



MIĘDZYNARODOWY SYSTEM FINANSOWY

Janusz Bilski
Małgorzata Janicka
Tomasz Miziołek



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

CZĘŚĆ II

PODSTAWY FUNKCJONOWANIA RYNKU FINANSOWEGO UNII EUROPEJSKIEJ WYZWANIA ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Rynek finansowy jest jednym z kluczowych sektorów gospodarki każdego kraju. Trudno sobie wyobrazić dobrze działającą gospodarkę bez sprawnego i efektywnie działającego rynku finansowego. Rynek finansowy pełni dwie kluczowe funkcje: pośredniczy w rozliczaniu płatności między podmiotami oraz w przepływie środków finansowych między kapitałodawcami a kapitałobiorcami¹. Uwzględniając fakt, że dobre wypełnianie obu wymienionych funkcji jest warunkiem stabilności gospodarczej kraju, nie jest zaskoczeniem, że w każdym kraju rynek finansowy stanowi część gospodarki, nad którą władze krajowe sprawują specjalną pieczę – państwo, poprzez odpowiednie regulacje prawne musi stworzyć takie warunki, by na rynku finansowym zachować równowagę między podejściem regulacyjnym a wolnorynkowym.

Przedmiotem analiz niniejszej części opracowania jest **rynek finansowy Unii Europejskiej**. Proces budowy tego rynku rozpoczął się w 1958 roku, wraz z powstaniem Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej (EWG), nasilił się wraz z pogłębieniem integracji i utworzeniem Unii Europejskiej (UE) oraz Unii Gospodarczo-Walutowej UGW). Mimo wieloletnich starań nie został jednak jeszcze zakończony.

Rynek finansowy UE (zwany często jednolitym rynkiem finansowym UE) stanowi część rynku wewnętrznego UE, tworzą go rynki finansowe wszystkich krajów członkowskich UE. Nie oznacza to jednak, że w procesie budowy na terytorium UE powstaje jeden zunifikowany rynek finansowy, nadal w jego obrębie działają rynki narodowe. W ramach

¹ W dalszych rozważaniach prowadzonych w niniejszym rozdziale będziemy się odnosić głównie do drugiej z wymienionych funkcji.

jednolitego rynku wytyczone zostały jednak pewne standardy dotyczące działania poszczególnych segmentów rynku finansowego, które kraje UE są obowiązane włączyć do swego prawodawstwa (istnieją rozwiązania dotyczące tylko krajów strefy euro).

ROZDZIAŁ 1

EKOLOGICZNE UWARUNKOWANIA ROZWOJU I MODELE DZIAŁANIA SYSTEMÓW FINANSOWYCH

1.1. Zrównoważony rozwój rynków finansowych

Analizując rozwój rynków finansowych, także rynków Unii Europejskiej, przez pryzmat historycznych uwarunkowań przepływu kapitału inwestycyjnego nie sposób oprzeć się wrażeniu, że na przestrzeni wieków głównymi parametrami charakteryzującymi zawierane na nich transakcje były zysk i ryzyko. Innymi słowy rzecz ujmując, inwestorzy działający na rynku podejmowali decyzje szacując kształtowanie się potencjalnego zysku z inwestycji wobec możliwego do zaakceptowania przez nich ryzyka. Dominacja wskaźnika zysk/ryzyko oznaczała marginalizację, bądź wykluczenie, innych parametrów charakteryzujących inwestycje. Przez wieki na rynku finansowym niepodzielnie panowała kategoria zysku, zaś okoliczności jego wypracowania miały z punktu widzenia podmiotów działających na rynku znaczenie drugorzędne. W ostatnich dekadach sytuacja ta uległa zmianie. Na rynkach finansowych **zaczęto dostrzegać konieczność uwzględnienia w procesie ich rozwoju podejścia proekologicznego i wyzwań rozwoju zrównoważonego**. Te dwie kategorie zająbiają się ze sobą, lecz nie są tożsame. **Proekologiczne elementy rozwoju** rynku oznaczają zmianę sposobu działania podmiotów rynku finansowego na takie, które sprzyjają ochronie środowiska naturalnego. **Zrównoważony rozwój rynków finansowych** to przede wszystkim dążenie do stabilnego działania tych rynków, które ogranicza częstotliwość i natężenie zjawisk destabilizujących system finansowy, ze szczególnym uwzględnieniem kryzysów, których źródło tkwi w cykliczności rozwoju rynków finansowych oraz ich właściwej regulacji i efektywnego nadzoru.

Wśród **proekologicznych elementów funkcjonowania rynków finansowych** można wyróżnić następujące²:

² L. Dziawgo, *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, PWE, Warszawa 2010, s. 21.

- 1. Zaangażowanie instytucji finansowych w ochronę środowiska** – instytucje finansowe utożsamiane są zwykle z realizacją polityki nastawionej wyłącznie na maksymalizację zysków, nie zaś angażowanie się w działania związane z ochroną środowiska. Zmiana filozofii działania tych instytucji jest pochodną nie tylko rosnących nacisków w sprawie uwzględniania kwestii dotyczących ochrony środowiska jako takiego, ale także rosnącej świadomości ekologicznej wśród osób kierujących ich działaniem.
- 2. Motywacje podejmowania działań proekologicznych** – element ten łączy się z wymienionym powyżej. Podejmowanie działań służących ochronie środowiska jest coraz częściej nie tyle konsekwencją ich wymuszenia w drodze przyjęcia odpowiednich regulacji prawnych, ale zmiany poglądów i postaw osób mających decydujący wpływ na sposób funkcjonowania instytucji finansowej. Można do tej grupy zaliczyć m.in. właścicieli instytucji, w tym zgromadzenia akcjonariuszy, a także organy odpowiedzialne za ich bieżące działanie, np. zarząd, czy też klientów instytucji.
- 3. Produkty i usługi związane z ochroną środowiska** – instytucja finansowa, która w swojej misji działania wskazuje na konieczność angażowania się w kwestie związane z ochroną środowiska powinna także mieć w swojej ofercie produkty i usługi, które cechuje charakter proekologiczny. Są one nie tylko wyrazem związków misji z praktyką, ale także odpowiadają na zapotrzebowania płynące z rynku ze strony klientów instytucji, którzy w procesie podejmowania decyzji, np. inwestycyjnych, kierują się odpowiedzialnością ekologiczną.
- 4. Klienci instytucji finansowych zainteresowani ochroną środowiska** – przede wszystkim tacy klienci kreują popyt na produkty i usługi związane z ochroną środowiska, stąd też ich zapotrzebowanie kierowane do instytucji finansowych może przełożyć się na skonstruowanie przez te instytucje odpowiedniej oferty.

Analiza powyższych elementów wyraźnie wskazuje, że nie są one luźnym zbiorem w niewielkim stopniu powiązanych ze sobą składowych, lecz tworzą konkretną strukturę, którą charakteryzują wewnętrzne sprzężenia zwrotne. Np. instytucja oferuje produkty związane z ochroną środowiska i jednocześnie edukuje swoich klientów w zakresie podejmowanych działań proekologicznych, co w przyszłości przekłada się na rosnącą świadomość ekologiczną klientów, którzy oczekują kolejnych produktów i usług uwzględniających aspekty proekologiczne. Warto podkreślić, że

w powszechnej świadomości klientów instytucji finansowych ich działalność w zakresie ochrony środowiska najczęściej sprowadza się do prostego szacowania oszczędności czynionych przez tę instytucję (zużycie prądu, wody, papieru, itd.) bądź też nabywania produktów pochodzących z recydingu (np. papieru, tonerów, itd.). Tymczasem oszczędności w zużyciu prądu, energii, papieru itd. mogą być co najwyżej uznane za punkt wyjścia do uwzględnienia przez instytucje finansowe kwestii proekologicznych w daleko szerszym zakresie. Z punktu widzenia instytucji finansowych działania proekologiczne mogą w dłuższym okresie zaowocować wzrostem liczby klientów i wzrostem wartości aktywów. W krajach rozwiniętych, gdzie świadomość ekologiczna jest większa niż w krajach rozwijających się, działalność instytucji finansowej w zakresie ochrony środowiska naturalnego może być silnym punktem strategii marketingowej i działań promocyjnych nakierowanych na grupę zamożniejszych klientów, którzy prowadzą ekologiczny styl życia i rozumieją potrzebę dbania o środowisko w możliwie szerokim wymiarze. W związku z proekologicznym aspektem działania instytucji finansowych pojawiły się nowe wymogi i pojęcia odnoszące się zarówno do podmiotów pozyskujących finansowanie na rynkach: **CSR – Corporate Social Responsibility – społeczna odpowiedzialność biznesu**, jak i do inwestorów podejmujących decyzja inwestycyjne: **SRI – Socially Responsible Investment – społecznie odpowiedzialne inwestycje**³. Także instytucje działające w strukturze organizacyjnej rynków finansowych zaczęły przywiązywać większą wagę do kwestii ekologicznego funkcjonowania przedsiębiorstw, które szanując wymogi ochrony środowiska naturalnego wpisują się w obowiązujący paradygmat zrównoważonego rozwoju. Społecznie odpowiedzialne inwestycje wiążą się także z pojawieniem się nowej kategorii inwestorów. Dotąd dominowała grupa tzw. **Financial-first investors**, czyli inwestorów, którzy w swoich decyzjach inwestycyjnych kierują się przede wszystkim wysokością oczekiwanej stopy zwrotu, lecz starają się je „zoptymalizować” uwzględniając także takie czynniki jak wpływ na społeczeństwo i środowisko naturalne. Ta grupa składa się przede wszystkim z inwestorów komercyjnych, którzy są zobowiązani przez istniejące regulacje do dokonywania inwestycji uwzględniających czynniki społeczne i środowiskowe (np. fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne). Obecnie punkt ciężkości w zakresie społecznie odpowiedzialnych inwestycji zaczyna się przesuwac w stronę nowej grupy, tzw. **Impact-first investors**.

³ Pojawiły się także nowe określenia: „zielony rynek finansowy”, „ekologiczny rynek finansowy”, „zielone finanse”.

Inwestorzy ci w swoich decyzjach inwestycyjnych starają się zachować równowagę pomiędzy aspektami społecznymi, środowiskowymi i finansowymi inwestycji. Oznacza to, że są oni w stanie zaakceptować niższą stopę zwrotu niż stopa rynkowa, gdyż podstawowym kryterium inwestycji jest charakter społeczny lub/i środowiskowy, w związku z czym oczekiwana stopa zwrotu nie jest podstawowym kryterium wyboru⁴.

Jednocześnie rynek finansowy per se postrzegany jest w kategorii swoistego ekosystemu, co oznacza, że stojące przed nim wyzwania zrównoważonego rozwoju wymagają zmiany nie tylko pojedynczych elementów jego struktury, ale jej kompleksowej przebudowy odnoszącej się nie tylko do działających na nim podmiotów, ale także do oferowanych instrumentów, czy regulacji w zakresie nadzoru nad działaniem tych rynków.

Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR) to odpowiedzialność przedsiębiorstw za ich wpływ na społeczeństwo (wg definicji Komisji Europejskiej)⁵. Wpływ ten ma charakter wielowymiarowy i dotyczy nie tylko dbałości firm o środowisko naturalne, pracowników czy warunki pracy. CSR oznacza prowadzenie działalności w oparciu o określony system wartości, dostrzeganie ludzi w procesach produkcji, dystrybucji i konsumpcji oraz wdrażanie zasad społecznej odpowiedzialności we wszystkich obszarach funkcjonowania firmy. Obszary te można podzielić na cztery kategorie: ład organizacyjny, pracownicy, środowisko i produkt. Jako przykłady działań prowadzonych w ramach wskazanych kategorii można podać⁶:

1. **Ład organizacyjny**: kształtowanie etycznej kultury organizacyjnej, kodeksy etycznego postępowania, zarządzanie ryzykiem, komunikowanie działań CSR poprzez ujawnianie danych pozafinansowych (raportowanie społeczne), przeciwdziałanie korupcji;
2. **Pracownicy**: dialog z pracownikami, troska o bezpieczeństwo w miejscu pracy, zapewnienie optymalnych warunków pracy, poszanowanie praw człowieka, dostrzeganie znaczenia różnorodności w miejscu pracy, troska o zdrowie pracowników, godzenie życia zawodowego z rodzinnym;

⁴ G. A. Huppé, M. H. Silva, *Overcoming Barriers to Scale: Institutional impact investments in low-income and developing countries*, Published by the International Institute for Sustainable Development, IISD Report, 2013 <https://www.iisd.org/publications/overcoming-barriers-scale-institutional-impact-investments-low-income-and-developing>, dostęp: 10.10.2015.

