

Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego Unii Europejskiej

Leokadia Oręziak

Rynek finansowy jako element jednolitego rynku wewnętrznego

Z początkiem 2003 r. minęło dziesięć lat od zakończenia procesu intensywnych działań o charakterze legislacyjnym, mających na celu przekształcenie ówczesnej Wspólnoty Europejskiej w jednolitą przestrzeń gospodarczą, charakteryzującą się istnieniem w pełni zintegrowanego rynku towarów, usług, osób i kapitałów. Proces tworzenia takiego rynku faktycznie rozpoczął się kilka dziesięcioleci wcześniej, a mianowicie w 1958 r. wraz z powołaniem do życia Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej. Po osiągnięciu w pierwszych kilkunastu latach funkcjonowania Wspólnoty sukcesów w dziedzinie znoszenia barier taryfowych i pozataryfowych we wzajemnym handlu, proces ten uległ znacznemu spowolnieniu w latach siedemdziesiątych. Dopiero w drugiej połowie lat osiemdziesiątych udało się go ponownie zintensyfikować. Ogromny wysiłek legislacyjny podjęty po 1986 r. zaowocował ostatecznie

zniesieniem z początkiem 1993 r. granic w handlu wewnątrzspółnotowym.

Przez pewien czas dość rozpowszechniona była opinia, że właśnie wtedy zakończono budowę jednolitego rynku wewnętrznego. W praktyce okazało się jednak, że nie jest to opinia uzasadniona i, że właściwie nie można przyjąć żadnej konkretnej daty, która oznaczałaby koniec tego procesu. Frits Bolkestein, Komisarz ds. Jednolitego Rynku, stwierdził, że budowę tego rynku można uznać za „najbardziej ambitną reformę, jaka kiedykolwiek została podjęta w świecie” dodając, że dzieło dotyczące tworzenia tego rynku „właściwie nigdy się nie skończy”¹.

W listopadzie 2002 r. Komisja Europejska opublikowała raport pt. „Bariery w wolnym przepływie usług”². Dokument ten, dotyczący szerokiego spektrum

¹ Por. F. Guerra: *Europe sees progress falter in face of red tape and protectionism*. „Financial Times” z 14 stycznia 2003.

² Por. *Barriers to the free movement of services*. „Single Market News” nr 30, listopad 2002.

usług, jest efektem przeprowadzenia w latach 2001-2002 szerokich konsultacji, w których uczestniczyły także inne instytucje UE, a mianowicie Parlament Europejski, Komitet Ekonomiczny i Społeczny, Komitet Regionów. Ponadto uczestnikami tych konsultacji były kraje członkowskie oraz zainteresowane podmioty. Spośród ważniejszych wniosków zawartych w tym raporcie należy wymienić następujące:

- W odniesieniu do swobody osiedlania się (*freedom of establishment*) w innym kraju członkowskim bariery mogą wynikać m.in. z konieczności spełnienia wymagań, by otrzymać zezwolenie, w tym dotyczących kwalifikacji zawodowych. Duża liczba wymaganych pozwoleń, długość i złożoność procedur, dyskrecjonalne uprawnienia władz krajowych oraz powtarzanie wymagań już spełnionych w kraju pochodzenia danego podmiotu stały się faktyczną przeszkodą w korzystaniu z tej swobody.

- Kolejna grupa przeszkód stosowanych przez kraje członkowskie dotyczy m.in. zatrudniania pracowników przez zagraniczne podmioty świadczące usługi, używania wyposażenia lub materiałów bądź wykorzystania przez te podmioty niektórych usług świadczonych w sposób transgraniczny, czyli na podstawie swobody świadczenia usług (*freedom to provide services*).

- W dziedzinie promocji istnieje wiele trudności wynikających z restrykcyjnych i szczegółowych reguł ustanawiających różne ograniczenia, poczynając od bezpośrednich zakazów reklamowania niektórych usług aż po ścisłą kontrolę zawartości działań promocyjnych. Duże różnice w przepisach obowiązujących w krajach członkowskich hamują działalność promocyjną na skalę Unii w odniesieniu do wielu usług.

- Bariery w dystrybucji wielu usług na obszarze Unii jest np. wymóg, by podmiot świadczący usługę miał stały zakład lub był rezydentem kraju, gdzie usługa jest świadczona. Podejście takie wyklucza świadczenie usługi w sposób transgraniczny.

- Problemy bezpośrednio lub pośrednio związane ze sprzedażą usług w obrocie wewnątrzunijnym wynikają też z różnic w przepisach krajowych dotyczących zawierania umów, a także z wymagań dotyczących płatności oraz zwrotu VAT w związku ze zróżnicowaniem stawek podatkowych oraz procedur podatkowych.

W raporcie wskazano też wiele wspólnych cech dotyczących barier stosowanych przez kraje członkowskie w wolnym przepływie usług na obszarze Unii.

- Bariery fizyczne i techniczne w funkcjonowaniu jednolitego rynku zostały faktycznie zastąpione „barierami prawnymi” („*legal barriers*”), wynikającymi z krajowych, regionalnych i lokalnych regulacji. Ponadto nowe bariery powstają w rezultacie postępowania władz, w tym także w efekcie wykorzystywania przez nie dyskrecjonalnych uprawnień lub skomplikowanych i nieprzejrzystych procedur, faworyzujących podmioty krajowe.

- Wiele trudności wynika z niedostatecznego zaufania krajów członkowskich do jakości systemów prawnych w innych krajach członkowskich oraz niechęci tych krajów do takiego dostosowania swych własnych systemów prawnych, które ułatwiałyby na ich obszarze aktywność podmiotów z innych krajów.

