

# INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ od A do Z

3

marzec  
2007

Tomasz Kowalak

## Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej

- Założenia integracji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej
- Korzyści i koszty towarzyszące procesowi integracji
- Rozwój prawa wspólnotowego w zakresie rynków kapitałowych
- Rozwój i konsolidacja infrastruktury rynkowej





TOMASZ KOWALAK

Tomasz Kowalak

Bank Zachodni WBK,  
Departament Rozwoju  
i Wsparcia Kredytowego;  
Akademia Ekonomiczna w Poznaniu,  
Katedra Teorii Pieniądza i Polityki  
Pieniężnej (współpraca naukowa)

## Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej

### 1. Wprowadzenie

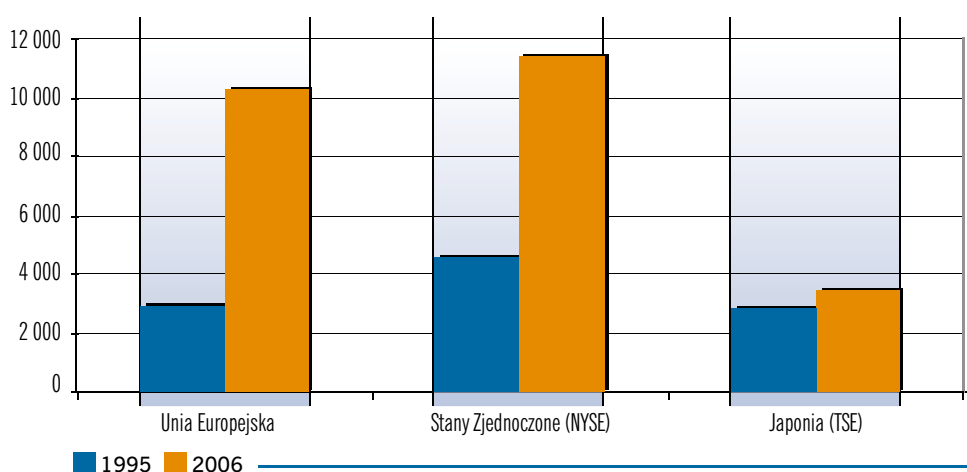
Przez lata w większości krajów Unii Europejskiej dominującą rolę w systemach finansowych odgrywały banki uniwersalne<sup>1</sup>. Budując trwałe i długoterminowe relacje z przedsiębiorstwami, były w stanie zaoferować przedsiębiorstwom pełen wybór usług finansowych, włączając w to finansowanie inwestycji. W tej sytuacji przedsiębiorstwa były znacznie mniej zainteresowane poszukiwaniem źródeł finansowych na rynku kapitałowym (Vitols, 1999). Odmienna sytuacja występo-

<sup>1</sup> System finansowy z dominującą pozycją banków uniwersalnych określa się mianem systemu zorientowanego bankowo (inaczej: system japońsko-niemiecki lub kontynentalny), natomiast system, w którym główną rolę odgrywa rynek kapitałowy, nazywa się systemem zorientowanym rynkowo lub systemem anglosaskim (szerzej: Demirguc-Kunt, Levine, 1999; Levine, 2000).

wała natomiast w Wielkiej Brytanii, której rozwój gospodarczy, podobnie jak w przypadku Stanów Zjednoczonych, był zawsze w znacznym stopniu finansowany poprzez rynek kapitałowy.

Od lat 80. XX w. obserwowany jest wzrost znaczenia rynku kapitałowego w krajach Europy kontynentalnej. Coraz więcej podmiotów zaczęło postrzegać rynek kapitałowy jako atrakcyjne miejsce pozyskania kapitału oraz inwestowania. Pokazują to chociażby zmiany wskaźnika kapitalizacji giełd do produktu krajowego brutto (PKB), uznawanego za podstawowy miernik znaczenia rynku kapitałowego w gospodarce. W 1980 r. wskaźnik<sup>2</sup> ten przekroczył 10% jedynie w Szwecji (11%), Holandii (19%) i Wielkiej Brytanii (38%), natomiast w 1995 r. państwa ze wskaźnikiem poniżej 20% stały się wyjątkiem. Średni poziom tego wskaźnika<sup>3</sup> dla państw UE15 wynosił wtedy 43% (dla porównania dla Wielkiej Brytanii było to 122%). W 2004 r., już po poszerzeniu UE, kapitalizacja giełd stanowiła natomiast 68% unijnego PKB. Najwyższy poziom tego wskaźnika odnotowano w Luksemburgu (143%) oraz Wielkiej Brytanii (127%), a najniższy w nowych państwach członkowskich: w Polsce oraz na Węgrzech, odpowiednio 24% i 25% (dane World Federation of Exchanges – WFE).

wykr. 1 **KAPITALIZACJA** najważniejszych rynków giełdowych w 1995 i 2006 r. (w mld EUR)




Źródło: dane FESE, WFE, opracowanie własne.

<sup>2</sup> Średni poziom wskaźnika dla państw tworzących Unię Europejską, bez Wielkiej Brytanii, wynosił w tamtym okresie 8% (Zingales, Rajan, 2003, s. 126–127).

<sup>3</sup> Na przykład w tym samym czasie w Polsce kapitalizacja do PKB wynosiła zaledwie 4%.





Mimo że wzrost znaczenia rynków kapitałowych w krajach Unii Europejskiej można uznać za znaczny, należy go jednak porównać z rozwojem innych rynków, w tym przede wszystkim z rynkiem amerykańskim. W 1995 r. kapitalizacja wszystkich giełd krajów Unii Europejskiej wynosiła 2 882 mld EUR i stanowiła jedynie 63% kapitalizacji amerykańskiej giełdy New York Stock Exchange (NYSE), natomiast w 2006 r. już 90%. W latach 1995–2006 kapitalizacja giełd państw członkowskich UE wzrosła aż o 256%, a NYSE<sup>4</sup> o 149%, nie wspominając o giełdzie tokijskiej, której kapitalizacja wzrosła jedynie o 19% (wykres 1).

Wzrost znaczenia rynków kapitałowych krajów Unii Europejskiej potwierdzają także dane dotyczące rozwoju rynków obligacji. Jeszcze w 1992 r. w krajach UE15 wartość pozostających w obrocie papierów (*outstanding debt*) w relacji do PKB kształtowała się na poziomie 83%, natomiast w 2005 r. było to już 155%. Dla porównania w tym samym okresie w Stanach Zjednoczonych wskaźnik ten wynosił odpowiednio 149% i 202% (*ECMI Statistical Package 2006*, s. 6). W przypadku Unii Europejskiej ważny jest także fakt, że rozwój rynków obligacji w dużej mierze odbywa się dzięki przedsiębiorstwom, które coraz częściej pozyskują kapitał na tych rynkach. W latach 1999–2004 wartość rynku obligacji korporacyjnych UE wzrosła 2,5-krotnie, z 6% PKB do ponad 15% (Lannoo, Casey, 2005).

Wraz z coraz dynamiczniejszym rozwojem rynków kapitałowych rośnie także zainteresowanie gospodarstw domowych inwestowaniem na tych rynkach. W 2004 r. gospodarstwa domowe w Unii Europejskiej miały ulokowane w akcjach bądź obligacjach 22% swoich aktywów (oszczędności), chociaż w poszczególnych krajach członkowskich udział ten był zróżnicowany. Stosunkowo nieduży udział akcji i obligacji w portfelu gospodarstw domowych zanotowano w Wielkiej Brytanii (12,2%) oraz Danii (14,9%), natomiast np. na Węgrzech i w Belgii udział ten był zdecydowanie wyższy i wynosił odpowiednio 36% i 29,9% (*European Commission, 2006*, s. 47). Należy jednak pamiętać, że gospodarstwa domowe często inwestują więcej w instrumenty rynku kapitałowego, gdyż mogą to robić pośrednio, np. poprzez fundusze inwestycyjne.

Popularność inwestowania za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych w krajach Unii Europejskiej systematycznie rośnie. Potwierdzają to dane Europejskiego Stowarzyszenia Zarządzania Funduszami i Aktywami EFAMA (European

<sup>4</sup> W Stanach Zjednoczonych funkcjonuje także rynek NASDAQ dla tzw. spółek nowej ekonomii. Na koniec 2006 r. jego kapitalizacja wynosiła 2 931 mld EUR (dane WFE).

Fund and Asset Management Association)<sup>5</sup>. W 2000 r. wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych UCITS<sup>6</sup> w krajach UE<sup>7</sup> wynosiła 3 386,1 mld EUR, podczas gdy w połowie 2006 r. już 5 309,6 mld EUR (wzrost o 56%). Mimo znacznego wzrostu aktywów funduszy w krajach członkowskich UE inwestowanie poprzez fundusze nadal jest znacznie mniej popularne niż w Stanach Zjednoczonych, gdzie wartość aktywów netto funduszy w 2005 r. (na koniec II kwartału) wynosiła 6 990 mld EUR (EFAMA, 2005, s. 2).