⁵ http://ec.europa.eu/growth/industry/corporate-social-responsibility/index_en.htm, dostęp: 10.10.2015.

⁶ <http://www.mg.gov.pl/Wspieranie+przedsiębiorczosci/Zrownowazony+rozwoj/Społeczna+Odpowiedzialnosc+Przedsiębiorstw+CSR>, dostęp: 10.10.2015.

3. **Środowisko:** ograniczanie emisji gazów, odpowiedzialne zarządzanie odpadami i ściekami, ograniczanie zużycia energii oraz zużycia wody;
4. **Produkt:** odpowiedzialne podejście do łańcucha dostaw, w tym do wydobycia i transportu surowców, tworzenia półproduktów i ich transportu, odpowiedzialne inwestowanie.

Do niedawna wdrażanie zasad CSR było dobrowolnym działaniem firm. Zmiana w podejściu Unii Europejskiej do polityki w zakresie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw nastąpiła 6 grudnia 2014 r., kiedy weszła w życie dyrektywa Unii Europejskiej dotycząca ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże spółki oraz grupy⁷. Można więc zaryzykować twierdzenie, że z punktu widzenia podmiotów funkcjonujących na rynku finansowym pojawiły się nowe wymogi odnośnie do ich działania, wypełnienie których może okazać się istotnym argumentem w procesie pozyskiwania kapitału na rynkach finansowych.

Z drugiej strony coraz większego znaczenia nabiera kategoria **społecznie odpowiedzialnych inwestycji** (SRI). Inwestycje odpowiedzialne stanowią element koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu. Odpowiedzialne inwestowanie to strategia inwestowania środków indywidualnych lub należących do instytucji, która w równym stopniu dąży do maksymalizacji zysku, co do osiągnięcia dobra społecznego⁸. Powstają opracowania i raporty, których celem jest propagowanie idei społecznie odpowiedzialnych inwestycji w środowiskach związanych z szeroko pojętym inwestycjami i rynkiem finansowym⁹.

⁷ Postanowienia tej dyrektywy odnoszą się do firm zatrudniających więcej niż 500 osób i posiadających sumę bilansową powyżej 20 mln euro lub przychody powyżej 40 mln euro. W skali UE dotyczy to ok. 6 000 firm, w Polsce ok. 250–300 firm. Kraje UE otrzymały dwa lata na transpozycję postanowień dyrektywy do prawa krajowego. Przedsiębiorstwa, których dotyczą przepisy dyrektywy zostaną zobowiązane do ujawniania informacji na temat polityk stosowanych w firmie w odniesieniu do kwestii ochrony środowiska, aspektów społecznych i pracowniczych, poszanowania praw człowieka, zwalczania korupcji i przekupstwa oraz zapewnienia zrównoważonej reprezentacji zarządach (pod względem płci, wieku, kompetencji i wykształcenia). <http://www.mg.gov.pl/Wspieranie+przedsiębiorczosci/Zrownowazony+rozwoj/Spoeczna+Odpowiedzialnosc+Przedsiębiorstw+CSR>, dostęp: 15.10.2015.

⁸ http://inwestor.lotos.pl/1062/strefa_inwestora/odpowiedzialne_inwestycje, dostęp: 15.10.2015.

⁹ Np. Developing a Global Financial Centre for Social Impact Investment, City of London Corporation, PricewaterhouseCoopers LLP, June 2015, <http://www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch>, dostęp: 12.10.2015.

Tabela 1.1. Podstawowe kryteria do analiz spółek w procesie podejmowania decyzji odnośnie do społecznie odpowiedzialnych inwestycji

Rynek i klienci	Zarządzanie i ład informacyjny	Środowisko	Pracownicy	Relacje społeczne
Obsługa Klienta (serwis, gwarancje)	Kodeks Etyki	Efektywność energetyczna (1)	Zdrowie i bezpieczeństwo (absencja, wypadkowość)	Prawa człowieka
Etyka Marketingu (produkt, cena, dystrybucja, promocja)	Wynagrodzenia Zarządu i Rady	Efektywność zasobów wodnych (2)	Wolność zrzeczeń	Projekty edukacyjne
Etyka Sprzedaży (bonusy dla dystrybutorów, rzetelne informacje na temat oferty, techniki perswazji)	Raportowanie (terminowość i transparentność)	Emisje gazów cieplarnianych (3)	Sprawiedliwe wynagrodzenie	Kampanie społeczne
Łańcuch dostaw (kodeksy postępowania)	Relacje inwestorskie	Zarządzanie odpadami i recycling (4)	Różnorodność i brak dyskryminacji	Filantropia
Praktyki konkurencyjne	Polityka antykorupcyjna	Efektywne gospodarowanie surowcami	Programy motywacyjne i rozwój kariery	Wolontariat pracowniczy
Bezpieczeństwo i jakość produktu (reklamacje, zwroty)	Ład korporacyjny (w szczególności niezależność i kompetencje członków rady nadzorczej, jak również audyty oraz mechanizmy wewnętrznej kontroli)	Bioróżnorodność	Polityka wobec kobiet w ciąży i matek	
Innowacje produktowe (energooszczędne, rozwiązujące problemy społeczne)	Strategia i polityka CSR (osoba/zespół dedykowany)		Partycypacja w decyzjach firmy	

Rynek i klienci	Zarządzanie i ład informacyjny	Środowisko	Pracownicy	Relacje społeczne
			Procesy restrukturyzacyjne (zwolnienia grupowe)	
			Polityka zatrudnienia (osoby wykluczone, feedbacki dla osób, które nie przeszły procesów rekrutacyjnych)	
			Praca dzieci	

(1) Efektywność energetyczna, w szczególności:

- Zarządzanie energią wewnątrz organizacji (praktyki pracowników mające na celu większą oszczędność energii),
- Zarządzanie energią na poziomie produktu (innowacje R&D mające na celu większą efektywność energetyczną),
- Zarządzanie efektywnością energetyczną na poziomie łańcucha dostaw i w całym cyklu życia produktu (wydobycie, produkcja, pakowanie, dystrybucja, użytkowanie, utylizacja),
- Wykorzystanie energii odnawialnej na poziomie organizacji.

(2) Efektywność zasobów wodnych, w szczególności:

- Zarządzanie zasobami wodnymi wewnątrz organizacji (praktyki pracowników mające na celu większą oszczędność zasobów wodnych),
- Zarządzanie zasobami wodnymi na poziomie produktu (innowacje R&D mające na celu większą efektywność zasobów wodnych),
- Zarządzanie zasobami wodnymi na poziomie łańcucha dostaw i w całym cyklu życia produktu (wydobycie, produkcja, pakowanie, dystrybucja, użytkowanie, utylizacja),
- Praktyki offsetowe w zakresie zużycia zasobów wodnych.

(3) Emisja gazów cieplarnianych, w szczególności:

- Zarządzanie emisjami gazów cieplarnianych wewnątrz organizacji (praktyki pracowników mające na celu niższą emisję),
- Zarządzanie emisjami gazów cieplarnianych na poziomie produktu (innowacje R&D mające na celu niższą emisję),
- Zarządzanie emisjami gazów cieplarnianych na poziomie łańcucha dostaw i w całym cyklu życia produktu (wydobycie, produkcja, pakowanie, dystrybucja, użytkowanie, utylizacja),

- Praktyki offsetowe w zakresie emisji gazów cieplarnianych.
- (4) Zarządzanie odpadami i recyding, w szczególności:
- Zarządzanie odpadami wewnątrz organizacji (praktyki pracowników mające na celu większą oszczędność zasobów / niższe odpady),
 - Zarządzanie odpadami na poziomie produktu (innowacje R&D mające na celu większą efektywność zasobów / mniejsze odpady),
 - Zarządzanie odpadami na poziomie łańcucha dostaw i w całym cyklu życia produktu (wydobycie, produkcja, pakowanie, dystrybucja, użytkowanie, utylizacja),
 - Recyding i produkty wielokrotnego użytku.

Źródło: <http://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl/index.php/sri/409-podstawowe-kryteria-do-analiz-spolek>, dostęp: 12.11.2015.

Wdrażanie zasad CSR i SRI w procesie zarówno inwestowania, jak i pozyskiwania kapitału oznacza, że na rynkach finansowych, w tym oczywiście także europejskich, zaczęto uwzględniać nową jakość – nie prostą kategorię zysku, ale bardziej rozbudowaną – **zysk/ekologiczne koszty jego wypracowania**. Jednocześnie należy dodać, że istnieje różnica w tym zakresie między krajami rozwiniętymi, które funkcjonują na kontynencie europejskim a rozwijającymi się, które akurat w Europie tworzą grupę mniejszościową. Luka rozwojowa, występująca między krajami rozwiniętymi i rozwijającymi się, powoduje, że te ostatnie są w zdecydowanie mniejszym stopniu zainteresowane konsekwencjami nadmiernego wykorzystania zasobów i degradacji środowiska naturalnego niż kraje rozwinięte. Z punktu widzenia krajów rozwijających się kluczową kwestią jest osiągnięcie wyższego poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego, który utożsamiany jest często z kształtowaniem się wskaźnika PKB per capita, niesłusznie postrzeganego jako wskaźnik społecznego dobrobytu. PKB per capita nie jest bowiem w stanie zmierzyć jakości życia, która w różnych aspektach może być niższa, niż wynikałoby to z osiąganego dochodu.

Jak wskazuje B. Unmunesik „w przeciwieństwie do PKB, niektóre nowe modele rachunkowości obejmują mechanizmy kwantyfikacji lub korzyści płynących z dostępności usług ekosystemowych albo kosztów ich zniszczenia, tworząc podstawę działań politycznych i ekonomicznych. Niebezpieczeństwo polega na tym, że nowa strategia może łatwo doprowadzić do **finansjeryzacji¹⁰ przyrody**. Ten proces już się rozpoczął wraz z wdrożeniem programu ONZ REDD (Wspólny program Narodów

¹⁰ Uwzględniając treść zdania zdecydowanie lepiej brzmi „finansjalizacja”.

Zjednoczonych w sprawie redukcji emisji gazów cieplarnianych, wylesiania oraz degradacji lasów w krajach rozwijających się), wykorzystującym rynek i zachęty finansowe do ograniczania emisji gazów cieplarnianych powstających w wyniku kurczenia się obszarów leśnych i ich degradacji”¹¹. Podjęte zostały więc działania, które choć uważane są niedoskonałe, oznaczają pojawienie się nowej jakości także na rynkach finansowych. **Usługi ekosystemu stają się mierzalne i zyskują konkretną wycenę.** Tym samym sposób funkcjonowania przedsiębiorstwa w środowisku naturalnym stał się istotnym parametrem wpływającym na możliwość pozyskania przez nie środków finansowych na rozwój. Kluczem do odejścia od postrzegania inwestycji na rynku finansowym tylko poprzez kształtowanie się wskaźnika zysk/ryzyko jest szeroka akcja edukacyjna, której celem jest wykazanie, że degradacja środowiska naturalnego będąca pochodną działalności człowieka oznacza istotny uszczerbek w jakości naszego życia i zdrowia, tak więc wpływa wprost na nasz dobrobyt, choć nie jest jeszcze uwzględniana w PKB.

Choć kraje rozwijające się uwzględniają parametry ekologiczne w swych decyzjach gospodarczych w stopniu zdecydowanie mniejszym niż kraje rozwinięte, trzeba zauważyć, że także i one zmieniają swoje podejście do inwestycji o charakterze proekologicznym. Obrazują to chociażby dane zawarte w tabeli 1.2, które pokazują wartość inwestycji krajów rozwijających się w odnawialne źródła energii. Na pierwszym miejscu w tym zestawieniu znajdują się Chiny, w których skumulowana wartość inwestycji przekroczyła w badanym okresie 230 mld USD, druga z kolei – Brazylia, przeznaczyła na te inwestycje zdecydowanie mniejszą kwotę niespełna 48 mld USD, trzecie państwo to Indie – prawie 45 mld USD. Wartość inwestycji pozostałych krajów nie przekracza już 6 mld USD. Powszechna opinia, iż kraje rozwijające się nie dostrzegają konieczności troski o środowisko naturalne jest więc nie do końca prawdziwa, choć nie ulega wątpliwości, że skala zanieczyszczenia tego środowiska (szczególnie w Chinach) jest bardzo znacząca.

