

Financial Services Action Plan – stan realizacji i wpływ na kształt europejskiego rynku finansowego

Aleksandra Pilecka

Działania w zakresie integracji europejskiego rynku finansowego

Obecność na rynku barier strukturalnych spowalniającej wzrost gospodarczy oraz wyzwania związane z globalizacją, rosnącą na światowych rynkach presją konkurencyjną, postępem technologicznym i wysokim poziomem bezrobocia doprowadziły do szerokiej dyskusji nad kondycją i perspektywami gospodarki europejskiej¹. Wynikiem tego było przyjęcie w marcu 2000 r., na posiedzeniu Rady Europejskiej w Lizbonie, strategii wytyczającej istotne kierunki rozwoju Unii Europejskiej.

Strategia Lizbońska jest to długofalowy, zakrojony na szeroką skalę program społeczno-gospodarczy, obejmujący wprowadzenie wielu reform i zmian strukturalnych, który ma stworzyć UE szansę szybkiego i trwałego rozwoju. Działania w jej ramach koncentrują się w dużym stopniu na integracji rynków nieobjętych dotychczas pełną liberalizacją. Dlatego też istotnym elementem realizacji Strategii jest usprawnienie integracji europejskiego rynku finansowego. Szczegółowy plan działań w tym zakresie można znaleźć w dokumencie przedstawionym przez Komisję Europejską w 1999 r. – Financial Services Action Plan² (FSAP).

Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) obejmuje cały rynek finansowy. Analiza zakresu tematycznego pozwala jednak zauważyć, że priorytetem FSAP jest utworzenie zintegrowanego rynku kapitałowego. Rynek ten bowiem w większości krajów europejskich nie pełnił dotychczas szczególnie istotnej funkcji jako mechanizm alokacji zasobów. W opublikowanym dokumencie najmniej zmian dotyczy rynku kredytowego, gdzie sugerowane poprawki mają charakter głównie uzupełniający i wynikają ze zmieniających się warunków działania w otoczeniu gospodarczym. Niewielkie zmiany dotyczą także rynku ubezpieczeniowego.

FSAP koncentruje się w dużym stopniu na znoszeniu barier pomiędzy rynkami i promowaniu konkurencji w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych. Przewiduje realizację 42 celów w formie dyrektyw, komunikatów lub rekomendacji Komisji Europejskiej. Działania legislacyjne podjęte w ramach FSAP polegają na modyfikacji niektórych już istniejących aktów prawnych, wydawaniu nowych oraz uruchamianiu procedury uchwalania następnych. Cele obejmują także wiele innych problemów związanych z infrastrukturą, nadzorem czy podatkami, rynkiem *venture capital* i innymi (poza rynkiem kapitałowym) segmentami rynku finansowego UE. Szczegółowy harmonogram działań FSAP zawiera:

Trzy cele strategiczne:

I. Stworzenie jednolitego hurtowego rynku przepływów kapitałowych. Jest to najbardziej pilna i ambitna część Planu, w ramach której wyróżniono 6 bardziej szczegółowych kierunków działań dotyczących:

¹ Urząd Komitetu Integracji Europejskiej: *Strategia Lizbońska – droga do sukcesu Zjednoczonej Europy*, maj 2002.

² European Commission: *Financial Services Action Plan*, 11.05.1999.

Tabela 1 Cele i działania przewidziane w ramach realizacji Financial Services Action Plan

Cel FSAP	Niezbędne działania
Utworzenie jednolitego hurtowego rynku przepływów kapitałowych	<ul style="list-style-type: none"> • Umożliwienie emitentom pozyskiwania kapitału na atrakcyjnych warunkach w ramach całej UE • Zapewnienie inwestorom i pośrednikom finansowym swobodnego dostępu do rynku • Zapewnienie instytucjom świadczącym usługi inwestycyjne możliwości swobodnego oferowania tych usług na terenie UE, bez konieczności pokonywania różnego typu barier administracyjnych czy prawnych • Ustanowienie przejrzystej i dobrze zintegrowanej struktury rynku, w ramach której zarządzający funduszami będą w stanie dokonywać najbardziej efektywnych inwestycji • Stworzenie klimatu zaufania opartego na istnieniu określonych reguł prawnych, tak aby handel papierami wartościowymi był wolny od ryzyka niewywiązania się przez strony z warunków transakcji <p>W ramach realizacji celu pierwszego przewidziano 19 aktów prawnych.</p>
Stworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego	<ul style="list-style-type: none"> • Wyposażenie konsumentów we wszystkie niezbędne środki (dostęp do informacji, jasne zdefiniowanie przysługujących im praw), aby mogli aktywnie działać na jednolitym rynku finansowym • Zidentyfikowanie i usunięcie wszelkich rozbieżności między zasadami świadczenia usług finansowych w różnych krajach UE, tak aby istniała swoboda ich przepływu między krajami • Stworzenie podstaw prawnych, dzięki którym powstaną nowe kanały dystrybucji, nowe technologie zostaną natomiast zastosowane w skali paneuropejskiej • Stworzenie efektywnego i bezpiecznego systemu rozliczeń, który umożliwi konsumentom ponoszenie jak najmniejszych opłat podczas transakcji transgranicznych <p>Zdecydowano, że realizacja tych zadań wymaga przyjęcia 9 aktów prawnych.</p>
Wprowadzenie nowoczesnych zasad ostrożnościowych i systemu nadzoru nad rynkami finansowymi	<ul style="list-style-type: none"> • Wyeliminowanie wszystkich niejasności w obecnie obowiązujących normach ostrożnościowych, wynikających np. z procesu globalizacji • Ustanowienie właściwych standardów działania sektora bankowego UE, aby mógł on sprostać narastającej presji konkurencyjnej • Stworzenie zintegrowanych struktur nadzoru na poziomie UE, dzięki którym możliwe byłoby utrzymanie stabilności i zaufania na rynku • Umożliwienie Wspólnocie Europejskiej odegrania istotnej roli w ustanawianiu globalnych standardów w zakresie regulacji i nadzoru <p>W tym segmencie należy przyjąć 10 regulacji.</p>
Stworzenie lepszych warunków do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego	<ul style="list-style-type: none"> • Likwidacja różnic w opodatkowaniu • Powstanie efektywnego i przejrzystego systemu corporate governance <p>Realizacja tych celów wymaga powstania 4 regulacji.</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Commission: Financial Services Action Plan, op.cit. oraz M. Janicka: Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej - stan obecny i perspektywy, „Bank i Kredyt” nr 6/2002.