Zmiany zachodzące na rynkach kapitałowych w krajach Unii Europejskiej, skutkujące wzrostem ich znaczenia w gospodarce, wpisują się w ogólnoświatowe tendencje. Ważną częścią tych zmian są także procesy integracyjne, które dokonują się na rynkach kapitałowych państw członkowskich. Wyraźne zintensyfikowanie tych procesów obserwuje się w szczególności od momentu wprowadzenia wspólnej waluty euro oraz przyjęcia przez Komisję Europejską Planu działań w zakresie usług finansowych (Financial Services Action Plan – FSAP). W niniejszym opracowaniu skoncentrowano się właśnie na tym aspekcie rozwoju rynków kapitałowych w Unii Europejskiej.

Celem opracowania jest przedstawienie koncepcji funkcjonowania transgranicznego rynku kapitałowego oraz działań podejmowanych na rzecz realizacji tej koncepcji. Nie ograniczono się w tym przypadku jedynie do przedstawienia obowiązującego prawodawstwa wspólnotowego w zakresie rynków kapitałowych, ale także omówiono zmiany inspirowane przez uczestników rynków, szczególnie w obrębie funkcjonowania infrastruktury rynkowej (m.in. giełd papierów wartościowych). W opracowaniu podjęto także próbę oceny skutków podejmowanych działań na rzecz integracji, odwołując się do powszechnie wykorzystywanych wskaźników opisujących rozwój procesów integracyjnych.

<sup>5</sup> Organizacja ta funkcjonowała wcześniej pod nazwą Europejskiej Federacji Funduszy Inwestycyjnych FEFSI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement).

<sup>6</sup> Pojęcie funduszu inwestycyjnego UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) lub inaczej przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe wprowadziła dyrektywa 85/611/EWG w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. Funduszami UCITS w rozumieniu dyrektywy są fundusze spełniające następujące warunki: jedynym ich celem jest zbiorowe inwestowanie kapitału pochodzącego od obywateli w zbywalne papiery wartościowe i (lub) w inne płynne aktywa finansowe, określone w dyrektywie; działają na zasadzie dywersyfikacji ryzyka; ich jednostki uczestnictwa są – na żądanie posiadaczy – odkupywane lub umarżane bezpośrednio lub pośrednio z aktywów tych funduszy.

<sup>7</sup> Dane obejmują także nowe państwa członkowskie UE oprócz Litwy, Łotwy, Estonii, Malty, Słowenii i Cypru.



## 2. Istota integracji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej

Od początku lat 90. XX w. obserwuje się bardzo dynamiczny rozwój procesów integracyjnych na rynkach kapitałowych. W dużej mierze jest to zasługą przeprowadzonych wcześniej liberalizacji i deregulacji rynków kapitałowych. W ramach procesu liberalizacji skupiono się przede wszystkim na znoszeniu ograniczeń w swobodnym przepływie kapitału. Proces ten rozpoczęto już w latach 70. XX w.<sup>8</sup> Liberalizacja dotyczyła także rynków kapitałowych, na których występowało wiele ograniczeń obrotu instrumentami finansowymi, np. limitowanie zakupów papierów wartościowych przez nierezydentów czy zakupów zagranicznych papierów przez rezydentów (IFSL, 2000, s. 3–4). Z kolei w ramach przeprowadzanej deregulacji zajęto się znoszeniem ograniczeń działalności pośredników finansowych. Warto tutaj przywołać chociażby zmiany przeprowadzone w latach 80. XX w. w Wielkiej Brytanii w ramach tzw. *Big Bang*, kiedy m.in. zniesiono restrykcje związane z członkostwem w londyńskiej giełdzie papierów wartościowych oraz umożliwiono szerszemu gronu podmiotów finansowych uczestniczenie w emisji obligacji.

Niemalże znaczenie dla procesów integracyjnych na rynkach kapitałowych miał rozwój nowoczesnych technologii. Postęp w tej dziedzinie istotnie wpłynął na obniżenie kosztów transakcyjnych, szczególnie w przypadku transakcji o charakterze transgranicznym. Dzięki wykorzystaniu rozbudowanej infrastruktury informatycznej pośrednicy finansowi uzyskali możliwość oferowania większego wyboru usług większej liczbie klientów (zróżnicowanej pod względem geograficznym). Podmioty zajmujące się organizacją obrotu papierami wartościowymi uruchomiły nowoczesne platformy handlu znacznie zwiększające efektywność tego obrotu – pod względem kosztów, szybkości, jak też zdolności dostarczania informacji (Bank for International Settlements, 2001, s. 71; Mishkin, Starhan, 1999, s. 3–5).

Rosnąca otwartość rynków oraz zwiększające się techniczne możliwości świadczenia usług i organizowania obrotu instrumentami finansowymi prowadzą do rozwoju transakcji o charakterze transgranicznym. Inwestorzy poszukują nowych

<sup>8</sup> Dużą rolę w tym zakresie odegrały Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) oraz Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). Członkostwo w MFW wiąże się ze spełnieniem określonych zobowiązań w zakresie wdrażania reform związanych z liberalizacją obrotów kapitałowych, wynikających wprost ze statutu MFW (np. ograniczanie restrykcji wobec transakcji bieżących). Z kolei OECD opracowało kodeks liberalizacji przepływu kapitałów *Code of liberalisation of capital movements* (Chrabonszczewska, Oręziak, 2000, s. 147–148).


rynków, na których mogą ulokować kapitał, emitenci papierów wartościowych chcą pozyskiwać kapitał po najniższym koszcie, także na zagranicznych rynkach, a pośrednicy finansowi są zainteresowani zwiększeniem skali działania w celu osiągnięcia dodatkowych przychodów (wykorzystując efekty skali). Wszystko to powoduje wzrost współzależności między rynkami kapitałowymi na świecie, stymulując w ten sposób procesy integracyjne zachodzące na tych rynkach.

Integrację rynków kapitałowych można rozpatrywać zasadniczo z dwóch perspektyw – od strony uczestników rynków oraz od strony teoretycznej. Według pierwszego podejścia rynki kapitałowe uznaje się za zintegrowane, jeśli podmioty będące stronami transakcji na tych rynkach, pochodzące z różnych krajów, nie są dyskryminowane w dostępie do kapitału oraz jego inwestowaniu (European Central Bank, 2003, s. 54). Z kolei według drugiego, najbardziej rozpowszechnionego podejścia, na zintegrowanych rynkach kapitałowych występuje prawo jednej ceny (*Law of The One Price*). Oznacza ono, że jednorodne instrumenty będące przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są tak samo wyceniane, bez względu na to, gdzie jest dokonywany obrót tymi instrumentami (szerzej: Adam i inni, 2002; Yeyati, Schmukler, Van Horen, 2005). W rzeczywistości te dwa podejścia nie są ze sobą sprzeczne. Zapewnienie uczestnikom rynków kapitałowych pełnej swobody przeprowadzania transakcji transgranicznych powinno skutkować wyrównywaniem się cen instrumentów finansowych na tych rynkach.

Procesy integracyjne zachodzące na rynkach kapitałowych w Unii Europejskiej należy rozpatrywać przede wszystkim z perspektywy uczestników rynków. Wraz ze wzrostem powiązań gospodarczych między państwami członkowskimi rośnie potrzeba szerszego dostępu do kapitału. Przedsiębiorstwa prowadzące działalność na zagranicznych rynkach chcą w coraz większym stopniu wykorzystywać możliwości pozyskiwania kapitału na tych rynkach. Także inwestorzy oraz pośrednicy finansowi są zainteresowani korzyściami z funkcjonowania jednego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej. Dlatego integracja rynków kapitałowych powinna doprowadzić do sytuacji, w której:

- podmioty świadczące usługi finansowe mogą bez przeszkód świadczyć je w całej UE (występuje swoboda świadczenia usług finansowych),
- inwestorzy mają możliwość swobodnego lokowania środków w całej UE (występuje swoboda inwestowania),



- 
- emitenci instrumentów rynku kapitałowego (papierów wartościowych) mogą pozyskiwać kapitał bez jakichkolwiek przeszkód bądź konieczności spełniania dodatkowych warunków w obrębie całej UE (występuje swoboda pozyskiwania kapitału).

### **3. Korzyści i koszty integracji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej**

Budowa zintegrowanego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej i zapewnienie nieskrępowanej swobody przeprowadzania transakcji o charakterze transgranicznym mają przynieść wiele korzyści uczestnikom rynku kapitałowego. Do najczęściej wskazywanych należą (OECD, 2003, s. 101–102; Lee, 2001, s. 5; Agénor, 2003, s. 12):

- poprawa efektywności inwestowania, wynikająca m.in. z możliwości lepszej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego pod kątem ryzyka i możliwej do uzyskania stopy zwrotu, lepszej selekcji projektów inwestycyjnych i większej płynności rynku,
- spadek kosztów funkcjonowania rynków kapitałowych, w tym kosztów transgranicznego świadczenia usług finansowych,
- spadek cen usług finansowych oraz poprawa jakości tych usług na skutek zwiększonej konkurencji między pośrednikami finansowymi na zintegrowanym rynku kapitałowym.