Europejski rynek finansowy, na którym funkcjonują podmioty przede wszystkim z krajów rozwiniętych, zaczyna już implementować **regulacje proekologiczne**. Należy dodać, że na razie ich wdrażanie nie jest jeszcze standardem, jednak uwzględniając coraz bardziej dotkliwe konsekwencje braku dbałości o środowisko naturalne (susze, powodzie, zmiany klimatyczne, itd.) można przypuszczać, że wraz ze zmianą postawy

¹¹ B. Unmunessik, *Natura Sp. z o.o.*, 2013, <http://project-syndicate.pl/arttykul/natura-sp-z-oo,245.html>, dostęp: 27.08.2015.

współczesnych społeczeństw będącej rezultatem owych konsekwencji, funkcjonowanie przedsiębiorstw zgodnie z wymogami ekologicznymi stanie się normą. Jednym z istotnych bodźców dyscyplinujących przedsiębiorstwa i skłaniających je do zmian jest zmiana postaw inwestorów i banków, którzy będą żądali zaświadczeń o ekologicznym charakterze prowadzonej produkcji.

Tabela 1.2. Kraje rozwijające się najwięcej inwestujące w energię odnawialną, 2004–2013 (3. kwartał), mld USD

Kraj	Wartość skumulowana inwestycji
Chiny	233,1
Brazylia	47,7
Indie	44,4
Tajlandia	5,8
Republika Południowej Afryki	5,5
Argentyna	2,5

Źródło: *Bloomberg New Energy Finance: Clean Energy Investment Trends 2013* za: S. Zadek, C. Flynn, *South-Originating Green Finance: Exploring the Potential*, The Geneva International Finance Dialogues, Discussion Paper, Geneva 2014, p. 11 <https://www.iisd.org/publications/south-originating-green-finance-exploring-potential>, dostęp: 29.09.2015.

Zrównoważony rozwój rynków finansowych to także dążenie do stabilnego działania tych rynków i ich zrównoważonego wzrostu. Pojęcie „zrównoważonego rozwoju rynków finansowych” może, lecz nie musi, zawierać w sobie proekologiczne nastawienie instytucji finansowych i ich klientów. Sytuacja taka nastąpi wówczas, gdy podmioty i otoczenie instytucjonalne rynku finansowego skoncentrują się na wyłącznie na kwestiach odnoszących się do stabilnego rozwoju rynku w aspektach ilościowym i jakościowym, bez uwzględniania zmian wiążących się z ochroną środowiska naturalnego. Jeśli jednak uwzględnić w pojmowaniu zrównoważonego rozwoju rynków finansowych idee rozwoju zrównoważonego w gospodarce *per se*, wówczas *ex definitione* zostają włączone elementy związane z ochroną środowiska. Dokładnie w ten sposób rozwój zrównoważony jest rozumiany przez Unię Europejską, która w strategii wzrostu UE – Europa 2020 określiła zrównoważony rozwój jako podążanie w kierunku gospodarki efektywnie korzystającej z zasobów, bardziej

przyjaznej dla środowiska i bardziej konkurencyjnej. **Unia Europejska definiuje rozwój zrównoważony** poprzez następujące elementy¹²:

- **Budowanie konkurencyjnej gospodarki niskoemisyjnej** korzystającej z zasobów w sposób racjonalny i oszczędny;
- **Ochronę środowiska naturalnego**, no co składają się przede wszystkim: ograniczenie emisji gazów cieplarnianych i zapobieganie utracie bioróżnorodności;
- **Opracowanie nowych, przyjaznych dla środowiska technologii i metod produkcji**;
- **Zainstalowanie efektywnych i „inteligentnych” sieci energetycznych**, dzięki którym firmy europejskie zyskują dodatkową przewagę konkurencyjną (szczególnie MSP);
- **Poprawę warunków rozwoju przedsiębiorczości** (głównie MSP);
- **Wspomaganie konsumentów** w dokonywaniu świadomych wyborów.

Aby osiągnąć ww. stan docelowy **UE wytyczyła pięć głównych celów** w określonych obszarach, które powinny zostać zrealizowane do 2020 roku¹³:

1. **Zatrudnienie** (75% osób w wieku 20–64 lat powinno mieć pracę),
2. **Badania i rozwój** (UE powinna przeznaczać na inwestycje w badania i rozwój 3% swojego PKB),
3. **Zmiany klimatu i zrównoważone wykorzystanie energii** (ograniczenie emisji gazów cieplarnianych o 20% w stosunku do poziomu z 1990 roku, bądź o 30% jeśli będą sprzyjające warunki; wzrost efektywności energetycznej o 30%; 20% energii powinno pochodzić ze źródeł odnawialnych),
4. **Edukacja** (ograniczenie liczby uczniów przedwcześnie kończących edukację do poziomu poniżej 10%; co najmniej 40 proc. osób w wieku 30–34 powinno mieć wykształcenie wyższe),
5. **Walka z ubóstwem i wykluczeniem społecznym** (zmniejszenie liczby osób zagrożonych ubóstwem i wykluczeniem społecznym o co najmniej 20 mln w skali całej UE).

¹² http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/priorities/sustainable-growth/index_pl.htm, dostęp: 19.11.2015.

¹³ http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/targets/index_pl.htm, dostęp: 19.11.2015.

Analiza powyższych celów jasno wskazuje, że priorytetami UE są obecnie dbałość o środowisko naturalne, wspieranie konkurencyjności przedsiębiorstw oraz tworzenie warunków sprzyjających podnoszeniu kwalifikacji przez obywateli UE (w konsekwencji wzrost zatrudnienia i spadek ubóstwa). Nie ma żadnych konkretnych odniesień do rynków finansowych jako takich, jednak w dokumencie Komisji Europejskiej „**Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu**”¹⁴ zostało jasno wskazane, że realizacja strategii wymaga istotnych zmian na europejskim rynku finansowym. W dokumencie znalazła się następująca diagnoza dotycząca rynków finansowych „Kryzys finansowy znacząco obniżył możliwości europejskich przedsiębiorstw i rządów pod względem finansowania inwestycji i projektów innowacyjnych. Do osiągnięcia celów strategii

Europa 2020 niezbędne jest takie otoczenie regulacyjne, dzięki któremu rynki finansowe będą jednocześnie skuteczne i bezpieczne. Europa musi także zrobić wszystko, co w jej mocy, aby odpowiednio wykorzystać swoje środki finansowe, szukać nowych możliwości łączenia kapitału prywatnego i publicznego oraz tworzyć innowacyjne instrumenty finansowania niezbędnych inwestycji, w tym partnerstwa publiczno-prywatne (PPP). Pomocne mogą być Europejski Bank Inwestycyjny i Europejski Fundusz Inwestycyjny, przyczyniając się do pozytywnego sprzężenia zwrotnego, dzięki któremu możliwe jest opłacalne finansowanie innowacji i przedsiębiorczości począwszy od wczesnych etapów inwestycji aż do wejścia na giełdę, we współpracy z licznymi inicjatywami i programami publicznymi już działającymi na poziomie krajowym”¹⁵.

W odniesieniu do rynków finansowych Komisja Europejska zaproponowała m.in. następujące działania mające na celu opracowanie innowacyjnych rozwiązań finansowania, służących osiągnięciu celów strategii Europa 2020¹⁶:

- **tworzenie nowych instrumentów finansowych**, szczególnie we współpracy z EBI/EFI i sektorem prywatnym, w odpowiedzi na niezaspokojone dotąd potrzeby przedsiębiorstw;

¹⁴ *Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu* Komisja Europejska, Komunikat Komisji Europa 2020, Bruksela, 3.3.2010, KOM(2010) 2020 wersja ostateczna, www.ec.europa.eu/eu2020/pdf/1_PL_ACT_part1_v1.pdf, dostęp: 19.10.2015.

¹⁵ *Ibidem*, s. 25.

¹⁶ *Ibidem*.

- **urzeczywistnienie skutecznego europejskiego rynku kapitału *venture***, co niezwykle ułatwi przedsiębiorstwom bezpośredni dostęp do rynków kapitałowych, oraz stworzenie zachęt dla funduszy z sektora prywatnego finansujących nowo powstające przedsiębiorstwa i innowacyjne MŚP.

Jak widać punkt ciężkości w proponowanych działaniach przesuwają się z klasycznie rozumianego zrównoważonego rozwoju rynków finansowych w stronę bardziej efektywnego pośredniczenia przez rynki finansowe w przepływie kapitału od kapitałodawców do kapitałobiorców. Wytyczne wprost przez UE działania odnoszą się do drugiego celu, czyli odpowiedniego wykorzystania środków finansowych przez europejską gospodarkę, poszukiwań nowych możliwości łączenia kapitału prywatnego i publicznego oraz tworzenia innowacyjnych instrumentów finansowania inwestycji. Szczególna uwaga poświęcona jest tym samym kwestii możliwości tworzenia owych instrumentów i rozwoju rynku *venture capital*.

Zgodnie z przytoczonym powyżej fragmentem „Strategii na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju...”, osiągnięcie celów wytyczonych w strategii wymaga także stworzenia takiego otoczenia regulacyjnego, dzięki któremu rynki finansowe będą jednocześnie skuteczne i bezpieczne. Odnośnie do tej części strategii powstał odrębny punkt, w którym podkreślono, że **reforma systemu finansowego oraz przywrócenie solidnego, stabilnego i zdrowego sektora finansowego, który będzie zdolny do finansowania gospodarki realnej, jest jednym z priorytetów UE**. Działania wskazywane jako konieczne do podjęcia w ramach UE są jednak pochodną zobowiązań podjętych przez kraje na szczycie G20, czyli zostały uzgodnione przez wiodące kraje gospodarki światowej, nie tylko przez samą Unię Europejską. Należą do nich następujące zamierzenia¹⁷:

- realizacja uzgodnionych reform dotyczących nadzorowania sektora finansowego;
- wypełnienie luk prawnych, promowanie przejrzystości, stabilności i odpowiedzialności za działania, w szczególności w odniesieniu do instrumentów pochodnych i infrastruktury rynkowej;
- wzmocnienie zasad ostrożnościowych, zasad księgowości i zasad ochrony konsumenta dzięki stworzeniu jednolitego europejskiego zbioru przepisów obejmującego odpowiednio wszystkie podmioty działające w sferze finansów i wszystkie rynki finansowe;

¹⁷ Ibidem, s. 28.

- wzmocnienie zarządzania instytucjami finansowymi jako odpowiedź na niedociągnięcia ujawnione podczas kryzysu finansowego w dziedzinie identyfikacji ryzyka i zarządzania nim;
- uruchomienie ambitnej strategii, która w przyszłości pozwoli lepiej zapobiegać i, jeśli zajdzie taka potrzeba, radzić sobie z ewentualnymi kryzysami finansowymi, i która rozważy możliwość odpowiedniego udziału sektora finansowego, z uwzględnieniem szczególnej odpowiedzialności sektora finansowego w trakcie obecnego kryzysu.

Z powyższego zestawienia jasno wynika, że **kwestia zrównoważonego rozwoju rynków finansowych w odniesieniu do ich stabilności i dobrego nadzoru nad ich funkcjonowaniem** jest przedmiotem szczególnej uwagi Unii Europejskiej. Projekt powołania unii bankowej czy też budowy europejskiej unii rynków kapitałowych z pewnością można odnieść do zdefiniowanych powyżej działań. Tym samym strategia rozwoju przygotowana przez UE akcentuje konieczność wspierania zrównoważonego rozwoju rynków finansowych w kontekście zrównoważonego rozwoju gospodarek krajów członkowskich.

1.2. Modele systemów finansowych¹⁸

Z punktu widzenia procesu integracji istotną trudnością, konieczną do pokonania, jest przezwycięzenie bariery integracji, za jaką można uznać różnorodność modeli systemów finansowych funkcjonujących w obrębie obszaru finansowego UE. Poszczególne rynki krajowe charakteryzują się odmiennymi zasadami działania, rozwiązaniami prawnymi, tradycjami, produktami, itd. Oznacza to, że przyjmowane na poziomie UE regulacje prawne muszą uwzględniać zróżnicowanie funkcjonujących rynków krajowych, aby kraje mogły je następnie transponować do krajowych systemów prawnych.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się **dwa modele systemu finansowego**: angloamerykański (zwany także anglosaskim lub rynkowym) i kontynentalny (zwany także kontynentalno-europejskim lub bankowym). Poniżej zamieszczona jest krótka charakterystyka obu modeli.

¹⁸ Na podstawie: K. Czerkas, *Konwergencja światowych systemów finansowych – analiza zjawiska i jego skutków dla polskiego systemu finansowego*, „Bank i Kredyt”, Nr 9/1998, NBP, s. 103–116.

