjaśniając przyczyny ich emisji oraz zasady organizacyjne emisji i obrotu. Następnie scharakteryzowano rynek papierów udziałowych, czyli akcji, przedstawiając – oprócz zagadnień dotyczących uwarunkowań prawnych funkcjonowania tego rynku i organizacji jego nadzoru – giełdy papierów wartościowych, będące głównym miejscem obrotu akcjami w strefie euro, oraz systemy rozliczeń i rozrachunków transakcji dokonywanych na rynkach akcji. Dodatkowo ukazano rozwój pierwotnego i wtórnego rynku akcji w Eurosystemie, obroty na rynkach giełdowych i tendencje kształtowania się wskaźników giełdowych strefy euro.

Rozdział szósty poświęcono rozważaniom dotyczącym integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej i obserwowanym na przełomie XX i XXI wieku tendencjom rozwoju rynków papierów wartościowych, omawiając podjęte inicjatywy i rosnące zaangażowanie państw członkowskich – zarówno strefy euro, jak i Unii Europejskiej – we wspieraniu procesów integracyjnych na rynkach walorów. W rozdziale tym zaprezentowano także czynniki sprzyjające integracji w poszczególnych segmentach rynku papierów wartościowych.

Niniejsza książka powstała dzięki szerokim studiom literatury przedmiotu oraz analizom statystycznym rynków papierów wartościowych funkcjonujących w Eurosystemie, przeprowadzonym przez autorów i wynikającym z ich indywidualnych zainteresowań problematyką integracji rynków finansowych dwunastu państw należących do Unii Gospodarczo-Walutowej. W pracy zawarto liczne dane statystyczne dotyczące omawianego rynku, a w jej przygotowaniu wykorzystano najnowsze regulacje prawne i jednolitą metodologię stosowaną

w stosunku do instytucji europejskich działających w ramach Unii Europejskiej i krajów strefy wspólnej waluty.

Autorzy wyrażają nadzieję, że książka będzie interesującą lekturą dla wszystkich uczestników rynku papierów wartościowych – występujących zarówno po stronie podaży, jak i popytu tego rynku – oraz osób związanych z rynkiem finansowym w Polsce i w strefie euro.

Wiesława Przybylska-Kapuścińska

Rynek finansowy państw strefy euro

Unia Gospodarczo-Walutowa

Elżbieta Gruszczyńska-Brozbar

1 stycznia 1999 roku w ramach Unii Europejskiej ustanowiono *Unię Gospodarczo-Walutową*, określaną w skrócie jako UGW (European Monetary Union, EMU). Organizacja ta skupiała początkowo jedenaście państw, obecnie – po przystąpieniu do niej Grecji – obejmuje dwanaście krajów spełniających tzw. kryteria zbieżności, które dotyczą:

Unia Gospodarczo-Walutowa

- stabilności cen,
- deficytu i długu publicznego,
- długoterminowej stopy procentowej,
- stabilności kursu walutowego.

Obszar tych państw jest jednawalutowy (euro), co oznacza istnienie jednego banku centralnego i jednej polityki pieniężnej.

Wprowadzenie waluty euro jest rozpatrywane zarówno w aspekcie politycznym, jak i gospodarczym. Podstawową przyczyną polityczną utworzenia Unii Gospodarczo-Walutowej, analizowaną w płaszczyźnie historycznej, było utrzymanie pokoju w Europie, ponieważ geneza dzisiejszych porozumień sięga czasów po zakończeniu drugiej wojny światowej¹. Z kolei ekonomiczne przesłanki wprowadzenia euro były związane z problemami gospodarki europejskiej w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych, przede wszystkim z powolnym wzrostem gospodarczym i wysokim bezrobociem.

przyczyny wprowadzenia wspólnej waluty

Eurosystem – będący nowym globalnym reżimem w polityce monetarnej i wymianie zagranicznej – określa zewnętrzne priorytety, reprezentując podzielne interesy swoich uczestników w międzynarodowych instytucjach i zgromadzeniach².

Eurosystem

Funkcjonowanie jednej waluty euro było poprzedzone wprowadzeniem rozbudowanego prawodawstwa unijnego (traktaty, dyrektywy), które należy traktować jako historyczną ciągłość procesu integracji. Tematyka niniejszego opracowania pozwala zawęzić bogaty materiał legislacyjny tylko do tych aktów prawnych, które miały decydujący wpływ na obecny kształt rynku kapitałów pieniężnych państw Unii Gospodarczo-Walutowej. Decydujące znaczenie dla procesu integracji we Wspólnocie Europejskiej miał traktat o Unii Europejskiej (UE) podpisany w Maastricht³, w którym wyodrębniono *trzy główne filary integracji*:

główne filary integracji

- gospodarkę,
- politykę zagraniczną i obronną,
- współpracę w dziedzinie wymiaru sprawiedliwości i spraw wewnętrznych.