- Kraje członkowskie stosują jednolite wymagania zarówno wobec podmiotów krajowych, które chcą na ich terytorium świadczyć usługi, jak i do podmiotów, które chcą świadczyć usługi z miejsca swej siedziby w innych krajach członkowskich. Dla tych ostatnich, które już przecież podlegają wymogom prawnym i nadzorowi ze strony kraju siedziby, stan taki oznacza duplikowanie się wymagań i dodatkowe obciążenia.

- Wspólną cechą jest także niepewność wynikająca z niejasnych wymagań stosowanych przez władze krajowe odrębnie wobec każdego przypadku dotyczącego świadczenia usług przez podmiot zagraniczny, gdy rezultat postępowania władz krajowych jest często trudny do przewidzenia.

Wszystkie te bariery powodują, że podmioty zainteresowane wejściem na rynki innych krajów członkowskich – poprzez korzystanie ze swobody osiedlania się bądź ze swobody świadczenia usług – muszą ponieść poważne koszty. Powiększa to naturalne koszty związane z działalnością za granicą, wynikające z różnic językowych oraz różnic kulturowych dotyczących zwyczajów handlowych i konsumpcyjnych. Ostateczną negatywną konsekwencją istnienia barier w obrocie usługami na skalę Unii jest błędna alokacja zasobów, ograniczenie inwestycji innowacyjnych oraz zróżnicowany poziom świadczenia usług. Zważywszy na kluczową rolę usług w gospodarce (udział usług w tworzeniu PKB oraz w zatrudnieniu wynosi bowiem około 70% PKB w większości krajów członkowskich) powyższe bariery wpływają negatywnie na efektywność całej gospodarki Unii³.

Stopień integracji głównych segmentów rynku finansowego

Stopień integracji albo inaczej stopień powiązania poszczególnych segmentów rynku finansowego na obszarze Unii Europejskiej jest dość zróżnicowany. Za najbardziej zintegrowany uważa się rynek pieniężny, ale tylko w odniesieniu do obszaru euro. Krajowe rynki pieniężne krajów tworzących ten obszar są ze sobą dość ściśle powiązane przede wszystkim dzięki jednolitej polityce pieniężnej kształtowanej przez Europejski Bank Centralny oraz dzięki systemowi rozliczeń międzybankowych TARGET. W efekcie tego stanu rzeczy rynek międzybankowy na obszarze euro funkcjonował dotychczas dość harmonijnie.

³ Por. *Barriers to the free movement of services*, op.cit.

Dzięki pojawieniu się euro w 1999 r. znacznie przyspieszyła się także integracja rynków krajów należących do obszaru euro w zakresie tzw. bankowości hurtowej, obejmującej poza transakcjami międzybankowymi także – opiewające na duże kwoty – rozliczenia między bankami a przedsiębiorstwami. Mimo wspólnego pieniądza w dalszym ciągu występuje wyraźne odseparowanie rynków narodowych w dziedzinie tzw. bankowości detalicznej, obsługującej drobne przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe. Wynika to głównie z przyczyn językowych, kulturowych oraz głęboko zakorzenionych przyzwyczajęń tej grupy klientów banków.

W ciągu ponad czterech lat stosunkowo wysoką dynamiką rozwoju na obszarze euro odznaczał się rynek obligacji przedsiębiorstw. Silnym bodźcem do tego stał się proces uzdrawiania finansów publicznych w krajach członkowskich, który stworzył nowe pole do emisji papierów dłużnych przez przedsiębiorstwa. Emisje takie w wielu przypadkach okazały się dogodnym źródłem finansowania działań restrukturyzacyjnych, w tym zwłaszcza fuzji i przejęć, podejmowanych przez przedsiębiorstwa po to, by móc sprostać nowym warunkom konkurencji po pojawieniu się euro.

Z kolei integracja krajowych rynków akcji była mniej wyraźna niż w przypadku obligacji. Po części można to tłumaczyć ogólnie niekorzystną sytuacją na rynku akcji, nie tylko w Europie. Na rzecz tworzenia się jednolitego rynku akcji na obszarze euro działa przede wszystkim wyeliminowanie ryzyka kursowego w obrocie tymi papierami. Obecnie czynnik geograficzny, związany z oceną ryzyka kraju, ma więc dużo mniejsze znaczenie niż przed 1999 r. przy podejmowaniu przez inwestorów decyzji dotyczących lokat w akcje. Teraz większą wagę przywiązują oni do sytuacji poszczególnych branż i sektorów. Wśród ważniejszych barier utrudniających transakcje akcjami na skalę Unii jest brak jednolitego systemu rozliczeniowego. Istniejące systemy rozliczeniowe w odniesieniu do transakcji między podmiotami z różnych krajów członkowskich wiążą się ze stosunkowo dużymi kosztami dla klientów (kilkakrotnie większymi niż przy rozliczeniach krajowych). Istnieje świadomość, że potrzebny jest system rozliczeniowy zbliżony do tego, który funkcjonuje w Stanach Zjednoczonych. Inwestowaniu w akcje spółek mających siedzibę w innych krajach Unii nie sprzyjał także brak pełnego zaufania do ich sprawozdań finansowych oraz stosowanych metod zarządzania.

Poza czynnikami związanymi z inwestowaniem w akcje, na funkcjonowanie unijnego rynku tych papierów powinny mieć wpływ działania instytucji UE oraz krajów członkowskich w sferze legislacyjnej i w sferze praktyki, mające na celu ułatwienie dokonywania emisji na rynkach innych krajów. Chodzi o znoszenie barier, które faktycznie zniechęcają przedsiębiorstwa do podejmowania takich emisji i w efekcie utrudniają korzystanie z zasobów wielkiego rynku unijnego.