Model angloamerykański:

1. **Rolę wiodącą w systemie pełni rynek kapitałowy** – udział rynku kapitałowego w gospodarce mierzony jest zwykle przy wykorzystaniu wskaźników ilościowych, tj. np. kapitalizacja giełdy papierów wartościowych odniesiona do PKB, obroty na giełdzie papierów wartościowych odniesione do jej kapitalizacji, liczba podmiotów notowanych na giełdzie. Kwestia kluczowa: **rynek kapitałowy jest głównym źródłem środków inwestycyjnych w gospodarce;**
2. **Rynek kapitałowy pełni wiodącą rolę w sprawowaniu nadzoru nad podmiotami gospodarczymi** poprzez bieżącą weryfikację ich wartości;
3. **Funkcjonuje duża liczba różnego typu instytucji pośrednictwa finansowego** – inwestorów instytucjonalnych, tj. fundusze inwestycyjne, emerytalne, ubezpieczeniowe, itp.
4. **Rozdzielona jest bankowość komercyjna (przyjmowanie depozytów i udzielanie kredytów) od bankowości inwestycyjnej** (obsługa podmiotów działających na rynku kapitałowym), jednak obecnie nie ma przeszkód prawnych, aby jeden podmiot prowadził oba rodzaje działalności, podział ten w USA był następstwem kryzysu gospodarczego i finansowego, który rozpoczął się w USA w 1929 r.;
5. **Występuje brak długookresowych związków kapitałowych** między instytucjami finansowymi i podmiotami gospodarczymi, jedynym kryterium inwestycji dokonywanych przez instytucje jest potencjalny zysk;
6. **Istnieje wiele różnorodnych instrumentów finansowych** związanych z rynkiem kapitałowym, dominują wśród nich własnościowe papiery wartościowe (akcje), ponadto występuje duża skłonność do tworzenia nowych instrumentów finansowych. Gospodarstwa domowe i podmioty gospodarcze posiadają w swych aktywach znaczną ilość papierów wartościowych.

Model kontynentalny:

1. **Wiodącą rolę w alokacji środków inwestycyjnych w gospodarce odgrywają banki uniwersalne**, które oferują pod jednym dachem (marką) usługi bankowości komercyjnej i inwestycyjnej. Rynek kapitałowy odgrywa w procesie alokacji zasobów zdecydowanie mniejszą rolę. Jego wiodącymi uczestnikami są banki.

2. **Rola innego typu instytucji pośrednictwa finansowego** jest zdecydowanie mniejsza z uwagi na fakt, że uczestnicy życia gospodarczego korzystają przede wszystkim z usług banków.
3. **Istnieją istotne związki między bankami a podmiotami gospodarczymi.** Banki posiadają znaczące pakiety akcji i często wykonują prawa głosu z akcji należących do innych akcjonariuszy. Teoretycznie banki powinny być gwarantami dobrego nadzoru nad działalnością przedsiębiorstw i wymuszać wzrost efektywności działania podmiotów gospodarczych. Specyficzny charakter związków (tradycje, związki rodzinne, długoletnia współpraca) występujących między bankami a zarządami firm powoduje, że nadzór banków bywa mało skuteczny.
4. **Wśród papierów wartościowych obecnych na rynku przeważają papiery wierzytelnościowe – obligacje rządowe.** W systemie kontynentalnym, z dominującym sektorem bankowym, występuje niska skłonność do tworzenia innowacji finansowych.

Dwa powyżej zaprezentowane modele prezentują skrajne, *de facto* teoretyczne, opcje funkcjonowania systemu finansowego. Realnie działające systemy finansowe zwykle sytuują się pomiędzy tymi dwiema skrajnościami – punkt ciężkości przenosi się albo na rynek kapitałowy, albo na system bankowy, nie oznacza to jednak, że jeden z segmentów rynku finansowego wypiera drugi, rola jednego z nich jako pośrednika w transmisji środków finansowych w gospodarce jest po prostu większa. Nie sposób jednoznacznie stwierdzić, który z systemów jest lepszy dla gospodarki, każdy z nich ma bowiem inne zalety:

- **system angloamerykański postrzegany jest jako bardziej efektywny w sytuacji niepewności co do przyszłego rozwoju gospodarki.** Duża liczba działających na rynku inwestorów, którzy mają własne i niezależne opinie dotyczące kształtowania się przyszłości może spowodować, iż ich zagregowane opinie przełożą się na rzeczywisty rozwój wydarzeń w gospodarce.
- **system kontynentalny postrzegany jest jako bardziej efektywny w przypadku długoterminowych projektów inwestycyjnych.** Zaangażowanie banku w dany projekt powoduje wzrost jego wiarygodności, co może przyciągnąć innych inwestorów, którzy opierając się na opinii banku unikają kosztów monitorowania inwestycji. Z punktu widzenia firm nie ma natomiast konieczności publicznego

ujawniania informacji, które jest wymagane w przypadku pozyskiwania kapitału poprzez publiczny rynek kapitałowy.

Podjęmowane są badania, których celem jest próba odpowiedzi na pytanie istotne z punktu widzenia wydarzeń zachodzących w gospodarce światowej w ciągu ostatniej dekady – który z modeli systemu finansowego lepiej absorbuje skutki kryzysu, innymi słowy rzecz ujmując – który lepiej „wygładza” cykl koniunkturalny w gospodarce. Zgodnie z wnioskami uzyskanymi przez ekonomistów, w przypadku, gdy pojawia się tylko kryzys gospodarczy (nie towarzyszy mu kryzys finansowy) skuteczniejszy z punktu widzenia stabilizowania gospodarki wydaje się model bankowy. Jednak w sytuacji, gdy w gospodarce pojawia się kryzys zarówno w sferze realnej, jak i w sferze finansowej, wówczas skuteczniejszy okazuje się model rynkowy¹⁹.

W krajach UE funkcjonują różne systemy finansowe, co jest głównie rezultatem różnic w krajowych systemach prawnych. Z punktu widzenia działania jednolitego rynku finansowego UE jest istotne, że w ramach tego rynku pojawiają się odmienne rozwiązania – od dominacji systemu bankowego (Niemcy, Francja, Polska) do dominacji rynku kapitałowego (Wielka Brytania). Oznacza to, że rozwiązania prawne przyjęte odnośnie do funkcjonowania całego rynku finansowego UE muszą być tak przygotowane, by mogły zostać wdrożone w każdym kraju członkowskim i uwzględniały odmienne uwarunkowania funkcjonowania ich systemów finansowych.

Postępujący, nie tylko w skali europejskiej, proces integracji finansowej teoretycznie powinien prowadzić do konwergencji istniejących rozwiązań i wykształcenia zunifikowanego systemu finansowego. Takie oczekiwania względem zmian na jednolitym rynku finansowym były formułowane jeszcze kilka lat temu. Z uwagi na fakt, że to system rynkowy, czyli anglosaski, postrzegany był jako bardziej efektywny w odniesieniu do alokacji środków finansowych w gospodarce, przewidywano, że w nowo powstałym systemie istotnie wzrośnie rola rynków kapitałowych jako pośredników finansowych, zaś zmaleje rola systemu bankowego (dezintermediacja). Proces ten został zdefiniowany jako **konwergencja**

¹⁹ Szerzej: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Economic Analysis Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions *Action Plan on Building a Capital Markets Union* {COM(2015) 468 final} {SWD(2015) 184 final}, European Commission, Brussels, 30.9.2015 SWD(2015) 183 final, http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm#action-plan, s. 19, dostęp: 08.10.2015.

systemów finansowych. Konwergencja ta postrzegana jest jako powstawanie jednego systemu finansowego na bazie dwóch dotąd działających, przy czym nowo powstały system nie jest prostą sumą dwóch bazowych systemów, a zupełnie nową jakością. Nie ulega wątpliwości, że konwergencja systemów finansowych jest przede wszystkim pochodną globalizacji światowych rynków finansowych, w tym szczególnie: znoszenia ograniczeń w swobodzie przepływu kapitałów i w swobodzie świadczenia usług finansowych, znoszenia ograniczeń w prowadzeniu działalności gospodarczej na rynkach finansowych (deregulacja rynków finansowych), ekspansji korporacji transnarodowych oraz rozwoju nowych technologii przetwarzania i przepływu informacji. Choć nowy system miałby w założeniach stanowić syntezę najbardziej efektywnych rozwiązań zaczerpniętych z obu systemów, z uwagi na przesunięcie punktu ciężkości w stronę rynku kapitałowego więcej elementów powinno pochodzić z rozwiązań przyjętych w modelu anglosaskim:

1. **Wiodącą rolę** miałby pełnić **rynek kapitałowy**, w tym szczególnie giełdy o charakterze specjalistycznym (np. przeznaczone dla małych przedsiębiorstw, zaawansowanych technologii, itp.),
2. **Zniknęłaby segmentacja bankowości** (inwestycyjna i komercyjna), miałby postępować **uniwersalizm instytucji pośrednictwa finansowego**, w tym tworzenie **konglomeratów finansowych**.
3. Pojawiłaby się duża liczba różnorodnych **wyspecjalizowanych inwestorów instytucjonalnych**, których przedstawiciele będą aktywni w radach nadzorczych firm i na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy,
4. **Funkcję kontrolną systemu** finansowego miałby sprawować **rynek kapitałowy** (coraz szerzej rozpowszechnią się transakcje fuzji i przejęć).

Wymienione powyżej elementy tworzyłyby nowy, uniwersalny model systemu finansowego, który funkcjonowałby w krajach rozwiniętych i byłby punktem odniesienia dla krajów rozwijających się. Oczekiwania sformułowane pod koniec lat 90. XX wieku jednak się nie sprawdziły²⁰. Obecnie (2015) nadal działają systemy zorientowane bankowo i zorientowane rynkowo. Okazuje się, że sukces gospodarczy krajów nie zależy wprost od rodzaju systemu, który w nich działa – przykładem są Niemcy i Wielka Brytania. Co więcej, światowy kryzys gospodarczy, który rozpoczął się w 2007 roku w Stanach Zjednoczonych można uznać za dowód na niewystarczające wypełniania przez rynek kapitałowy jednej

²⁰ Ibidem.

z najistotniejszych funkcji, która przez lata była postrzegana jako mocna strona systemu zorientowanego rynkowo – funkcji kontrolnej. Proces globalizacji rynków finansowych, który rozpoczął się w latach 80. XX wieku i był postrzegany jako katalizator konwergencji rynków finansowych, okazał się niewystarczającym bodźcem do zasadniczej przebudowy modeli systemów finansowych w skali globalnej.

Biorąc pod uwagę kanały transmisji środków inwestycyjnych na rynkach Unii Europejskiej, mimo postępującego procesu dezintermediacji, widoczna jest nadal dominacja systemu bankowego jako głównego pośrednika w przepływie środków finansowych w gospodarce UE (tabela 1.3).

Tabela 1.3. Przepływy środków finansowych w gospodarce UE, 2014, mld EUR

Kapitałodawcy	Kanały pośrednictwa finansowego	Kapitałobiorcy
Gospodarstwa domowe 31,1 mld EUR	Monetarne instytucje finansowe (w tym banki) 48,5 mld EUR – 51,3%	Gospodarstwa domowe 10 mld EUR
Korporacje niefinansowe 23,9 mld EUR	Fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne 14,8 mld EUR – 15,7%	Korporacje niefinansowe 39,3 mld EUR
Rząd 6,6 mld EUR	Inne instytucje finansowe 31,1 mld EUR – 33,0%	Rząd 15,6 mld EUR
Reszta świata 34,9 mld EUR		Reszta świata 37,4 mld EUR

Źródło: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Economic Analysis Accompanying the document Communication from the Commission..., s. 16

W dalszej części opracowania zostaną przeanalizowane uwarunkowania powstania i rozwoju europejskiego rynku finansowego, oraz zmiany będące następstwem oddziaływania na ten rynek czynników o charakterze zewnętrznym i wewnętrznym.

Pytania kontrolne

1. Jak należy rozumieć pojęcie „zrównoważony rozwój rynków finansowych”?
2. Jakie są proekologiczne elementy funkcjonowania rynków finansowych?