Każdy z tych filarów jest traktowany wielowątkowo, stanowiąc kontynuację i rozszerzenie (uzupełnienie) wcześniejszych postanowień. Integracja w zakresie gospodarki jest rozpatrywana przede wszystkim przez pryzmat czterech podstawowych wolności wspólnotowych, czyli *swobody przepływu*:

cztery wolności wspólnotowe

- towarów,
- osób,
- usług,
- kapitału.

swoboda przepływu kapitału

Swoboda przepływu kapitału zapewnia wolność dokonywania płatności zagranicznych ze wszystkich tytułów między państwami członkowskimi Unii Europejskiej oraz między nimi a krajami trzecimi, pobudza także konkurencję między instytucjami finansowymi. Zasada ta nie jest stosowana bezwzględnie. Odstępstwa od jej postanowień w formie inicjowania wymagań dotyczących zgłaszania przepływów kapitałowych są możliwe w wypadkach uzasadnionych ochroną bezpieczeństwa publicznego i sprawowania nadzoru nad instytucjami finansowymi.

Formułując zasadę swobody przepływu kapitału, nie zdefiniowano pojęcia kapitału, a jedynie szeroko i bezwarunkowo, chociaż nadal niewyczerpująco, wskazano na obecnie obowiązujące rozwiązania systemowe w zakresie rozważanej wolności⁴. Wydaje się więc konieczne przybliżenie terminu „kapitał”, ponieważ podział rynku finansowego w krajach Unii Gospodarczo-Walutowej nie jest jednolity. Rozważania teoretyczne szkół ekonomicznych koncentrują się właśnie wokół istoty kapitału, co w konsekwencji prowadzi do wyodrębnienia z rynku kapitałów pieniężnych rynku finansowego, z kolei w praktyce dokonuje się bezpośredniej dezagregacji rynków z rynku finansowego. Dualizm ten

skłania do podjęcia rozważań semantycznych z uwzględnieniem wskazanych aspektów.

Pojęcie i struktura rynku finansowego

Elżbieta Gruszczyńska-Brozbar

Pojęcie kapitału znajduje szeroką interpretację w orzecznictwie Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. Na przykład orzeczenie trybunału z 31 stycznia 1984 roku, wydane w sprawie Luisi i Carbone, wyjaśnia, że płatności bieżące są transferami walorów dewizowych w ramach transakcji podstawowej, a przepływy kapitału stanowią operacje finansowe związane z inwestowaniem określonych funduszy, nie zaś z zapłatą za usługę lub rzecz⁵. Zacytowane orzeczenie pozwala stwierdzić, że kapitał jest pojmowany przez struktury Unii Europejskiej w znaczeniu *funkcyjnym*, ponieważ ma przynosić strumień nowych wartości, i nie jest rozpatrywany wyłącznie przez pryzmat czasu zapadalności instrumentu. Jednocześnie można zauważyć, że kapitałem, zgodnie z przyjętą dyrektywą, nie jest pieniądz występujący w funkcji środka płatniczego.

funkcyjne ujęcie
kapitału

Teoretyczną podstawę tak sformułowanego przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości pojęcia kapitału stanowi dochód otrzymywany przez gospodarujący podmiot na rynku o charakterze towarowo-pieniężnym.

Dochód wyraża wartościowe rezultaty gospodarowania. Przyjmując elementarną definicję, można stwierdzić, że jest on określoną sumą wartości – strumieniem przyływającym do gospodarującego w oznaczonym czasie.

dochód

Strumień kapitałów pieniężnych przebiegają w gospodarce obok strumieni materialno-rzeczowych, zmieniając stan materialny podmiotów gospodarujących⁶. Stan ten może być częściowo wykorzystany na bezpośrednie zaspokajanie osobistych potrzeb (konsumpcja), a określoną część podmiot gospodarujący może przeznaczyć na uzyskiwanie strumienia nowych wartości – i ta część jego oszczędności jest nazywana *kapitałem*.

strumień
kapitałów
pieniężnych

kapitał

Pojęcie kapitału ma więc charakter funkcyjny, a nie techniczny, dlatego przez związaną z dochodem ujawnia się jego charakter wartościowy.

Kapitał ujmowany w kategorii strumienia jest związany z *teorią wymiany i dystrybucji*. W tym znaczeniu stanowi on szczególnie czynnik, który musi mieć rynek w tym teoretycznym znaczeniu, w jakim istnieje rynek dóbr konsumpcyjnych i rynek

rynek kapitałów
pieniężnych