pozyskiwania kapitału w wymiarze europejskim, wspólnych ram regulacyjnych dla zintegrowanego rynku papierów wartościowych i instrumentów pochodnych, jednolitych standardów raportów finansowych od notowanych spółek, ograniczenia ryzyka systemowego w zakresie rozliczeń, bezpiecznych i przejrzystych warunków restrukturyzacji transgranicznych oraz jednolitego rynku dla inwestorów.

II. Stworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego.

III. Wprowadzenie nowoczesnych zasad ostrożnościowych i systemu nadzoru nad rynkami finansowymi.

Jeden cel ogólny:

IV. Stworzenie lepszych warunków do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego (głównie poprzez zmniejszenie różnic w systemie podatkowym).

Cele strategiczne i cel ogólny wraz z określonymi dla ich realizacji działaniami przedstawia tabela 1.

Termin realizacji FSAP został wyznaczony na kwiecień 2004 r., a w zakresie rynku papierów wartościowych na koniec 2003 r.³ Oba terminy realizacji

minęły. Zasadne jest zatem pytanie o stopień spełnienia celów i wpływ, jaki plan działań w zakresie usług finansowych wywarł na kształt rynku europejskiego.

Stan realizacji

Według Raportu Komisji Europejskiej z dnia 1 czerwca 2004 r.⁴, z 42 celów zawartych w pierwotnej wersji FSAP zrealizowanych zostało 39. Brakujące trzy inicjatywy to: modyfikacja 10. dyrektywy prawa spółek w sprawie fuzji transgranicznych, wniesienie poprawek do dyrektyw dotyczących wymogów kapitałowych dla banków i firm inwestycyjnych oraz uchwalenie 14. dyrektywy prawa spółek w sprawie przenoszenia siedziby spółki. Dokończenia wymagają także inne, dodawane w trakcie realizacji FSAP, zamierzenia. Należy bowiem zaznaczyć, że działania podejmowane w ramach FSAP nie pokrywają się całkowicie z pierwotnymi celami zaprezentowanymi w dokumencie *Financial Services Action Plan* z 11 maja 1999 r. W trakcie realizacji projektu były one bowiem zmieniane, dodawano również nowe,

³ European Commission: *Financial Services. Ninth Report*. Brussels, 25 November 2003.

⁴ European Commission: *Financial Services. Turning the Corner, Tenth Report*. Brussels, 2 June 2004.

Tabela 2 Stan prac dotyczących realizacji *Financial Services Action Plan*

STRATEGICZNY CEL PIERWSZY	
Stworzenie jednolitego hurtowego rynku przepływów kapitałowych	
Cel	Stopień realizacji
W zakresie pozyskiwania kapitału w wymiarze europejskim	
Dyrektywa w sprawie prospektów emisyjnych (directive on prospectuses, 2003/71/EC)	Przyjęcie 15 lipca 2003 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do 30 czerwca 2005 r.
Dyrektywa w sprawie przejrzystości i obowiązków informacyjnych (directive on transparency obligations)	Porozumienie osiągnięte 11 maja 2004 r. Dyrektywa uchwalona 17 grudnia 2004 r.
W zakresie wspólnych ram regulacyjnych dla zintegrowanego rynku papierów wartościowych i pochodnych	
Komunikat KE dotyczący rozróżnienia pomiędzy inwestorami kwalifikowanymi a detalicznymi COM (2002) 722	Wydany 14 października 2000 r.
Komunikat KE dotyczący wniesienia poprawek do dyrektywy ISD (Investment Services Directive) COM (2000) 729	Wydany 15 października 2000 r.
Dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku (directive on insider dealing and market manipulation, 2003/6/EC)	Dyrektywa uchwalona 3 grudnia 2002 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do 12 października 2004 r.
Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych (dyrektywa o usługach inwestycyjnych i rynkach regulowanych) (zmodernizuje dyrektywę ISD) (directive on financial instruments markets, 2004/39/EC)	Dyrektywa uchwalona 21 kwietnia 2004 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do końca maja 2006 r.

