Mirosław Kachniewski

Liberalizacja świadczenia usług finansowych a rozwój rynków kapitałowych "nowych" krajów członkowskich UE

International Journal of Management and Economics 25, 105-122

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

Mirosław Kachniewski
Katedra Finansów Międzynarodowych

Liberalizacja świadczenia usług finansowych a rozwój rynków kapitałowych „nowych" krajów członkowskich Unii Europejskiej

Wstęp

Proces liberalizacji form świadczenia usług finansowych prowadzony w krajach Europy Zachodniej od lat 60. nabrał dużej dynamiki w ciągu ostatnich dwóch dekad. Zmiany regulacyjne wprowadzone w krajach członkowskich Unii Europejskiej w latach 90. i na początku nowego stulecia doprowadziły do sytuacji, w której teoretycznie zapewniona została pełna swoboda transgranicznego świadczenia usług finansowych na zasadzie tzw. „pojedynczego paszportu". W poniższym opracowaniu autor stara się dokonać oceny potencjalnego wpływu zmian regulacyjnych na rozwój rynków kapitałowych w krajach, które przystąpiły do UE od 2004 r., a w szczególności porównać koszty i korzyści dla rynków w „nowych" i „starych" krajach członkowskich. Przedstawiona i uzasadniona zostanie teza, iż rynki „nowych" krajów członkowskich UE skorzystają relatywnie mniej na tworzeniu wspólnego rynku finansowego. Jest to o tyle istotne, że w przypadku udowodnenia tej tezy okazałoby się, iż tworzenie wspólnego rynku finansowego mogłoby być sprzeczne z polityką spójności UE i strategią lizbońską.

Proces liberalizacji świadczenia usług finansowych w UE

Historia liberalizacji usług finansowych w ramach UE. Pierwsze próby liberalizacji form świadczenia usług finansowych zawarte zostały w opracowanym przez OECD Kodeksie liberalizacji bieżących operacji niewidzialnych już na początku lat 60. W Kodeksie zawarty został wykaz możliwych form świadczenia usług finansowych na zasadzie transgranicznej, wraz ze wskazaniem ograniczeń nałożonych przez poszczególne kraje. Dzięki zakazowi nakładania nowych ograniczeń oraz wzajemnym naciskom poszczególnych krajów dążących do znoszenia ograniczeń następowała stopniowa, choć dość powolna liberalizacja w ramach krajów OECD.

Unia Europejska, jako obszar charakteryzujący się dalej posuniętą integracją, opracowała program stopniowego dążenia do pełnej integracji rynków finansowych, wdrażany już od lat 70. W połowie lat 90., po przyjęciu tzw. trzecich dyrektyw ubezpieczeniowych i bankowych, a także zestawu regulacji dotyczących usług inwestycyjnych, proces li-

beralizacji świadczenia usług finansowych wydawał się zakończony. Niestety, z uwagi na zbyt ogólne regulacje i brak nadzoru nad właściwą implementacją tych dyrektyw w poszczególnych krajach, pod koniec XX w. musiały zostać podjęte ponowne prace dotyczące tych kwestii.

Innym powodem wprowadzenia reformy regulacyjnej były zmiany zachodzące na rynkach finansowych, przede wszystkim wzmagająca się konkurencja pomiędzy rynkami (w związku z rozwojem telekomunikacji i informatyki) i wynikające z niej procesy dezintermediacji i demutualizacji[1].

Mając na względzie powyższe, w połowie 1998 roku Rada Europejska „zachęciła" Komisję Europejską do podjęcia działań mających na celu „ulepszenie wspólnego rynku usług finansowych"[2]. W odpowiedzi Komisja przedstawiła komunikat identyfikujący problemy dotyczące rynku finansowego wymagające pilnego rozwiązania. Pod koniec 1998 r. powołana została specjalna grupa (Financial Services Policy Group), której zadaniem było opracowanie konkretnego programu reformy rynku finansowego[3]. Rezultatem jej prac był dokument, który po przyjęciu przez Komisję Europejską w maju 1999 r. opublikowany został pod nazwą Financial Services Action Plan (FSAP)[4].

Podstawowymi celami FSAP były: określenie najważniejszych wyzwań stojących przed polityką usług finansowych, ustalenie priorytetów i terminów ich realizacji oraz mechanizmów, które mogą w realizacji pomóc. W dokumencie tym zawarte zostały ogólne deklaracje, a bardziej konkretne propozycje działań pojawiły się później – po przyjęciu FSAP przez Radę na szczycie w Lizbonie.

W odniesieniu do rozwoju rynków finansowych strategia lizbońska – uznając istotny ich wpływ na lepszą alokację i obniżanie kosztu kapitału, a także wykorzystywanie nowych technologii i wpływ na tworzenie nowych miejsc pracy – przewidywała wdrożenie FSAP do 2005 r., ze wskazaniem priorytetów w następujących dziedzinach: szerszy dostęp do kapitału poprzez wprowadzenie zasady „pojedynczego paszportu" dla emitentów, wyeliminowanie barier dotyczących inwestowania w fundusze emerytalne, dalsza integracja rynków obligacji skarbowych, zwiększenie porównywalności sprawozdań finansowych oraz bardziej intensywna współpraca regulatorów rynków finansowych z poszczególnych krajów UE.

Reasumując, należy stwierdzić, iż strategia zakładała podjęcie wielu działań mających na celu rozwój rynku finansowego, choć wydawała się nie w pełni wykorzystywać potencjał tego rynku umożliwiający rozwój gospodarczy, a zwłaszcza wzrost innowacyjności gospodarki. W odniesieniu do stymulowania wydatków na badania i rozwój razi skoncentrowanie działań na stymulowaniu wydatków rządowych zamiast ułatwienia pozyskiwania kapitału poprzez rynek kapitałowy.

Inną interesującą kwestią zawartą w strategii lizbońskiej jest dysproporcja w podejściu do budowania jednolitego rynku usług finansowych i niefinansowych. W odniesieniu do tych pierwszych przewidziana została bardzo szczegółowa i ambitna ścieżka znoszenia ograniczeń i tworzenia jednolitego rynku finansowego. W odniesieniu natomiast do pozostałych usług kwestia potraktowana została bardzo zdawkowo: „opracować

do końca 2000 r. strategię usuwania barier przy świadczeniu usług"[5]. Można starać się argumentować uzasadnienie takiej sekwencji liberalizacji rynku usług np. szczególnym znaczeniem usług finansowych dla gospodarki czy też znacznym stopniem uregulowania pozwalającym na stosunkowo łatwy nadzór w warunkach transgranicznych. Równie łatwo jednak znaleźć argumenty przeciwne – usługi finansowe stanowią niewielką część usług ogółem, a stopień ich skomplikowania oraz często bardzo długi okres pomiędzy nabyciem usługi a jej „konsumpcją" nakazywałyby przeprowadzić liberalizację usług finansowych w ostatniej kolejności. Mając na względzie, że najważniejsze centra finansowe w Europie to Londyn, Frankfurt i Paryż, nieodparcie nasuwa się sugestia, iż liberalizację rynku usług rozpoczęto od sektora, w którym nie groziła konkurencja ze strony „polskich hydraulików".