Oceniając dotychczasowy rozwój zarówno rynku akcji, jak i rynku obligacji, w obrębie Unii Europejskiej, należy mieć na względzie to, że (z wyjątkiem Wielkiej Brytanii) finansowanie przedsiębiorstw na rynku papierów wartościowych odgrywało tradycyjnie mniejszą rolę niż finansowanie za pomocą kredytów bankowych. Sytuacja ta stopniowo się zmienia i powoli ewoluuje w kierunku większej roli rynku kapitałowego w tym finansowaniu, kosztem wykorzystania kredytów bankowych. Zmusza to banki, określane w terminologii unijnej jako instytucje kredytowe (*credit institutions*), do poszukiwania nowych źródeł dochodów. Coraz częściej banki wkraczają więc w dziedzinę bankowości inwestycyjnej. Tzw. Druga Dyrektywa Bankowa z grudnia 1989 r. stworzyła warunki do rozwoju w Unii Europejskiej bankowości uniwersalnej. Lista usług, które mogą oferować, jest bowiem bardzo obszerna i poza tradycyjnymi usługami depozytowymi, kredytowymi i rozliczeniowymi obejmuje także usługi związane z emisją papierów wartościowych i obrotem nimi, zarządzaniem portfelem aktywów na zlecenie klientów, a także oraz doradztwo finansowe na rzecz przedsiębiorstw oraz udział w operacjach restrukturyzacyjnych.

Świadczenie przez banki różnych usług, przynoszących dochody w formie opłat i prowizji, jest konieczne wobec kurczenia się tradycyjnych dochodów z marż odsetkowych. Sytuacja banków w ostatnim czasie w niektórych krajach UE stała się szczególnie trudna. Ostatnio najwięcej uwagi skupiają na sobie banki niemieckie. Na ich obecnie stosunkowo trudną sytuację złożyło się wiele czynników. Najważniejszym z nich jest z pewnością występująca już od dłuższego czasu słaba koniunktura, która istotnie przyczyniła się do pogorszenia się portfela kredytowego. Z niektórych ocen wynika, że aktywność kredytowa banków w Niemczech jest obecnie na poziomie najgorszym od 50 lat. Wskazuje się, że coraz więcej firm spotyka się z odmową udzielenia kredytu przez bank. Rosnąca konkurencja, niskie zyski oraz spadkowa tendencja cen akcji banków wymuszają na tych instytucjach konieczność odchodzenia od ich tradycyjnych więzi z przedsiębiorstwami. Uderza to zwłaszcza w małe podmiotów. Te tradycyjne więzi zaowocowały w przeszłości podtrzymaniem egzystencji wielu nieefektywnych firm. Podkreśla się, że w nowej sytuacji banki muszą postępować bardziej racjonalnie. Z drugiej strony wiadomo, że jeśli polityka kredytowa banków będzie nadmiernie restrykcyjna, to wiele przedsiębiorstw potrzebujących wsparcia finansowego może upaść, co z kolei negatywnie odbije się też na sektorze bankowym⁴.

Charakteryzując przyczyny relatywnie niskiej rentowności banków działających w Niemczech banków, wskazuje się na skutki obecności na rynku banków należących do władz publicznych bądź wspieranych

⁴ Por. *Germany's economy. Feeling the crunch*, "The Economist" z 1 lutego 2003.

przez państwo. Ich udział w niemieckim rynku bankowości detalicznej kształtował się dotychczas na relatywnie wysokim poziomie. Działających na rynku niemieckim 520 kas oszczędnościowych (Sparkassen), należących głównie do władz municypalnych, pozyskuje ponad połowę wszystkich wkładów oszczędnościowych i udziela 20% kredytów. Z kolei udział 12 banków regionalnych (Landesbanken), będących głównie własnością władz krajów związkowych, w ogólnej sumie kredytów udzielanych na rynku niemieckim wynosił dotychczas około 16%. W efekcie tego stanu rzeczy udział tzw. dużych banków w depozytach wynosił do tej pory zaledwie 4%, a w kredytach 14%. U podłoża tak dużej roli dwóch pierwszych grup banków leży nastawienie państwa na wykorzystanie dwóch pierwszych grup instytucji do wspierania lokalnej przedsiębiorczości. Duże znaczenie miał także fakt istnienia gwarancji państwowych dla banków regionalnych⁵.

Stosowanie przez te uprzywilejowane banki stosunkowo niskich cen usług, z uwagi na drugorzędne znaczenie zysków w ich funkcjonowaniu, doprowadziło do takiego zniżenia cen usług bankowych, że kredytowanie działalności przedsiębiorstw przez inne banki stało się w wielu przypadkach nieopłacalne⁶.

Specyficzne warunki konkurencji na niemieckim rynku bankowości detalicznej przynajmniej po części wyjaśniają, dlaczego dotychczas bankowość ta nie nabrała charakteru unijnego i w dalszym ciągu ma tylko wymiar krajowy. Przykład niemiecki zdaje się wskazywać, że w warunkach konkurencji ustalonych faktycznie przez państwo, oznaczających w istocie stworzenie preferencji dla określonych instytucji bankowych, po to by mogły one realizować specyficzne cele społeczne i polityczne podmiotom zagranicznym byłoby trudno funkcjonować. Stan ten będzie się zmieniać, zarówno w wyniku presji samych banków niemieckich, które nie korzystały dotychczas z preferencji, jak i w rezultacie działań podejmowanych przez Komisję Europejską na rzecz odchodzenia od państwowego wspierania dużej grupy banków⁷.