Wymienione korzyści z integracji rynków kapitałowych odnoszą się bezpośrednio do funkcjonowania tych rynków. Zwraca się jednak uwagę, że pozytywne zmiany na rynkach kapitałowych powinny w dalszej perspektywie wpływać na procesy zachodzące na poziomie makroekonomicznym. W tym kontekście wskazuje się, że integracja rynków kapitałowych zwiększa zdolności do mobilizacji kapitału w gospodarce oraz jego efektywnej alokacji, stymuluje wzrost oszczędności oraz wzrost dochodu narodowego. W ostatnim jednak przypadku wpływ ten nie został jednoznacznie potwierdzony w badaniach.

Precyzyjne określenie korzyści z integracji rynków kapitałowych jest bardzo trudne. Nie oznacza to jednak, że nie podjęto prób szacowania takich korzyści.



W raporcie przygotowanym w 2002 r. dla Komisji Europejskiej wskazano, że podstawowym skutkiem integracji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej ma być redukcja kosztów pozyskania kapitału – w przypadku rynków akcji średnio o 0,36 pkt proc., a rynku obligacji o 0,4 pkt proc. Redukcji tych kosztów ma towarzyszyć w dalszej perspektywie poprawa najważniejszych wskaźników makroekonomicznych, np. spodziewany jest spadek bezrobocia o 0,1 pkt proc. (szerzej: *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets*, 2002). Z kolei w innym dokumencie przygotowanym dla Komisji Europejskiej oszacowano potencjalne oszczędności wynikające ze stworzenia w pełni zintegrowanego rynku funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej. Zgodnie z obliczeniami przedstawionymi w tym dokumencie stworzenie takiego rynku pozwoliłoby zredukować koszty funkcjonowania funduszy, w zależności od przyjętego scenariusza, od 1 aż do 14 punktów bazowych, co w wartościach bezwzględnych odpowiada kwotom od 254 mln EUR do 1 785 mln EUR (Wilson, Malcolm, 2006, s. 10). Do tego rodzaju symulacji należy podchodzić ostrożnie, gdyż ich realizacja uwarunkowana jest wieloma założeniami, które niekoniecznie muszą się spełnić w przyszłości.

Integracji rynków kapitałowych mogą towarzyszyć także określone koszty. Wynikają one głównie z konieczności dostosowania się uczestników rynków, w tym przede wszystkim pośredników finansowych, do wymogów funkcjonowania na zintegrowanym rynku (np. obsługa rozliczeń i rozrachunku transakcji transgranicznych papierami wartościowymi, stosowanie się do przepisów stanowiących dyrektyw wspólnotowych). Z punktu widzenia krajowych pośredników finansowych zagrożeniem (kosztem) może być utrata wpływów na narodowym rynku kapitałowym w związku ze zwiększoną konkurencją zagranicznych podmiotów finansowych, jak też konieczność zmiany podejścia do prowadzonej działalności<sup>9</sup>. Innym problemem wynikającym z integracji rynków kapitałowych, mniej dotyczącym integracji w ramach Unii Europejskiej, jest nadmierna koncentracja przepływów kapitałowych w jednych krajach i brak dostępu do niego w innych<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Co może być jednak rekompensowane możliwością prowadzenia działalności na zagranicznych rynkach przez krajowych pośredników.

<sup>10</sup> Wśród innych kosztów integracji rynków kapitałowych należy wymienić: niewłaściwe i mało efektywne wykorzystanie napływającego kapitału z zagranicy (lokowanie go w mało produktywnie przedsięwzięcia) oraz negatywny wpływ przepływów kapitałowych na stabilność makroekonomiczną. Wymienione koszty mają charakter ogólnogospodarczy. Ich występowanie w przypadku krajów Unii Europejskiej jest raczej ograniczone ze względu na stopień powiązań gospodarek państw członkowskich (OECD, 2003; Lee, 2001; Agénor, 2003).



## 4. Budowa transgranicznego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej

Integracja rynków kapitałowych w UE rozwija się dwutorowo. Z jednej strony podlega ogólnoświatowym (globalnym) tendencjom występującym na rynkach kapitałowych, a z drugiej procesom integracyjnym zachodzącym w Unii Europejskiej, w dużej części inspirowanym przez państwa członkowskie i organy UE. W pierwszym przypadku integracja stymulowana jest przez fuzje dokonujące się między pośrednikami finansowymi, rozwijanie wspólnych standardów obrotu papierami wartościowymi, wprowadzanie nowoczesnych platform obrotu, uruchamianie zdalnego dostępu do giełd papierów wartościowych itp. W drugim przypadku siłą napędową integracji są przede wszystkim konkretne rozwiązania systemowe i organizacyjne, znajdujące wyraz w legislacji wspólnotowej.

### 4.1. Zmiany w sferze regulacyjnej

Przez wiele lat problematyka integracji rynków kapitałowych we Wspólnocie Europejskiej praktycznie nie była dostrzegana. Na przełomie lat 80. i 90. XX w., kiedy trwały prace nad utworzeniem jednolitego rynku europejskiego, skupiono się przede wszystkim na integracji sektora bankowego. Nie powinno to jednak dziwić, biorąc pod uwagę rolę, jaką w tamtym czasie odgrywał sektor bankowy w gospodarce europejskiej. Proces integracji rynków kapitałowych rozpatrywany był raczej w kontekście tworzenia wspólnego rynku usług (*common market for services*), którego częścią miały być tzw. usługi inwestycyjne (m.in. usługi maklerskie). W przełomowym dla budowy jednolitego rynku dokumencie z 1985 r. – *Białej Księdze*<sup>11</sup> – postulowano co prawda stworzenie europejskiego rynku papierów wartościowych, opierającego się na narodowych giełdach połączonych siecią elektroniczną, jednak praktycznie koncepcja ta nie została rozwinięta (Chrystal, Coughlin, 1992, s. 62).

Pierwszym ważnym krokiem w kierunku integracji rynków kapitałowych było przyjęcie w maju 1993 r. dyrektywy 93/22/EWG w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (*Investment Services Directive*)<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Biała Księga, nazywana także Raportem Cockfielda, była dokumentem zawierającym kompleksowy program budowy jednolitego rynku europejskiego. Był to pakiet 300 rozwiązań, głównie o charakterze prawnym, mających wyeliminować zidentyfikowane bariery integracyjne.

<sup>12</sup> Dyrektywa Rady Wspólnoty Europejskiej 93/22/EWG z 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich L 141, 11.06.1993.

tabela 1  **NAJWAŻNIEJSZE DYREKTYWY dotyczące rynków kapitałowych w UE**

Dyrektywa	Zakres regulacji
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 97/9/WE z 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów, Dz.U. WE L 84 z 23.03.1997 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– obowiązki w zakresie tworzenia przez państwa członkowskie systemów rekompensat dla inwestorów</li> <li>– zasady przystępowania firm inwestycyjnych do systemów rekompensat</li> <li>– określenie minimalnego zakresu ochrony klientów firm inwestycyjnych (20 000 EUR)</li> </ul>
Dyrektywy regulujące zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych typu UCITS: – Dyrektywa Rady 85/611/EWG z 20 grudnia 1985 r., Dz.U. WE L 375 z 31.12.1985 r., – Dyrektywa 2001/107/WE i 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r., Dz.U. WE L 41 z 13.02.2002 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– definicja funduszu UCITS</li> <li>– wymogi w zakresie zarządzania funduszami oraz zasady inwestowania przez fundusze</li> <li>– zakres informacji publikowanych przez fundusze</li> <li>– zasady nadzoru nad funduszami</li> <li>– prowadzenie działalności transgranicznej na podstawie jednolitego paszportu</li> </ul>
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/6/WE z 28 stycznia 2003 r. w sprawie informacji poufnych i manipulacji na rynku (Market Abuse Directive), Dz.U. UE L 96 z 12.04.2003 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– doprecyzowanie pojęcia manipulacji rynkiem oraz informacji poufnej</li> <li>– sankcje za wykorzystywanie informacji poufnych</li> <li>– zasady współpracy państw członkowskich w ujawnianiu przypadków wykorzystywania informacji poufnej i zapobieganie temu procederowi</li> </ul>
Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 1606/2002 z 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości, Dz.U. UE L 243 z 11.09.2002 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wprowadzenie obowiązku stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości przy sporządzaniu skonsolidowanych sprawozdań finansowych spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych</li> </ul>
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/71/WE z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu publikowanego w przypadku oferowania papierów wartościowych w sposób publiczny lub dopuszczonych do obrotu i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz.U. UE L 345 z 23.03.1997 r.	<ul style="list-style-type: none"> <li>– pojęcie publicznej oferty papierów wartościowych</li> <li>– zagadnienia dotyczące badania oraz zatwierdzania prospektu emisyjnego</li> <li>– zakres wykorzystania nowoczesnych środków komunikacji przy publikacji prospektu</li> </ul>
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych,	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zasady świadczenia usług inwestycyjnych na podstawie jednolitego paszportu (<i>single passport</i>)</li> <li>– pojęcie usług inwestycyjnych oraz rynków regulowanych</li> </ul>