Nowa forma tworzenia regulacji rynku finansowego. Opracowanie każdej regulacji w ramach UE jest i musi być procesem długotrwałym, gdyż wymaga pogodzenia interesów wielu państw. W związku z tym istotne jest, aby przyjmowane regulacje charakteryzowały się elastycznością. W sytuacji kiedy proces regulacyjny jest długotrwały, a rozwój rynku bardzo dynamiczny, mogą wystąpić istotne problemy – może okazać się, że pewne nowe rodzaje działalności nie są objęte regulacjami, lub – co gorsza – istniejące regulacje uniemożliwiają prowadzenie nowych rodzajów działalności.

Realizacja postanowień Financial Services Action Plan wymagała istotnych zmian regulacyjnych. Jednakże proces regulacyjny w ramach UE był bardzo złożony, a konieczność wypracowania kompromisu pomiędzy 15 krajami członkowskimi powodowała uchwalanie regulacji na dość dużym poziomie ogólności, co więcej – z dużym opóźnieniem wobec zmian zachodzących na rynku kapitałowym[6]. Dokonanie zatem poważnych zmian regulacyjnych w krótkim okresie wymagało zmiany trybu prac nad nowymi regulacjami, a w zasadzie zmiany filozofii tworzenia i implementacji regulacji.

Zadania opracowania założeń niezbędnych zmian w procedurze prac legislacyjnych podjęła się tzw. „Grupa Mędrców" pod kierownictwem Alexandre'a Lamfalussy'ego. Rezultatem jej prac był Raport Komitetu Mędrców dotyczący europejskich rynków papierów wartościowych[7] przyjęty przez Radę Europejską podczas jej posiedzenia w Sztokholmie w dniach 23–24 marca 2001 r. i przez Parlament Europejski w dniu 5 lutego 2002 r. Raport Lamfalussy'ego przewidywał rewolucyjne zmiany zarówno w procesie przygotowywania i uchwalania regulacji, jak i późniejszej weryfikacji ich implementacji.

Zawarta w raporcie diagnoza ówczesnego systemu tworzenia regulacji była druzgocąca: „bieżące ramy regulacyjne są zbyt wolne, zbyt sztywne, złożone i niewłaściwie dostosowane do tempa zmian na globalnych rynkach finansowych. [...] Obowiązujące regulacje są implementowane w różny sposób, w związku z czym zdarza się różne podejście do regulowania tego samego rodzaju działalności, co może pogwałcić wymóg neutralności nadzoru"[8]. Konieczne było zatem zaproponowanie rozwiązań, które usprawniłyby proces regulacyjny, a więc spowodowałyby szybsze tworzenie bardziej szczegółowych regulacji oraz zapewniłyby jednolitą ich implementację w poszczególnych państwach członkowskich.

Rozwiązaniem, które miało zapewnić jednoczesne szybsze opracowywanie regulacji i ich większą szczegółowość, było zaproponowane w raporcie czteropoziomowe podejście do regulacji. Poziom I to dyrektywy Parlamentu i Rady, w których powinny zostać zawarte jedynie podstawowe reguły, kluczowe decyzje polityczne (nie zaś jak poprzednio wszystkie regulacje, włączając nawet szczegółowe techniczne rozwiązania) oraz jasne określenie, jakiego rodzaju akty wykonawcze powinny zostać wydane.

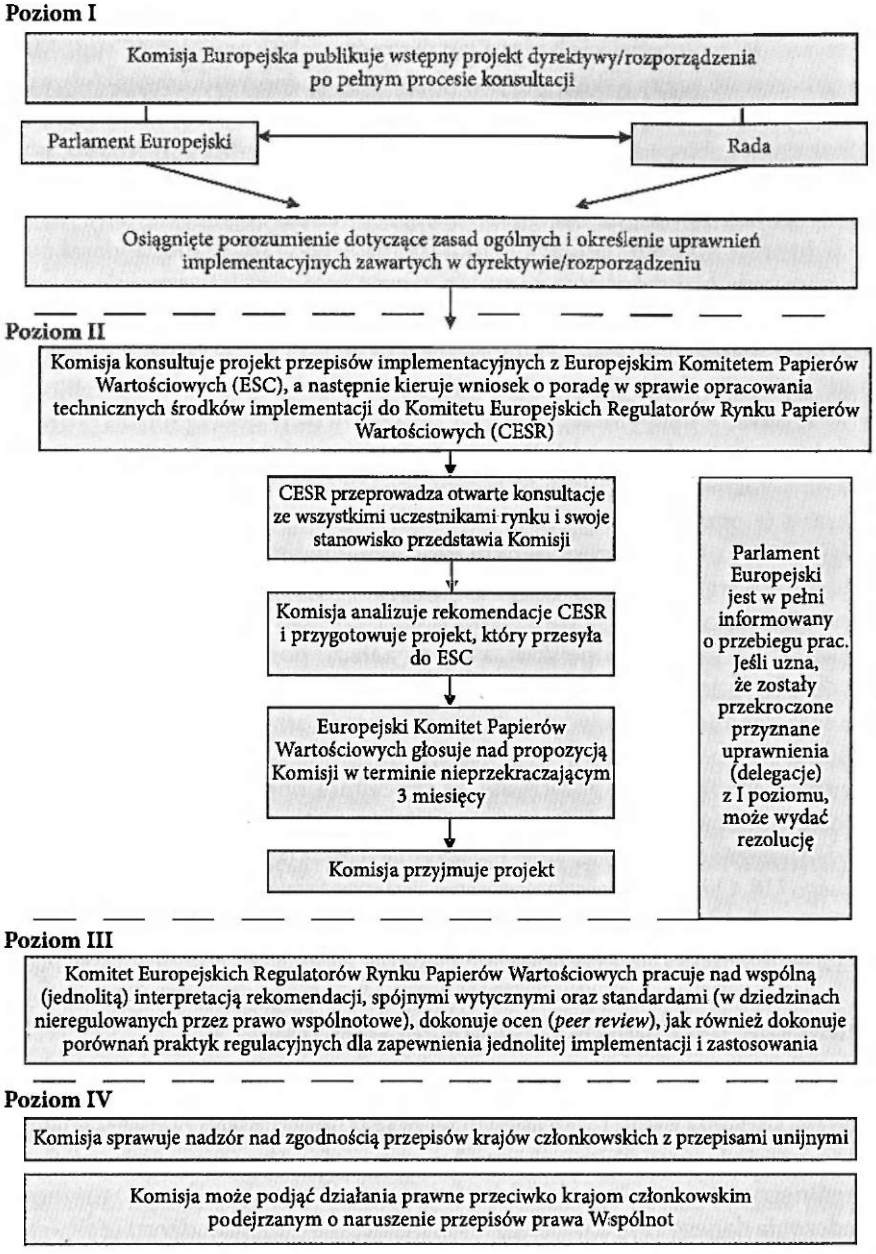
Poziom II regulacji to właśnie akty wykonawcze. Dla właściwego funkcjonowania tego poziomu konieczne było powołanie dwóch nowych komitetów: Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (European Securities Committee - ESC), który pełni funkcję regulacyjną, oraz Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Kapitałowego (Committee of European Securities Regulators - CESR[9]), który pełni funkcję doradczą. Na tym poziomie regulacji powinny zostać doprecyzowane wszelkie szczegółowe kwestie niezbędne do właściwego uregulowania obrotu papierami wartościowymi. Wprowadzenie II poziomu regulacji wymagało opracowania nowej procedury przygotowywania regulacji. Procedura ta przewiduje następującą sekwencję zdarzeń: Komisja Europejska (jako jedyna instytucja dysponująca inicjatywą legislacyjną) zwraca się do CESR z prośbą o przygotowanie „porady" w ściśle określonym terminie. CESR opracowuje swą „poradę", szeroko konsultując propozycje regulacyjne z uczestnikami rynku[10]. Na jej podstawie Komisja przygotowuje projekt regulacji i przekazuje go do ESC. Jeśli ESC przyjmie propozycję regulacji, Komisja formalnie wydaje akt wykonawczy II poziomu regulacji[11]. Regulacje mogą być wydawane przez Komisję Europejską w formie dyrektyw, które wymagają implementacji w poszczególnych krajach członkowskich, lub w formie rozporządzeń, które obowiązują bezpośrednio i nie ma obowiązku (a wręcz jest zakaz) ich transpozycji do krajowego porządku prawnego[12].

