

# INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ od A do Z

11-12

listopad -  
- grudzień  
2007

Mirosław Kachniewski

## Rynki finansowe w Unii Europejskiej - dalsza integracja czy dezintegracja?

- Ewolucja rynków finansowych
- Demutualizacja giełd
- Zagrożenia związane z integracją rynku finansowego UE
- Dezintegracja rynków
- Fragmentacja rynków





MIROSŁAW KACHNIEWSKI

**dr Mirosław Kachniewski**  
adiunkt  
w Katedrze Finansów  
Międzynarodowych SGH  
oraz pracownik  
Stowarzyszenia Emitentów  
Giełdowych

## Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?

### 1. Wstęp

Ostatnie dekady to okres bardzo burzliwych zmian na rynkach finansowych. Rozwój telekomunikacji i informatyki doprowadził do wzrostu konkurencji skutkującego procesami dezintermediacji i demutualizacji<sup>1</sup>. Odpowiedzią regulacyjną na te zmiany ze strony Komisji Europejskiej było opracowanie Planu działań w zakresie rozwoju usług finansowych (Financial Services Action Plan – FSAP), obejmującego zmianę sposobu tworzenia regulacji dotyczących rynku usług finansowych oraz opracowanie kompletnego zestawu nowych, szczegółowych regulacji. Regulacje te miały nie tylko nadążyć za zmianami zachodzącymi na rynku, ale także zapewnić warunki do możliwie szybkiej integracji krajowych rynków w ramach jednego panunijnego wspólnego rynku usług finansowych.

<sup>1</sup> W przypadku rynku kapitałowego dezintermediacja polega na odejściu od konieczności pośrednictwa domów maklerskich przy zawieraniu transakcji na rynku wtórnym. Demutualizacja natomiast oznacza odejście od tradycyjnej członkowskiej („mutualnej”) struktury własności giełd. Procesy te, ich geneza i konsekwencje dla rynku kapitałowego zostały przedstawione w dalszej części artykułu.




Niniejszy artykuł przedstawia ewolucję jednego z głównych segmentów rynku finansowego, tj. rynku kapitałowego. Zawiera też próbę analizy, jakie mogą być negatywne skutki wprowadzenia nowych regulacji, w szczególności czy mogą one doprowadzić do dezintegracji rynku (rozumianej jako rozbitcie rynku na różne segmenty w zależności od rodzaju notowanych instrumentów) oraz do fragmentacji obrotu (rozumianej jako rozbitcie wolumenu zawieranych transakcji na kilka rynków). Zwrócenie szczególnej uwagi na ten segment rynku finansowego wynika z bardzo dynamicznych zmian zachodzących na rynku kapitałowym w ciągu ostatnich kilkunastu lat oraz ze stworzenia praktycznie całkowicie nowej infrastruktury regulacyjnej wspólnego rynku kapitałowego UE (co było w dużej mierze konsekwencją tych dynamicznych zmian).

## 2. Ewolucja rynków finansowych i związane z tym wyzwania regulacyjne

Liberalizacja handlu światowego, przepływów kapitałowych i form świadczenia usług oraz związana z tym globalizacja działalności gospodarczej tworzyły nowe wyzwania dla uczestników obrotu gospodarczego na całym świecie. Wyzwania te były szczególnie istotne w odniesieniu do rynków finansowych, na których ze względu na stosunkową łatwość prowadzenie działalności transgranicznej internacjonalizacja zachodziła bardzo szybko. Z drugiej strony konsumenci na rynkach finansowych narażeni są na bardzo duże niebezpieczeństwo, wynikające z często znacznego odstępu czasu pomiędzy zakupem danej usługi (np. wyбором funduszu emerytalnego) a jej konsumpcją (tj. otrzymywaniem emerytury).

Nowe wyzwania na rynkach finansowych nie mogły być zatem pozostawione jedynie ich uczestnikom i wymagały wprowadzenia odpowiednich uregulowań prawnych. Uregulowania te powinny z jednej strony zapewnić bezpieczeństwo inwestorów, z drugiej zaś umożliwić prowadzenie nowych rodzajów działalności. Ponadto, w obliczu globalizacji konieczne stało się uwzględnienie wzrostu konkurencji i obaw związanych z potencjalnym odpływem inwestorów (i ich pieniędzy) na inne, gorzej uregulowane (choć bardziej ryzykowne) rynki. Co więcej, oczekiwane wprowadzenie wspólnej waluty mogło być niepowtarzalną szansą na stworzenie wspólnego, panunijnego rynku finansowego.