Dz.U. UE L 145 z 30.04.2004 r.	<ul style="list-style-type: none"><li>– zasady organizacji i funkcjonowania rynków regulowanych</li><li>– zasady ochrony uczestników rynku kapitałowego</li></ul>
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/109/WE z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE ( <i>Transparency Directive</i> ), Dz.U. UE L 145 z 30.04.2004 r.	<ul style="list-style-type: none"><li>– zawartość raportów sprawozdawczości okresowej sporządzanych przez emitentów</li><li>– sposoby rozpowszechniania i przechowywania informacji</li><li>– wymagania co do informacji o nabyciu lub zbyciu znacznych udziałów w notowanych spółkach</li><li>– zasady sprawowania nadzoru w przypadku transgranicznych emisji papierów wartościowych</li></ul>
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/48/WE z 3 czerwca 2003 r. w sprawie dochodów z oszczędności wypłacanych w formie odsetek, Dz.U. UE L 157 z 26.06.2003 r.	<ul style="list-style-type: none"><li>– zasady opodatkowania dochodów w formie odsetek uzyskiwanych w innych państwach członkowskich</li><li>– zasady wymiany informacji o dochodach w formie odsetek uzyskiwanych przez nierezydentów między państwami członkowskimi</li></ul>

Źródło: KPWiG, 2003, 2004; Komisja Europejska; opracowanie własne.

Dyrektywa ta wprowadzała istotne udogodnienia w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych przez pośredników finansowych (firmy inwestycyjne) na obszarze Wspólnoty Europejskiej. Przede wszystkim wprowadzono zasadę jednolitej licencji (*single passport*). Zgodnie z nią firmy inwestycyjne, które otrzymały pozwolenie na świadczenie usług inwestycyjnych w kraju swojej siedziby, nie muszą uzyskiwać dodatkowego pozwolenia na świadczenie usług w innym państwie członkowskim Wspólnoty. Dodatkowo ukonstytuowano system nadzoru zgodny z zasadą nadzoru kraju macierzystego (*home-country control*). Oznacza to, że firmy inwestycyjne prowadzące działalność na obszarze innego państwa członkowskiego nadzorowane są przez organ nadzorczy państwa macierzystego.

Mimo że rozwiązania wprowadzone dyrektywą 93/22/EWG służyły integracji rynków kapitałowych, nie dały jednak spodziewanego impulsu do rozwoju i integracji tych rynków. Jednocześnie brak postępu w tym zakresie uniemożliwił pełne wykorzystanie potencjału wspólnej waluty euro, która miała zostać wprowadzona w 1999 r. Wspólnota potrzebowała silnego rynku kapitałowego do dalszego wzmocnienia procesów integracyjnych, szczególnie w procesie budowy jednolitego rynku europejskiego. Na problemy związane z niedostatecznym rozwojem rynków kapitałowych w UE, także w kontekście procesów integracyjnych, zwrócono uwagę w opublikowanym w 1998 r. dokumencie pt. *Risk Ca-*


*pital Action Plan* (RCAP). Wyraźnie wskazano tam na problemy przedsiębiorstw o dużym potencjale rozwojowym, które mają ograniczone możliwości finansowania swoich projektów w całej Unii Europejskiej. Jednocześnie w dokumencie tym zaproponowano konkretne działania mające na celu poprawę tego stanu rzeczy. Były to głównie działania o charakterze prawnym, odnoszące się m.in. do sfery podatkowej czy zasad funkcjonowania funduszy *venture capital* (Kowalak, 2006).

Prawdziwa szansa na zmianę trendów w zakresie integracji rynków kapitałowych pojawiła się wraz z opublikowaniem przez Komisję Europejską w 1999 r. Planu działań w zakresie usług finansowych (*Financial Services Action Plan – FSAP*). Plan co prawda zawierał program konkretnych rozwiązań dotyczący całego rynku finansowego (ryнку usług finansowych), niemniej jednak spora jego część odnosiła się bezpośrednio do rynku kapitałowego. Zaproponowane rozwiązania miały umożliwić pozyskiwanie kapitału w całej Unii Europejskiej i zwiększyć bezpieczeństwo przeprowadzanych transakcji papierami wartościowymi. W większości przyjęty postać konkretnych dyrektyw, które z czasem stały się ważnymi regulacjami rynków kapitałowych w UE (najważniejsze dyrektywy zaprezentowano w tabeli 1).

Wśród najważniejszych regulacji przyjętych w ramach FSAP była dyrektywa 2003/71/WE z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego (*prospectus directive*). Wprowadzono w niej wiele pojęć istotnych z punktu widzenia przeprowadzania emisji papierów wartościowych, chociażby jednolitą definicję oferty publicznej<sup>13</sup> czy inwestora kwalifikowanego<sup>14</sup>. Dzięki temu wyeliminowano m.in. sytuację, w której w jednym państwie członkowskim konkretna emisja może być potraktowana jako publiczna, natomiast w innym nie.

<sup>13</sup> Zgodnie z art. 2 dyrektywy oferta publiczna oznacza obwieszczenie w każdej formie i dowolnymi środkami, zawierające wystarczające informacje w sprawie warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub subskrypcji takich papierów wartościowych. Definicja ta odnosi się również do ulokowania papierów wartościowych poprzez pośredników finansowych.

<sup>14</sup> Za inwestorów kwalifikowanych uznaje się osoby prawne uprawnione lub uregulowane do działania na rynkach kapitałowych (np. instytucje kredytowe, firmy inwestycyjne) lub podmioty nieuprawnione lub nieuregulowane, których jedynym celem działalności jest inwestowanie w papiery wartościowe, rządy krajowe i regionalne, banki centralne oraz inne organizacje międzynarodowe (np. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Europejski Bank Centralny), określone osoby fizyczne oraz małe i średnie przedsiębiorstwa.



Najważniejsze zmiany wprowadzone przez wspomnianą dyrektywę to zastąpienie powszechnie obowiązującego systemu dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu systemem zatwierdzania prospektu emisyjnego. Oferta publiczna może zostać przeprowadzona (lub papiery wartościowe mogą być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym) tylko po uprzednim zatwierdzeniu prospektu emisyjnego przez właściwy organ nadzorczy. Dyrektywa jednocześnie stworzyła warunki do przeprowadzania emisji transgranicznych w państwach członkowskich innych niż rodzime państwo emitenta<sup>15</sup>. W takim przypadku wystarczy, że prospekt zostanie zatwierdzony w rodzimym państwie członkowskim, aby był ważny do celów oferty publicznej w innym państwie członkowskim. Warunkiem jest jednak powiadomienie przez właściwy organ rodzimego państwa członkowskiego odpowiedniego organu państwa przyjmującego (państwa, w którym ma zostać przeprowadzona oferta lub ma nastąpić dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym).

Kolejną ważną dyrektywą przyjętą w ramach realizacji FSAP jest dyrektywa 2004/109/WE o przejrzystości emitentów (*Transparency Directive*)<sup>16</sup>. Dyrektywa harmonizuje wymogi odnośnie do informacji okresowych publikowanych przez emitentów (m.in. raportów rocznych), dzięki czemu inwestor otrzymuje porównywalną informację od emitentów pochodzących z różnych państw członkowskich, a emitent pozyskujący kapitał na innych rynkach nie musi publikować, z określonymi wyjątkami, dodatkowych informacji. Wprowadzono także udogodnienia, jeśli chodzi o sposób publikowania informacji – umożliwiono wykorzystanie środków elektronicznych, w tym Internetu. Emitent, którego papiery wartościowe są notowane na rynkach kapitałowych w innych państwach członkowskich, ujawnia informacje zależnie od wyboru emitenta – w języku akceptowanym przez państwo przyjmujące lub w języku stosowanym zwyczajowo w sferze finansów międzynarodowych. Dzięki proponowanej harmonizacji wiele rozwiązań zawartych w dyrektywie pozwala na ograniczenie kosztów emisji papierów wartościowych w innych krajach, co stymuluje transgraniczne pozyskiwanie kapitału (Kowalak, 2006).

<sup>15</sup> Rodzime państwo, z określonymi w dyrektywie wyjątkami, oznacza państwo członkowskie, w którym emitent ma swoją siedzibę statutową.

<sup>16</sup> Pełna nazwa dyrektywy to: Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.