Poziom III regulacji to zwiększenie współpracy pomiędzy regulatorami i poprawa implementacji regulacji. Powinien on istotnie wpłynąć na poprawę spójności implementacji regulacji I i II poziomu. Zgodnie z założeniami raportu główną rolę na III poziomie odgrywa CESR, którego zadaniem jest wydawanie spójnych wytycznych dla implementacji, wydawanie interpretacji oraz wspólnych standardów dotyczących zagadnień nieuwzględnionych w regulacjach UE. Ponadto CESR powinien dokonywać okresowych ocen wdrożenia regulacji w państwach członkowskich i informować Komisję i ESC o rezultatach tych ocen.

Poziom IV regulacji to egzekwowanie implementacji wydanych regulacji. Podstawową instytucją odpowiedzialną za realizację IV poziomu jest Komisja, która powinna dokonywać oceny transpozycji prawa, choć dla osiągnięcia właściwego rezultatu konieczne jest także współdziałanie innych instytucji, w tym regulatorów z krajów członkowskich oraz uczestników rynku.

Strukturę czteropoziomowego procesu regulacyjnego odzwierciedla rysunek 1.

Podsumowując: utworzenie I i II poziomu regulacji powinno pozwolić na przyspieszenie i uszczegółowienie regulacji, natomiast poziomy III i IV powinny zapewnić jednolitą implementację tych regulacji we wszystkich krajach członkowskich, o ile same zalecenia



Rysunek 1. Czteropoziomowy proces regulacyjny

Źródło: Raport Komitetu Mędrców dotyczący europejskich rynków papierów wartościowych, Bruksela, 15.02.01.

raportu zostaną właściwie zaimplementowane. Realizacja zaleceń raportu Lamfalussy'ego oraz efektywności tego podejścia badana jest przez specjalnie powołaną Grupę Monitorującą. Dotychczasowe oceny wskazywały wprawdzie na pewne mankamenty (np. wciąż zbyt szczegółowe przepisy na I poziomie regulacji, zbyt mało regulacji w formie rozporządzeń), były jednak na tyle obiecujące, że czteropoziomowy proces regulacyjny rozszerzony został na pozostałe sektory rynku finansowego – ubezpieczenia i bankowość.

Należy jednak stwierdzić, że choć raport Lamfalussy'ego uznawany jest za krok milowy w historii rozwoju regulacji rynku finansowego UE, to nie zawierał on jednak idei odkrywczych. Najważniejsze ze zmian zaproponowanych w raporcie pojawiały się już we wcześniejszych dokumentach lub istniały w innych obszarach funkcjonowania UE. Poziom II regulacji, tj. wydawanie aktów wykonawczych w ramach procedury „komitologii" stosowane było w procesie regulacyjnym Unii od wielu lat (nie wspominając, iż akty wykonawcze uzupełniały regulacje ustawowe na poszczególnych rynkach kapitałowych krajów członkowskich). Rozwiązanie to postulowane było również w 1999 r. we FSAP-ie[13]. Poziom IV regulacji to nic innego jak implementacja regulacji i była ona dokonywana (a przynajmniej powinna była być dokonywana) od powstania pierwszych regulacji UE. W zasadzie jedynym istotnym *novum* raportu Lamfalussy'ego było wprowadzenie poziomu III, czyli wspólnej interpretacji regulacji. Wprawdzie potrzeba dokonywania interpretacji wskazana została już wcześniej[14], niemniej miała ona należeć do kompetencji Komisji Europejskiej, a raport zalecał powierzenie tego zadania profesjonalistom skupionym w CESR. Odrębną kwestią jest to, że dotychczas poziom III nie został w zasadzie zdefiniowany i nie przynosi jeszcze korzyści dla tworzenia wspólnego rynku finansowego UE[15].

Niemniej jednak należy podkreślić, że procedura opracowywania regulacji II poziomu została odpowiednio zdefiniowana i wdrożona. Umożliwiło to stworzenie nowej, jednolitej infrastruktury regulacyjnej przyczyniającej się do powstania jednolitego rynku finansowego UE. Odrębną kwestią pozostaje, czy stworzenie takiego rynku jest korzystne z perspektywy Polski, o czym autor traktuje szerzej w dalszej części opracowania.

Konsekwencje harmonizacji regulacji rynkowych

Harmonizacja niezbędnym wymogiem liberalizacji. Proces liberalizacji transgranicznego świadczenia usług finansowych wymagał uprzedniego podjęcia wielu działań dotyczących przede wszystkim ochrony konsumentów. Konieczne było zdefiniowanie poszczególnego rodzaju usług, określenie wymogów, których spełnienie niezbędne było dla świadczenia danego rodzaju usług, zasad licencjonowania i nadzoru oraz współpracy pomiędzy organami nadzoru w poszczególnych krajach. Dzięki temu z jednej strony zapewniony został porównywalny poziom ochrony inwestorów, z drugiej zaś – porównywalny poziom wymogów, tak aby zapewnić porównywalne warunki świadczenia usług inwestycyjnych w poszczególnych krajach.

Ubocznym skutkiem harmonizacji może jednak być przeregulowanie lub niedoregulowanie rynków w poszczególnych krajach oraz korzyści lub koszty wynikające z podobnego zakresu regulacji na skrajnie różnych giełdach.

Harmonizacja a kupowanie wiarygodności. Jednym z najcenniejszych „aktywów" rynków finansowych jest ich wiarygodność. O ile podmioty krajowe często inwestują na „swoim" rynku (z powodów regulacyjnych, mentalnych lub kosztowych), o tyle podmioty zagraniczne wybierając rynek, na którym zainwestują, dokonują dokładnej analizy relacji potencjalnych zysków do potencjalnego ryzyka. Inwestycje w krajach mniej rozwiniętych (do których w relacji do średniej UE wciąż jeszcze należałoby zaliczyć Polskę) postrzegane są jako bardziej ryzykowne. Składniki tego ryzyka to przede wszystkim ryzyko polityczne, ryzyko gospodarcze, ryzyko kursowe oraz odmienne (lub nieznane) regulacje, a także odmienne (lub nieznane) zasady funkcjonowania rynków.

Ryzyko polityczne to głównie kwestie związane z zagrożeniem wojną, rewolucją czy też aktami władzy (wywłaszczenia, nacjonalizacja, ograniczenia transferu aktywów) wobec inwestorów zagranicznych. Członkostwo w Unii Europejskiej gwarantuje pewien standard zachowań niezbędny z punktu widzenia zagranicznych podmiotów, ten rodzaj ryzyka został zatem istotnie ograniczony. Podobnie w odniesieniu do ryzyka gospodarczego (stabilna sytuacja gospodarcza wynikająca m.in. ze stabilizacji politycznej i konieczności przestrzegania przyjętych w UE standardów) i ryzyka kursowego (stosunkowo stabilna waluta i perspektywa przystąpienia do strefy euro) – stają się one coraz mniej istotne.