W zakresie jednolitych standardów raportów finansowych dla notowanych spółek	
Nowelizacja 4. i 7. dyrektywy prawa spółek w zakresie prawdziwej wyceny (fair value accounting, 2001/65/EC)	Poprawki wniesione 27 września 2001 r. Termin implementacji dyrektywy minął 1 stycznia 2004 r.
Komunikat uaktualniający europejską strategię dotyczącą standardów rachunkowości (accounting strategy, COM (2000) 359)	Wydany 13 czerwca 2000 r.
Rekomendacja 2001/256 i komunikat KE COM (2003) 286 dotyczący audytu	Rekomendacja wydana 15 listopada 2000 r. Komunikat wydany 21 maja 2003 r.
Nowelizacja zapisów nt. rachunkowości 4. i 7. dyrektywy prawa spółek (modernisation of accounting provisions, 2003/51/EC)	Przyjęta 16 czerwca 2003 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do 1 stycznia 2005 r.
Rozporządzenie w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (application of international accounting standards, (EC) 1606/2002)	Przyjęte 19 lipca 2002 r. Przepisy będą miały zastosowanie od 2005 r.
Rekomendacja 2001/6942 dotycząca niezależności audytorów	Wydana 16 maja 2002 r.
W zakresie ograniczenia ryzyka systemowego w zakresie rozliczeń	
Wprowadzenie dyrektywy w sprawie ostateczności rozliczeń (settlement finality directive, 98/26/EC)	Dyrektywa uchwalona 19 maja 1998 r. W najbliższych miesiącach KE opublikuje raport na temat modyfikacji dyrektywy.
Dyrektywa w sprawie ustanawiania zabezpieczeń finansowych (financial collateral arrangements, 2002/47/EC)	Dyrektywa przyjęta 6 czerwca 2002. Termin wprowadzenia dyrektywy minął 27 grudnia 2003 r. W najbliższych miesiącach KE opublikuje raport na temat modyfikacji dyrektywy.
W zakresie bezpiecznych i przejrzystych warunków dla transgranicznych restrukturyzacji	
Dyrektywa w sprawie przejęć (directive on take over bids)	Dyrektywa przyjęta 21 kwietnia 2004 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do połowy 2006 r.
Porozumienie dotyczące dyrektywy w sprawie statutu firmy europejskiej (european company statute) (dyrektywa 2001/86/EC i rozporządzenie (EC) 2157/2001)	Porozumienie osiągnięte 8 października 2001 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia postanowień do 8 października 2004 r.
Przegląd europejskich praktyk dotyczących nadzoru korporacyjnego (komunikat COM (2003) 284)	Raport na ten temat opublikowany 27 marca 2002 r. Komunikat dotyczący Prawa Spółek i <i>corporate governance</i> wydany 21 maja 2003 r.
Modyfikacja 10. dyrektywy prawa spółek w sprawie fuzji transgranicznych (10 th company law directive)	Przedstawiona nowa propozycja dyrektywy. Przewidywany termin uchwalenia – 2005 r.
14. dyrektywa prawa spółek w sprawie przenoszenia siedziby spółki (14 th company law directive)	Nowa propozycja dyrektywy zostanie przedstawiona w drugiej połowie 2004 r. Przewidywany termin uchwalenia – 2005 r.
Raport ekspertów dotyczący prawa spółek i Plan działania w zakresie europejskiego prawa spółek i nadzoru korporacyjnego (company law and corporate governance)	Raport końcowy Grupy Wintera* – 4 listopada 2002 r. 21 maja 2003 r. KE wydała komunikat dotyczący prawa spółek, zawierający konkretne działania. Początek działań – koniec 2003 r.
Nowelizacja ósmej dyrektywy prawa spółek dotyczącej ustawowego audytu (8 th company law directive)	Nowa propozycja dyrektywy przedstawiona w 16 marca 2004 r. Przewidywany termin uchwalenia – druga połowa 2004 r.

W zakresie jednolitego rynku pracującego dla inwestorów	
Komunikat nt. planu dotyczącego funduszy emerytalnych, COM (1999) 134	Wydany 11 maja 1999 r.
Dyrektywa w sprawie nadzoru nad funduszami emerytalnymi (directive on the prudential supervision of pension funds) (P5-TA (2003) 0086)	Uchwalona 13 maja 2003 r.
Komunikaty na temat systemów płatności i rozliczeń COM (2002) 257, COM (2004) 312	Komunikaty wydane 28 maja 2002 r. oraz 28 kwietnia 2004 r.
Porozumienie dotyczące dyrektyw w zakresie UCITS (undertakings for collective investment in transferable securities, 2001/107/EC, 2001/108/EC)	Uchwalenie dwóch dyrektyw – 4 grudnia 2001 r. Termin wprowadzenia dyrektyw minął 13 sierpnia 2003 r.
STRATEGICZNY CEL DRUGI	
Stworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego	
Cel	Stopień realizacji
Dyrektywa w sprawie oferowania usług finansowych na odległość (distance marketing of financial services, 2002/64/EC)	Dyrektywa uchwalona 23 września 2002 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do 9 października 2004 r.
Komunikat KE dotyczący przejrzystych informacji dla nabywców COM (2001) 66	Wydany 7 lutego 2001 r.
Rekomendacja KE dotycząca kredytów hipotecznych (mortgage credit, 2001/193)	Wydana 1 marca 2001 r.
Plan KE w zakresie zapobiegania oszustwom i fałszerstwom w systemach płatniczych (fraud and counterfeiting, COM (2001) 11)	Ogłoszony 9 lutego 2001.
Komunikat dotyczący wolności świadczenia usług w zakresie ubezpieczeń C (1999) 5046	Wydany 2 lutego 2000 r.
Dyrektywa w sprawie pośredników ubezpieczeniowych (insurance mediation, 2002/92/EC)	Dyrektywa z 9 grudnia 2002 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do 15 stycznia 2005 r.
Komunikat dotyczący płatności na Rynku Wewnętrznym COM (2000) 36	Wydany 31 stycznia 2000 r.
Dyrektywa o handlu elektronicznym (e-commerce, 2000/31/EC) i Komunikat KE COM (2001) 66 dotyczący e-commerce w zakresie usług finansowych	Dyrektywa uchwalona 8 czerwca 2000 r. Komunikat wydany 7 lutego 2001 r.
Propozycja ram prawnych dotyczących płatności na Rynku Wewnętrznym	Propozycja sformułowana w grudniu 2003 r. Konsultacje zamknięte 15 lutego 2004 r.
Wprowadzenie FIN-NET – sieci europejskich sądów polubownych dla usług finansowych	FIN-NET utworzony w 2001 r. Kontynuacja działań.
Prace nad projektem dotyczącym systemów gwarancyjnych w zakresie ubezpieczeń	Trwają prace przygotowawcze.
Raport KE nt. różnic w regulacjach dotyczących transakcji zawieranych z klientami detalicznymi (consumer-business transactions)	Zakończono rozmowy z grupami konsumenckimi i przedsiębiorcami. Zebrane informacje są wykorzystywane w dalszych pracach Komisji.