Oprócz wspomnianej dyrektywy o przejrzystości emitentów do rozwiązania problemu braku harmonizacji w zakresie informacji publikowanych przez emitentów przyczynia się także rozporządzenie Parlamentu i Rady nr 1606/2002. Zgodnie z tym rozporządzeniem wszystkie spółki notowane na rynku publicznym są zobowiązane, począwszy od stycznia 2005 r., publikować swoje skonsolidowane sprawozdania finansowe zgodnie z międzynarodowymi standardami rachunkowości. Wprowadzenie wspólnych zasad sporządzania sprawozdań finansowych z jednej strony ma służyć zwiększeniu ich przejrzystości, a z drugiej zapewnić ich porównywalność dla podmiotów inwestujących w całej Unii Europejskiej (European Commission, 2000)

W dniu 21 kwietnia 2004 r. przyjęto dyrektywę 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych (*Markets in Financial Instruments – MiFID*), która zastąpiła obowiązującą przez lata dyrektywę 93/22/EWG w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych<sup>17</sup>. Dyrektywa utrzymuje zasadę jednolitego paszportu dla firm inwestycyjnych oraz zasadę nadzoru przez właściwy organ państwa macierzystego; rozszerza także zakres działalności firm inwestycyjnych (doradztwo inwestycyjne czy zarządzanie wielostronnymi platformami obrotu). Wprowadza natomiast nowe uregulowania w odniesieniu np. do rynków regulowanych, na które nakłada się obowiązek stosowania przejrzystych i niedyskryminujących warunków członkostwa. W dyrektywie cały rozdział poświęcono przejrzystości i integralności rynków. Zawarto w nim zapisy o obowiązku przechowywania przez firmy inwestycyjne informacji o przeprowadzanych transakcjach (przez 5 lat), o obowiązku publikowania notowań oraz informacji po zawarciu transakcji (Kowalak, 2006).

Dyrektywa 2004/39/WE wzmacnia zakres ochrony klientów firm inwestycyjnych (inwestorów), głównie klientów określanych jako nieprofesjonalni lub detaliczni. Narzucono obowiązek informowania klientów o kosztach transakcji, o ryzyku związanym z oferowanym produktem, nakazano także realizowanie zleceń na warunkach najkorzystniejszych dla klienta. W porównaniu z dyrektywą 93/22/EWG uszczegółowiono bardzo ogólne zapisy o ochronie inwestorów. Według pierwotnych ustaleń dyrektywa 93/22/EWG miała stracić moc 30 kwietnia 2006 r., jednak w związku z koniecznością opracowania i przyjęcia niezbędnych środków wykonawczych i powstałymi z tego powodu opóźnieniami ostatecznie ma zostać uchylona 1 listopada 2007 r.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Dlatego też dyrektywę 2004/39/WE często nazywa się *Investment Services Directive 2 (ISD2)*.

<sup>18</sup> Dyrektywa 2006/31/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 5 kwietnia 2006 r. zmieniająca dyrektywę 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do niektórych terminów.



Znaczącym wsparciem procesu integracji rynków kapitałowych, a konkretnie zwiększenia efektywności procesu legislacyjnego w tym zakresie, było wprowadzenie nowego systemu stanowienia prawa wspólnotowego odnośnie do rynków papierów wartościowych, zaproponowanego<sup>19</sup> przez Komitet Mędrców (*Committee of Wise Men*, 2001). W zreformowanym systemie wyraźnie wyodrębniono poszczególne etapy opracowywania i przyjmowania rozwiązań legislacyjnych (układ czterostopniowy). Jednocześnie zwiększono rolę publicznych konsultacji; powołano także dwie instytucje wspomagające proces legislacyjny – Komitet Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators* – CESR) oraz Europejski Komitet Papierów Wartościowych (*The European Securities Committee* – ESC).

Zmiany w systemie stanowienia prawa pozwoliły istotnie usprawnić przyjmowanie wspólnotowych regulacji w zakresie rynku papierów wartościowych. Udało się zwiększyć przejrzystość systemu, a także zwiększyć rolę konsultacji, które pozwalają uwzględnić opinie uczestników rynków kapitałowych na temat przyjmowanych rozwiązań. Z ostateczną oceną nowego systemu należy się wstrzymać do momentu wprowadzenia dyrektyw wspólnotowych przyjętych w ramach FSAP. Wtedy też będzie można zdecydować o jego dalszym rozwoju (szerzej: Ferran, 2004).

Państwa członkowskie oraz decydenci w UE powinni zdawać sobie sprawę, że proces integracji rynków kapitałowych musi być stale monitorowany. Warunki, w których ten proces przebiega, zmieniają się, co powoduje, że przyjmowane rozwiązania i inicjatywy muszą być do nich systematycznie dostosowywane. Szczególnie dotyczy to stanowionego prawa. Ewentualne zaniechania mogą poważnie ograniczyć możliwości rozwoju rynków europejskich.

## 4.2. Rozwój i integracja infrastruktury rynków kapitałowych w Unii Europejskiej

Zmiany zachodzące w infrastrukturze rynków kapitałowych w Unii Europejskiej najlepiej ukazują przebieg procesów integracyjnych zachodzących na tych rynkach. Z jednej strony nowe możliwości techniczne organizacji obrotu papierami

---

<sup>19</sup> Nowy system stanowienia prawa w zakresie rynków papierów wartościowych został zaakceptowany i przyjęty przez Parlament Europejski 5 lutego 2002 r.

wartościowymi, a z drugiej sprzyjające warunki instytucjonalno-prawne stały się poważnym bodźcem do konsolidacji infrastruktury w wymiarze europejskim. Dotyczy to giełd papierów wartościowych, na których dokonywany jest głównie obrót akcjami, platform obrotu obligacjami, jak też podmiotów odpowiedzialnych za rozliczanie i rozrachunek transakcji papierami wartościowymi.


Przełomowym momentem dla konsolidacji infrastruktury rynkowej było wprowadzenie wspólnej waluty euro. W 2000 r. zaczęła działać pierwsza paneuropejska giełda papierów wartościowych Euronext, która powstała z połączenia giełd w Paryżu (Bourse de Paris), Amsterdamie (Amsterdam Exchanges – AEX) i Brukseli (Brussels Stock Exchange – BSE). Dwa lata później do Euronextu dołączyły: portugalska giełda Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP) oraz londyńska giełda derywatów LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange). Spółki notowane na poszczególnych giełdach tworzą wspólną listę – Eurolist by Euronext. Wspólna lista daje emitentom możliwość dotarcia do szerszej grupy inwestorów, a z kolei inwestorom umożliwia powiększenie spektrum możliwych inwestycji (za pośrednictwem tylko jednej giełdy). Elementem spajającym wszystkie giełdy Euronextu jest wspólna platforma obrotu NSC (*Nouveau Système de Cotation*)<sup>20</sup>.

Euronext wyrósł na znaczącego gracza na europejskim rynku papierów wartościowych – pod względem kapitalizacji nieznacznie ustępuje giełdzie londyńskiej<sup>21</sup>. Giełda stała się na tyle interesująca, że z czasem pojawiły się poważne oferty jej kupna (przejęcia). Ofertę taką złożyły amerykańska New York Stock Exchange (NYSE) oraz spółka zarządzająca giełdą we Frankfurcie, Deutsche Börse. Ostatecznie w 2006 r. akcjonariusze Euronext wybrali połączenie z NYSE. W ten sposób nowa spółka, z siedzibą w Nowym Jorku i biurami zagranicznymi w Paryżu i Amsterdamie, otrzymała nazwę NYSE Euronext. Dzięki temu zabiegowi Amerykanie zwiększyli swoje wpływy na rynku europejskim.

<sup>20</sup> Platformę tego typu wykorzystuje także warszawska Giełda Papierów Wartościowych.

<sup>21</sup> Według danych FESE kapitalizacja Euronextu na koniec 2006 r. wynosiła 2 812 mld EUR, podczas gdy LSE – 2 887 mld EUR.





Drugim przykładem udanej ponadnarodowej konsolidacji rynków giełdowych jest skandynawska giełda OMX Nordic Exchange<sup>22</sup>. Tworzą ją trzy giełdy skandynawskie – w Helsinkach (HEX), Sztokholmie (Stockholmsbörsen) i Kopenhadze (Københavns Fondsbørs) – oraz giełdy państw nadbałtyckich – w Wilnie, Tallinie i Rydze. W 2006 r. do grupy dołączyła także giełda spoza Unii Europejskiej – Iceland Stock Exchange. Spółki notowane na połączonej giełdzie podzielone są na dwie listy – pierwsza obejmuje giełdy skandynawskie oraz giełdę w Reykiawiku (Lista Nordycka), a druga giełdy państw nadbałtyckich (Lista Bałtycka). Wszystkie giełdy wykorzystują wspólną platformę handlu Saxess<sup>23</sup> (opracowaną przez spółkę OM, zarządzającą wcześniej giełdą w Sztokholmie, a od 2003 r. będącą częścią grupy OMX).

Giełdy należące do OMX Nordic Exchange nigdy nie należały do głównych giełd w Unii Europejskiej. Także połączona giełda, z kapitalizacją wynoszącą 851,46 mld EUR na koniec 2006 r., nie jest liderem wśród giełd Unii Europejskiej (dla porównania kapitalizacja Borsa Italiana wynosiła w tamtym okresie 778,5 mld EUR). Niemniej jednak konsolidacja giełd regionu daje dużą szansę zaistnienia notowanym na nich spółkom, a inwestorom umożliwia objęcie całego rynku skandynawskiego i państw nadbałtyckich dzięki dostępowi do jednej platformy obrotu. Zmniejszają się także koszty funkcjonowania giełdy. Warto zauważyć, że chociaż kraje, których giełdy wchodziły w skład OMX, posługują się różnymi walutami, udało się stworzyć prężnie funkcjonujący rynek.