W tym kontekście szczególnego znaczenia nabierają kwestie związane z regulacjami i zasadami funkcjonowania rynków kapitałowych. Jeśli te regulacje i zasady w poszczególnych krajach są różne, wówczas istnieje naturalna bariera zniechęcająca do inwestowania na „obcych" rynkach. Jeśli natomiast te regulacje i zasady są do siebie zbliżone, to rynki mniej znane i mniej rozwinięte niejako „kupują" wiarygodność. Im bardziej podobne stają się do rynków bardziej znanych i rozwiniętych, tym mniej powodów, dla których nie należałoby na nich inwestować. W związku z powyższym można postawić tezę, iż w tym aspekcie harmonizacja sprzyja rozwojowi małych rynków kosztem tych większych. Dzięki harmonizacji następuje transfer wiarygodności do mniejszych rynków.

Harmonizacja a otwartość rynku. Ujednolicenie regulacji i procedur na poszczególnych rynkach z jednej strony podnosi wiarygodność rynków małych, z drugiej natomiast – ułatwia odpływ emitentów i inwestorów na rynki zagraniczne. Jeśli bowiem powstanie rynek na tyle wspólny, że dokonywanie transakcji na rynku krajowym i zagranicznym będzie prawie tożsame, część podmiotów będzie chciała pozyskiwać lub lokować kapitał na rynkach zagranicznych. Wzrośnie więc konkurencja pomiędzy rynkami, a także pomiędzy podmiotami świadczącymi usług inwestycyjne – domami maklerskimi i funduszami inwestycyjnymi.

Oczywiście konkurencja wydaje się zjawiskiem pożądanym, ale powinna ona zapewniać równe warunki dla wszystkich. Czy równymi warunkami można nazwać sytuację,

w której część podmiotów miała dość czasu na rozwój w warunkach protekcjonizmu, a inne muszą być narażone na ostrą konkurencję od momentu powstania? Czy z równej możliwości transgranicznego świadczenia usług finansowych podmioty „stare", odpowiednio zasobne kapitałowo i „nowe" będą korzystać w tym samym stopniu? Oczywiście nie, i dane liczbowe potwierdzają tę nierównowagę. W odniesieniu do rynku polskiego prawie 1000 zagranicznych instytucji (prawie 800 firm inwestycyjnych i 160 instytucji kredytowych) notyfikowało wolę świadczenia usług inwestycyjnych w Polsce (co oznacza, że praktycznie w każdej chwili mogą zacząć świadczyć usługi w Polsce) wobec nielicznych notyfikacji polskich firm za granicą (wszystkich polskich instytucji mogących świadczyć usługi inwestycyjne jest zaledwie 54). Podobnie w odniesieniu do usług zarządzania aktywami – w Polsce możliwa jest sprzedaż setek zagranicznych funduszy zarządzanych przez ponad 50 towarzystw funduszy inwestycyjnych (dla porównania w Polsce licencje ma 37 towarzystw funduszy inwestycyjnych)[16].

W tej ostrej konkurencji rynek polski wygrywa jedynie w odniesieniu do rynku pierwotnego. Fakt, że polskie spółki preferują podnoszenie kapitału na krajowym rynku kapitałowym, jest pewnym ewenementem w naszej części Europy – w innych krajach regionu rynek pierwotny praktycznie nie istnieje.

Jak z powyższego wynika, zwiększenie konkurencji niekoniecznie musi być korzystne dla uczestników rynku i dla samych rynków.

Harmonizacja a niedostosowanie regulacji. Kolejnym bardzo ważnym (a może nawet najważniejszym) aspektem harmonizacji jest kwestia niedostosowania regulacji do rozmiarów i specyfiki rynku. Takie same regulacje dla wszystkich oznaczają, że dla części rynków muszą być one niekorzystne. Jeśli bowiem byśmy stworzyli jednolity standard dla całej UE np. butów zimowych, to jest oczywiste, że tylko w niektórych krajach byłyby one komfortowe. Podobnie jest w przypadku rynku kapitałowego – inne regulacje są pożądane w zależności od tego, czy dany rynek jest mały, czy duży, stary, czy młody, zdominowany przez inwestorów indywidualnych, czy przez instytucjonalnych, stworzony przez samych uczestników, czy administracyjnie przez państwo.

Próba znalezienia równie dobrych regulacji dla wszystkich rynków musiała doprowadzić do sytuacji, w której nie zawsze wymogi regulacyjne odpowiadały potrzebom rynku. W niektórych przypadkach dyrektywy ograniczały poziom ochrony inwestorów przyzwyczajonych przez wiele lat do większej o nich troski. W innych natomiast wiązały się z koniecznością nałożenia wymogów niewspółmiernie wysokich w odniesieniu do potrzeb rynku. Maksymalizacja harmonizacji regulacji rodziła zatem wiele napięć, zwłaszcza w przypadku konieczności nałożenia dodatkowych wymogów, odczuwanych przez uczestników rynku jako zbędne. W konsekwencji doprowadziło to do ucieczki poza reżim określony w dyrektywach.

Kluczową sprawą jest zatem wzorzec regulacji, do jakiego dążymy tworząc rynek ponadnarodowy. I właśnie wzorzec ten determinuje w największej mierze rozkład potencjalnych korzyści z harmonizacji.

Rozkład potencjalnych korzyści z harmonizacji

Stworzenie regulacji dla rynków dużych. Regulacje tworzone w ramach FSAP zostały zaprojektowane dla największych rynków kapitałowych. Najważniejszą przyczyną takiego stanu rzeczy był fakt, że w „starej" UE największe rynki (Londyn, Frankfurt, Paryż) usytuowane były w największych krajach, które dysponowały największą siłą głosu. W krajach rozwijających się w warunkach gospodarki rynkowej rozmiary giełdy były skorelowane z rozmiarem gospodarki. A zatem w okresie tworzenia nowych regulacji dotyczących rynku kapitałowego nie było żadnego dużego państwa z małą giełdą.

Dopiero rozszerzenie UE w 2004 r. diametralnie zmieniło tę sytuację – pojawiło się 10 krajów, reprezentujących 16% ludności i 4,63% PKB rozszerzonej UE, podczas gdy wielkość giełd w tych krajach mierzona kapitalizacją wyniosła zaledwie 1%, a obrotami 0,3% wszystkich giełd w rozszerzonej UE[17]! To nowe zjawisko było zupełnym zaskoczeniem dla ekspertów rynku kapitałowego w krajach zachodnich. Nie byli oni świadomi tak dużych różnic w poziomie rozwoju rynków kapitałowych. Nie mogli zatem przewidzieć regulacji odpowiednich dla tak małych giełd. A warto dodać, iż najważniejsze dyrektywy dotyczące rynku kapitałowego powstały tuż przed rozszerzeniem UE – w dwa dni poprzedzające rozszerzenie UE o 10 nowych krajów opublikowano blisko piątą część wszystkich regulacji uchwalonych w owym roku![18] Siłą rzeczy nie uwzględniono w tych regulacjach specyfiki małych i młodych rynków, a z uwagi na znacznie niższy stopień rozwoju rynków finansowych w nowych krajach członkowskich rozpiętość rozmiarów rynków, które miały być objęte tymi samymi regulacjami, zaskoczyła samych twórców regulacji.