Odnosząc się do obecnej sytuacji w Niemczech, charakteryzującej się dużymi problemami banków i ich ograniczonymi możliwościami kredytowania przedsiębiorstw, można też wysunąć następującą tezę. Otóż przedsiębiorstwom tym, zwłaszcza dużym i średnim, łatwiej byłoby przetrwać tę sytuację, gdyby w większym stopniu nastawiły się na pozyskiwanie funduszy poprzez emisję papierów wartościowych. W związku z tym nie bez znaczenia jest postępująca, jakkolwiek bardzo powoli, ewolucja modelu systemu finansowania od modelu „zorientowanego bankowo”, w którym dominuje finansowanie kredytami bankowymi, do mode-

lu „zorientowanego rynkowo” (określanego też jako anglosaski), gdzie w finansowaniu przedsiębiorstw większą rolę odgrywa rynek kapitałowy.

Ocena dotychczasowych rozwiązań

Ukształtowane dotychczas na szczeblu Unii zasady odnoszące się do funkcjonowania rynku finansowego, podobnie zresztą jak w odniesieniu do rynku innych usług, są efektem oddziaływania różnych interesów narodowych. Efekt ten, siłą rzeczy, nie mógł dotychczas osiągnąć wymiaru w pełni odpowiadającego zamiarom dotyczącym przekształcenia Unii w pełni zintegrowany, jednolity obszar gospodarczy. Trudno definiowalne cele, takie jak ochrona dobra publicznego bądź też ochrona interesów konsumentów, najczęściej podawane były przez różne kraje członkowskie jako uzasadnienie ich niechęci do bardziej zaawansowanej liberalizacji dostępu do rynków krajowych, oraz do różnych działań, które faktycznie taką liberalizację mogłyby oznaczać⁸.

Wyrazem tego rodzaju podejścia jest m.in. fakt, że fuzje i przejęcia banków w krajach UE miały dotychczas głównie wymiar krajowy, czyli uczestniczyły w nich na ogół instytucje z danego kraju. Znacznie mniej rozpowszechnione były transakcje, w których zaangażowane były instytucje finansowe z różnych krajów członkowskich. W okresie 1990-2001 łączna wartość transakcji fuzji i przejęć banków w krajach należących obecnie do obszaru euro wyniosła 316,9 mld EUR, przy czym 70% tej kwoty odnosi się do transakcji zrealizowanych od 1998 r. Na podkreślenie zasługuje też fakt, że w okresie 1990-2001 aż 78% wartości przeprowadzonych fuzji i przejęć dotyczyło transakcji, w których uczestniczyły wyłącznie podmioty krajowe, a jedynie 22% dotyczyło transakcji z udziałem instytucji zagranicznych (przy czym wśród podmiotów zagranicznych dominowały instytucje z krajów Unii)⁹.

Wśród przyczyn tego stanu rzeczy z pewnością nie bez znaczenia były przeszkody charakterystyczne dla wchodzenia na rynek innego kraju, takie jak odrębne zwyczaje, kultura i język. Nie należy też bagatelizować ograniczonych możliwości finansowych niektórych instytucji, utrudniających im tworzenie w kraju goszczącym szerszej sieci placówek. W świetle wskazanego wyżej raportu Komisji, dotyczącego swobody przepływu usług, nie można też pominąć zjawiska polegającego na preferowaniu podmiotów krajowych przez władze krajów członkowskich w tych sytuacjach, gdy mają one wpływ na podjęcie decyzji związanych z dana

⁸ Zob. szerzej: J. Pelkmans: *European Integration. Methods and Economic Analysis*. Haarlow 2001 Pearson Education Limited, s.130-131.

⁹ Wartość fuzji i przejęć jest tu definiowana jako łączna kwota zapłacona przez nabywcę w okresie 6 miesięcy od daty ogłoszenia transakcji. Por. I. Cabral, F. Dierick, J. Vesala: *Banking integration in the Euro Area*. „Occasional Paper Series” (European Central Bank) nr 6, grudzień 2002 r., s.39-40.

⁵ Por. *German banks. That sinking feeling*. „The Economist” z 22 lutego 2003 r.

⁶ Por. *Faltering Finantzpaltz*. „The Economist” z 1 lutego 2003 r.

⁷ W rezultacie działań podjętych przez Komisję Europejską banki regionalne od 2005 r. nie powinny już mieć gwarancji państwowych.

transakcją. Pole do tego rodzaju działania tworzył zwłaszcza proces prywatyzacji realizowany w niektórych krajach. Na stosunkowo niski poziom umiędzynarodowienia procesu fuzji i przejęć banków w ramach Unii Europejskiej z pewnością oddziaływało także preferencyjne traktowanie przez państwo niektórych grup instytucji bankowych. W Niemczech to preferencyjne traktowanie, jak wskazano wyżej, dotyczyło stosunkowo dużej liczby banków. Także we Francji banki o specyficznym statusie pozyskują około 60% ogółu oszczędności lokowanych w bankach oraz udzielają niemal 50% ogółu kredytów bankowych. Banki tego rodzaju były dotychczas chronione przed przejmowaniem ich przez konkurentów z sektora prywatnego. Przyczyniało się to w istocie do spowolnienia procesu konsolidacyjnego w sektorze bankowym na obszarze Unii¹⁰.