Pod koniec XX w. na rynkach finansowych zachodziły bardzo gwałtowne zmiany. Poza wspomnianą powyżej liberalizacją, globalizacją, wprowadzeniem wspólnej



waluty, (które wpływały na wszystkie sektory gospodarki) na rynkach finansowych dochodziło do rewolucyjnych zmian. Powstanie i coraz powszechniejsze stosowanie elektronicznych systemów obrotu stało się przyczyną zwiększenia konkurencji, integracji giełd, przenikania się poszczególnych segmentów rynku finansowego, utraty przez giełdy naturalnego monopolu, zmiany struktury własności giełd czy aliansów międzynarodowych.

Rozwój technologii, a zwłaszcza systemów komputerowych i możliwości porozumiewania się na odległość, pozwolił na zmianę tradycyjnej formuły obrotu na giełdach. Stosowany od ponad wieku system *open outcry*, polegający na zawieraniu transakcji pomiędzy krzyżącymi maklerami machającymi do siebie rękami i pokazującymi na palcach warunki proponowanych transakcji, ustąpił znacznie doskonalszej formie – obrotowi elektronicznemu, w którym transakcje zawierane są w systemie komputerowym na podstawie wpływających zleceń, według ściśle określonego algorytmu.

W przypadku obrotu elektronicznego uczestnicy rynku nie muszą – jak w przypadku obrotu tradycyjnego – być fizycznie obecni na giełdzie. Z punktu widzenia giełd oznaczało to możliwość praktycznie nieograniczonego poszerzenia kręgu uczestników obrotu, natomiast z punktu widzenia maklerów – możliwość uczestnictwa w obrocie na rynkach umiejscowionych w dowolnym, choćby najbardziej odległym zakątku świata. Spowodowało to znaczny wzrost konkurencji zarówno pomiędzy giełdami, jak i pomiędzy różnymi segmentami rynku finansowego.

Stopniowy wzrost konkurencji przyczynił się w pierwszej kolejności do integracji giełd papierów wartościowych na poziomie krajowym. Drugi aspekt wzrostu konkurencji dotyczył relacji z innymi segmentami rynku finansowego. Ponieważ elektroniczny system obrotu jest uniwersalny (podobnie jak system tradycyjny, jednak ten ostatni miał inne ograniczenia, o czym była mowa powyżej), nie ma większego znaczenia, czy przedmiotem obrotu jest akcja, obligacja, kontrakt terminowy na indeks, czy półtusze wieprzowe (oczywiście pod warunkiem standaryzacji tego dobra). Z tego powodu zaostrzająca się konkurencja pomiędzy giełdami papierów wartościowych doprowadziła z czasem do rywalizacji o przejęcie obrotu instrumentami, które wcześniej nie były na nich spotykane, głównie instrumentami pochodnymi.


Rozwój elektronicznych systemów obrotu nieco zaburzył tradycyjny podział rynków kapitałowych na giełdowe (transakcje zawiera się w jednym miejscu, okre-

ślone są reguły ich zawierania, dopuszczania instrumentów do obrotu i upowszechniania informacji o zawartych transakcjach) i pozagiełdowe (transakcje zawierane w różnych miejscach, brak reguł dotyczących transakcji, notowanych instrumentów etc.). Po powstaniu rynku NASDAQ rynki pozagiełdowe zaczęły w coraz większym stopniu regulować swoją działalność, tworzyć standardy charakterystyczne wcześniej wyłącznie dla rynków giełdowych. Stały się one regulowanymi rynkami pozagiełdowymi. W zasadzie jedynym rozróżnieniem pozostało miejsce zawierania transakcji – parkiet giełdowy lub nieokreślone miejsce w „przestrzeni komputerowej”. Po wprowadzeniu elektronicznych systemów obrotu wątpliwe stało się również to ostatnie kryterium podziału rynków regulowanych na giełdowe i pozagiełdowe. Stały się one niezwykle podobne do siebie, pojawiły się natomiast nowe możliwości zawierania transakcji – na nieregulowanych rynkach pozagiełdowych. Nazwano je alternatywnymi (wobec giełd) systemami obrotu lub po prostu ATS-ami<sup>2</sup>. Systemy te oferowały niższe koszty zawierania transakcji przy mniejszym bezpieczeństwie obrotu.