Ponadto nowe regulacje były bardzo precyzyjne – aby nie powtórzyć błędu z lat 90. (polegającego na dość dowolnej interpretacji wymogów dyrektyw w poszczególnych krajach), konieczne było bardzo szczegółowe określenie wszelkich zasad związanych z funkcjonowaniem rynków kapitałowych (zgodnie z przywołaną powyżej koncepcją czteropoziomowego podejścia do regulacji), tak aby ułatwić ich integrację i ograniczyć potencjalny arbitraż regulacyjny. Konsekwencją było dążenie do osiągnięcia maksymalnej harmonizacji, a zatem wdrożenia szczegółowych wymogów zbyt ostrych (a czasami wręcz zbędnych) na jednych rynkach, zbyt łagodnych natomiast – na innych.

Najważniejsze problemy rynków małych. Opracowanie jednolitych szczegółowych regulacji dla wszystkich rynków UE stworzyło dla małych rynków problemy dotyczące przede wszystkim następujących kwestii:

- zbyt szybkiej liberalizacji transgraniczego świadczenia usług (zwłaszcza w kontekście uprzedniej pospiesznej liberalizacji przepływów kapitałowych)
- konieczności dostosowania rynków małych do wymogów stworzonych w odniesieniu do rynków dużych
- konieczności wdrożenia regulacji nawet jeśli mogą być szkodliwe dla rynku

- braku możliwości wprowadzenia regulacji odnoszących się do specyfiki rynków młodych i małych.

Liberalizacja transgranicznego świadczenia usług finansowych doprowadziła do skokowego wzrostu konkurencji. Jednak (jak wynika z argumentów przedstawionych w punkcie 2.3.) wzrost konkurencji nie zawsze musi być korzystny dla uczestników rynku. Giełdy w krajach Europy Zachodniej czy w Stanach Zjednoczonych rozwijały się przez dziesiątki lat pod ochroną zapewnioną przez bariery techniczne i regulacyjne. W sytuacji, kiedy transakcje zawierane były w systemie tradycyjnym (*open outcry*) korzyści skali takich giełd były ograniczone, a zatem ograniczona była też konkurencja. Natomiast ograniczenia dotyczące przepływu kapitału i transgranicznego świadczenia usług finansowych powodowały, że inwestorzy i emitenci skazani byli na rynek krajowy i przyczyniali się do jego stopniowego rozwoju.

Obecnie sytuacja jest zupełnie inna – z technologicznego i regulacyjnego punktu widzenia możliwe jest emitowanie akcji i dokonywanie transakcji za granicą. Dzięki rozwojowi informatyki i telekomunikacji niektóre giełdy, a także tzw. alternatywne systemy obrotu (ATS-y)[19] umożliwiają zawarcie transakcji przez internet o dowolnej porze praktycznie z każdego miejsca na świecie. Rynki duże, na których udało się przez dziesiątki lat zebrać masę krytyczną uczestników rynku niezbędną dla dalszego rozwoju, przetrwają, a nawet mogą się rozwijać kosztem rynków młodszych i mniejszych, które od pierwszych lat funkcjonowania musiały zmagać się z konkurencją w wymiarze międzynarodowym. Rynki takie nie zdążyły się rozwinąć i prawdopodobnie nigdy się rozwinąć nie zdążą.

Konieczność dostosowania małych rynków do regulacji opracowanych dla rynków dużych rodzi wiele kosztów i problemów. Koszty te to przede wszystkim udział w tworzeniu regulacji, a także późniejsza ich implementacja. Jeśli dana regulacja dotyczy zjawisk, które na danym rynku nie występują i prawdopodobnie nigdy się nie pojawią (ze względu na specyfikę i/lub małe rozmiary rynku), ponoszenie tych kosztów jest zwykłym marnotrawstwem. Podobny problem dotyczy wszystkich rynków (nowe regulacje musiały bowiem obejmować możliwe scenariusze na różnych rynkach), ale rynki małe są szczególnie poszkodowane, ponieważ w odniesieniu do nich powstało więcej nieprzystających regulacji i koszty (które w dużej mierze są kosztami stałymi) były relatywnie większe.

Wdrożenie niektórych regulacji UE opracowanych dla dużych rynków może istotnie zagrozić rynkom małym, nie tylko z uwagi na wzrost konkurencji, ale też ze względu na szkodliwe wymogi. Najbardziej jaskrawym przykładem takiej regulacji jest wymóg dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (tzw. dyrektywa MIFID) dotyczący umożliwienia zawierania transakcji poza rynkami giełdowymi. Przepis ten – jak najbardziej uzasadniony w odniesieniu do dużych rynków, gdzie wzmaga konkurencję – jest bardzo szkodliwy dla rynków małych, gdzie z uwagi na ich ograniczone rozmiary odejście od przymusu rynku regulowanego doprowadzi do fragmentacji rynków i uniemożliwi ich prawidłowy rozwój[20].

Zalety i wady stworzenia regulacji dla rynków dużych. Stworzenie regulacji najbardziej odpowiadających rynkom dużym wydaje się bardzo krzywdzące, jednak jeśli wzniesie-

my się ponad kontekst narodowy, jest to rozwiązanie bardzo pragmatyczne (przynajmniej pozornie). Jeżeli mielibyśmy bowiem np. bardzo dobrze rozwinięty przemysł samochodowy w kilku krajach członkowskich i znacznie mniej rozwinięty w pozostałych, to logicznym rozwiązaniem byłoby opracowanie regulacji stymulujących rozwój raczej tych dużych centrów produkcji niż niszowych marek w innych krajach. Ponadto, im mniej rozwinięte będą małe rynki, tym łatwiej będzie je wchłonąć i tym mniejszy będzie opór przed utworzeniem jednego, paneuropejskiego rynku kapitałowego, na którym dzięki realizacji korzyści skali emitenci będą mogli taniej pozyskiwać kapitał, a inwestorzy bardziej efektywnie inwestować nadwyżki finansowe. Być może zatem obecna sytuacja jest dobra, niezależnie od tego, czy jest dziełem przypadku, zaniedbania czy przemyślanych działań.

Niestety, sytuacja nie jest tak korzystna, gdyż jest wiele różnic pomiędzy giełdą a fabryką samochodów. Najważniejszą z nich jest wpływ na poziom rozwoju gospodarczego. Jeśli w jakimś kraju przemysł samochodowy nie istnieje, nie musi stanowić to istotnego problemu. Można importować samochody z całego świata i nie muszą być one ani gorsze, ani droższe niż w krajach samochody te produkujących. Natomiast import „usług giełdowych" czy też ich outsourcing do innych krajów wiąże się z poważnymi komplikacjami. Pomimo zniesienia barier regulacyjnych w przepływie kapitału wciąż bowiem istnieją i bardzo długo istnieć będą bariery mentalne.

Giełdy powstawały w ten sposób, że na rynku lokalnym spotykały się podmioty potrzebujące kapitału i posiadające nadwyżki kapitału. Im mniejszy i młodszy rynek, tym więcej zaufania potrzeba do powierzenia komuś swoich pieniędzy. I na wczesnym etapie rozwoju rynku to zaufanie jest ściśle związane z jego lokalnym charakterem. Prawie każdy dorosły Polak wie, co to jest Telekomunikacja Polska, a za granicą nie wie tego prawie nikt. Powierzenie kapitału takiemu podmiotowi przez polskich inwestorów na polskim rynku jest stosunkowo łatwe. Pozyskanie kapitału przez taki podmiot za granicą wymaga poniesienia dużo wyższych kosztów związanych z promocją firmy. W przypadku firm mniejszych koszt pozyskania kapitału za granicą jest na tyle wysoki, że czyni finansowanie poprzez zagraniczną giełdę nieopłacalnym.