Innym przykładem udanej konsolidacji giełd, tym razem na szczeblu krajowym, jest przypadek hiszpański. Cztery giełdy – w Madrycie, Barcelonie, Bilbao oraz Walencji – zostały zrzeszone w ramach jednej organizacji Bolsas y Mercados Españoles (BME), która nimi zarządza. BME udostępnia platformę handlu SIBE, poprzez którą dokonywana jest znaczna część obrotu akcjami na hiszpańskim rynku. Integracja giełd hiszpańskich pozwoliła zwiększyć ich potencjał oraz uczynić je zdolnymi do konkurowania z innymi europejskimi giełdami (Kowalak, 2006).

Znacznie bardziej zaawansowana niż w przypadku giełd papierów wartościowych jest integracja rynków, na których dokonywany jest obrót papierami dłużnymi. W Unii Europejskiej obrót tymi instrumentami odbywa się głównie

<sup>22</sup> OMX powstała w 2003 r. z połączenia spółki OM, zarządzającej giełdą w Sztokholmie i obsługującej jednocześnie platformę handlu stosowaną na tej giełdzie (platforma Saxess), z giełdą w Helsinkach (HEX). Dlatego OMX funkcjonował początkowo pod nazwą OMHEX.

<sup>23</sup> Platformę tę wykorzystuje także giełda w Oslo.

tabela 2  **INFRASTRUKTURA RYNKÓW KAPITAŁOWYCH w Unii Europejskiej**

Lp	Kraj	Giełda/Jednostka prowadząca rynek	Rozliczenie	Rozrachunek
1	Austria	Wiener Börse	Oesterreichische Kontrollbank Aktiengesellschaft (OeKB)	
2	Belgia	Euronext	LCH.Clearnet SA Narodowy Bank Belgii (dla rządowych papierów wartościowych)	Euronext Belgium, Euroclear Bank (dla papierów niezdematerializowanych), Narodowy Bank Belgii (dla rządowych papierów wartościowych)
3	Cypr	Cyprus Stock Exchange	Cyprus Stock Exchange	
4	Czechy	Burza cenných papírů Praha (Prague Stock Exchange)	Czeski Bank Narodowy/Univyc	Univyc
5	Dania	Københavns Fondsbørs/OMX (Copenhagen Stock Exchange)	Værdipapircentralen A/S (VP Securities Services A/S)	
6	Estonia	Tallinna Börs/OMX (Tallin Stock Exchange)	Estonian Central Securities Depository	
7	Finlandia	Helsingin Pörssiin/OMX (Helsinki Stock Exchange)	Suomen Arvopaperikeskus OM (APK) Fiński Centralny Depozyt Papierów Wartościowych	
8	Francja	Euronext	LCH.Clearnet SA	Euroclear France Euroclear Bank
9	Grecja	Athens Exchange (ATHEX)	Central Securities Depository SA (CSD) dla papierów notowanych na ATHEX oraz System Rozrachunku Banku Grecji (BOGS) dla rządowych papierów wartościowych	
10	Hiszpania	Bolsas y Mercados Españoles (BME)	IBERCLEAR	
11	Holandia	Euronext	LCH.Clearnet SA	Euroclear Netherlands Euroclear Bank Euroclear Bank NIEC
12	Irlandia	Irish Stock Exchange (ISE)	–	CRESTCo (akcje) Euroclear Bank (obligacje rządowe)
13	Litwa	Vilniaus Vertybini Popieri Birža/OMX (National Stock Exchange)	Central Securities Depository of Lithuania Lietuvos Centrinis Vertybiu Popieriu Depozitoriumas (LCVPD)	
14	Luksemburg	Bourse de Luxembourg	LuxClear	
15	Łotwa	Rīgas Fondu Birža/OMX (Riga Stock Exchange)	Latvian Central Depository (LCD )	DENOS zarządzany przez LCD VNS zarządzany przez bank Łotwy (dla papierów rządowych)
16	Malta	Borża ta'Malta (Malta Stock Exchange)	Malta Stock Exchange oraz Bank Centralny Malty (tylko dla papierów rządowych)	
17	Niemcy	Frankfurter Wertpapierbörse (Deutsche Börse)	Clearstream Banking AG oraz Eurex Clearing AG (dla akcji notowanych w systemie Xetra oraz obligacji notowanych na Eurex Bonds GmbH)	Clearstream Banking AG
18	Polska	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW) oraz Narodowy Bank Polski dla papierów skarbowych (poprzez system SKARBNET)	

19	Portugalia	Euronext	LCH.Clearnet SA	Interbolsa SA
20	Słowacja	Burza cenných papierov v Bratislave (Bratislava Stock Exchange)	The Central securities depository of the Slovak Republic (CDCP SR)	
21	Słowenia	Ljubljanska Borza (Ljubljana Stock Exchange)	Central Securities Clearing and Depository Institution (KDD).	
22	Szwecja	Stockholmbörsen/OMX	VPC	
23	Węgry	A Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság Budapest Stock Exchange	Central Clearing House and Depository Ltd (KELER).	
24	Wielka Brytania	London Stock Exchange (LSE)	LCH.Clearnet Ltd.	CRESTCo lub Euroclear Bank
25	Włochy	Borsa Italiana (Italian Stock Exchange)	Cassa di Compensazione e Garanzia s.p.a. (CC&G)	Monte Titoli spa

Źródło: *London Economics, 2005, opracowanie własne.*

na wspólnej platformie obrotu zarządzanej w ramach grupy MTS<sup>24</sup>, nazywanej także Europejskim Rynkiem Obligacji. W przypadku rządowych papierów wartościowych (obligacje i bony skarbowe) MTS kontroluje obrót aż na 13 rynkach państw członkowskich Unii – w Austrii, Belgii, Danii, Hiszpanii, Polsce, Francji, Finlandii, Grecji, Holandii, Niemczech, Irlandii, Portugalii oraz we Włoszech. W ramach grupy MTS funkcjonują także takie rynki, jak np. utworzony w 1999 r. rynek EuroMTS, na którym dokonywany jest obrót obligacjami skarbowymi tworzącymi tzw. *benchmark* oraz wysokiej jakości obligacjami pozarządowymi, czy rynek EuroCreditMTS, na którym handluje się listami zastawnymi (*covered bonds*), m.in. niemieckimi Pfandbriefe czy francuskimi Obligations Foncières (strona internetowa MTS).

Od powstania w 1988 r., kiedy MTS obejmował tylko włoski rynek papierów rządowych, przez blisko 20 lat został na tyle rozwinięty, że obecnie tworzy zręby paneuropejskiego rynku papierów dłużnych. W systemie uczestniczy ponad 1 200 podmiotów, a przeciętny dzienny wolumen transakcji przekracza 90 mld EUR (liczone pojedynczo, dane MTS).

Zmiany w infrastrukturze rynków kapitałowych dotyczą także podmiotów odpowiedzialnych za rozliczanie i rozrachunek transakcji papierami wartościowymi, tj. izb rozliczeniowych oraz depozytów papierów wartościowych. W przypadku izb rozliczeniowych największe znaczenie w UE mają podmioty skupione w ramach grupy LCH.Clearnet oraz Eurex Clearing, natomiast wśród depozytów

<sup>24</sup> System MTS (Mercato dei Titoli de Stato) powstał w 1988 r. z inicjatywy włoskiego Ministerstwa Finansów oraz Banku Włoch dla usprawnienia obrotu papierami rządowymi.

papierów wartościowych główną rolę odgrywa Grupa Euroclear oraz Clearstream. Warto dodać, że konsolidacja tych podmiotów przebiega najczęściej w granicach wyznaczonych przez giełdy papierów wartościowych, powiązane kapitałowo z tymi jednostkami.


LCH.Clearnet powstał w 2003 r. z połączenia brytyjskiego domu clearingowego London Clearing House (LCH) oraz izby rozliczeniowej Clearnet<sup>25</sup>. Izba rozlicza transakcje na dwóch największych giełdach papierów wartościowych – London Stock Exchange oraz Euronext. Jest największą tego typu instytucją w Unii Europejskiej i jedną z ważniejszych na świecie (London Economics, 2005, s. 30–31). Grupa LCH.Clearnet wykorzystuje wspólną i bardzo zaawansowaną technologicznie platformę rozliczeniową Clearing 21, co zwiększa efektywność rozliczania transakcji w ramach całej grupy. Z kolei druga izba – Eurex Clearing – obsługuje przede wszystkim transakcje instrumentami pochodnymi na giełdzie Eurex, ale także transakcje akcjami na elektronicznej platformie handlu Xetra, zarządzanej przez Deutsche Börse.