Rozwój ATS-ów doprowadził do dalszego wzrostu konkurencji na rynku finansowym. Giełdy, które przez długi czas miały zapewniony naturalny monopol (ze względu na koncentrację popytu i podaży oferowały zawsze najlepszą cenę zarówno kupującym, jak i sprzedającym), musiały zacząć obniżać koszty zawierania transakcji. Koszty te są sumą kosztów transakcyjnych na giełdzie i kosztów pośrednictwa. Pierwszy składnik kosztów był redukowany tak samo jak w każdym innym przedsiębiorstwie. Drugi natomiast nie mógł być łatwo ograniczany ze względu na strukturę własności giełd.

Tradycyjnie giełdy były strukturami spółdzielczymi. Nie miały one na celu maksymalizacji zysków, ale maksymalizację korzyści swoich członków, którymi były domy maklerskie. Tylko domy maklerskie miały prawo do zawierania transakcji na giełdzie i tylko one miały wpływ na kształt regulacji giełdowych. Pośrednictwo domów maklerskich było niezbędne, gdyż wszyscy chętni do zawarcia transakcji nie mogliby zmieścić się w jednym miejscu, nie znaliby zasad obrotu, nie potrafiliby zawrzeć transakcji „na palcach” i wreszcie nie gwarantowaliby rozliczenia transakcji (tj. dostarczenia pieniędzy lub papierów wartościowych). Zyski członków giełdy były natomiast tym większe, im lepiej funkcjonowała giełda. Ta

<sup>2</sup> Skrót ten pochodzi od angielskiej nazwy Alternative Trading Systems, używanej zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. W Unii Europejskiej podobne platformy obrotu określono mianem wielostronnych systemów obrotu (MTF – Multilateral Trading Facilities).



wzajemna zależność i realizacja wspólnego celu przez giełdę i jej członków pozwoliły na bardzo długie utrzymywanie takiej struktury własności.

Rozwój elektronicznych systemów obrotu i wzrost konkurencji wymusiły jednak zmianę tradycyjnej formuły własności i funkcjonowania giełd. Okazało się, że interesy giełdy i jej członków mogą być rozbieżne. Giełdzie zależy na jak największym obrocie, a domom maklerskim na jak największym obrocie, ale za ich pośrednictwem. Przy zastosowaniu tradycyjnego systemu obrotu oba te cele były tożsame. Wprowadzenie elektronicznych systemów obrotu diametralnie zmieniło sytuację. System taki może być dostępny dla nieograniczonej liczby uczestników. Zawieranie w nim transakcji nie wymaga „wiedzy tajemnej”, gdyż polega jedynie na wprowadzeniu parametrów zlecenia. Obecne środki infrastruktury rynku finansowego pozwalają na weryfikację zdolności płatniczej danej osoby – jeśli bankomat wie, czy może nam wypłacić pieniądze, to i system giełdowy może weryfikować, czy i jak duże zlecenie sprzedaży lub zakupu może przyjąć. Okazało się zatem, że w interesie giełd może być wyeliminowanie pośrednictwa domów maklerskich i dopuszczenie możliwości bezpośredniego składania zleceń. Wymóg pośrednictwa domów maklerskich mógł powodować dalszą utratę klientów na rzecz ATS-ów.

W takiej sytuacji członkowie giełd (czyli domy maklerskie) zaczęli rozważać możliwość rezygnacji z konieczności pośrednictwa, a tym samym od konieczności ograniczania kręgu właścicieli giełd. Ten proces odchodzenia od struktury członkowskiej (mutualnej) na rzecz „normalnej” struktury własności został nazwany procesem demutualizacji i był jednym z najważniejszych czynników rozwoju giełd w latach 90. Giełdy stały się przedsiębiorstwami nastawionymi na zysk, a domy maklerskie stały się jedną z grup klientów. Byli to klienci dość wymagający i niechętnie ponoszący opłaty transakcyjne. W sytuacji kiedy domy maklerskie nie były właścicielami giełd, zaczęły intensywniej szukać możliwości uniknięcia opłat na ich rzecz.


Pojawiła się zatem idea zawierania transakcji z klientami bez konieczności przekazywania zleceń na giełdę (zawierania tzw. transakcji wewnętrznych) – w wyniku kompensacji napływających przeciwstawnych zleceń klientów lub poprzez zawieranie transakcji, których stroną byłby dom maklerski. Gdyby tych zleceń było wystarczająco dużo, sam dom maklerski mógłby prowadzić ATS.