Rozwinięcie Planu KE w zakresie zapobiegania oszustwom i fałszerstwom w systemach płatniczych (fraud and counterfeiting)	Raport z realizacji Planu na lata 2001–2003 zaprezentowany 25 października 2004 r. Również 25 października 2004 r. zaprezentowano Plan na lata 2004–2007.
STRATEGICZNY CEL TRZECI	
Wprowadzenie nowoczesnych zasad ostrożnościowych i systemu nadzoru	
Cel	Stopień realizacji
Dyrektywa w sprawie zamykania przedsiębiorstw ubezpieczeniowych (directive on the reorganisation and winding-up of insurance undertakings, 2001/17/EC)	Przyjęcie 19 marca 2001 r. Termin wprowadzenia dyrektywy minął 20 kwietnia 2003 r.
Dyrektywa w sprawie reorganizacji i likwidacji instytucji kredytowych (directive on the reorganisation and winding-up of credit institutions, 2001/24/EC)	Dyrektywa z 4 kwietnia 2001 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do 5 maja 2005 r.
Dyrektywa w sprawie funkcjonowania instytucji prowadzących pracownicze programy emerytalne i nadzoru nad nimi (directive on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision, 2003/41/EC)	Dyrektywa uchwalona 3 czerwca 2003 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do wprowadzenia dyrektywy do 23 września 2005 r.
Dyrektywa w sprawie pieniądza elektronicznego (electronic money directive, 2000/46/EC)	Przyjęcie 18 września 2000 r. Termin wprowadzenia dyrektywy minął 27 kwietnia 2002 r.
Wniesienie poprawki do dyrektywy w sprawie przeciwdziałania praniu brudnych pieniędzy (money laundering directive, 2001/97/EC)	Przyjęcie 4 grudnia 2001 r. Termin wprowadzenia dyrektywy minął 15 czerwca 2003 r.
Rekomendacja KE w zakresie ujawniania stosowanych instrumentów finansowych, 2000/408	Wydana 23 czerwca 2000 r.
Wniesienie poprawek do dyrektyw dotyczących wymogów kapitałowych dla banków i firm inwestycyjnych (capital framework for banks and investment firms)	Prezentacja projektu przez KE 14 lipca 2004 r. Przewidywany termin uchwalenia – 2006 r.
Nowelizacja wymogów w zakresie wskaźników wypłacalności w dyrektywach ubezpieczeniowych (solvency margin requirements, 2002/12/EC, 2002/13/EC)	Uchwalenie dwóch dyrektyw 5 marca 2002 r. Termin wprowadzenia postanowień minął 20 września 2003 r.
Dyrektywa w sprawie uzupełniającego się nadzoru nad konglomeratami finansowymi (supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate, 2002/87/EC)	Dyrektywa z 16 grudnia 2002 r. Państwa członkowskie są zobowiązane do implementacji dyrektywy do 11 sierpnia 2004 r.
Utworzenie the European Securities Committee (ESC) i the Committee of European Securities Regulators (CESR)	Komitety powołane decyzją z 6 czerwca 2001 r.
Nowelizacja dyrektywy ubezpieczeniowej i dyrektywy ISD w zakresie dotyczącym wymiany informacji z krajami trzecimi 2000/64/EC	Poprawki wniesione 7 listopada 2000 r. Termin wprowadzenia postanowień minął 17 listopada 2003 r.
Dyrektywa dotycząca nadzoru w zakresie reasekuracji (reinsurance supervision)	KE przedstawiła propozycję dyrektywy 21 kwietnia 2004 r. Przewidywany termin uchwalenia – 2005 r.
Przegląd systemu wypłacalności w ubezpieczeniach (solvency system in insurance – Insurance Solvency II)	Dyrektywa zostanie zaprezentowana w 2005 r.

Trzecia dyrektywa w zakresie przeciwdziałania praniu brudnych pieniędzy (third money laundering directive)	Propozycja dyrektywy przedstawiona 30 czerwca 2004 r.
CEL OGÓLNY	
Stworzenie lepszych warunków do sprawnego funkcjonowania jednolitego rynku finansowego	
Cel	Stopień realizacji
Dyrektywa w sprawie opodatkowania dochodów z oszczędności (taxation of savings income, 2003/48/EC)	Dyrektywa uchwalona 3 czerwca 2003 r. Termin wprowadzenia dyrektywy minął 1 stycznia 2004 r.
Wdrożenie kodeksu postępowania w zakresie opodatkowania działalności gospodarczej (code of conduct on business taxation)	Trwają prace w grupie Code of Conduct.
Inicjatywa KE w sprawie opodatkowania w ramach transgranicznych emerytur pracowniczych (cross-border occupational pensions)	Komunikat KE wydany 19 kwietnia 2001 r. Trwają prace w tym zakresie.

Uwaga: wytłuszczonym drukiem zaznaczono prace jeszcze niezakończone.

* Grupa Wintera (*High Level Group of Company Law Experts*) została utworzona przez Komisję Europejską we wrześniu 2001 r. Zespół złożony z ekspertów prawa wydaje rekomendacje dotyczące modernizacji istniejącej struktury regulacyjnej w zakresie prawa spółek.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *European Commission: Financial Services. Eight Report. Brussels, 3 June 2003; European Commission: Financial Services. Ninth Report, op. cit.; European Commission: Financial Services. Tenth Report, op. cit.*

zgodnie z potrzebami wynikającymi ze zmiany bieżącej sytuacji na rynku.

W tabeli 2 przedstawiony został szczegółowo stan prac dotyczących realizacji planu w zakresie usług finansowych.