Wśród depozytów papierów wartościowych na europejskiego lidera wyrasta grupa Euroclear. W grupie znajdują się depozyty działające we Francji, Belgii, Holandii, Wielkiej Brytanii (depozyt funkcjonuje pod nazwą CRESTco) oraz międzynarodowy depozyt (ICSD) pod nazwą Euroclear Bank, dokonujący rozrachunku na rynkach międzynarodowych (m.in. na rynku euroobligacji). Euroclear obsługuje, podobnie jak LCH.Clearnet, transakcje na giełdzie Euronext oraz London Stock Exchange. Przy tak rozbudowanej strukturze Euroclear ciekawie przedstawia się organizacja nadzoru nad takim podmiotem. Spółka stojąca na czele grupy, Euroclear PLC, nadzorowana jest przez brytyjskiego nadzorcę Financial Services Authority, Euroclear Bank przez belgijskiego, natomiast pozostałe narodowe oddziały są nadzorowane przez odpowiednie władze krajowe. Drugą najważniejszą organizacją rozrachunkową jest Clearstream, będąca częścią Deutsche Börse. Powstała w 2000 r. z połączenia międzynarodowego depozytu Cedel International (Luksemburg) oraz niemieckiego depozytu Clearstream Banking Frankfurt. W sumie w grupie Clearstream znajdują się trzy jednostki: wspomniany Clearstream Banking Frankfurt (CBF), LuxClear pełniący funkcję narodowego depozytu w Luksemburgu oraz międzynarodowy depozyt Clearstream Banking Luxembourg – CBL (Schmiedel, Schönenberger, 2005).

---

<sup>25</sup> Clearnet utworzono w 2001 r. w wyniku fuzji izb rozliczeniowych w Belgii, Holandii i Francji.





Zmiany w infrastrukturze rynków kapitałowych, związane z procesami konsolidacji, silnie stymulują rozwój integracji rynków kapitałowych. Dużym problemem są jednak różne reżimy prawne, którym podlega zintegrowana infrastruktura, co nie pozwala do końca obniżyć kosztów jej funkcjonowania.

## 5. Efekty integracji rynków kapitałowych

Proces transgranicznej integracji rynków kapitałowych nieustannie rozwija się, obejmując swoim zasięgiem nowe obszary funkcjonowania tych rynków. W tym kontekście mówienie o istnieniu w pełni zintegrowanego, wspólnego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej jest jeszcze przedwczesne. Trudno przy tym określić, czy faktycznie wszyscy uczestnicy rynków kapitałowych w Unii Europejskiej mogą swobodnie przeprowadzać transakcje o charakterze transgranicznym (inwestować, pozyskiwać kapitał, świadczyć usługi finansowe), tak jak ma to miejsce na rynkach lokalnych.

Dla zobrazowania procesów integracyjnych zachodzących na rynkach kapitałowych UE wykorzystuje się szereg informacji oraz wskaźników obrazujących tendencje w tym zakresie. Przykładem może być informacja o funduszach inwestycyjnych UCITS prowadzących działalność transgraniczną (z wykorzystaniem jednolitego paszportu). W marcu 2001 r. takich funduszy było 3 260, a w końcu 2004 r. już 4 875 (European Commission, 2006, s. II–14). Znaczna część tych funduszy jest zarejestrowana w Luksemburgu oraz Irlandii ze względu na korzystne rozwiązania podatkowe (European Commission, 2006, s. 52). Z kolei najwięcej funduszy zagranicznych, wykorzystując jednolity paszport, świadczyło usługi w Niemczech, Austrii i Francji. Między państwami członkowskimi występuje duże zróżnicowanie udziału aktywów zagranicznych na lokalnych rynkach. W 2004 r. we Francji udział zagranicznych funduszy wynosił zaledwie 3%, podczas gdy w Niemczech aż 41%. Poważny wzrost w tym zakresie w latach 2000–2004 odnotowano we Włoszech (z 18% do 28%) oraz w Szwecji (z 17% do 27%).


Zintegrowanie rynków kapitałowych można zilustrować także informacją o liczbie spółek zagranicznych notowanych na krajowych giełdach papierów warto-

ściowych czy informacją o udziale zagranicznych inwestorów na poszczególnych giełdach. W pierwszym wypadku, co ciekawe, obserwuje się spadek spółek zagranicznych notowanych na krajowych parkietach (na London Stock Exchange czy Deutsche Börse). W latach 2000–2006 udział spółek zagranicznych na LSE spadł z 17% do 10%, a w przypadku Deutsche Börse z 25% do 14%. Dla porównania w 2000 r. na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych nie była notowana ani jedna zagraniczna spółka, a 6 lat później było ich 12, czyli 5% wszystkich spółek. Pozycja inwestorów zagranicznych na krajowych rynkach giełdowych w przekroju poszczególnych państw członkowskich jest zróżnicowana. W większości nowych państw członkowskich UE zagraniczni inwestorzy posiadają więcej niż połowę akcji notowanych na giełdach tych państw (według danych z 2003 r.). Tak było m.in. w przypadku Polski, Litwy (po 53%), Słowacji (86%) czy Węgier (72,6%). W większości tych krajów wzrósł jednocześnie poziom zaangażowania zagranicznych inwestorów (np. na Słowacji z 39% w 2000 r. do 86% w 2003 r.). W państwach UE15, poza wyjątkami<sup>26</sup>, stan posiadania inwestorów zagranicznych w latach 1999–2003 był stabilny, np. we Włoszech wynosił 14–16%, w Wielkiej Brytanii 32%, Niemczech 16–17% (FESE, 2004).

Do oceny procesów integracyjnych wykorzystuje się także bardziej skomplikowane wskaźniki wymagające wykorzystania zaawansowanych narzędzi statystycznych i ekonometrycznych. Przykładem może być wskaźnik opisujący, w jakim stopniu zdarzenia (szoki) pochodzące ze strefy euro wpływają na zmienność cen akcji notowanych na giełdach w strefie euro. O ile w latach 1973–1985 zdarzenia te wyjaśniały zaledwie 8% zmienności cen akcji, o tyle w latach 1999–2003 – obejmujących okres po wprowadzeniu wspólnej waluty – blisko 25%. Co ciekawe, na podobnym poziomie wskaźnik ten kształtował się w okresie poprzedzającym wprowadzenie euro (lata 1992–1998), co może sugerować, że integracja rynków akcji w strefie euro nie zwiększyła się w badanych latach (European Central Bank, 2003).

Badanie stopnia integracji rynków kapitałowych przeprowadza się także w odniesieniu do rynku obligacji. Najczęściej wykorzystuje się w tym celu wskaźniki odwołujące się do zmian dochodowości dziesięcioletnich obligacji rządowych państw członkowskich UE w stosunku do uznawanych za *benchmark* obligacji niemieckich. Z analizy tych wskaźników wynika, że już w okresie poprzedzają-

<sup>26</sup> Np. w Portugalii nastąpił spadek z 44% do 39% w latach 2000–2003.



cym wprowadzenie wspólnej waluty nastąpiła wyraźna konwergencja stóp dochodowości obligacji skarbowych. Jednocześnie notowano ogromny wpływ zmian dochodowości niemieckich obligacji skarbowych na dochodowość obligacji innych państw członkowskich ze strefy euro. W 1997 r. zmienność dochodowości obligacji dla takich krajów jak Francja, Grecja czy Portugalia była wyjaśniana mniej niż w 50% zmianami odnoszącymi się do obligacji niemieckich, podczas gdy w 2003 r. było to prawie 100% (L. Baele i inni, s. 38, 43).

Ocena przebiegu integracji rynków kapitałowych wyłącznie na podstawie jednego wskaźnika, w oderwaniu od innych informacji, może doprowadzić do błędnych wniosków odnośnie do faktycznego zintegrowania rynków. Dlatego zaleca się analizę wielu wskaźników, co pozwala spojrzeć na proces integracji z wielu perspektyw i ograniczyć ryzyko wyciągnięcia niewłaściwych wniosków. Bogate zestawy takich wskaźników publikuje chociażby Komisja Europejska w opracowaniu *Financial Integration Monitor*, ukazującym się od 2004 r.; można je także znaleźć w pracach: L. Beale i inni (2004) czy K. Adam i inni (2002).

Niezależnie od tego, jak kształtują się wskaźniki integracji rynków kapitałowych, na proces ten należy spojrzeć przede wszystkim z perspektywy oczekiwań państw członkowskich i forsowanej przez nie koncepcji zintegrowanego (transgranicznego) rynku kapitałowego. W tym kontekście najważniejsze jest to, aby uczestnicy rynków kapitałowych w Unii Europejskiej mogli swobodnie pozyskiwać kapitał, inwestować czy świadczyć usługi finansowe. Wiele w tym kierunku już udało się zrobić. Przede wszystkim państwa członkowskie oraz organy wspólnotowe zwiększyły swoją aktywność w sferze regulacyjnej. W ramach realizowanego programu FSAP przyjęto wiele ważnych dyrektyw ułatwiających przeprowadzanie transakcji transgranicznych. Przyjęto m.in. dyrektywę o prospekcie emisyjnym, ułatwiającą emisję papierów wartościowych na wielu rynkach unijnych, dyrektywę o przejrzystości reemitentów, określającą wspólne standardy publikowania informacji przez emitentów na rynkach unijnych, dyrektywy UCITS czy dyrektywę MIFID, wzmacniającą zasady ochrony inwestorów oraz utrwalającą zasadę jednolitego paszportu w odniesieniu do firm inwestycyjnych. Mimo pojawiania się, skądinąd słusznych, opinii, że działania podjęte w ramach FSAP są niewystarczające, należy jednak uznać je za krok w dobrym kierunku.