Jednym z istotnych skutków nastawienia krajów członkowskich na ochronę rynków krajowych jest stosunkowo niski udział kapitału zagranicznego w systemie bankowym większości krajów obszaru euro. Według stanu na koniec 2000 r., udział podmiotów zagranicznych w kapitale banków, mających swą siedzibę w tych krajach, kształtował się średnio na poziomie 22,9%. Należy podkreślić, że w przypadku aż 8 krajów wskaźnik ten był wyjątkowo niski (zwłaszcza jeśli się weźmie pod uwagę wskaźniki odnoszące się do krajów Europy Środkowej i Wschodniej, kształtujące się na poziomie powyżej 70%). W Niemczech wyniósł on 5,2%, w Grecji 6,1%, Holandii 6,7%, Hiszpanii 9,5%, Austrii 10,2%, we Włoszech 10,3%, Francji 14,3% i Portugalii 16,7%. W porównaniu z tymi krajami zaangażowanie kapitału zagranicznego w systemie bankowym Belgii, Irlandii i Finlandii było stosunkowo duże i wyniosło odpowiednio 29,5%, 40,2% i 40,7%. Luksemburg był tym krajem obszaru euro, gdzie udział banków zagranicznych (były to głównie banki niemieckie) w kapitale zarejestrowanych tam banków był największy spośród wszystkich krajów należących do obszaru euro i wyniósł 85,5%¹¹.

Duża wstrzemięźliwość władz większości krajów członkowskich we wspieraniu międzynarodowego charakteru konsolidacji w sektorze instytucji finansowych tłumaczona jest m.in. ich dążeniem do kreowania liderów narodowych („national champion”), a szerzej – do zachowania głównych banków, a także innych instytucji finansowych w rękach podmiotów krajowych¹². Tommaso Padoa-Schioppa, członek Zarządu Europejskiego Banku Centralnego, wyraził pogląd, że w dłuższej perspektywie czynnik ten będzie tracił

na znaczeniu, w efekcie czego wzrośnie udział kapitału zagranicznego w sektorze bankowym krajów obszaru euro¹³.

Plan działań w dziedzinie usług finansowych – Financial Services Action Plan (FSAP)

Rada Europejska, obradująca w Lizbonie w marcu 2000 r., przyjęła strategię, której realizacja ma doprowadzić do osiągnięcia do 2010 r. przez Unię Europejską pozycji głównej, najbardziej konkurencyjnej gospodarki na świecie. Potwierdzenie tego celu oraz gotowość polityczna do podejmowania działań niezbędnych do jego osiągnięcia zostały wyrażone przez Radę Europejską na szczycie w Barcelonie w marcu 2002 r. Rada uznała, że niezbędnym warunkiem osiągnięcia tego celu jest funkcjonowanie w pełni rozwiniętego rynku wewnętrznego w ramach UE. Przywódcy krajów Unii szczególnie nacisk położyli na dwa kluczowe czynniki decydujące o ogólnej konkurencyjności unijnej gospodarki.

- Pierwszy z nich to efektywne funkcjonowanie takich sektorów gospodarki, jak transport, sektor energetyczny oraz telekomunikacyjny.

- Drugi to w pełni zintegrowany rynek usług finansowych, na którym instytucje finansowe z krajów członkowskich konkurują ze sobą, co powinno zapewnić redukcję kosztów pozyskiwania środków finansowych przez przedsiębiorstwa oraz gospodarstwa domowe. Z tego względu istotne jest przyjęcie przez Radę Unii oraz Parlament Europejski aktów prawnych niezbędnych do efektywnego funkcjonowania rynku finansowego¹⁴.

Rada Europejska, obradująca w Barcelonie w 2002 r., podkreśliła także konieczność terminowego przenoszenia do krajowych systemów prawnych regulacji uchwalonych przez Radę Unii oraz Parlament Europejski. Jedynie wtedy rynek wewnętrzny będzie charakteryzował się pełnym potencjałem rozwojowym. W związku z tym konieczne jest, aby kraje członkowskie starały się o to, by niedostosowanie do aktów przyjętych na szczeblu Unii (*transposition deficit*) nie było większe niż 1,5% ogółu tych aktów¹⁵. Należy wskazać, że według stanu na 2002 r. aż 10 krajów Unii nie osiągnęło tego celu. Z kolei wśród krajów, które nie przekroczyły tego wskaźnika, nie ma ani jednego, który zastosowałby się do wszystkich dyrektyw¹⁶.

Komisja Europejska wszczęła przeciwko krajom członkowskim przewidzianą traktatem procedurę w ponad 1.500 przypadkach naruszenia przyjętych na szcze-

¹⁰ Zob. szerzej: J. Wrighton: *Why Unity in Europe Hasn't Yet Extended To the Banking System*, „The Wall Street Journal Europe” z 17 lutego 2003 r.

¹¹ Por. I. Cabral, F. Dierick, J. Vesala: *Banking integration in the Euro Area*, op.cit., s. 39-40.

¹² Por. *French banking. Credit where it's due*. „The Economist” z 30 listopada 2002 r.

¹³ Por. T. Padoa-Schioppa: *The importance of financial sector developments in EU accession countries*. W: Ch. Thimann (Ed.): *Financial Sectors in EU Accession Countries*. European Central Bank, Frankfurt am Main, lipiec 2002 r., s. 6.

¹⁴ Por. *European leaders boost reforms. New impetus in quest to make EU world's best economy*. „Single Market News” nr 29, czerwiec 2002 r.

blu Unii regulacji dotyczących jednolitego rynku. Ostatecznie 10% tych przypadków przekazano do rozpatrzenia Europejskiemu Trybunałowi Sprawiedliwości. Frits Bolkestein, Komisarz ds. Jednolitego Rynku, wyraził obawy, że liczby te mogą się znacznie zwiększyć po wejściu w 2004 r. nowych krajów członkowskich. Wskazał on także, że istniejące bariery w funkcjonowaniu jednolitego rynku będą trudniejsze do wyeliminowania w gronie 25 krajów. Jego zdaniem realne jest więc ryzyko fragmentaryzacji unijnego rynku oraz stagnacji gospodarczej, jeśli nie zostaną podjęte zdecydowane działania. Działania takie są szczególnie konieczne w takich dziedzinach, jak energia, transport, zamówienia publiczne oraz europejski patent. Jeśli nie uda się tego zrobić, zmniejszy to szanse, by Unia uzyskała dominującą rolę w gospodarce światowej. Frits Bolkestein podkreślił, że efektem uzyskania takiej pozycji powinien być większy dobrobyt obywateli rozszerzonej Unii. Stwierdził też, iż byłoby iluzją myśleć, że Unia stanie się najsilniejszą gospodarką na świecie, jeśli nie będzie mogła zapewnić pełnego funkcjonowania rynku wewnętrznego. Z tych powodów Komisja pracuje nad „ambitną” nową strategią, by wyeliminować istniejące jeszcze problemy, zwłaszcza w sektorze usług, gdzie kraje członkowskie były dotychczas najbardziej niechętnie w znoszeniu barier w dostępie do rynku krajowego dla podmiotów zagranicznych¹⁷.