W ten sposób domy maklerskie straciły monopol na pośrednictwo na giełdach, a giełdy straciły monopol na prowadzenie obrotu. Oba te procesy były dużym wyzwaniem dla regulacji i nadzoru rynków kapitałowych. Odejście od pośrednictwa domów maklerskich (tzw. dezintermediacja) powodowało powstanie dodatkowego czynnika ryzyka. Makler to nie tylko osoba przekazująca zlecenie na giełdę, to również profesjonalista, który powinien ocenić, czy dana inwestycja jest odpowiednia dla konkretnego klienta, biorąc pod uwagę jego horyzont inwestycyjny, zamożność, skłonność do ryzyka itp. Bezpośrednie uczestnictwo w systemie obrotu umożliwia inwestowanie w bardzo ryzykowne instrumenty przez przypadkowe osoby, które mogą w ten sposób stracić oszczędności całego życia. Z jednej strony można nad tym przejść do porządku dziennego, z drugiej zaś – w dobie ostrzeżeń na paczce papierosów, kuriozalnych środków bezpieczeństwa w instrukcjach obsługi wszelkich produktów – trudno się dziwić beztrójce inwestorów, zwłaszcza w krajach o bardzo silnie rozwiniętych regulacjach ochrony konsumenta.

Bezpośrednią konsekwencją dezintermediacji była demutualizacja. Dopuszczenie dowolnych osób do grona akcjonariuszy giełd postawiło pod znakiem zapytania możliwość dalszego wypełniania przez giełdy funkcji regulacyjnej. W sytuacji, kiedy właścicielami giełd były domy maklerskie – podmioty profesjonalnie zajmujące się obrotem papierami wartościowymi i czerpiące długofalowe zyski z właściwego funkcjonowania giełd – oczywistym rozwiązaniem było opracowywanie regulacji dotyczących obrotu przez same giełdy. Pozostawienie takich możliwości podmiotom, które są własnością osób prywatnych, niekoniecznie związanych z rynkiem kapitałowym i niekoniecznie nastawionych na zysk w długim okresie, byłoby nieroztropne. Wystąpiła więc konieczność przekazania uprawnień regulacyjnych innemu podmiotowi, najczęściej organowi nadzoru.

Z kolei wprowadzenie możliwości zawierania transakcji wewnętrznych przez domy maklerskie doprowadziło do powstania kolejnego obszaru potencjalnego konfliktu interesów. W sytuacji kiedy dom maklerski był pośrednikiem i każde zlecenie było kierowane na giełdę, pole do nadużyć było znacznie mniejsze. Kiedy natomiast dom maklerski zainteresowany jest zawarciem transakcji wewnętrznej, może opóźniać realizację zlecenia klienta w nadziei, że wpłynie przeciwstawne zlecenie od innego klienta. Może to nawet uzasadniać dobrem klientów, bo przecież koszt transakcji wewnętrznej będzie niższy. Nawet zawarcie transakcji po cenie gorszej niż oferowana na giełdzie może być korzystniejsze dla klienta ze względu na niższe koszty transakcyjne!



Kolejnym zjawiskiem wynikającym z wprowadzenia elektronicznych systemów obrotu oraz wzrastającej konkurencji była integracja giełd w ujęciu ponadnarodowym. Proces ten jest szczególnie silny w krajach Unii Europejskiej, najprawdopodobniej z powodu dużej zbieżności regulacji oraz pogłębiającej się integracji gospodarczej. O ile fuzje giełd w ramach kraju były procesem dość prostym, o tyle przeprowadzenie podobnych operacji na skalę ponadnarodową napotykało nieproporcjonalnie większe problemy.

Przedstawione powyżej procesy były źródłem nowych wyzwań dla regulacji i nadzoru rynków finansowych, gdyż konieczne było:

- objęcie regulacjami nowych procesów, produktów czy form świadczenia usług,
- opracowywanie bardziej szczegółowych regulacji, ponieważ niepowodzenie integracji rynku finansowego UE w połowie lat 90. wynikało w dużej mierze ze zbyt ogólnych przepisów umożliwiających dość dowolną interpretację w poszczególnych krajach członkowskich,
- przyspieszenie prac regulacyjnych, ponieważ zbyt szczegółowe regulacje mogłyby ograniczać rozwój rynku, jeśli nie byłoby możliwe ich szybkie modyfikowanie,
- opracowanie formuły umożliwiającej realizację powyższych celów w odniesieniu do całej UE, a więc kilkunastu (wówczas) krajów.