Kształt europejskiego rynku finansowego

W okresie realizacji Financial Services Action Plan na rynku finansowym zaszły niemałe zmiany. Obserwowane jest zwiększenie obrotów i płynności, czemu towarzyszy rozszerzanie się zakresu instrumentów i technik finansowania. Transakcje częściej zawierane są w sposób transgraniczny, instytucje finansowe coraz częściej oferują usługi poza swoim krajem macierzystym, a gospodarka europejska stała się mniej zależna od finansowania bankowego⁵. Dowodem zwiększonej integracji są reakcje poszczególnych rynków na wydarzenia i sytuacje na innych rynkach – informacje te mają silny wpływ zarówno na wysokość stopy zwrotu z inwestycji, jak i na zmiany kapitalizacji całych giełd⁶. Coraz większą popularność zyskuje również handel elektroniczny papierami wartościowymi, oferowany przez banki i firmy inwestycyjne w sposób transgraniczny. Jest to dowodem nie tylko integracji rynku europejskiego, ale także postępującej glo-

balizacji świadczenia usług finansowych. Widoczna jest również coraz wyraźniejsza ekspansja rynków giełdowych ponad granicami narodowymi. Coraz więcej podmiotów finansuje się bezpośrednio na rynku kapitałowym.

W sektorze obligacji rządowych zmniejszyła się rozpiętość dochodów uzyskiwanych z inwestycji w te papiery wartościowe. Na rynku obligacji korporacyjnych można również zauważyć zmniejszanie się różnic w dochodowości. W wyniku zwiększonej konkurencji znacznemu ujednoliceniu uległy opłaty związane ze świadczeniem usług finansowych dla klientów korporacyjnych. Postęp jest szczególnie widoczny w wypadku dużych emisji obligacji nominowanych w euro, gdzie opłaty na rzecz gwarantów emisji są porównywalne z prowizjami pobieranymi w segmencie obligacji nominowanych w dolarach amerykańskich⁷.

W mniej zintegrowanym segmencie akcji czynniki narodowe odgrywają większą rolę i dlatego nie zaobserwowano tam znacznego spadku opłat. Narodowy charakter ma w szczególności rynek pierwotny (rynek IPO⁸ i emisje praw poboru). Dostatecznym stopniem integracji charakteryzuje się jedynie rynek wtórny z punktu widzenia inwestorów hurtowych, w których imieniu na rynkach operują banki inwestycyjne. Jednak same banki inwestycyjne natrafiają na bariery w postaci braku jednolitej infrastruktury transakcyjnej i rozliczeniowej.

⁵ European Commission, „Single Market News”, No 33, April 2004.

⁶ Na przykład: spadki kapitalizacji giełd europejskich od 2000 r. były częściowo spowodowane reakcją na przewartościowanie w sektorze wysokich technologii i problemy z obszaru księgowości i ładu korporacyjnego na rynku amerykańskim.

⁷ Securities Expert Group: *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects, Final Report*. May 2004.

⁸ *Initial Public Offering*, pierwsza oferta papierów wartościowych danej spółki na rynku publicznym.

Tabela 3 *Komitety II i III poziomu regulacyjnego w różnych dziedzinach usług finansowych*

	Papiery wartościowe	Bankowość	Ubezpieczenia i fundusze emerytalne
Poziom II	European Securities Committee (ESC)	European Banking Committee (EBC)	European Insurance & Occupational Pensions Committee (EIOPC)
Poziom III	Committee of European Securities Regulators (CESR)	Committee of European Banking Supervisors (CEBS)	Committee of European Insurance & Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS)

Źródło: European Commission: *Financial Services. Tenth Report, op.cit.*

Trudności w zintegrowaniu europejskich rynków wynikają właśnie z braku efektywnej, jednolitej infrastruktury. Dlatego najmniejszym stopniem integracji charakteryzuje się segment transakcji zabezpieczonych rynku pieniężnego (rynek *repo*), segment krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych oraz segment wysokodochodowych dłużnych papierów wartościowych⁹. W ostatnim wypadku znacznym ograniczeniem są narodowe różnice w prawie upadłościowym.

Sytuacja na europejskim rynku finansowym pokazuje, że do tej pory poszczególne cele FSAP zostały osiągnięte w różnym stopniu. Hurtowy rynek usług finansowych jest znacznie bardziej zintegrowany niż rynek detaliczny. Na rynku hurtowym ceny są wysoce porównywalne, w odniesieniu do produktów finansowych stosowane są uzgodnione definicje, zawierane porozumienia, istnieje wspólna infrastruktura. Jako przykłady mogą posłużyć: niezabezpieczony międzybankowy rynek pieniężny, na którym wykorzystywany jest system TARGET¹⁰, czy oparcie rynku swapów stopy procentowej typu O/N na stopie EONIA¹¹. Rynek usług detalicznych ma znacznie bardziej narodowy charakter. Różnicę widać w zakresie i charakterze oferowanych produktów oraz w ich cenach.

Dotychczasowy postęp w zakresie integracji rynku finansowego jest rezultatem zarówno realizacji FSAP, jak i wprowadzenia wspólnej waluty, postępu technologicznego i wielu innych czynników. Trudno jest oszacować dokładny wpływ każdego z nich. Pewne jest natomiast, że Unia Europejska dzięki FSAP została wyposażona w skuteczne mechanizmy regulacyjne i nadzorcze. Rozważając korzyści, jakie przyniósł FSAP, nie sposób nie odnieść się również do wprowadzonego, właśnie w ramach planu z zakre-

su usług finansowych, nowego podejścia do tworzenia przepisów rynku kapitałowego. Realizując rekomendacje przedstawione w raporcie Lamfalussy'ego¹², Rada Europejska podjęła w 2001 r. decyzję o wprowadzeniu w życie nowego, czteropozomowego procesu regulacyjnego¹³. Jego celem jest przyspieszenie procesu legislacyjnego oraz umożliwienie sprawnego dostosowania rozwiązań prawnych do zmian zachodzących w otoczeniu rynkowym.