3. Co oznacza społeczna odpowiedzialność biznesu?
4. Co oznacza społecznie odpowiedzialne inwestowanie?
5. Jakie elementy uwzględniają inwestorzy w procesie społecznie odpowiedzialnego inwestowania?
6. Jakie są różnice pomiędzy Financial-first investor i Impact-first investor?
7. Jak definiowany jest rozwój zrównoważony przez Unię Europejską?
8. Jakie cele pragnie osiągnąć Unia Europejska poprzez realizację strategii Europa 2020?
9. Jakie cele odnoszące się do zrównoważonego rozwoju rynków finansowych znalazły się w strategii Europa 2020?
10. Jakie są modele systemów finansowych?
11. Jakie są główne cechy modelu kontynentalno-europejskiego?
12. Jakie są główne cechy modelu anglosaskiego?
13. Jakie są zalety obu systemów z punktu widzenia gospodarki?
14. Co oznacza pojęcie „konwergencja systemów finansowych”?
15. Jakie czynniki sprzyjają procesowi konwergencji systemów finansowych?
16. Jakie cechy będą (zgodnie z oczekiwaniami) charakteryzowały system finansowy w przyszłości?
17. Czy proces konwergencji systemów finansowych występuje w Unii Europejskiej?
18. Jakie są główne kanały transmisji środków finansowych w Unii Europejskiej?

ROZDZIAŁ 2

PROCESY INTEGRACJI NA RYNKU FINANSOWYM UE

2.1. Definicja jednolitego rynku finansowego

Jednolity, czyli w pełni zintegrowany, rynek finansowy jest definiowany w różny sposób. Najprostsza i jednocześnie najbardziej przejrzysta jest definicja, zgodnie z którą **jednolity rynek finansowy UE** to rynek, na którym rezydenci (czyli osoby fizyczne i prawne, których siedziba lub miejsce zameldowania na pobyt stały znajduje się w krajach członkowskich UE) mają pełną swobodę dokonywania operacji finansowych, a instytucje finansowe z krajów członkowskich UE mogą bez żadnych ograniczeń zakładać oddziały w pozostałych krajach członkowskich oraz świadczyć swe usługi rezydentom UE w sposób transgraniczny. Definicja ta wskazuje, że każdy podmiot, który z mocy prawa przynależy do terytorium UE może dokonać każdej transakcji finansowej (oczywiście dopuszczonej przez prawo, zawartej w zestawieniu transakcji bilansu płatniczego) na terytorium każdego kraju członkowskiego UE, zaś każda instytucja finansowa mająca siedzibę w kraju członkowskim UE powinna mieć prawo świadczenia usług finansowych na terytorium innych krajów członkowskich UE (poprzez fizyczną obecność – oddziały lub w sposób transgraniczny)¹.

Dla porównania poniżej definicja jednolitego (zintegrowanego) rynku finansowego, która znalazła się w publikacji Narodowego Banku Polskiego. Zgodnie z nią jest to stan, w którym nie występują ograniczenia w dostępie do rynku finansowego i wszystkie podmioty, bez względu na lokalizację, mają jednakowe możliwości deponowania środków finansowych oraz zaciągania zobowiązań. Pełna integracja rozumiana jest jako sytuacja, w której nie występują bariery transakcji transgranicznych, jak podatki, cła, asymetria informacji, czy jakiegokolwiek inne koszty, które utrudniałyby optymalizację struktury portfela. W warunkach integracji lokalne rynki finansowe tworzą wspólny rynek, którego rozmiary sprzyjają wzrostowi jego efektywności. Redukcja ryzyka kursowego oraz pełna

¹ Szerzej na temat integracji rynków finansowych i wskaźników integracji: S.I. Bukowski *Międzynarodowa integracja rynków finansowych*, Difin, Warszawa 2011.

swoboda przepływu kapitału sprawiają, że aktywa finansowe stają się względem siebie substytucyjne².

Powyższa definicja, nie tylko jest wyjątkowo obszerna, ale także bardzo szczegółowa i momentami dyskusyjna:

- a) możliwość deponowania środków finansowych oraz zaciągania zobowiązań nie wyczerpuje katalogu transakcji, które można zawierać na rynku finansowym;
- b) trudno uznać za bariery transakcji transgranicznych, w przypadku rynku finansowego, cła, które są narzędziami protekcji w przypadku rynków towarowych;
- c) trudno także oczekiwać eliminacji asymetrii informacji, które to zjawisko można uznać za immanentną cechę rynków finansowych;
- d) „w warunkach integracji lokalne rynki finansowe tworzą wspólny rynek, którego rozmiary sprzyjają wzrostowi jego efektywności” – czy rzeczywiście rozmiar rynku (w domyśle – jego wzrost) zawsze pozytywnie wpływa na wzrost efektywności tego rynku? Ta zależność nie wydaje się tak oczywista. Większy rynek może być mniej efektywny np. w sytuacji, gdy struktury nadzorcze nie są w stanie przystosować się do zmian spowodowanych pogłębieniem integracji;
- e) „redukcja ryzyka kursowego oraz pełna swoboda przepływu kapitału sprawiają, że aktywa finansowe stają się względem siebie substytucyjne” – w krajach, które nie przynależą do obszaru jednawalutowego redukcja ryzyka kursowego raczej nie następuje, a definicja zintegrowanego rynku finansowego także o takich krajach traktuje. W krajach obszaru jednawalutowego sytuacja wygląda w różny sposób, w zależności od tego, jaka część transakcji rozliczana jest we wspólnej walucie. Określenie „redukcja ryzyka kursowego” jest więc nieprecyzyjne w odniesieniu do korzyści powstałych z pogłębienia integracji. Aktywa finansowe nie stają się względem siebie substytucyjne tylko dlatego, że (nawet) wyeliminowano ryzyko kursowe (z taką sytuacją nie mamy tu do czynienia), ponieważ ryzyko kursowe nie jest jedynym rodzajem ryzyka wpływającym na ich cenę (poza nim jest np. ryzyko kraju³).

² Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej (2009), http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/o_euro/re.html, s. 128–129, dostęp: 15.04.2015.

³ Przykładem potwierdzającym zasadność tego stwierdzenia jest rozbieżność w rentowności papierów skarbowych krajów strefy euro, mimo zniesienia ryzyka kursowego

Pewnym problemem, który pojawia się w publikacjach traktujących o rynkach finansowych, jest **niejasna zależność między systemem finansowym a rynkiem finansowym**. Logicznie było by stwierdzić, że rynek finansowy jest integralną częścią systemu finansowego każdego kraju. System finansowy w gospodarce rynkowej to mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między podmiotami gospodarczymi (niefinansowymi), składający się z instrumentów, rynków oraz instytucji finansowych, a także zasad, na jakich one działają⁴. W rozwiniętych krajach gospodarki rynkowej system finansowy definiowany jest także jako układ będący efektem współdziałania następujących składowych⁵: uczestników, instrumentów, rynków, transakcji i regulacji prawnych. Zgodnie z tą definicją, rynek finansowy to miejsce gdzie, lub też system poprzez który, kreowane są i transferowane instrumenty finansowe⁶. W ramach systemu finansowego, a poprzez rynek finansowy, dokonywana jest więc alokacja zasobów finansowych w gospodarce w taki sposób, by zostały one optymalnie wykorzystane. W zależności od przyjętych założeń rynek finansowy może być postrzegany zarówno jako system (z jego uczestnikami, regulacjami, itp.), jak i sam rynek (obejmujący jedynie całość zawieranych na nim transakcji).

Rynek finansowy nie jest pojęciem jednorodnym. W zależności od przyjętej klasyfikacji wyróżnić można tworzące go subryniki. Jednym z najbardziej przejrzystych podziałów jest podział zaproponowany przez E. Pietrzaka, który wyodrębnił poszczególne składowe rynku finansowego w oparciu o następujące kryteria: instrumenty rynku, pełnione przez nich funkcje oraz charakterystykę klientów⁷:

1. **Rynek pieniężny** – rynek instrumentów finansowych o najwyższym stopniu płynności i największym bezpieczeństwie, których termin spłaty nie przekracza jednego roku. Umożliwia utrzymanie płynności przez podmioty oraz zawieranie transakcji chroniących przed stratami powodowanymi przez wahania krótkoterminowych stóp procentowych. Jego uczestnikami są głównie inwestorzy instytucjonalni, w tym banki.

w odniesieniu do transakcji między partnerami ze strefy i pełnej swobody przepływów kapitałowych w strefie.

⁴ Z. Polański, *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982–93*, PWN, Warszawa 1995, s.17.

⁵ D. Blake, *Financial Market Analysis*, McGraw-Hill Book Company, London 1990, s. 3.

⁶ Ibidem, s. 16.

⁷ E. Pietrzak, *Rozwój rynku kapitałowego w procesie transformacji polskiej gospodarki do systemu rynkowego. Okres 1989–1991*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1992, Zeszyt nr 20, s. 5–10.

2. **Rynek kapitałowy** – rynek instrumentów finansowych o wysokim stopniu płynności i bezpieczeństwa, których termin zapadalności jest dłuższy niż jeden rok. Instrumenty tego rynku mają charakter wierzycielski lub własnościowy. Zapewnia transfer wolnych funduszy między kapitałodawcami a kapitałobiorcami, oraz dokonuje alokacji zasobów w gospodarce. Uczestniczą w nim zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni.
3. **Rynek kredytowy** – tworzą go transakcje finansowe zawierane między instytucjami pożyczającymi fundusze a klientami, którzy z różnych przyczyn nie mogą pozyskać środków *via* rynek pieniężny lub kapitałowy. Jego głównym instrumentem jest kredyt, indywidualnie negocjowany między kredytodawcą a kredytobiorcą. Kredyt bankowy – podstawowy instrument rynku kredytowego – jest w zasadzie instrumentem niepłynnym.
4. **Rynek pozabilansowych (pochodnych) instrumentów finansowych** – tworzą go transakcje nie powodujące powstawania typowych wierzytelności i zobowiązań, dlatego też są one umieszczane poza bilansem. Rynek ten obejmuje transakcje instrumentami pochodnymi⁸. Wraz z upływem czasu powstają wciąż nowe odmiany instrumentów tego rynku, będące w większości kombinacjami instrumentów podstawowych (np. opcje, futures, swapy). Podstawowymi funkcjami w/w rynku są: ochrona przed ryzykiem zmienności cen instrumentów finansowych, stóp procentowych oraz kursów walutowych. Powszechnie spotykanym zjawiskiem jest również spekulacja bazująca na zmienności kursów instrumentów pochodnych.

Według NBP, do **podstawowych funkcji systemu finansowego** można zaliczyć następujące funkcje⁹:

1. **Oszczędnościową** – polega ona na zapewnieniu potencjalnie zyskowych inwestycji podmiotom lokującym nadwyżki na rynku finansowym,
2. **Płatniczą** – polega na zapewnieniu funkcjonowania mechanizmu płatności dla podmiotów dokonujących transakcji,

⁸ Generalnie instrumenty pochodne definiuje się jako rodzaj umów, których celem jest zabezpieczenie inwestora przed ryzykiem wynikającym ze zmiany ceny rynkowej towaru (instrumentu bazowego).

⁹ *Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej* (2009), <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/euro/re.html>, s. 128, dostęp: 16.04.2015.

3. **Ochrony przed ryzykiem** – umożliwia realizację dochodowych projektów inwestycyjnych związanych z dużym ryzykiem, przed którym w znacznym stopniu można się zabezpieczyć dzięki różnorodnym instrumentom finansowym,
4. **Transmisji polityki gospodarczej** – umożliwia transmisję polityki gospodarczej oraz osiągnięcie jej celów, takich jak wysoka stopa zatrudnienia, niski poziom inflacji i stabilny wzrost gospodarczy,
5. **Obniżenia kosztów transakcyjnych** – wynika z faktu, że pośrednik finansowy specjalizuje się w ocenie wiarygodności kredytowej,
6. **Kontrolną** – polega na dyscyplinowaniu uczestników rynków finansowych.

Zapewne, podobnie jak w przypadku definicji zintegrowanego rynku finansowego, tu również możliwe są różne koncepcje wyszczególnienia funkcji, które pełni system finansowy. Wydaje się jednak, że do typowych funkcji systemu można zaliczyć cztery: oszczędnościową, płatniczą, transmisji polityki gospodarczej i kontrolną, przy czym ostatnia z wymienionych nie byłaby postrzegana w kategoriach dyscyplinowania uczestników rynków finansowych, a raczej tworzenia ram regulacyjnych i nadzoru uczestników rynków finansowych w kwestii ich przestrzegania. Funkcje ochrony przed ryzykiem i obniżenia kosztów transakcyjnych nie są funkcjami systemu finansowego, a raczej możliwościami, które wynikają z przyjętych w danym systemie regulacji prawnych.