Najważniejsze instytucje Unii – Komisja Europejska i Rada – podjęły zatem działania, których wynikiem było określenie warunków, jakie muszą być spełnione do realizacji tych celów. Rezultatem tych prac było opracowanie Financial Services Action Plan i tzw. czteropoziomowego podejścia do regulacji, które przedstawiane były w dodatku edukacyjnym do nr. 2/2007 „Banku i Kredytu” (Pilecka 2007)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Zob. też Kachniewski (2004).



### 3. Dążenie do pełnej harmonizacji jako czynnik prowadzący do dezintegracji rynków

Jednym z podstawowych celów wdrożenia FSAP była integracja rynków krajowych w jeden ponadnarodowy rynek finansowy UE. Dyrektywy uregulowały praktycznie wszelkie aspekty funkcjonowania rynków kapitałowych. Dyrektywa o przeciwdziałaniu nadużyciom<sup>4</sup> zdefiniowała te nadużycia oraz kompetencje organów nadzoru niezbędne do ich właściwego zwalczania. Dyrektywa o prospekcie<sup>5</sup> ujednoliciła warunki przeprowadzania ofert papierów wartościowych w poszczególnych krajach członkowskich, a zakres prospektu emisyjnego został określony w rozporządzeniu Komisji Europejskiej<sup>6</sup> (czyli akcie bezpośrednio obowiązującym w krajach członkowskich), aby uniknąć rozbieżności na etapie wprowadzenia w poszczególnych krajach. Dyrektywa o wymogach informacyjnych spółek<sup>7</sup> ujednoliciła zakres i zasady publikowania informacji przez spółki. Dyrektywa o rynkach instrumentów finansowych<sup>8</sup> określiła zasady świadczenia usług inwestycyjnych oraz funkcjonowania rynków papierów wartościowych: giełd, rynków alternatywnych, a także zawierania transakcji poza rynkami zorganizowanymi. Wszystkie te dyrektywy zawierają także postanowienia dotyczące zasad współpracy pomiędzy organami nadzoru w poszczególnych krajach, uznawania decyzji (dotyczących licencjonowania czy akceptacji prospektu) innych organów nadzoru oraz podziału kompetencji dotyczących nadzoru nad firmami prowadzącymi działalność w więcej niż jednym kraju.


<sup>4</sup> Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), Official Journal of the European Union, L 96, 12.04.2003.

<sup>5</sup> Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC, Official Journal of the European Union, L 345, 31.12.2003.

<sup>6</sup> Commission Regulation (EC) No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectus as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements, Official Journal of the European Union, L 149, 30.04.2004; skorygowany tekst został opublikowany ponownie kilka tygodni później - Official Journal of the European Union, L 215, 16.06.2004.

<sup>7</sup> Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC, Official Journal of the European Union, L 390, 31.12.2004.

<sup>8</sup> Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EC, Official Journal of the European Union, L 145, 30.04.2004. W późniejszym okresie opublikowana została dyrektywa zmieniająca termin implementacji oraz akty wykonawcze do dyrektywy.



Aby jednak nie powtórzyć błędu z lat 90. (polegającego na dość dowolnej interpretacji wymogów dyrektyw w poszczególnych krajach), konieczne było bardzo szczegółowe określenie wszelkich zasad związanych z funkcjonowaniem rynków kapitałowych (zgodnie z przywołaną powyżej koncepcją 4-poziomowego podejścia do regulacji), tak aby ułatwić ich integrację i ograniczyć potencjalny arbitraż regulacyjny. Konsekwencją było dążenie do osiągnięcia maksymalnej harmonizacji, jednak podejście to nie jest wolne od wad. Jeśli bowiem nałożymy takie same wymogi na wszystkie rynki, to w odniesieniu do niektórych wymogi te będą zbyt ostre, dla innych natomiast – zbyt łagodne.

Gdybyśmy stworzyli dla całej UE jednolity standard np. butów zimowych, to jest oczywiste, że tylko w niektórych krajach byłyby one komfortowe. Podobnie jest w przypadku rynku kapitałowego – pożądane są różne regulacje w zależności od tego, czy dany rynek jest mały, czy duży, stary czy młody, zdominowany przez inwestorów indywidualnych czy przez instytucjonalnych, stworzony przez samych uczestników czy administracyjnie przez państwo. Z tych samych powodów Komisja Europejska stosunkowo rzadko korzysta z możliwości wydawania rozporządzeń, mimo że dużo łatwiej je wdrażać – ten sam akt prawny w różnych krajach może bowiem oznaczać co innego.