Integrację infrastruktury rynkowej, wymuszoną przede wszystkim koniecznością ograniczania kosztów i poprawy konkurencyjności, także należy traktować jako czynnik zwiększający swobodę dokonywania transakcji. Zintegrowana infrastruktura

pozwała ograniczyć zróżnicowanie standardów i tym samym wymagań stawianych uczestnikom rynków (np. warunki dopuszczenia papierów do notowań giełdowych), pozwala także zwiększyć dostępność rynków zagranicznych dla inwestorów i – co najważniejsze – ograniczać koszty inwestowania za granicą.

Mimo postępującej transgranicznej integracji rynków kapitałowych nadal występują liczne przeszkody hamujące ten proces i jednocześnie ograniczające swobody zawierania transakcji na wszystkich rynkach Unii Europejskiej. Te przeszkody to m.in. zróżnicowanie i skomplikowanie zasad opodatkowania dochodów kapitałowych uzyskiwanych za granicą (m.in. z powodów podatkowych fundusze inwestycyjne rejestrowane są masowo w Luksemburgu), wysokie koszty rozliczeń i rozrachunku dla transgranicznych transakcji papierami wartościowymi, nadal zbyt skomplikowany i długotrwały, mimo wprowadzonych zmian, system stanowienia prawa (od rozpoczęcia negocjacji nad regulacją aż do jej ostatecznego wdrożenia do prawodawstwa narodowego), ograniczenia wyboru dostawcy usług rozliczenia i rozrachunku transakcji (Kowalak, 2006, s. 281).

## 6. Zakończenie

Proces integracji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej wymaga ciągłego monitorowania. Jest to bardzo ważne, gdyż stale zmieniają się warunki, w których proces ten przebiega. W tym kontekście szczególną uwagę należy zwrócić na identyfikację barier integracyjnych oraz możliwie szerokie wykorzystanie szans na zintensyfikowanie procesów integracyjnych, pojawiających się w otoczeniu rynków kapitałowych. Identyfikacja i likwidacja barier muszą się odbywać w sposób ciągły, gdyż w miejsce już usuniętych mogą powstawać kolejne, na innych obszarach funkcjonowania rynków kapitałowych. Jeżeli chodzi o szanse na zintensyfikowanie procesów integracyjnych w kolejnych latach, to należy ich upatrywać m.in. w:

- poszerzeniu Unii Gospodarczej i Walutowej o kolejne państwa członkowskie; przyjęcie euro np. przez Wielką Brytanię – najważniejszy rynek finansowy w Europie – może dać poważny impuls do wzrostu transakcji o charakterze transgranicznym na obszarze całej Unii Europejskiej;





- spodziewanej reformie systemów emerytalnych w wielu państwach członkowskich, która jest szansą na skierowanie dodatkowych oszczędności na rynek kapitałowy (za pośrednictwem funduszy emerytalnych);
- dalszej integracji infrastruktury rynkowej oraz transgranicznych fuzjach i przejęciach w sektorze finansowym;
- zwiększaniu się atrakcyjności rynków kapitałowych jako miejsca lokowania oszczędności (m.in. poprzez powstawanie nowych usług i instrumentów finansowych).

Aby jak najlepiej wykorzystać pojawiające się szanse na pogłębienie integracji rynków kapitałowych, nadal bardzo pożądane jest zaangażowanie państw członkowskich i organów Unii Europejskiej we wspieranie rozwoju tego procesu. Podmioty te powinny zapewnić przede wszystkim właściwe prawo, odpowiadające aktualnym potrzebom rynku, unikając jednocześnie nadmiernej regulacji, mogącej ograniczać możliwości rozwoju rynków kapitałowych. W 2005 r. Komisja Europejska opublikowała Białą Księgę określającą politykę w zakresie rozwoju usług finansowych na lata 2005–2010. W dokumencie tym położono nacisk na takie kwestie, jak: otwartość i przejrzystość procesu stanowienia prawa, rzetelna ocena efektów stanowionych rozwiązań (np. dla poziomu ochrony konsumentów) oraz to, czy zamierzone cele regulacji zostały osiągnięte. Jednocześnie zwrócono uwagę na konieczność wdrożenia wszystkich dyrektyw uchwalonych w ramach FSAP oraz wzmocnienie współpracy organów nadzorczych. Wskazano także potrzebę stworzenia efektywnych rozwiązań w zakresie transgranicznych rozliczeń i rozrachunku transakcji papierami wartościowymi (Komisja Europejska, 2005).

Wsparcie integracji rynków kapitałowych przez decydentów z Unii Europejskiej jest nie do przecenienia, jednak trzeba pamiętać, że proces ten nie może rozwijać się w oderwaniu od zmian zachodzących na światowych rynkach kapitałowych. W tym kontekście szczególnie ważne będą powiązania i relacje europejskich rynków kapitałowych z rynkiem amerykańskim. Powiązania te będą z pewnością coraz silniejsze po przejęciu giełdy Euronext przez nowojorską giełdę NYSE oraz giełdy OMX przez NASDAQ. W tej sytuacji pojawia się szansa na stworzenie transatlantyckiego rynku kapitałowego. Szkoda tylko, że prawdopodobnie odbędzie się to pod dyktando rynków amerykańskich.

## Bibliografia

Adam K., Jappeli T., Menichini A., Padula M., Pagano M. (2002), *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Center for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno.

Agénor P.R. (2003), *Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts*, The World Bank.

Baele L., Fernando A., Hördahl P., Krylova E., Monnet C. (2004), *Measuring financial integration in the euro area*, ECB Occasional Paper Series, No. 14.

Bank for International Settlements (2001), *Report on Consolidation in The Financial Sector*, Group of Ten.

Chrabonszczewska E., Oręziak L. (2000), *Międzynarodowe rynki finansowe*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.

Chrystal K.A., Coughlin C.C. (1992), *How The 1992 Legislation Will Affect European Financial Services*, Federal Reserve Bank of St Louis Review, Vol. 74.

Demirguc-Kunt A., Levine R. (1999), *Bank-based Market-based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Policy Working Paper, No. 2143.

*ECMI Statistical Package 2006 Presentation*, European Capital Market Institute, <http://www.ecmi.es>.

EFAMA (2005), *Worldwide Investment Fund Assets and Flows. Trends in the Second Quarter 2005*, International Statistical Release.

*European Banking and Stock Market Integration* (2003), Financial Market Trends No. 84, OECD.

European Central Bank (2003), *ECB Monthly Bulletin*.



European Commission (2000), *EU Financial Reporting Strategy: the way forward*, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament COM(2000) 359 final, Brussels

European Commission (2006), *Financial Integration Monitor 2006. Background Document*, Brussels.

Federation of European Securities Exchanges (2004), *Share ownership structure in Europe 2004*.

Ferran E. (2004), *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge.

Komisja Europejska (2005), *Biała Księga. Polityka w dziedzinie usług finansowych na lata 2005–2010* (2005), Bruksela.

Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (2003), *Stopień zgodności polskiego prawa z dyrektywami UE*, Warszawa.

Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (2004), *Materiał informacyjny dotyczący regulacji Unii Europejskiej w zakresie rynku kapitałowego*, Warszawa.

Kowalak T. (2006), *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa.

Lannoo K., Casey J.P. (2005), *Unsung success story of Europe's Bond markets*, CEPS News.

Lee R. (2001), *Promoting Regional Capital Market Integration*, Report for Inter-American Development Bank, Washington.

Levine R. (2000), *Bank-based or Market-based financial systems: Which is better?*, Carlson School of Management, University of Minnesota.

*Liberalisation of financial services* (2000), International Financial Services, <http://www.ifsl.org.uk>

London Economics (2005), *Securities trading, clearing, central counterparties and settlement in EU 25 – an overview of current arrangements*, Report by London Economics commissioned by the Competition Directorate General of the European Commission.

Mishkin F., Starhan P. (1999), *What Will Technology Do to Financial Structure?*, NBER Working Papers, No. 6892.

*Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets* (2002), Final Report to The European Commission – Directorate – General for Internal Market, London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting, London.

Rajan R.G., Zingales L. (2003), *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance* w: Gaspar V., Hartman P., Sleijpen O. (red.), *The Transformation of the European Financial System*, European Central Bank, Frankfurt.

Schmiedel H., Schönenberger A. (2005), *Integration of securities market infrastructures in the euro area*, EBC Occasional Paper Series No. 33.

The Committee of Wise Men (2001), *Final Report of The Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels.

Vitols S. (1999), *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan and United States*, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.

Wilsdon T., Malcolm K. (2006), *Potential cost savings in a fully integrated European investment fund market*, CRA International, Brussels.

Yeyati E., Schmukler S.L., Van Horen N. (2005), *International Financial Integration through the Law of One Price*,  
<http://www.utdt.edu/departamentos/empresarial/cif/pdfs-wp/wpcif-012006.pdf>







**NBP**

Narodowy Bank Polski