W odniesieniu do rynku finansowego, poza niepełnym stopniem wprowadzenia na szczeblu krajowym unijnych dyrektyw, podstawowe znaczenie ma konieczność znowelizowania dyrektyw już istniejących bądź wydania nowych. Ten drugi czynnik skłonił kraje UE do podjęcia w 1999 r. realizacji tzw. **planu w dziedzinie usług finansowych** (Financial Services Action Plan- FSAP). Okazało się bowiem, że niewystarczające są regulacje, które zostały wydane w ramach programu zakończenia budowy jednolitego rynku do 1992 r.

Działania legislacyjne podjęte w ramach FSAP, które doprowadziły do modyfikacji niektórych już istniejących aktów prawnych (głównie dyrektyw), wydania nowych aktów oraz uruchomienia procedury ostatecznego uchwalenia następnych, były przede wszystkim nastawione na realizację dwóch podstawowych celów:

– zniesienia barier w pozyskiwaniu kapitałów na skalę całej Unii,

– zwiększenia zaufania inwestorów do lokowania pieniędzy w instrumenty finansowe dostępne na rynku UE.

Spośród ważniejszych regulacji, odnoszących się do realizacji powyższych celów, które zostały już uchwalone bądź ich proces legislacyjny jest poważnie zaawansowany, na uwagę zasługują¹⁸:

- Dyrektywa dotycząca prospektów emisyjnych (*Directive on Prospectuses*), której zatwierdzenie przewiduje się na czerwiec 2003 r. Regulacje w niej zawarte będą mieć kluczowe znaczenie dla przedsiębiorstw zainteresowanych pozyskiwaniem kapitału za pomocą emisji papierów wartościowych na obszarze całej Unii. Zamiast sporządzać odrębne prospekty emisyjne po to, by dostosowywać się do odrębnych legislacji krajów członkowskich, w przyszłości powinno wystarczyć sporządzenie tylko jednego prospektu emisyjnego, ważnego we wszystkich tych krajach. Prospekt taki musiałby spełniać wymagania kraju macierzystego przedsiębiorstwa emitującego papiery i byłby tzw. jednolitym paszportem emitenta;

- Dwie dyrektywy zaakceptowane w styczniu 2002 r., odnoszące się do funkcjonowania funduszy inwestycyjnych (tzw. dyrektywy UCITS – *undertakings for collective investment in transferable securities*). Na ich podstawie został poszerzony wybór aktywów, w które mogą inwestować swoje środki fundusze inwestycyjne korzystające z jednolitej licencji;

- Rozporządzenie Parlamentu i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie zastosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (*International Accounting Standards*). Kraje członkowskie mają dostosować się do jego postanowień do 2005 r. Kluczowym bodźcem do wydania tego aktu były negatywne doświadczenia związane z tzw. kreatywną księgowością w Stanach Zjednoczonych. Chodzi o to, by minimalizować ryzyko, które dla rynku finansowego może wynikać z ewentualnego niedostatecznego zaufania inwestorów oraz potencjalnych inwestorów do sprawozdań finansowych podmiotów działających na tym rynku, w tym zwłaszcza przedsiębiorstw.

Dyrektywa w sprawie fuzji i przejęć (*Directive on Takeover Bids*). Oczekuje się, że jej zatwierdzenie nastąpi w 2003 r. Dzięki tej dyrektywie zostałyby zharmonizowane minimalne reguły dotyczące połączeń przedsiębiorstw, w tym także instytucji finansowych, z różnych krajów członkowskich. Brak takiej harmonizacji stanowił istotny hamulec dla międzynarodowej konsolidacji tych podmiotów. Kraje członkowskie miały dotychczas praktycznie swobodę w stosowaniu środków mających służyć ochronie bezpieczeństwa publicznego lub innych ważnych interesów państwa, co z kolei utrudniało proces konsolidacyjny.

¹⁵ Por. *European leaders boost reforms. New impetus in quest to make EU world's best economy*, op.cit.

¹⁶ Krajami, które osiągnęły ten cel, były: Wielka Brytania (wskaźnik 1,4%, odpowiadający niedostosowaniu się do 21 dyrektyw), Holandia (1,3%, 19 dyrektyw), Dania (0,7%, 10 dyrektyw), Finlandia (0,6%, 9 dyrektyw) i Szwecja (0,4%, 6 dyrektyw). Najwyższy wskaźnik niedostosowania do unijnych dyrektyw odnotowano w przypadku Francji (3,8%, 56 dyrektyw), Grecji (3,3%, 48 dyrektyw) oraz Portugalii (3,1%, 46 dyrektyw). Por. *Internal Market Scoreboard (XI) 10 years without frontiers*. "Single Market News" nr 30, listopad 2002 r. Szerzej na temat procedur wszczętych ostatnio przez Komisję Europejską wobec krajów członkowskich, które nie dostosowały się do dyrektyw, w tym także dotyczących instytucji finansowych, zob. np. *Commission gets tough with EU law dodgers*. "European Voice" z 9-11 stycznia 2003 r.