Dodatkowo sytuację skomplikowało opracowanie nowych regulacji dotyczących rynku kapitałowego tuż przed rozszerzeniem UE – w ciągu dwóch dni poprzedzających rozszerzenie UE o 10 nowych krajów opublikowano blisko piątą część regulacji uchwalonych w owym roku!<sup>9</sup> Siłą rzeczy nie uwzględniono w tych regulacjach specyfiki małych i młodych rynków, a ze względu na znacznie niższy stopień rozwoju rynków finansowych w nowych krajach członkowskich rozpiętość rozmiarów rynków, które miały być objęte tymi samymi regulacjami, zaskoczyła samych twórców regulacji.

Próba znalezienia równie dobrych regulacji dla wszystkich rynków musiała doprowadzić do sytuacji, w której wymogi regulacyjne nie zawsze odpowiadały potrzebom rynku. W niektórych przypadkach dyrektywy ograniczały poziom ochrony inwestorów przez wiele lat przyzwyczajonych do większej troski. W innych na-

---

<sup>9</sup> W dniach 29 i 30 kwietnia 2004 r. opublikowano 295 regulacji (7,8% regulacji uchwalonych w całym 2004 r.) zajmujących 4908 stron (17,9% stron regulacji opublikowanych w całym 2004 r.). Po przemnożeniu przez liczbę egzemplarzy Official Journal publikowanych w owym okresie otrzymalibyśmy gigantyczną liczbę 44 417 400 stron, z których można by zbudować 9 stosów wyższych od wieży Eiffle'a. A wszystko to zaledwie w dwa dni ... Por. Kachniewski (2005).

tomiast wiązały się z koniecznością nałożenia wymogów niewspółmiernie wysokich w odniesieniu do potrzeb rynku.

Maksymalizacja harmonizacji regulacji rodziła zatem wiele napięć, zwłaszcza w przypadku konieczności nałożenia dodatkowych wymogów, odczuwanych przez uczestników rynku jako zbędne. Doprowadziło to do ucieczki poza reżim określony w dyrektywach.

Pierwszym i najbardziej spektakularnym przypadkiem celowego wyjścia poza obszar regulowany dyrektywami UE było utworzenie przez londyńską giełdę papierów wartościowych (London Stock Exchange) rynku AIM (Alternative Investment Market). Rynek ten został wydzielony z londyńskiej giełdy w przeddzień wejścia w życie dyrektywy o przeciwdziałaniu nadużyciom. Skonstruowano go tak, aby nie podlegał wymogom określonym w dyrektywach UE dotyczących rynku kapitałowego, a jedynie regulacjom wewnętrznym.

Podobne rozwiązanie zastosowano w ramach skandynawskiego aliansu giełd OMX. Utworzono tam rynki alternatywne pod nazwą First North oraz First North Baltic (zorientowany na kraje bałtyckie). Innym przykładem rynku, którego funkcjonowanie określiły prawie wyłącznie przez regulacje giełdowe, jest powstały z końcem sierpnia ub.r. w Polsce rynek New Connect.

Powyższe przykłady wskazują, że dążenie do maksymalnej harmonizacji – poprzez nałożenie jednolitych wymogów na różne rynki – choć stymulowało działania integracyjne, doprowadziło do dezintegracji rynków krajowych. Dezintegracja na poziomie krajowym jest zatem pewną ceną, jaką należało zapłacić za integrację na poziomie ponadnarodowym. Można więc oczekiwać, że kolejnym etapem ewolucji rynków kapitałowych – po epoce rynków krajowych – będzie stadium rynków ponadnarodowych, różniących się poziomem ochrony inwestora. Innymi słowy być może za kilka lat proces międzynarodowej integracji giełd zostanie powtórzony w odniesieniu do rynków alternatywnych. W rezultacie zamiast podziału rynku UE na kilkanaście rynków krajowych będzie istnieć podział na kilka rynków różniących się dostępnością i ochroną inwestorów – np. panunijny nieregulowany rynek pozagiełdowy, panunijny rynek giełdowy i panunijny rynek alternatywny. Potwierdzałoby to, że idea jednego wspólnego rynku finansowego UE nie jest możliwa do spełnienia, zwłaszcza w krótkim okresie.