Nowy proces regulacyjny ma wiele zalet. Nad tworzeniem przepisów pracują wszystkie zainteresowane strony. Ich współpraca ma podstawowe znaczenie szczególnie na poziomie II¹⁴. W ten sposób mogą powstawać efektywniejsze rozwiązania, które będą sprawnie funkcjonować w praktyce. O powodzeniu nowego rozwiązania świadczy fakt, że w listopadzie 2003 r. Komisja Europejska zaproponowała odpowiednie kroki, aby czteropozomowy proces regulacyjny zastosować także w sferze bankowości, ubezpieczeń i funduszy emerytalnych. Utworzone zostały nowe komitety w zakresie innych niż rynek kapitałowy dziedzin usług finansowych. Przedstawia je tabela 3¹⁵.

¹² Mowa o dokumencie *Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001.

¹³ Każdy z czterech poziomów nowego procesu ma inny charakter i zadania do spełnienia. Dyrektywy ramowe przyjmowane przez Parlament Europejski i Radę na **poziomie I** obejmują regulacje o charakterze ogólnym oraz regulacje określające zakres delegacji do wydania przepisów implementacyjnych na kolejnym poziomie. **Poziom II** polega na wydawaniu przepisów o charakterze szczegółowym. Prace nad przepisami odbywają się na zasadzie współpracy państw członkowskich, Komisji Europejskiej i dwóch nowo powstałych Komitetów (Komitetu Papierów Wartościowych ESC i Komitetu Europejskich Instytucji Nadzoru CESR). Na **poziomie III** opracowywane są wytyczne do administracyjnych przepisów wspólnotowych, ustalane wspólne standardy. Ważna staje się współpraca nadzorów. Główną rolę na tym poziomie odgrywa CESR, który koordynuje przeniesienie i zastosowanie zasad poziomu I i II przez kraje członkowskie. **Poziom IV** dotyczy usprawnienia wprowadzania prawa wspólnotowego. Prowadzone są działania na rzecz wzmocnienia współpracy przy wdrażaniu przepisów oraz sprawowany jest nadzór nad ich realizacją.

¹⁴ Proces uchwalania przepisów technicznych na poziomie II, obejmujący szerokie konsultacje rynkowe, odbywa się w ramach tzw. procedury komitologicznej (*comitology procedure*).

¹⁵ Nowe komitety z zakresu bankowości, ubezpieczeń i funduszy emerytalnych zastąpiły działające do tej pory: Banking Advisory Committee (BAC), Insurance Committee (IC). Obowiązki UCITS Contact Committee zostały przejęte przez ESC i CESR.

⁹ Bank of England: *After the EU Financial Services Action Plan: A new strategic approach*. May 2004.

¹⁰ *Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer System*, system integrujący krajowe systemy rozliczeń członków Unii Europejskiej z Europejskim Bankiem Centralnym jako centralą rozliczeniową.

¹¹ *Euro Overnight Index Average*, referencyjna stopa dla międzybankowych operacji depozytowych typu O/N ustalana przez EBC.

Tabela 4 Zakres prac zaplanowanych przez Komisję Europejską na 2004 r.

• Nowelizacja ósmej dyrektywy prawa spółek
• Trzecia dyrektywa w zakresie przeciwdziałania praniu brudnych pieniędzy
• Przegląd wymogów kapitałowych dla instytucji finansowych (CAD III)
• Kontynuacja działań w zakresie europejskiego prawa spółek i nadzoru korporacyjnego
• Propozycja uproszczenia i nowelizacji drugiej dyrektywy prawa spółek
• Dyrektywa dotycząca nadzoru w zakresie reasekuracji
• 10. dyrektywa prawa spółek w sprawie fuzji transgranicznych
• 14. dyrektywa prawa spółek w sprawie przenoszenia siedziby spółki
• Ramy prawne w UE dotyczące płatności na Jednolitym Rynku
• Rozporządzenie wprowadzające do europejskiego prawa rekomendację FATF* nr 7
• Przegląd systemu wypłacalności w ubezpieczeniach

Źródło: European Commission: *Financial Services. Tenth Report, op.cit.*

Inicjatywy przeprowadzane w ramach FSAP przynoszą pozytywne efekty. W znacznym stopniu udało się wyeliminować najpoważniejsze bariery integracji rynku finansowego: brak w istniejącym prawodawstwie istotnych regulacji, różnice w systemach prawnych poszczególnych państw członkowskich oraz nieefektywne funkcjonowanie struktury regulacyjnej. Jednak dla przyszłego rozwoju rynku unijnego ważne jest również zidentyfikowanie obszarów, na których zostały poczynione najmniejsze postępy i które wymagają dalszego działania. Są to z pewnością zagadnienia dotyczące infrastruktury transakcyjnej i rozliczeniowej¹⁶, rozwoju rynku wysokiego ryzyka oraz tworzenia efektywnych struktur nadzoru korporacyjnego. Spośród pozostałych barier działalności transgranicznej należy wymienić:

- niejedolite systemy podatkowe funkcjonujące w poszczególnych państwach UE; znacznym problemem są szczególnie zróżnicowane stawki VAT dla transferów dokonywanych wewnątrz grup kapitałowych,
- wymóg ustanawiania przedstawicielstwa w niektórych krajach dla *market – makers* i maklerów,
- ograniczenia dostępu podmiotów zagranicznych do krajowych systemów transakcyjnych oraz systemów płatności i rozliczeń,
- różnice w narodowych prawach upadłościowych i odmienne przepisy dotyczące wymaganych zabezpieczeń,

- przepisy niesprzyjające transgranicznym fuzjom banków,
- odmienne podejście do polityki ochrony konsumentów, fragmentacja detalicznego systemu płatności, wysokie koszty rejestrowania podmiotów oraz spełnienia przez nie koniecznych wymogów.