W zasadzie jedynym sposobem na stosunkowo tanie pozyskanie kapitału za granicą byłoby sprzedawanie akcji polskich spółek za granicą polskim inwestorom. Ale sytuacja taka mogłaby mieć miejsce tylko drogą łagodnej ewolucji: inwestorzy krajowi kupują akcje krajowe na krajowej giełdzie => krajowa giełda jest przejęta przez podmiot zagraniczny => krajowa giełda staje się filią giełdy zagranicznej => notowania przenoszone są na giełdę zagraniczną. Nawet wtedy nowi inwestorzy wkraczający na rynek niekoniecznie będą mieć dość zaufania do giełdy zagranicznej, co może ograniczać napływ środków na rynek kapitałowy w przyszłości. Sytuacja jest tym bardziej poważna, im większy jest odsetek inwestorów indywidualnych (którzy są bardziej przywiązani do rynku krajowego), a na rynkach mniej rozwiniętych odsetek ten jest wyższy.

W związku z powyższymi problemami wdrożenie nowych regulacji w nowych krajach członkowskich może doprowadzić do sytuacji, że rynki kapitałowe w tych krajach nigdy się nie rozwiną.

Dlatego można postawić tezę, iż implementacja FSAP może być sprzeczna ze strategią lizbońską i – szerzej rzecz ujmując – z polityką wyrównywania poziomu rozwoju pomiędzy poszczególnymi krajami członkowskimi. Tworzenie innowacyjnych gospodarek opartych na wiedzy nie może być sfinansowane przez system bankowy, gdyż podstawową rolą banków jest bezpieczne pomnażanie pieniędzy klientów. Innowacyjne projekty – jako bardziej ryzykowne – mogą być sfinansowane jedynie za pośrednictwem rynku kapitałowego. Podobnie szeroko rozumiany rozwój gospodarczy wymaga istnienia sprawnego rynku kapitałowego, gdyż giełda jest najbardziej efektywnym mechanizmem sprzyjającym optymalnej alokacji kapitału. Jeśli zatem ograniczymy rozwój rynków kapitałowych w mniej rozwiniętych krajach, ograniczymy tym samym rozwój gospodarczy tych krajów, co spowoduje konieczność większych transferów z funduszy strukturalnych.

Czy możliwe jest zatem pogodzenie dążenia do wspólnego panunijnego rynku kapitałowego z rozwojem małych rynków krajowych? Jak najbardziej tak! Rozwiązaniem mogłoby być objęcie regulacjami UE jedynie największych rynków. Natomiast małe lokalne rynki wymagają specyficznych, lokalnych rozwiązań[21]. Z czasem, kiedy rynki te rozwinęłyby się, mogłyby przyjąć regulacje UE.

Okazuje się bowiem, że zastosowanie zasady „jeden rozmiar dla wszystkich" w odniesieniu do regulacji rynku kapitałowego nie ma sensu. Dobitnym tego przykładem jest fakt, że nawet na największym rynku w Europie – w Wielkiej Brytanii – stworzono rynek, który „ucieka" poza wymogi regulacyjne. Rynkiem taki jest AIM (*Alternative Investment Market*), a podobne rozwiązania zastosowane zostały na giełdach skandynawskich (rynki *First North*) i na giełdzie polskiej (rynek *New Connect*). Dążenie do integracji rynków na poziomie ponadnarodowym doprowadziło więc do fragmentacji rynków na poziomie lokalnym[22].

Jak wynika z przedstawionych powyżej rozważań, stworzenie regulacji przeznaczonych dla rynków dużych może ograniczać rozwój rynków małych. Dane empiryczne za stosunkowo krótki okres, jaki upłynął od wdrożenia nowych regulacji (a w niektórych krajach – w tym w Polsce – proces wdrażania regulacji jeszcze się nie zakończył), nie pozwalają na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków. Jednakże analiza rozwoju giełd w „nowych" krajach członkowskich zdaje się potwierdzać niekorzystne tendencje. Udział obrotów na tych giełdach (z wyjątkiem giełdy warszawskiej[23]) w obrotach krajów członkowskich (UE-25) rósł dość dynamicznie w latach 2000–2005 i od roku 2005 zatrzymał się na poziomie ok. 7 promili. Podobne porównanie w odniesieniu do kapitalizacji nie prowadzi do tak pesymistycznych wniosków – dynamika wzrostu udziału w kapitalizacji utrzymuje się w ostatnich latach na podobnym poziomie, jednak osiągnięty rezultat (1,1%) nie daje powodów do satysfakcji.

Wraz z upływem czasu i wynikającym stąd wydłużeniem szeregów czasowych możliwe będzie bardziej jednoznaczne stwierdzenie wpływu integracji z UE i implementacji nowych regulacji na rynki kapitałowe „nowych" krajów członkowskich. W przypadku gdyby postawiona w niniejszym referacie teza została potwierdzona, kolejnym wyzwa-

niem badawczym powinno być oszacowanie kosztów negatywnego wpływu regulacji na te rynki. W szczególności koszty te polegać mogą na spowolnieniu rozwoju gospodarczego i ograniczeniu kapitału dostępnego na rozwój innowacyjnych technologii. To z kolei spowoduje konieczność transferu większych środków z funduszy strukturalnych. Może się zatem okazać, że korzyści, jakie mogą być osiągane dzięki istnieniu wspólnego rynku finansowego UE, są niższe od wartości dodatkowych transferów. Być może zatem wręczenie tym krajom „wędki" w postaci wspierania rozwoju lokalnych rynków kapitałowych byłoby lepsze i tańsze od rozdawania „ryb" w postaci funduszy strukturalnych.

Możliwości dalszego rozwoju polskiego rynku kapitałowego w obliczu liberalizacji świadczenia usług inwestycyjnych

Na tle powyższych pesymistycznych rozważań zastanawia dynamiczny rozwój warszawskiej giełdy w ostatnich latach. Inne rynki regionu rozwijają się stosunkowo wolno, zdają się potwierdzać zatem tezę, iż nowa architektura regulacyjna nie jest dla nich korzystna. Warto się więc zastanowić, dlaczego rynek polski jest wyjątkiem. Odpowiedzią może być duży potencjał rozwoju gospodarki (wynikający z rozmiarów naszego kraju) oraz bardzo duże zainteresowanie giełdą ze strony zarówno inwestorów, jak i emitentów papierów wartościowych.

Warszawska giełda jest największym spośród najmniejszych rynków UE. W związku z powyższym regulacje stworzone dla dużych rynków są dla niej w tym gronie najmniej niewłaściwe. Ponadto stosunkowo rozwinięci inwestorzy instytucjonalni zapewniają możliwość sfinansowania stosunkowo dużych projektów inwestycyjnych. Aktywa funduszy inwestycyjnych i emerytalnych na początku 2008 r. przekraczały 230 mld zł[24]. Nawet jeśli uwzględnimy, że tylko część z nich może być zainwestowana w akcje, daje to bardzo pokaźne kwoty, zwłaszcza w odniesieniu do wartości kapitalizacji warszawskiej giełdy (ok. 430 mld zł na koniec kwietnia 2008).