Budowa jednolitego rynku finansowego wymaga ogromnego wysiłku natury zarówno organizacyjnej, jak i legislacyjnej. Jest więc oczywiste, że podejmując decyzję o jego tworzeniu, Unia Europejska musiała mieć na względzie wiążące się z tym faktem **konkretne korzyści**. Zapewne do najważniejszych można zaliczyć następujące:

1. **Stworzenie warunków do lepszej alokacji kapitałów** – powstanie większego obszaru inwestycyjnego oznacza, że kapitałodawcy zyskują większą możliwość wyboru potencjalnie dochodowych projektów inwestycyjnych; nieograniczony żadnymi barierami kapitał płynie więc tam, gdzie ma szansę wypracować najwyższą stopę zwrotu;
2. **Dywersyfikacja (zróżnicowanie) źródeł i form pozyskiwania środków na inwestycje** – na zintegrowanym rynku, na którym funkcjonuje swoboda przepływu usług finansowych, kapitałobiorca ma dostęp do zdecydowanie szerszej i bardziej konkurencyjnej oferty, z uwagi na konkurencję między bankami i innymi instytucjami finansowymi działającymi na zintegrowanym rynku,

3. **Wzrost płynności i pojemności rynków kapitałowych** – likwidacja barier przepływu kapitału, co oznacza możliwość jego swobodnego przemieszczania się między rynkami, powinna prowadzić do spadku kosztów pozyskania kapitału, w tym redukcji kosztów transakcyjnych,
4. **Wzrost stabilności finansowej na zintegrowanym obszarze finansowym** – stabilność ta powinna teoretycznie wzrosnąć, ponieważ zintegrowany rynek finansowy składający się z wielu rynków krajowych powinien akomodować szoki asymetryczne powstające w jego obszarze; realizacja tego celu może być jednak zagrożona przez brak właściwych regulacji i nadzoru, nieadekwatnych do stopnia integracji rynku,
5. **Wzrost innowacyjności rynku finansowego** – w tym przypadku wskazuje się m.in. na możliwość lepszego zaspokojenia potrzeb klienta, dzięki np. pojawieniu się nowych instrumentów finansowych.

Celem pogłębiania integracji krajowych rynków finansowych jest także **utworzenie w ramach UE obszaru finansowego, który byłby w stanie konkurować z kluczowym rynkiem finansowym świata** – rynkiem Stanów Zjednoczonych. Choć cel ten nie jest wpisywany na oficjalną listę celów, które UE chce osiągnąć, nie ma jednak wątpliwości, że na poziomie rynków krajowych, żaden z rynków krajów członkowskich UE nie może być porównywany pod względem ilościowym do rynku amerykańskiego.

2.2. Integracja rynków finansowych UE – wprowadzenie

Proces integracji rynków finansowych można rozpatrywać w dwóch ujęciach¹⁰:

1. Jako integrację negatywną – usuwanie przeszkód w swobodnym przepływie kapitałów i usług finansowych,
2. Jako integrację pozytywną – koordynowanie i harmonizowanie przepisów obowiązujących na rynku finansowym.

Punktem wyjścia procesów integracyjnych zachodzących w jakimkolwiek obszarze jest usunięcie barier i ograniczeń między rynkami krajów integrujących się. Jest więc rzeczą naturalną, że w pierwszej fazie integracji, także rynków finansowych, przeważa **integracja negatywna**. Zniesienie barier i ograniczeń jest warunkiem koniecznym, lecz

¹⁰ Por. W. Molle, *Ekonomika integracji europejskiej. Teoria, praktyka, polityka*, Fundacja Gospodarcza, Gdańsk 2000, s. 220.

niewystarczającym, pogłębienia procesów integracji w ramach danej grupy krajów. Podmioty z poszczególnych krajów teoretycznie mogą funkcjonować na zintegrowanym obszarze bez przeszkód, jednak pełną swobodę działania uniemożliwia im różnorodność rozwiązań prawnych dotyczących różnych aspektów funkcjonowania rynków w różnych krajach. Oznacza to, że pogłębienie integracji wymaga kolejnych działań, które nie ograniczają się tylko do znoszenia barier dostępu do rynków, ale postępują dalej – umożliwiają harmonizację i standaryzację przepisów i regulacji prawnych tak, aby przyjęte rozwiązania stwarzały warunki do swobodnego działania podmiotów i realizowanie przez te podmioty transakcji na całym zintegrowanym obszarze. Tym samym integracja wchodzi w kolejną fazę – **integracji pozytywnej**.

Powyższy model integracji znalazł także zastosowanie w obrębie rynku finansowego Unii Europejskiej. W pierwszej fazie kraje członkowskie UE (wcześniej EWG) zniósłły bariery dostępu do rynku, w drugiej – rozpoczął się proces harmonizacji i standaryzacji tych regulacji prawnych, które są niezbędne z punktu widzenia swobody przepływu kapitału i swobody przepływu usług finansowych w skali europejskiej. Należy dodać, że odnośnie do drugiej fazy budowy rynku – nadal nie została ona zakończona. Proces integracji pozytywnej trwa i nic nie wskazuje na to, aby miał się szybko zakończyć. Działanie jednolitego rynku finansowego opiera się na **dwóch swobodach**:

1. Swobodzie przepływu kapitału,
2. Swobodzie świadczenia usług finansowych (składają się na nią: swoboda osiedlania się i swoboda świadczenia usług jako takich).

Swoboda przepływu kapitału między krajami oznacza możliwość swobodnego dokonywania przez podmioty z tych krajów płatności zagranicznych z wszelkich tytułów wynikających z transakcji bilansu płatniczego.

Swoboda świadczenia usług finansowych rozpatrywana jest zwykle poprzez pryzmat dwóch składowych: swobody osiedlania się i swobody świadczenia usług.

Swoboda osiedlania się oznacza prawo do podejmowania działalności gospodarczej nienajemnej (tzn. na własny rachunek) przez obywateli jednego państwa członkowskiego na terytorium innych krajów członkowskich na warunkach określonych przez ustawodawstwo tych ostatnich w odniesieniu do ich własnych obywateli. Swoboda ta daje prawo zakładania i prowadzenia przedsiębiorstw, w tym spółek. Odnosi

się też do zakładania agencji, filii i oddziałów przez podmioty z innych krajów członkowskich¹¹.

Swoboda świadczenia usług oznacza prawo świadczenia usług przez podmiot mający swą siedzibę w jednym z krajów członkowskich na rzecz podmiotów z innych krajów UE, w których nie ma on ani filii, ani oddziału, ani żadnej innej stałej reprezentacji. Działalność ta nie jest więc związana z prawem osiedlania się. Osoba świadcząca usługi może jednak (nie naruszając zasad dotyczących osiedlania się) w celu wykonania usługi czasowo działać na terytorium innego kraju na tych samych zasadach, jakie państwo to stosuje wobec swoich obywateli. Swoboda świadczenia usług obejmuje działalność w ramach tzw. wolnych zawodów (architekci, prawnicy, lekarze, brokerzy, itp.), dotyczy także instytucji finansowych (np. bankowych, ubezpieczeniowych)¹².

W konstytuującym Europejską Wspólnotę Gospodarczą **Traktacie Rzymskim** (1957) wskazano konieczność **wdrożenia czterech swobód**, które składają się na tzw. **wspólny rynek**: swobody przepływu towarów, osób, usług i kapitału. Z punktu widzenia budowy jednolitego rynku finansowego kluczowe znaczenie należy przypisać dwóm ostatnim, swobodzie przepływu kapitału i swobodzie przepływu usług, przy czym jako pierwszą rozpoczęto wdrażać swobodę przepływu kapitałów. Sekwencja ta jest oczywista – jakakolwiek transakcja finansowa zawierana między podmiotami z różnych krajów wymaga przepływu kapitału, nie jest więc możliwe rozpoczęcie budowy jednolitego rynku finansowego bez likwidacji ograniczeń wobec swobodnego przepływu środków finansowych między krajami członkowskimi.

Pytania kontrolne

1. Jak należy rozumieć pojęcie „jednolity rynek finansowy”?
2. Jakie są główne cele tworzenia jednolitego rynku finansowego?
3. Jakie są funkcje pełni system finansowy w gospodarce?
4. Co oznacza pojęcie „integracja negatywna”?
5. Co oznacza pojęcie „integracja pozytywna”?
6. Na jakich swobodach opiera się jednolity rynek finansowy?
7. Co oznacza swoboda przepływu kapitału?
8. Co oznacza swoboda świadczenia usług finansowych?

¹¹ L. Oręziak, *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 1999, s. 38.

¹² Ibidem, s. 39.

ROZDZIAŁ 3

PODSTAWY DZIAŁANIA JEDNOLITEGO RYNKU FINANSOWEGO UE

3.1. Swoboda przepływu kapitałów

Choć zgodnie z definicją swoboda przepływu kapitałów obejmuje **całość transakcji finansowych notowanych w bilansie płatniczym**, mówiąc o wdrażaniu tej swobody, faktycznie uwzględniamy jedynie transakcje notowane na rachunku obrotów finansowych bilansu płatniczego. Wynika to z faktu, że kraje gospodarki światowej (w zdecydowanej większości) mają zliberalizowane przepływy finansowe dotyczące transakcji notowanych na rachunku obrotów bieżących, jako że liberalizacja przepływów w ramach tego rachunku jest warunkiem koniecznym uzyskania członkostwa Międzynarodowego Funduszu Walutowego i wprowadzenia wymienialności wg art. VIII statutu MFW. Wymienialność w zakresie transakcji notowanych na rachunku obrotów bieżących została wprowadzona przez kraje Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej w 1958 roku. Znoszenie ograniczeń dotyczy więc **inwestycji bezpośrednich, inwestycji pośrednich (portfelowych), innych transakcji kapitałowych (najważniejsze – pożyczki i kredyty) oraz pochodnych instrumentów finansowych**. Notowane na rachunku obrotów finansowych transfery rezerw międzynarodowych z przyczyn oczywistych nie podlegają procesowi liberalizacji.

Jak już wspomniano, wolność przepływu kapitału to jedna z kluczowych swobód z zapisanych w Traktacie Rzymskim. Art. 67 Traktatu przewidywał stopniowe znoszenie w ciągu okresu przejściowego ograniczeń w przepływie kapitału należącego do osób zamieszkałych w państwach członkowskich i dyskryminującego traktowania ze względu na obywatelstwo, miejsce zamieszkania lub miejsce lokaty kapitału. Ograniczenia te miały być znoszone tylko w zakresie niezbędnym do funkcjonowania wspólnego rynku. Można stwierdzić, że kwestia swobodnego przepływu kapitału potraktowana została jako wtórna w stosunku do swobody przepływu towarów. W przeciwieństwie do tej ostatniej, w odniesieniu do której został wyznaczony precyzyjny harmonogram tworzenia unii

celnej, ani w Traktacie, ani w dokumentach towarzyszących nie ustalono żadnych konkretnych terminów znoszenia poszczególnych rodzajów ograniczeń. Fakt ten nie budzi zaskoczenia – moment utworzenia Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej przypadł na okres działania systemu z Bretton Woods. Zgodnie z zasadami działania tego systemu, kraje stabilizowały kursy walutowe i prowadziły aktywną politykę pieniężną na rynkach wewnętrznych, co wykluczało zniesienie ograniczeń istniejących wobec swobodnego przemieszczania się kapitałów między krajami (zgodnie z tzw. trylematem makroekonomicznym¹).

Z dniem wejścia w życie Traktatu państwa członkowskie zostały zobligowane do „możliwie liberalnego” podejścia do kwestii przyznawania zezwoleń dewizowych. Określenie „możliwie liberalny” trudno jednak uznać za precyzyjne, w związku z tym można stwierdzić, że brak konkretnych postanowień odnośnie do procesu liberalizacji stanowił istotną przeszkodę w procesie likwidacji istniejących ograniczeń. Wdrażanie swobody przepływu kapitału oznaczało konieczność przyjęcia regulacji prawnych, które precyzowałyby zakres niezbędnych do podjęcia działań. **Pierwsza dyrektywa** odnosząca się do liberalizacji przepływu kapitałów w obrębie Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej **została przyjęta w 1960 roku, druga – w 1962 roku** (wyjaśnione zostały w niej niejasności, które pojawiły się w pierwszej dyrektywie i dodane zostały pewne unormowania, nieobecne w pierwszej dyrektywie)². Dyrektywy te zwykle rozpatrywane są łącznie (ze względu na niewielki odstęp czasu między ich przyjęciem oraz niewielkie poprawki, jakie druga wniosła do pierwszej). Dyrektywy te **nie spowodowały zasadniczych zmian w dziedzinie liberalizacji przepływu kapitału**, jednak ich rolę należy uznać za istotną. Nałożenie na państwa członkowskie określonych zobowiązań zapobiegło jednostronnemu wycofywaniu się z nich przez kraje członkowskie EWG. Transakcje notowane na rachunku obrotów finansowych zostały podzielone na poszczególne kategorie i zakwalifikowane do jednej z czterech grup³:

1. Lista A – transakcje w pełni zliberalizowane (np. inwestycje bezpośrednie, zakup nieruchomości, krótko- i średnioterminowe kredyty

¹ Trylemat makroekonomiczny, trójkąt niemożliwy – niemożność jednoczesnej realizacji przez kraj trzech celów: stabilizowania kursu waluty krajowej, prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej i posiadania w pełni zliberalizowanych przepływów kapitałowych. Każdy kraj musi wybrać kombinację dwóch celów rezygnując z trzeciego.