Plan działań po zakończeniu realizacji FSAP

Samo stworzenie, choćby najlepszych, regulacji dotyczących rynku usług finansowych nie doprowadzi do efektywnej integracji. Stopień, w jakim FSAP przyczyni się do utworzenia Jednolitego Rynku, zależy w dużej mierze od konsekwentnego i sprawnego wprowadzenia przepisów do porządków prawnych poszczególnych krajów¹⁷, ujednolicenia narodowych praktyk nadzorczych i nacisku na egzekwowanie prawa w praktyce. Dlatego konieczne są dalsze działania po zakończeniu realizacji FSAP. Powinny one dotyczyć właśnie przebiegu prac nad dostosowaniem przepisów narodowych wraz monitorowaniem działań państw członkowskich mających na celu wprowadzenie dyrektyw, a także zakończenia pozostałych do zrealizowania inicjatyw. Zakres prac kończących realizację FSAP zaplanowanych przez Komisję Europejską na 2004 r. przedstawia tabela 4.

¹⁶ Kompleksowej klasyfikacji przeszkód integracji rynku europejskiego natury infrastrukturalnej dokonała tzw. Grupa Giovanniniego, składająca się z ekspertów i uczestników rynku finansowego. Dwa raporty na temat systemów płatności i rozliczeń (dostępne na stronie: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/reports_en.htm) dostarczyły obszernych dowodów nieefektywności organizacji rozliczeń w krajach UE oraz proponowały konkretne działania niezbędne do wyeliminowania 15 zidentyfikowanych barier.

¹⁷ Sam plan FSAP a wprowadzenie uchwalonych dyrektyw do porządków prawnych poszczególnych państw członkowskich to osobne kwestie. Proces dostosowywania przepisów jest długotrwały i nie przebiega równomiernie w poszczególnych krajach. Na implementację przepisów FSAP przewidziany jest zazwyczaj czas około osiemnastu miesięcy od uchwalenia regulacji. Tak więc wyznaczone terminy na całkowitą implementację sięgają nawet 2006 roku (tak jest w przypadku dyrektywy o usługach inwestycyjnych i rynkach regulowanych).

Może pojawić się potrzeba modyfikacji niektórych rozwiązań ze względu na zmieniające się warunki rynkowe. Komisja Europejska uważa jednak, że nowe inicjatywy ustawodawcze w zakresie prawa europejskiego powinno się podejmować jedynie w wyjątkowych sytuacjach. Ich tworzenie powinno się opierać na wyczerpujących konsultacjach rynkowych i być poprzedzone oceną kosztów i korzyści, jakie mogą przynieść nowe przepisy. Zapewni to dopasowanie do aktualnych potrzeb i tym samym właściwe funkcjonowanie prawa unijnego. Punkt ciężkości przesunąć się będzie jednak zdecydowanie z tworzenia regulacji na stosowanie wspólnych przepisów w praktyce.

W celu oszacowania postępów integracji i sformułowania strategii dalszego działania Komisja Europejska powołała cztery niezależne grupy ekspertów w zakresie bankowości, ubezpieczeń i funduszy emerytalnych, rynku papierów wartościowych i *asset management*. Raporty tych zespołów, zgodnie z polityką szerokich konsultacji z uczestnikami rynku, zostały opublikowane i poddane pod dyskusję¹⁸.

W zakresie rynku papierów wartościowych powołana grupa ekspertów przedstawiła swoje wnioski i określiła najważniejsze działania, jakie powinny być podjęte po realizacji FSAP. Znalazły się wśród nich następujące propozycje¹⁹:

- Główny nacisk powinien zostać położony na przeniesienie przepisów do prawodawstwa państw członkowskich i ich prawidłowe stosowanie.
- Powinna zostać dokonana ocena funkcjonowania dotychczasowych rozwiązań oraz nowych, zawartych we FSAP. Celem miałyby być znalezienie wszelkich nieefektywności, luk w przepisach oraz obszarów, na których przepisy mogą być ograniczone lub w ogóle usunięte.
- Istotne miejsce powinny zajmować działania na rzecz stworzenia infrastruktury umożliwiającej efektywne rozliczenia transgraniczne.
- Kolejne obszary, na jakich należy skupić szczególną uwagę, to: rynek wysokiego ryzyka, zagadnienie *corporate governance*, rewizja przepisów – niektóre z nich regulują te same obszary – oraz harmonizacja podstawowych definicji w dyrektywach unijnych.
- Istnieje potrzeba ciągłego ulepszania funkcjonowania nowego, czteropoziomowego procesu regulacyjnego.
- Zwrócono uwagę, że podczas realizacji FSAP, w ramach nowego procesu regulacyjnego, został ustalony zbyt ambitny harmonogram działań. Zgodnie z opinią grupy ekspertów, w przyszłości

powinno się zachować równowagę pomiędzy jakością regulacji a szybkością ich uchwalania, co pozwoli na szersze konsultacje z uczestnikami rynku. Z drugiej strony potrzebne są szybkie procedury zmiany istniejących przepisów, jeśli te okażą się niewłaściwie sformułowane.

- Grupa ekspertów uważa ponadto, że podstawę rozwoju regulacji powinny stanowić rekomendacje zawarte w Raporcie Lamfalussy'ego.

Ostrzegano również przed niebezpieczeństwem „preregulowania” rynku unijnego, które może w znaczący sposób zwiększyć koszty ponoszone przez jego uczestników. Propozycje nowych przepisów muszą wynikać z wyraźnych potrzeb. Jednocześnie tam, gdzie jest to możliwe, powinno się stosować rozwiązania oparte na samoregulacji²⁰. Pozwoli to na szybsze, bardziej elastyczne reagowanie na występujące zmiany oraz ułatwi rozwój innowacji. Jednocześnie przyszła strategia dotycząca rozwoju rynku finansowego powinna zawierać więcej inicjatyw pochodzących ze szczebla narodowego²¹.