Ponadto polski rynek kapitałowy ma bardzo dobrze rozwiniętą infrastrukturę rynku pierwotnego. Bardzo wysoki poziom nominalnych i realnych stóp procentowych w latach 90. zniechęcał do finansowania długiem, przez co emitenci zmuszeni byli zaakceptować finansowanie przez emisje akcji. Przyczyniło się to do rozwoju podmiotów wyspecjalizowanych w przygotowywaniu i plasowaniu ofert (firmy piszące prospekty emisyjne, firmy doradcze, domy maklerskie oferujące papiery wartościowe, firmy zajmujące się *investor relations*) i dzięki korzyściom skali doprowadziło do obniżenia kosztów pozyskiwania kapitału na rynku pierwotnym w Polsce[25]. Liczba nowych ofert od kilku lat plasuje warszawską giełdę na jednym z pierwszych miejsc w Europie. W ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy emitenci pozyskali z rynku ponad miliard złotych Na warszawskiej giełdzie notowanych jest obecnie ponad 20 emitentów zagranicznych i liczba ta systematycznie rośnie.

Czy w takim razie warszawska giełda ma szanse na dalszy rozwój? Czynniki, które doprowadziły do rozwoju polskiego rynku kapitałowego, to przede wszystkim:

- po stronie popytowej – dobre regulacje w początkowym okresie rozwoju giełdy, ograniczające potencjał nadużyć; przedsiębiorczość Polaków i ich skłonność do ryzyka; rozwój funduszy emerytalnych i inwestycyjnych oraz niedorozwój bankowości (wynikający w dużej mierze z opóźnienia prywatyzacji tych podmiotów)
- po stronie podażowej – wysoka stopa procentowa zniechęcająca do finansowania długiem i bardzo niskie koszty pozyskania kapitału na rynku pierwotnym (także dla emitentów zagranicznych); ponadto część podaży wyindukowana została przez popyt, zwłaszcza ze strony inwestorów instytucjonalnych (w tym funduszy emerytalnych, które mogą inwestować za granicą do 5% aktywów).

Czy czynniki te oddziaływać będą także w przyszłości, stymulując dalszy rozwój giełdy? Wydaje się, że tak – zarówno po stronie popytowej, jak i podażowej powinniśmy mieć do czynienia z coraz lepszą sytuacją. Polski rynek kapitałowy ma szansę (jako jedyny kraj „nowej" UE) rozwinąć się pomimo niesprzyjającego otoczenia regulacyjnego w ramach UE, a w wyniku dalszego rozwoju może nawet stać się beneficjentem regulacji UE, dzięki łatwiejszemu napływowi inwestorów i emitentów.

Wśród zagrożeń wskazać należy przede wszystkim możliwość ograniczenia popytu na polskie papiery wartościowe wskutek przeniesienia za granicę podejmowania decyzji odnośnie polityki inwestycyjnej (w tym ośrodków analitycznych) i/lub relatywnego obniżenia płynności na warszawskiej giełdzie.

Biorąc pod uwagę strukturę własności polskich instytucji finansowych oraz odejście od zarządzania aktywami w ujęciu krajowym na rzecz podejścia sektorowego (co jest jednym z rezultatów wprowadzenia euro[26]), obawiać się należy, iż w dającej się przewidzieć przyszłości decyzje odnośnie do lokowania środków polskich inwestorów podejmowane będą w centralach dużych instytucji finansowych. Z jednej strony sprzyjać to będzie dywersyfikacji ryzyka i maksymalizacji stóp zwrotu, z drugiej jednak – może ograniczyć rozwój polskiego rynku kapitałowego (najprawdopodobniej zarządzający np. w Londynie inwestować będą w polskie papiery wartościowe mniejszą część aktywów niż czynią to obecnie zarządzający w Warszawie).

Zagrożenie relatywnym obniżeniem płynności wynika przede wszystkim z działań integracyjnych innych giełd europejskich. Alianse giełd prowadzą do obniżenia kosztów i mają na celu poprawę atrakcyjności inwestowania, co powinno doprowadzić do zwiększenia liczby i wartości zawieranych transakcji, a zatem do poprawy płynności. Jeśli działania innych giełd się powiodą, wówczas pozycja konkurencyjna warszawskiej giełdy może ulec pogorszeniu, gdyż płynność jest jednym z najważniejszych (jeśli nie najważniejszym) parametrów branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych (zwłaszcza przez inwestorów instytucjonalnych) i dlatego uznawana jest za jeden z najważniejszych wskaźników konkurencyjności giełd. Może to zatem doprowadzić do obniżenie zainteresowania naszym rynkiem, a w konsekwencji do spadku płynności i dalszego obniżenia zainteresowania warszawską giełdą.

Zakończenie

Jak wynika z powyższego opracowania regulacje dotyczące tworzenia wspólnego panunijnego rynku finansowego zostały zaprojektowane tak, aby uwzględniać interesy rynków największych. Wydaje się to uzasadnione, gdyż wspólny rynek powinien być tworzony w oparciu o najlepiej funkcjonujące (a zatem największe) giełdy i to współpraca największych giełd będzie kluczowa dla implementacji FSAP i stworzenia wspólnego rynku finansowego.

Należy jednak zwrócić uwagę, że korzyści, jakie Unia Europejska odniesie z integracji rynków finansowych (czyli tańszy dostęp do kapitału dla emitentów i lepsze możliwości lokowania nadwyżek finansowych), mogą być niższe niż koszty wynikające z ograniczenia rozwoju mniejszych giełd w ramach UE (ograniczenie rozwoju branż innowacyjnych i spowolnienie wzrostu gospodarczego z uwagi na brak lub niedostateczny poziom rozwoju lokalnych rynków kapitałowych). Stworzenie infrastruktury regulacyjnej dostosowanej do dużych rynków kapitałowych, a także skokowe zwiększenie konkurencji, spowodują ograniczenie możliwości rozwoju młodszych, mniejszych rynków. Rynki młode nie miały komfortu wieloletniego budowania swej pozycji konkurencyjnej w warunkach monopolu zapewnianego przez ograniczenia natury regulacyjnej i technologicznej. Mogą one zatem nie przetrwać konkurencji z dużymi, dojrzałymi rynkami, co doprowadziłoby do ograniczenia możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw w tych krajach (zwłaszcza w branżach najbardziej innowacyjnych, a tym samym najbardziej ryzykownych) i – w konsekwencji – do ograniczenia rozwoju gospodarczego. Potwierdzenie powyższej tezy oznaczałoby, iż implementacja FSAP jest sprzeczna z ideą „superpaństwa solidarnego" (czyli polityką spójności) oraz rozwoju innowacyjnych branż gospodarki (czyli jednego z priorytetów strategii lizbońskiej). Weryfikacja postawionej powyżej tezy jest przedmiotem dalszych badań autora.

Przypisy

[1] Szerzej procesy te i ich wpływ na ewolucję rynków finansowych i ich regulację przedstawiony został w innej publikacji autora – por. M. Kachniewski, Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?, „Bank i Kredyt" 2007, nr 11–12, s. 4–8.

[2] Por. Presidency Conclusions from Cardiff European Council (15/16 June 1998), s. 9.

[3] Por. Presidency Conclusions from Vienna European Council (11/12 grudnia 1998).

[4] COM (1999)232, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, Brussels, 11.05.99.

[5] Por. Presidency..., op.cit., s. 5.

[6] Najbardziej drastycznym przykładem długotrwałych prac legislacyjnych była kilkunastoletnia historia prac nad uregulowaniem kwestii przejęć spółek.

[7] Raport Komitetu Mędrców dotyczący europejskich rynków papierów wartościowych, Bruksela, 15.02.01

[8] Por. ibidem, s. 7.