² M. Rumiński, *Wolność przepływu kapitału we Wspólnocie Europejskiej*, INFOR, Warszawa 2000, s. 17.

³ Ibidem, s. 17–20.

handlowe, transakcje osobiste, zakup papierów wartościowych będących przedmiotem notowań giełdowych w innym kraju członkowskim);

2. Lista B – transakcje zliberalizowane, w odniesieniu do których nie istniał obowiązek stosowania kursu takiego, jak przy płatnościach bieżących (np. nabycie przez rezydentów papierów wartościowych notowanych na giełdzie innego państwa członkowskiego) – kursy dualne;
3. Lista C – transakcje warunkowo zliberalizowane – przepływy kapitałowe nie mogły szkodzić polityce gospodarczej kraju (np. emisja i lokowanie akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych innego kraju członkowskiego niż ten, w którym znajduje się siedziba emitenta, zakup akcji nie będących przedmiotem notowań przez nierezydentów w danym kraju, także udziałów w funduszach inwestycyjnych, długookresowe kredyty handlowe);
4. Lista D – brak zobowiązań kraju do dokonania liberalizacji (np. część transakcji krótkoterminowych: np. zakup weksli skarbowych i innych papierów wartościowych, otwieranie rachunków bankowych przez cudzoziemców, fizyczny eksport i import środków płatności każdego rodzaju, np. złota).

Dzięki sporządzeniu powyższych list i jasnemu wskazaniu przez kraje członkowskie, jak wygląda zaawansowanie w ich przypadku procesów liberalizacji, kwestia ta stała się nie tylko uporządkowana, ale także przejrzysta. Nie oznacza to jednak jakiegokolwiek zdynamizowania procesu liberalizacji w ramach EWG, wręcz przeciwnie, **przez wiele kolejnych lat nie odnotowano w tym zakresie żadnego postępu**. Polityka poszczególnych krajów członkowskich odnośnie do liberalizacji nie była jednak ujednoczona – np. Niemcy, Holandia, Belgia i Wielka Brytania podejmowały kolejne działania liberalizacyjne nie tylko w odniesieniu do krajów EWG, ale także wobec krajów trzecich. Przeciwnie Francja, Włochy, Grecja, Hiszpania i Portugalia – zdaniem tych krajów prowadzenie polityki protekcji względem przepływów kapitałowych umożliwiło im nie tylko relatywną swobodę w prowadzeniu polityki pieniężnej, ale także większą kontrolę procesów gospodarczych na rynku krajowym⁴.

Połowa lat 70. XX wieku to rozpad systemu z Bretton Woods, a co się z tym wiąże – rozpad systemu kursów stałych (1973), który został ostatecznie usankcjonowany w II poprawce do Statutu MFW (1976), a także

⁴ W. Molle, *op. cit.*, s. 226.

początek drugiej fali globalizacji rynków finansowych, w tym wzrost wolumenu przepływającego w skali globalnej kapitału. Kraje EWG, należące do grupy najbardziej rozwiniętych krajów gospodarki światowej, stały się aktywnymi uczestnikami tych procesów.⁵ Nie zmieniło to jednak ich podejścia do kwestii koordynacji liberalizacji przepływu kapitałów w ramach EWG. Dopiero w 1985 roku przyjęte zostały dwie dyrektywy, które jednak nie przyniosły istotnych zmian jeśli chodzi o zaawansowanie procesu liberalizacji. Jedyną konkretną korzyść, jaka została przez nie wniesiona, to ponowne podjęcie tematu znoszenia ograniczeń istniejących wobec przepływu kapitału i będące jej następstwem określenie zasad stanowiących podstawę dalszego procesu integracji finansowej w EWG, postrzeganego nie tylko poprzez pryzmat liberalizacji przepływu kapitału, ale także liberalizacji świadczenia usług finansowych. Warto w tym miejscu zauważyć, że wnioski, które współcześnie wydają się oczywiste, wówczas można było uznać za przełomowe z punktu widzenia pogłębiania integracji rynków finansowych⁶:

1. Budowa jednolitego rynku finansowego wymaga zarówno wolnego przepływu kapitału, jak i wolnego przepływu usług finansowych – pogłębianie integracji to nie tylko swoboda przepływu kapitału, ale także swoboda świadczenia usług finansowych przez podmioty działające w krajach członkowskich EWG na wspólnym rynku, czyli te dwie swobody powinny być wdrażane równolegle;
2. Podstawą wolności świadczenia usług finansowych nie powinna być standaryzacja oferowanych produktów finansowych, ale harmonizacja głównych zasad ostrożnościowych odnoszących się do świadczenia tych usług, tak aby umożliwić wzajemne uznawanie przepisów i środków kontroli stosowanych w kraju pochodzenia – z punktu widzenia krajów członkowskich EWG znoszenie barier wobec świadczenia usług finansowych nie przyniesie spodziewanych efektów, jeśli utrzymane zostaną odrębne regulacje dotyczące regulacji ostrożnościowych, co w efekcie zahamuje proces integracji. Kluczowe jest więc nie tyle standaryzowanie produktów finansowych w krajach członkowskich (tym bardziej, że każdy rynek ma swoją specyfikę), ile wypracowanie wspólnych zasad dotyczących nadzoru;

⁵ Jednocześnie pragnienie zacieśnienia integracji w ramach samej EWG skłoniło kraje członkowskie do przyjęcia rozwiązań ograniczających swobodę kształtowania kursów wzajemnej wymiany ich walut (wąż walutowy – 1972; Europejski System Walutowy – 1978).

⁶ M. Rumiński, *op. cit.*, s. 21.

3. Jakikolwiek próby zmierzające do uzależnienia liberalizacji przepływu kapitału od wcześniejszego doprowadzenia do harmonizacji krajowych systemów finansowych doprowadziłyby do wstrzymania procesu integracji finansowej. Stopniowa liberalizacja przepływu kapitału dostarczyłaby natomiast istotnego bodźca do harmonizacji krajowych zasad i regulacji.

Pomimo prowadzonych przez kraje EWG dyskusji dotyczących zasadności likwidacji ograniczeń istniejących wobec swobodnego przemieszczania się kapitału w ramach rynków krajów tego ugrupowania, wnioski z nich płynące nie przekładały się na podjęcie żadnych konkretnych działań. Wręcz przeciwnie, można odnieść wrażenie, że przepływy kapitałowe były na tyle newralgiczną kwestią, iż odkładano jakiegokolwiek decyzje w tej sprawie na bliżej nieokreśloną przyszłość. Oznaczało to, że idea wspólnego rynku nie była realizowana, a zintegrowana europejska gospodarka nadal pozostawała w sferze planów. Trudno określić, czy i kiedy EWG podjęłaby kroki w kierunku urzeczywistnienia swobody przepływu kapitału w obrębie swoich granic, gdyby nie pojawiły się konkretne przesłanki do podjęcia działań w tym zakresie. W latach 80. XX wieku Europa zaczęła tracić konkurencyjność na rzecz Stanów Zjednoczonych i Japonii. Fakt ten skłonił kraje EWG do zdynamizowania działań w kierunku dokończenia budowy jednolitego rynku wewnętrznego. W roku 1985 Komisja przedstawiła tzw. Białą Księgę, w której zawarta została diagnoza przyczyn tracenia konkurencyjności na rynkach międzynarodowych i propozycje działań koniecznych do realizacji w celu urzeczywistnienia idei jednolitego rynku wewnętrznego. Jako następstwo Białej Księgi, w lutym 1986 podpisany został Jednolity Akt Europejski (wszedł w życie w 1987 roku), którego głównym celem było wyposażenie EWG w narzędzia prawne potrzebne jej do osiągnięcia wytyczonych celów. JAE nie zawierał przepisów odnoszących się bezpośrednio do przepływów kapitału, ale w następstwie jego uchwalenia i realizacji postanowień dotyczących wspólnego rynku, uchwalone zostały dyrektywy w zakresie tego obszaru. W maju 1986 roku Komisja przedstawiła Radzie **program pełnej liberalizacji przepływu kapitału**. Program został wdrożony w dwóch etapach. W listopadzie 1986 roku Rada przyjęła dyrektywę nowelizującą dyrektywy z 1960 i 1962 roku, która m.in. połączyła w jedną listę listy A i B, oraz zobligowała państwa członkowskie do wprowadzenia mało restrykcyjnej procedury przyznawania zezwoleń dewizowych.

W czerwcu 1988 roku Rada przyjęła dyrektywę⁷, która ustanowiła harmonogram pełnej liberalizacji przepływu kapitału w obrębie Wspólnoty. Dyrektywa uchyliła wcześniejsze akty prawne z roku 1960, 1962 oraz 1986. Dyrektywa stanowiła przełom w dotychczasowym ustawodawstwie dotyczącym swobody przepływów kapitałowych. **Ustanowiła ona zasadę pełnej wolności w przepływie kapitału**⁸:

1. **Zniesiono wszelkie ograniczenia**, tzn. zniesiono ograniczenia dotyczące transferów związanych z przepływem kapitału (kontrola dewizowa);
2. **Zniesiono jakiegokolwiek dyskryminacyjne traktowanie** ze względu na obywatelstwo, miejsce zamieszkania stron czy miejsce lokaty kapitału;
3. **Objęto nią wszelkie operacje finansowe**, m.in. kredyty krótkoterminowe, inne operacje krótkoterminowe, otwieranie rachunków w walutach innych państw członkowskich;
4. **Zlikwidowano podwójny rynek walutowy** – transfery kapitałowe miały być dokonywane po takim samym kursie jak transfery bieżące⁹.
5. Zobowiązano kraje członkowskie do możliwie najszerszej **liberalizacji przepływów kapitałowych z krajami trzecimi**.

Z wyjątkiem państw, którym przyznany został okres przejściowy, **dyrektywa przewidywała wprowadzenie pełnej liberalizacji przepływu kapitału od 1 lipca 1990 roku**¹⁰. Większość krajów wprowadziła jej postanowienia przed wymaganym terminem. Warto jednocześnie dodać, że wybór daty implementacji dyrektywy nie jest przypadkowy. W 1989 roku

⁷ Council Directive 88/361/EEC of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty, Official Journal 1988, L 178, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0361:EN:HTML>, dostęp: 14.05.2015.

⁸ M. Rumiński, *op. cit.*, s. 26–34; Dyrektywa Rady z dnia 24 czerwca 1988r. w sprawie wykonania art. 67 Traktatu, <http://eur-ex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=-CELEX:31988L0361:PL:HTML>, dostęp: 14.05.2015.

⁹ Przepis ten oznaczał likwidację podwójnego rynku walutowego, który istniał wówczas w Belgii i w Luksemburgu.

¹⁰ Pełna liberalizacja przepływów kapitałowych mogła jednak spowodować wstrząsy na rynkach finansowych poszczególnych krajów. Aby temu zapobiec zamieszczona została w dyrektywie klauzula bezpieczeństwa, umożliwiająca kontrolę przepływu kapitału krótkoterminowego. Zastosowanie klauzuli wymagało zezwolenia wydanego przez Komisję, po konsultacji z Komitetem Walutowym i Komitetem Władz Banku Centralnego. W zezwoleniu musiały zostać określone terminy i warunki jego zastosowania.

powstał tzw. Raport Delorsa, stanowiący punkt wyjścia do pogłębienia integracji w ramach EWG – budowy unii gospodarczej i walutowej (UGW). W raporcie zostały zdefiniowane trzy etapy budowy UGW, przy czym pierwszy etap rozpoczynał się właśnie 1 lipca 1990 roku. Oznacza to, że zniesienie barier odnośnie do swobody przepływu kapitałów było zbieżne z terminem rozpoczęcia procesu budowy UGW. W pierwszym etapie został także wynegocjowany i ratyfikowany Traktat o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej¹¹ (zwany potocznie Traktatem z Maastricht), na podstawie którego budowa UGW została usankcjonowana prawnie, zaś Europejska Wspólnota Gospodarcza została zastąpiona przez Unię Europejską (1993) funkcjonującą do chwili obecnej.