W trakcie działań po realizacji FSAP niezbędne jest także uświadomienie globalnego charakteru usług finansowych. Regulacje i działania dotyczące integracji rynku europejskiego nie mogą obniżyć jego światowej konkurencyjności. Takie zagrożenie staje się realne w momencie, kiedy unijne przepisy pozwalają na większą swobodę europejskim podmiotom, pogarszając jednocześnie warunki działania instytucji spoza UE. Może tak być w wypadku dyrektywy w sprawie prospektów emisyjnych, wprowadzającej „jednolity paszport” dla emitentów z UE. Może to zniechęcić pozostałe podmioty do pozyskiwania funduszy na rynku europejskim. W tej kwestii pożądanym byłby dialog pomiędzy liczącymi się na świecie instytucjami tworzącymi prawo rynków finansowych.

Warto na koniec powrócić do zagadnienia przenoszenia uchwalonych przepisów do systemów prawnych państw członkowskich. Od jakości i terminowości tych prac będzie bowiem zależało, kiedy i w jakim stopniu zostanie zintegrowany europejski rynek usług finansowych. Na tym etapie ważną rolę przypisuje się komitetom z trzeciego poziomu. W przypadku rynku papierów wartościowych wiele zależy od CESR, którego zadaniem są m.in.: poprawa koordynacji działania pomiędzy organami regulującymi i nadzorującymi rynki oraz wdrażanie przepisów unijnych w krajach członkowskich. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na przyczyny problemów występujących podczas wprowadzania przepi-

¹⁸ Raporty dostępne są na stronie internetowej Komisji Europejskiej: http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/action-plan/stocktaking.htm

¹⁹ Securities Expert Group: *Financial Services...*, op.cit.

²⁰ Przykładami takich rozwiązań mogą być wspólne podejście do rozpraszania informacji, standaryzacja dokumentacji lub wprowadzenie globalnego standardu identyfikacji papierów wartościowych.

²¹ Bank of England: *After the EU...*, op.cit.

sów. Najczęściej zdarzają się przypadkowe błędy i przeoczenia, dlatego tak ważny jest nadzór nad prawidłowym przebiegiem tego procesu w poszczególnych państwach. Rola CESR w tym wypadku polega głównie na udzielaniu wskazówek administracyjnych. Istotnym problemem są także różnice występujące w systemach prawnych poszczególnych państw. Zadaniem CESR jest tu wydawanie rekomendacji dotyczących interpretacji przepisów oraz promowanie jednolitych standardów w tym zakresie. Ważną kwestią pozostaje śledzenie stosowania przez kraje członkowskie wspólnie przyjętych zasad. Choć to zadanie należy do Komisji Europejskiej, istotne staje się także wzmocnienie współpracy narodowych nadzorców. Takie współdziałanie wykluczy sytuacje, w których uczestnicy rynku dokonujący transakcji transgranicznych ponoszą konsekwencje wielości instytucji nadzorczych, mających prawo ingerować w ich działalność.

Trudno jest dokonać rzetelnej oceny skutków FSAP na obecnym etapie. Niełatwa część legislacyjna przejdzie wkrótce do historii, jednak na korzyści

związane z planem w zakresie usług finansowych należy patrzeć z perspektywy długoterminowej. Minie pewien czas, zanim wszystkie regulacje wejdą w życie, zostaną zastosowane przez państwa członkowskie i zaczną funkcjonować w praktyce. FSAP stanowi zaledwie podstawę do dalszych działań, bez których niemożliwe będzie utworzenie zintegrowanego rynku usług finansowych. Mimo to można powiedzieć, że plan w zakresie usług finansowych to ogromny krok naprzód i środek do osiągnięcia celu, którym jest wolność handlowa²². To wolność kupowania i sprzedawania instrumentów finansowych bez względu na granice narodowe, wolność pozyskiwania kapitału i wolność świadczenia usług finansowych na równych warunkach na całym rynku UE. FSAP tworzy warunki do wzmocnienia konkurencji i zwiększenia wyboru. Pociąga to za sobą wzrost efektywności, pobudza inwestycje, kreuje nowe miejsca pracy. Przynosi zatem niezaprzeczalne zyski.

²² F. Bolkestein: *Learning the lesson of the Financial Services Action Plan*. Edinburgh, 29 January 2004.

Bibliografia

1. Bank of England: *After the EU Financial Services Action Plan: A new strategic approach*. May 2004, <http://www.hm-treasury.gov.uk>
2. F. Bolkestein: *Learning the lesson of the Financial Services Action Plan*. Edinburgh, 29 January 2004, http://europa.eu.int/rapid/start/cgi/guesten.ksh?p_action.gettxt=gt&doc=SPEECH/04/50|0|RA-PID&lg=EN
3. European Commission: *Financial Services Action Plan*, 11.05.1999, http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/actionen.pdf.
4. European Commission, *Financial Services. Nine months to deliver the FSAP, Eight Report*, Brussels, 3 June 2003, http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/progress8_en.pdf.
5. European Commission: *Financial Services. The FSAP enters the Home Straight, Ninth Report*. Brussels, 25 November 2003, http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/progress9_en.pdf.
6. European Commission: *Financial Services. Turning the Corner, Tenth Report*. Brussels, 2 June 2004, http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/index.htm
7. European Commission: „Single Market News”, No 33, April 2004.
8. *Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets*. Brussels, 15 February 2001, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf.
9. M. Janicka: *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej – stan obecny i perspektywy*. „Bank i Kredyt” nr 6/2002.
10. Securities Expert Group: *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects, Final Report*. May 2004, http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/stocktaking.htm