¹⁷ Por. *Internal market "unfinished business", says Bolkestein*. "European Voice" z 9-11 stycznia 2003 r.

¹⁸ Por. *Progress on the Financial Services Action Plan. Annex, 27 November 2002*. The European Commission. Internal Market. http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/index.htm. 9.01.2003 r.

• Dyrektywa dotycząca nadzoru nad funduszami emerytalnymi (*Directive on the Prudential Supervision of Pension Funds*), której zaakceptowanie przewiduje się na połowę 2003 r. Zawarte w niej regulacje powinny ułatwić funkcjonowanie zakładowych funduszy inwestycyjnych, dzięki stworzeniu na szczeblu Unii zasad nadzoru nad tymi funduszami, niezbędnych do ochrony praw przyszłych emerytów.

Z punktu widzenia banków ważna jest też współpraca krajów UE na forum międzynarodowym w ramach Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego (Basel Committee on Banking Supervision). Współpraca ta powinna zaowocować wypracowaniem do końca 2003 r. nowego porozumienia w sprawie wymogów kapitałowych (New Basel Capital Accord). Wejście w życie tego porozumienia miałyby nastąpić pod koniec 2006 r., a określone w nim wymagania dotyczące kapitałów banków mają lepiej niż dotychczasowe wymogi uwzględniać specyfikę ryzyka dotyczącego ich działalności¹⁹. Dostosowanie się przez banki do tych postanowień powinno korzystnie wpływać na bezpieczeństwo ich działania, a w efekcie na zaufanie do nich innych uczestników rynku.

Wśród innych działań, podjętych ostatnio w ramach Unii na rzecz wzmocnienia zaufania ze strony inwestorów, są wysiłki Komisji Europejskiej, by stworzyć regulacje unijne dotyczące zarządzania przedsiębiorstwami. Celem ustanowienia na szczeblu Unii takich przepisów byłoby ograniczenie ryzyka powstawania negatywnych zjawisk związanych z zarządzaniem i kontrolą nad działalnością przedsiębiorstw, mogących ostatecznie prowadzić do dramatycznego pogorszenia ich sytuacji finansowej i spadku wartości rynkowej emitowanych przez nie papierów wartościowych. W Stanach Zjednoczonych takie negatywne zjawiska przyczyniły się w ostatnim okresie do bankructw wielu firm, a w efekcie do ogromnych strat wielu inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Te bolesne doświadczenia doprowadziły do uchwalenia w 2002 r. ustawy „Sarbanes-Oxley Act”, mającej przeciwdziałać powstawaniu takich patologii w zarządzaniu przedsiębiorstwami, które istotnie przyczyniły się do kryzysu na rynku finansowym. Regulacje obowiązujące w krajach UE nie prowadziły do takich wynaturzeń w funkcjonowaniu firm, jakie wystąpiły w gospodarce amerykańskiej. Niemniej jednak Komisja Europejska uznała, że konieczne jest ustalenie na szczeblu Unii minimum zasad, których przestrzeganie uchroniłoby firmy europejskie przed rażącymi błędami w zarządzaniu. W listopadzie 2002 r., powołana przez Komisję specjalna grupa ekspertów przedstawiła Radzie UE (Ecofin) raport w tej sprawie, zawierający propozycje zmian.

Wśród nich na szczególną uwagę zasługuje propozycja, by wynagrodzenia dyrektorów firm (zawierające wszystkie elementy) podlegały publikacji. Chodzi w szczególności o to, by akcjonariusze mogli je kontrolować i mieć wpływ na ich kształtowanie. Istnieje świadomość, że obowiązek ujawnienia pełnych wynagrodzeń przez kierownictwo firm może w niektórych krajach spotkać się z ostrym sprzeciwem. Trudno więc przewidzieć, czy da się go wprowadzić w życie. Łatwiejsza do realizacji może być inna propozycja ekspertów by większość osób wchodzących w skład grupy audytorów, kontrolujących sprawozdania finansowe firm, były to osoby niezależne²⁰.

Potencjalny wpływ reformy instytucji UE na kształt rynku finansowego UE

W ostatnich latach proces tworzenia ram prawnych dla efektywnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego w UE znacznie się przyspieszył, choć nie postępuje on w takim tempie, które odpowiadałoby skali wyzwania stojących przed gospodarką Unii. W praktyce bardzo wiele zależy od woli politycznej krajów członkowskich. Od nich faktycznie uzależnione jest bowiem uchwalenie odpowiednich regulacji na szczeblu unijnym oraz ich terminowe wprowadzanie²¹.

Niedawno grupa posłów do Parlamentu Europejskiego wezwała do podjęcia wszelkich działań niezbędnych do tego, by proces budowy jednolitego rynku towarów i usług został zakończony do 2009 r. Posłowie uznali, że otwarcie granic w 1992 r. oraz wprowadzenie euro w 1999 r. były to kamienie milowe na drodze do ustanowienia jednolitego rynku. Teraz konieczne jest, ich zdaniem, podjęcie następnego, finalnego, kroku w tym procesie po to, by Unia Europejska mogła skutecznie konkurować ze Stanami Zjednoczonymi²².