[9] W Raporcie komitet ten nazwany jest „EU Securities Regulators Committee", nazwa CESR pojawiła się kilka miesięcy później. CESR stał się sukcesorem FESCO – funkcjonującej wcześniej dobrowolnej organizacji zrzeszającej regulatorów rynków kapitałowych z krajów UE.

[10] Autorzy raportu podkreślali znaczenie pełnej przejrzystości w procesie regulacyjnym, w tym otwartego procesu konsultacyjnego z uczestnikami rynku na etapie tworzenia projektów regulacji.

[11] W niniejszym opracowaniu procedura legislacyjna przedstawiona jest w uproszczeniu, stąd opisana jest jedynie sytuacja zgodnego podejścia zainteresowanych instytucji. Oczywiście jest także precyzyjnie opisany sposób dalszego postępowania w przypadku rozbieżnych zdań tychże podmiotów – pełniejsza informacja zawarta jest w raporcie Lamfalussy'ego, (Raport Komitetu Mędrców...,) op.cit. s. 29-30.

[12] Zwolennicy wydawania rozporządzeń twierdzą, że pozwalają one na znacznie bardziej jednolitą implementację w krajach członkowskich, ponieważ na terenie całej UE obowiązywałyby wówczas te same regulacje. Wskazują również, iż jest to łatwiejsza forma dla krajów członkowskich, gdyż nie ma potrzeby implementacji, w związku z czym nowe regulacje mogą znacznie szybciej obowiązywać. Przeciwnicy wydawania regulacji w formie rozporządzeń wskazują, iż wysiłek i czas związany z implementacją rozporządzeń i dyrektyw jest porównywalny, gdyż w przypadku rozporządzeń wprawdzie nie ma konieczności transpozycji, ale często powstaje potrzeba eliminacji z krajowego porządku prawnego przepisów dotyczących kwestii unormowanych rozporządzeniem. Co ważniejsze, twierdzą oni, iż wydawanie rozporządzeń nie doprowadza wcale do bardziej spójnej implementacji przepisów, gdyż to samo rozporządzenie w różnych „środowiskach prawnych" może mieć różne znaczenie. Ich zdaniem właśnie dla osiągnięcia jednolitej implementacji konieczna jest „inteligentna" transpozycja dyrektyw, tak aby lepiej dopasować nowe regulacje do istniejącego porządku prawnego i osiągnąć ten sam cel regulacyjny w poszczególnych krajach.

[13] Por. COM (1999)232, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, Bruksela, 11.05.99, s. 18.

[14] Por. ibidem.

[15] Znaczenie poziomu III regulacji komplikuje brak właściwego umocowania prawnego standardów i interpretacji wydawanych przez CESR. Standardy ani interpretacje CESR nie są bowiem źródłami prawa UE.

[16] Dane ze strony internetowej Komisji Nadzoru Finansowego, www.knf.gov.pl.

[17] Wg danych FESE i Eurostat za 2003 r.

[18] W dniach 29 i 30 kwietnia 2004 r. opublikowano 295 regulacji (7,8% regulacji uchwalonych w całym 2004 r.) obejmujących 4908 stron (17,9% stron regulacji opublikowanych w całym 2004 r.). Po przemnożeniu przez liczbę egzemplarzy Official Journal publikowanych w owym okresie otrzymalibyśmy gigantyczną liczbę 44 417 400 stron, z których można by było zbudować 9 stosów wyższych od wieży Eiffla. A wszystko to zaledwie w dwa dni... Por. M. Kachniewski, Integration of EU Capital Market – „New" Members' Perspective, materiały konferencyjne, Channels of European Integration, 7–8 października 2005, SGH, Warszawa.

[19] Skrót ten pochodzi od anglojęzycznego zwrotu *Alternative Trading Systems*, używanego zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, oznaczającego system obrotu papierami wartościowymi niebędący giełdą. W Unii Europejskiej podobne platformy obrotu określone zostały mianem wielostronnych systemów obrotu (MTF – *Multilateral Trading Facilities*).

[20] Szerzej problem ten przedstawiony został w innej publikacji autora; por. M. Kachniewski, Rynki finansowe..., op.cit. s.13.

[21] Wprawdzie teza ta została postawiona przez autora już w 2005 r., ale wciąż nie traci na aktualności, por. M. Kachniewski, Integration..., op.cit., s. 7.

[22] Por. M. Kachniewski, Rynki finansowe..., op.cit., s. 12.

[23] Przyczyny odrębnego potraktowania giełdy warszawskiej wyjaśnione zostały w następnym punkie.

[24] Wg danych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz Izby Gospodarczej Funduszy Emerytalnych.

[25] Jak wynika z badań przeprowadzonych przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych średni koszt pozyskania kapitału w latach 2005–maj 2008 zawierał się w przedziale pomiędzy 4,73% a 8,91% (średnia arytmetyczna) oraz pomiędzy 2,20% a 6,08% (średnia ważona). Istotnie niższa wartość średniej ważonej niż średniej arytmetycznej wskazuje na niższy procentowy koszt w przypadku dużych emisji, co zostało dodatkowo potwierdzone obliczeniami współczynnika korelacji oraz obaleniem hipotezy o braku zależności pomiędzy wartością oferty a jej procentowym kosztem (wyniki badań dostępne są w Stowarzyszeniu Emitentów Giełdowych).

[26] Por. E. Peree, A. Steinherr, The euro and capital markets: A new era, European Investment Bank, Economic and Financial Report 2001/03, s. 5.

Bibliografia

COM (1999)232, Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, Brussels, 11.05.99.

Kachniewski M., Integration of EU Capital Market – „New" Members' Perspective, materiały konferencyjne, Channels of European Integration, SGH 7–8 października 2005.

Kachniewski M., Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?, Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z, „Bank i Kredyt" 2007, nr 11–12.

Peree E., Steinherr A., The euro and capital markets: A new era, European Investment Bank, Economic and Financial Report 2001/03.

Presidency Conclusions from Cardiff European Council (15/16 czerwca 1998).

Presidency Conclusions from Vienna European Council (11/12 grudnia 1998).

Raport Komitetu Mędrców dotyczący europejskich rynków papierów wartościowych, Bruksela, 15.02.01.

Liberalisation of Financial Services and the Development of Capital Markets in the 'New' EU Member States

Summary

The process of liberalising forms, in which financial services are offered, carried out since sixties in the West European Countries gained on dynamics over the last two decades. The changes in regulations implemented in the EU member states in the nineties and at the beginning of the new century resulted in a situation, in which at least theoretically the full freedom of cross-border financial services on the so called 'single pass' basis has been granted.

In the paper, the author analyses the potential influence of regulatory changes on the development of capital markets in countries that acceded to the EU in 2004. In particular, he presents a comparison of costs and benefits for markets in the 'new' and 'old' member countries.

The starting point for the author is the thesis that the markets in the 'new' UE member states benefit from the creation of the common financial market to a relatively smaller extent that the 'old' ones. The verification of this thesis is the subject of the author's following research. Within the conclusions the author states, that benefits that the EU gets from the integration of capital markets (cheaper access to capital for issuers and better possibilities to locate financial surpluses) may be lower than costs, and result in limited development of smaller exchanges in the EU (limitations in development of innovative industries and slowing down of the economic growth due to the lacking or insufficient development of local capital markets). The confirmation of this thesis might mean that the implementation of the new regulatory changes is contradictory to the cohesion policy idea and the development of the innovative branches of the economy (one of the priorities within the Lisbon Strategy).