## 4. Potencjalna fragmentacja rynków kapitałowych jako uboczny skutek wdrożenia dyrektywy MIFID

Financial Services Action Plan obejmował utworzenie kompletnej nowej infrastruktury regulacyjnej dla rynków kapitałowych. Jednym z najważniejszych rozwiązań zawartych w nowych regulacjach jest – przewidziane w dyrektywie MIFID – wprowadzenie możliwości realizacji zlecenia klienta na 4 sposoby, poprzez:

- transakcje z uprawnionymi podmiotami,
- transakcje wewnętrzne,
- transakcje w ramach wielostronnych platform obrotu (tzw. MTF)<sup>10</sup>,
- transakcje na rynku regulowanym.

Było to odpowiedzią na przedstawione powyżej procesy demutualizacji i dezintermediacji. Zwiększenie konkurencji w zakresie kojarzenia zleceń powinno się przyczynić do obniżenia kosztów transakcyjnych oraz konsolidacji rynków. Oba te procesy wydają się pożądane, gdyż prowadzą do dalszej integracji rynku finansowego UE. Należy jednak zwrócić uwagę, że procesy te mogą także doprowadzić do fragmentacji rynków, zwłaszcza tych najmniejszych.

Im bardziej bowiem zwiększy się możliwość konkurencji (a więc im bardziej liberalne będą zasady dotyczące zawierania transakcji na różnych rynkach), tym większa będzie możliwość zawierania transakcji poza rynkiem giełdowym. Takie zróżnicowanie możliwości zawierania transakcji wydaje się pożądane w odniesieniu do dużych rynków, gdyż przyczyni się do wzrostu konkurencji. W przypadku małych rynków może natomiast doprowadzić do ograniczenia ich rozwoju.

Duży rynek może tylko zyskać na wzroście konkurencji – zapewni mu lepsze warunki zawierania transakcji, ale sam proces kształtowania cen papierów wartościowych nie powinien być zagrożony. Dominująca rola rynku regulowanego

<sup>10</sup> MTF to skrót od terminu Multilateral Trading Facility używanego w dyrektywie MIFID jako określenie zorganizowanego rynku wtórnego nie będącego giełdą. Jest to rynek bardzo zbliżony do przedstawionego we wcześniejszej części artykułu Alternatywnego Systemu Obrotu (Alternative Trading System – ATS)

prawdopodobnie zostanie utrzymana, gdyż jeśli dany rynek kumuluje popyt na dany papier wartościowy i jego podaź, to wszyscy inwestorzy wiedzą, że w każdym momencie oferuje najlepszą cenę (zarówno kupna, jak i sprzedaży). Jeśli nawet w odniesieniu do niektórych instrumentów głównym rynkiem notowań (rozumianym jako rynek o największej wartości obrotu) zostanie MTF, to wysoka wartość obrotów będzie gwarantować efektywną wycenę papierów wartościowych i zapewniać odpowiednio wysoki poziom płynności.

W przypadku małych rynków sytuacja może wyglądać zgoła inaczej. Fragmentacja obrotu (wynikająca z możliwości zawierania transakcji poza rynkiem regulowanym) na zbyt wczesnym etapie rozwoju rynku może doprowadzić do tego, że rynek regulowany nigdy nie stanie się głównym rynkiem dla wielu instrumentów. Warto nadmienić, że w Polsce przez kilkanaście pierwszych lat funkcjonowania giełdy miała ona monopol na obrót akcjami dopuszczonymi do publicznego obrotu. Przymus zawierania transakcji na rynku regulowanym wynikał z konieczności zapewnienia odpowiedniej koncentracji popytu i podaży w celu stworzenia jak najlepszych warunków do formowania się kursów akcji. Przedwczesne zniesienie przymusu rynku regulowanego w odniesieniu do obligacji (w 1994 r.) doprowadziło do sytuacji, w której zdecydowana większość transakcji zawierana jest na mniej przejrzystym rynku międzybankowym. Brak przymusu zawierania transakcji na rynku regulowanym bardzo istotnie opóźnił rozwój np. giełdy prakskiej (na której przez wiele lat dokonywana była niewielka część obrotów ze względu na możliwość zawierania transakcji bez pośrednictwa giełdy).