W dyskusji na temat perspektyw funkcjonowania rynku finansowego UE zaczynają pojawiać się głosy, że bez odpowiedniego postępu w dziedzinie integracji politycznej nie da się z rynków krajów członkowskich stworzyć prawdziwie jednolitego rynku unijnego. Don Cruickshank stwierdza np., że bez głębszej unii politycznej nie będzie możliwe zbudowanie takiego rynku. Nie da się bowiem, jego zdaniem, pogodzić istnienia dużych uprawnień władz krajowych z potrzebą stworzenia na szczeblu Unii regulacji zapewniających jednolity charakter rynku. D. Cruickshank dochodzi więc do następujących wniosków:

• Na podstawie obecnego systemu tworzenia prawa na szczeblu UE, gdzie kluczową rolę odgrywają ne-

¹⁹ Szerzej zob. S. Jeanneau: *Recent initiatives by Basel-based committees and Financial Stability Forum*. „BIS Quarterly Review” (Bank for International Settlements) z grudnia 2002 r. oraz *Bank capital adequacy. Basel backflash*. „The Economist” z 14 grudnia 2002 r.

²⁰ Zob. szerzej: K. Carstens: *Winter unveils corporate governance vision*. „European Voice” z 7-13 listopada 2002 r.

²¹ Zob. szerzej: Ch. Huhne: *Will politics help make Europe's capital market efficient*. „European Business Forum” (London), nr 11, 2002.

²² Por. *Complete single market by 2009* MEPs urge. „European Voice” z 20-26 lutego 2003 r.

gocjacje między krajami członkowskimi i forsowanie przez nie swych specyficznych interesów, mało prawdopodobne jest stworzenie dobrze funkcjonującego rynku usług finansowych. Tam, gdzie chodzi o liberalizację rynku, potrzebne są bowiem instytucje, które działałyby w interesie całej Unii. Instytucje te z kolei muszą mieć silną legitymację demokratyczną. Komisja Europejska i Parlament Europejski powinny więc stać się instytucjami mniej podatnymi na ingerencję ze strony krajów członkowskich. W szczególności chodzi o wyposażenie w odpowiednie uprawnienia przewodniczącego Komisji Europejskiej oraz komisarzy odpowiedzialnych za liberalizację rynku. Mieliby oni wtedy taką władzę, która umożliwiłaby przeciwstawienie się narodowemu protekcjonizmowi.

- Powinno też nastąpić odejście od stosowanej do tej pory zasady harmonizacji minimalnych reguł odnoszących się do funkcjonowania instytucji finansowych na rzecz maksymalnego poziomu harmonizacji. Dotychczasowe podejście stwarza bowiem rządowi duże możliwości dodawania własnych regulacji i w efekcie sprzyja protekcjonizmowi. Zastosowanie maksymalnej harmonizacji zamiast minimalnej spowodowałoby, że proces legislacyjny stałby się bardziej przejrzysty, a działania wobec krajów niestosujących się do regulacji przyjętych na szczeblu Unii – bardziej ostre²³.

Odnosząc się do powyższych uwag, można stwierdzić, że w ramach Konwentu opracowującego projekt Konstytucji UE toczą się prace nad nowym usytuowaniem Komisji Europejskiej, a także pozostałych instytucji, w systemie decyzyjnym Unii. Propozycje wypracowane przez Konwent powinny stać się podstawą negocjacji w ramach przyszłej konferencji międzyrządowej, która ma zostać zwołana w celu uchwalenia zmian. Trudno obecnie przewidzieć, kiedy ten proces reform zostanie zakończony. Nowe kraje członkowskie, w tym Polska, liczą na to, że będą uczestniczyć w nadaniu przyszłego kształtu integracji, w tym także w określeniu nowych ram instytucjonalnych procesu integracyjnego.

²³ Por. D. Cruickshank: *A Single market requires political union*. „Financial Times” z 22 stycznia 2003 r.

Niełatwo jest też określić, w jakim kierunku pójdą zmiany. Na podstawie dotychczasowych prac Konwentu można stwierdzić, że w jego ramach ścierają się poglądy z jednej strony zwolenników nadania większych uprawnień Komisji Europejskiej, z drugiej zaś zwolenników wzmocnienia współpracy międzyrządowej. Jeśli większy wpływ na kształt Konstytucji Unii, która ma być finalnym efektem prac Konwentu, będą mieć ci pierwsi, to proces integrowania się krajowych rynków finansowych w ramach Unii w jeden wielki rynek może przyspieszyć. Jeśli zaś przewagę uzyskają ostatecznie zwolennicy współpracy międzyrządowej, to partykularne interesy poszczególnych krajów w dalszym ciągu będą osłabiać tempo integracji krajowych rynków finansowych. W konsekwencji rynek finansowy Unii długo jeszcze nie będzie tak jednolity, jak rynek Stanów Zjednoczonych czy Japonii.

Podsumowanie

Na rynku finansowym Unii dokonuje się bardzo wiele zmian, zarówno o charakterze prawnym, jak i realnym. Działania legislacyjne mają kluczową rolę do odegrania w zmniejszaniu barier dzielących ciągle jeszcze rynki finansowe krajów członkowskich. Nie można zaprzeczyć, że w ciągu minionych kilkunastu lat dokonano ogromnego wysiłku na rzecz integracji tych rynków. Krajom członkowskim trudno jest jednak definitywnie odejść od stosowanych przez dziesięciolecia systemów ochrony rynków krajowych przed zagraniczną konkurencją. Z tego względu nie należy raczej oczekiwać, by w dającej się przewidzieć perspektywie rynki te stały się zupełnie otwarte. Jest to proces żmudny i długotrwały. Konsekwentne działania Komisji Europejskiej, jako strażnika zapisanych w traktacie swobód na rynku Unii, powinny prowadzić w dłuższej perspektywie do spadku znaczenia także barier nieformalnych, które obecnie najbardziej utrudniają dostęp do rynków krajowych. Powinno temu sprzyjać przekonanie, że dalsza integracja rynków przełoży się na niższe koszty finansowania działalności gospodarczej i bardziej efektywne inwestowanie oszczędności.