Konieczność wdrożenia dyrektywy MIFID przez kraje, których giełdy są wielokrotnie mniejsze od warszawskiej (np. giełdy w Słowenii, Bułgarii, Rumunii czy na Słowacji), może zatem doprowadzić do tak głębokiej fragmentacji ich rynków, że nigdy nie zostanie osiągnięta masa krytyczna wartości obrotów, tj. wartość na tyle wysoka, aby inwestorzy uznali te rynki za gwarantujące najlepszą cenę w zawieranych transakcjach. Transakcje poszczególnymi instrumentami byłyby wtedy zawierane na wielu rynkach, co nie dawałoby możliwości osiągnięcia korzyści skali ani emitentom, ani inwestorom, ani samym rynkom. Byłoby to niezwykle niekorzystne nie tylko dla giełd, ale dla całych gospodarek, gdyż nie pozwoliłoby na wystąpienie mechanizmów mobilizacji, transformacji, wyceny i optymalnej alokacji kapitału.



## 5. Podsumowanie

Tak jak pospieszne wprowadzenie euro przyczyniło się w wielu krajach do spowolnienia gospodarczego (wskutek konieczności jednoczesnego prowadzenia restrykcyjnej polityki monetarnej i fiskalnej w celu spełnienia kryteriów konwergencji), tak pospieszna integracja rynków finansowych może doprowadzić do ich decentralizacji i fragmentacji. Euro przyjęty jednak starannie wyselekcjonowane kraje i jego wprowadzenie było na tyle istotnym impulsem dla rozwoju gospodarczego, że efekt netto był jednoznacznie pozytywny. Z kolei w odniesieniu do niektórych rynków wprowadzenie dyrektyw może mieć skutki negatywne. Najważniejsze przyczyny tych zagrożeń to bardzo szybkie dążenie do integracji rynków finansowych oraz konieczność pełnego wdrożenia dyrektyw bez względu na poziom rozwoju rynku.

Tempo prac nad integracją rynków finansowych w wymiarze absolutnym być może nie jest oszałamiające, ale w porównaniu z tempem prac w innych dziedzinach jest przynajmniej imponujące. Warto zwrócić uwagę, że pełna liberalizacja świadczenia usług w ramach UE została rozpoczęta od najbardziej skomplikowanych usług, tj. usług finansowych, przez co nie było możliwości poznania praktycznych problemów transgranicznego świadczenia usług w mniej newralgicznych sektorach. Ponadto, integracji rynków finansowych nie poprzedziła integracja systemów prawnych, w szczególności regulacji dotyczących prawa spółek, co przez długie lata będzie utrudniać rzeczywistą integrację rynków. W konsekwencji integracja rynków na poziomie ponadnarodowym może prowadzić do dezintegracji rynków na poziomie krajowym.

Konieczność pełnego wdrożenia dyrektyw dotyczących rynku kapitałowego przez kraje o najstabilniej rozwiniętych giełdach może się wiązać z fragmentacją już i tak małych rynków. Może to doprowadzić do trwałego niedorozwoju instytucji rynku kapitałowego i spowolnienia wzrostu gospodarczego w tych krajach.

Warto podkreślić, że dyrektywa MIFID może mieć istotny wpływ także na inne segmenty rynku finansowego. Dynamiczny rozwój elektronicznych systemów obrotu powodował, że można było oczekiwać przejmowania przez giełdy (jako najlepiej rozwinięte rynki wtórne) obrotu instrumentami finansowymi „przynależącymi” do rynku terminowego lub pieniężnego – wszak rozwinięta infrastruktura zawierania transakcji może obsługiwać obrót praktycznie dowolnym instrumentem. Umożliwienie zawierania transakcji poza giełdami spowodowało, że możemy



mieć do czynienia raczej z procesem odwrotnym – odejścia od koncentracji obrotu na giełdach na rzecz zawierania transakcji na mniej zorganizowanych rynkach. Z drugiej strony firmy inwestycyjne i inne instytucje finansowe mogą organizować MTF-y, na których będą zawierane nie tylko transakcje instrumentami notowanymi na giełdach, ale także instrumentami charakterystycznymi dla rynku międzybankowego. Paradoksalnie zatem fragmentacja obrotu instrumentami rynku kapitałowego w krótkim okresie może się przyczynić do efektywniejszego obrotu instrumentami dłużnymi w długim okresie.



## Bibliografia

Kachniewski M. (2004), *Nowe dyrektywy UE a ochrona drobnych inwestorów*, w: D. Dziawgo (red.), *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń.

Kachniewski M. (2005), *Integration of EU Capital Market – „New” Members’ Perspective*, materiały konferencyjne, „Channels of European Integration”, 7–8 października, SGH, Warszawa.

Pilecka A. (2007), *Plan działań w zakresie usług finansowych (FSAP) – założenia, realizacja i wpływ na rynki finansowe w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 2, dodatek edukacyjny.









**NBP**

Narodowy Bank Polski