Jak już wspomniano, nie wszystkie kraje EWG były przygotowane na pełną liberalizację przepływu kapitału przeprowadzoną w tak krótkim czasie. Takie otwarcie na otoczenie zewnętrzne mogło stanowić zagrożenie dla stabilności ich gospodarek, stąd też przyznano im tzw. okresy przejściowe. **Indywidualne harmonogramy znoszenia ograniczeń zostały ustanowione dla Hiszpanii, Grecji, Portugalii i Irlandii.** Zgodnie z nimi wskazane kraje mogły do końca grudnia 1992 roku utrzymywać istniejące ograniczenia lub też wprowadzić nowe¹². Dla Grecji i Portugalii ustanowiono klauzulę rozszerzającą okres przejściowy poza 31 grudnia 1992 roku (nie więcej jednak niż o trzy lata).

31 grudnia 1992 wszystkie kraje EWG (z wyjątkiem Grecji) zniósł ograniczenia w przepływie kapitału. Grecji przyznano dodatkowy czas na zniesienie istniejących restrykcji (obejmowały one operacje związane z rachunkami bieżącymi i oszczędnościowymi, krótkoterminowe kredyty i pożyczki, osobiste przepływy kapitału oraz import i eksport środków finansowych). **Grecja jako ostatni kraj zniósł ograniczenia wobec swobodnego przepływu kapitałów na terytorium Wspólnoty, co oznaczało, że dnia 16 maja 1994 roku pełna liberalizacja przepływu kapitału na terytorium Unii Europejskiej stała się faktem.**

Liberalizacja przepływów kapitałowych w EWG/UE została ostatecznie uregulowana we wspomnianym powyżej Traktacie z Maastricht. Umieszczenie wymogu swobody przepływu kapitału w traktacie nadało

¹¹ Traktat o Unii Europejskiej, zwany także Traktatem z Maastricht, został podpisany 7 lutego 1992 r. w Maastricht, ratyfikowany 1 listopada 1993 r. OJ C 191 z 29.07.1992 r. Por.: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=URISERV%3Axy0026>, dostęp: 14.05.2015.

¹² W stosunku do tych, które istniały wobec niektórych rodzajów przepływu kapitału 30 czerwca 1992.

tej kwestii zupełnie inny status prawny. Traktat konstytuujący Wspólnotę jest najwyższym rangą aktem prawnym, którego postanowienia nie wymagają implementacji do systemów prawnych krajów członkowskich, a stają się po ratyfikacji traktatu częścią prawa krajowego. Zgodnie z art. 73a Traktatu o Unii Europejskiej, z dniem 1 stycznia 1994 r. art. 67–73 dotąd obowiązujące w zakresie swobody przepływu kapitału przestały obowiązywać i zostały zastąpione przez art. 73b–73g. Zgodnie z treścią art. 73b: „w ramach zobowiązań przyjętych w tym rozdziale wszystkie restrykcje dotyczące przepływu kapitału pomiędzy krajami członkowskimi oraz krajami członkowskimi i krajami trzecimi są zakazane. (...) wszystkie restrykcje dotyczące płatności pomiędzy krajami członkowskimi i pomiędzy krajami członkowskimi i krajami trzecimi są zakazane”¹³. Tym samym nowe przepisy określiły **charakter liberalizacji jako nieodwołalny w obrębie Unii Europejskiej** co oznacza, że z wyjątkiem nowelizacji Traktatu nie ma już żadnej możliwości wprowadzenia w obrębie Unii jakichkolwiek ograniczeń¹⁴ w tej dziedzinie. Na mocy art. 73d pojawiły się trzy nowe klauzule dotyczące swobody przepływu kapitału w Unii Europejskiej. Dzięki nim kraje członkowskie UE mają prawo do¹⁵:

1. **Stosowania odpowiednich przepisów swoich ustaw podatkowych rozróżniających podatników** ze względu na ich sytuację wynikającą z miejsca pobytu lub miejsca zainwestowania kapitału;
2. **Podejmowania niezbędnych środków zapobiegających naruszeniu praw i przepisów krajowych**, zwłaszcza w sferze podatkowej i nadzoru prewencyjnego nad instytucjami finansowymi oraz ustalania procedur przepływu kapitału dla celów administracyjnych lub informacji statystycznej;
3. **Podejmowania środków uzasadnionych porządkiem lub bezpieczeństwem publicznym.**

¹³ Article 73b:

1. Within the framework of the provisions set out in this Chapter, all restrictions on the movement of capital between Member States and between Member States and third countries shall be prohibited.

2. Within the framework of the provisions set out in this Chapter, all restrictions on payments between Member States and between Member States and third countries shall be prohibited.

<http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html#0001000001>,
dostęp: 19.03.2015.

¹⁴ W konsekwencji przygotowań do wprowadzenia UGW likwidacji musiała ulec klauzula bezpieczeństwa.

¹⁵ Art. 73d pkt. 1a i pkt. 1b. Traktatu z Maastricht.

Tabela 3.1. Harmonogram działań w zakresie liberalizacji przepływów kapitałowych krajów EWG/UE

Okres	Działania w zakresie liberalizacji
1958	Traktat rzymski – znoszenie ograniczeń tylko w zakresie niezbędnym do powstania wspólnego rynku w ramach EWG
1960, 1962	Podział ogółu przepływów kapitałowych na cztery kategorie transakcji; Pełna liberalizacja objęła przede wszystkim BIZ oraz krótko- i średnioterminowe kredyty dotyczące obrotu towarami/usługami z udziałem rezydentów (dwie dyrektywy)
1985	Wyrażenie politycznej woli pogłębienia integracji rynków finansowych poprzez liberalizację przepływów kapitałowych i liberalizację usług finansowych (dwie dyrektywy)
1986	Rozszerzenie listy transakcji w pełni zliberalizowanych o m.in. kredyty długoterminowe dotyczące obrotu towarami/usługami, transakcje średnio- i długoterminowymi papierami wartościowymi (jedna dyrektywa)
1988	Podjęcie decyzji o dokonaniu pełnej liberalizacji przepływu kapitałów w ramach EWG, bez względu na rodzaj transakcji, stronę transakcji czy termin, na jaki transakcja została zawarta (najważniejsza dyrektywa dotycząca liberalizacji przepływów kapitałowych)
01.07.1990	Termin zakończenia działań liberalizacyjnych przez kraje EWG. Okresy przejściowe dla: Hiszpanii, Grecji, Portugalii i Irlandii
1993	Usankcjonowanie prawne swobody przepływów kapitałowych w ramach EWG przez Traktat o Unii Europejskiej, na mocy którego ukonstytuowała się UE
16.05.1994	Zakończenie liberalizacji przez ostatni kraj – Grecję

Źródło: M. Janicka, *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 258.

We wspomnianej dyrektywie z 1988 roku znalazły się także postanowienia dotyczące kwestii **swobody przepływów kapitałowych z krajami trzecimi**. Wskazano, że państwa członkowskie powinny dążyć do osiągnięcia tego samego poziom liberalizacji, jaki mają w odniesieniu do transakcji zawieranych z podmiotami z innych państw członkowskich. Co ważne, kraje EWG zrezygnowały w tym przypadku z zasady wzajemności, co oznaczało, że nie oczekują od krajów trzecich symetrycznego znoszenia ograniczeń z ich strony. Zapisy te zostały potwierdzone w Traktacie z Maastricht, jednak liberalizacja dokonana w stosunku do krajów trzecich nie ma charakteru bezwzględniego i w określonych

okolicznościach może być ograniczona. Oto możliwe przypadki wprowadzania takich ograniczeń¹⁶:

1. Traktat o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej usankcjonował ograniczenia istniejące na dzień 31 grudnia 1993 r. w krajach członkowskich na podstawie prawa krajowego lub wspólnotowego odnoszące się do inwestycji bezpośrednich, świadczenia usług finansowych oraz dopuszczania papierów wartościowych do obrotu na rynkach kapitałowych;
2. Wolność przepływu kapitału w stosunku do krajów trzecich może zostać ograniczona w odniesieniu do inwestycji bezpośrednich, świadczenia usług finansowych bądź dopuszczenia papierów wartościowych do rynku kapitałowego, jeśli decyzja taka zostanie podjęta przez Radę na wniosek Komisji;
3. W przypadku, gdy przepływ kapitału z lub do krajów trzecich powoduje lub grozi spowodowaniem istotnych problemów w funkcjonowaniu Unii Gospodarczo-Walutowej mogą zostać przyjęte środki zapobiegawcze na okres co najwyżej 6 miesięcy. Środki takie mogą być zastosowane tylko wówczas, gdy jest to absolutnie niezbędne, na wniosek Komisji i po zasięgnięciu opinii Europejskiego Banku Centralnego. Decyzję podejmuje Rada kwalifikowaną większością głosów;
4. Ponadto ograniczenia na przepływy kapitału mogą być nałożone w sytuacji nałożenia na kraje trzecie sankcji gospodarczych wprowadzonych z powodów politycznych na mocy postanowień Traktatu, które odnoszą się do wspólnej polityki zagranicznej i bezpieczeństwa.

Na mocy Traktatu o Unii Europejskiej **swoboda przepływu kapitału w UE stała się faktem**. Każdy kraj, który chce zostać członkiem UE musi znieść istniejące bariery w tym zakresie. Kraje, negocjując członkostwo, mogą jednak zyskać okresy przejściowe, pozwalające im przesunąć w czasie działania liberalizacyjne. Okres przejściowy musi być ściśle zdefiniowany co do czasu, na jaki jest przewidziany i zakresu transakcji, których dotyczy.

Kolejne rewizje traktatu nie wniosły żadnych istotnych zmian z punktu widzenia liberalizacji przepływu kapitału¹⁷.

¹⁶ M. Rumiński, *op. cit.*, s. 44–45; Traktat o Unii Europejskiej <http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html#0001000001>, dostęp: 19.03.2015.

¹⁷ Np. podpisany w październiku 1997 r. Traktat Amsterdamski dokonał jedynie zmiany numeracji poszczególnych artykułów, zlikwidowano też artykuły, których ważność wygasła.

3.2. Liberalizacja przepływów kapitałów a liberalizacja sektora usług finansowych

Liberalizacja przepływów kapitałowych często rozpatrywana jest łącznie z liberalizacją sektora usług finansowych i określana jako „**liberalizacja finansowa**”, co oznacza, że inwestorzy zagraniczni uzyskują pełny dostęp do rynku finansowego danego kraju, nie tylko w zakresie możliwości dokonywania inwestycji, ale także świadczenia usług finansowych na rzecz podmiotów krajowych i vice versa. Nie ulega jednak wątpliwości, że te dwa procesy, choć mogą przebiegać równolegle¹⁸, powinny być rozpatrywane odrębnie. Z uwagi na fakt, że w każdym kraju system finansowy jest uznawany za segment strategiczny, swoboda podejmowania w nim inwestycji nie jest prostym następstwem liberalizacji przepływów kapitałowych. Pojawia się zupełnie inna kategoria – swoboda świadczenia usług finansowych. Zagraniczna instytucja finansowa wchodząc na rynek krajowy (w drodze ustanowienia oddziału lub przejęcia innej instytucji finansowej) zaczyna świadczyć usługi finansowe na rynku krajowym i staje się częścią krajowego systemu finansowego.

Pod pojęciem liberalizacji przepływów kapitałowych rozumiemy umożliwienie rezydentom dostępu do zagranicznych rynków finansowych i nierezydentom do krajowego rynku finansowego¹⁹. Liberalizacja sektora usług finansowych oznacza natomiast, że rezydenci zyskują dostęp do usług finansowych świadczonych przez podmioty zagraniczne, natomiast nierezydenci mogą korzystać z usług oferowanych przez podmioty krajowe. WTO/GATS²⁰ określa usługi finansowe jako wszystkie usługi natury finansowej oferowane przez instytucję finansową danego

¹⁸ Trudność rozdzielenia liberalizacji przepływów kapitałowych od kwestii liberalizacji usług finansowych jest widoczna np. w przypadku przejmowania krajowych instytucji finansowych przez zagraniczne instytucje finansowe. Po liberalizacji przepływów kapitałowych podmioty, które mają siedzibę w innym kraju, chcące dokonać przejęcia instytucji finansowej, powołują się na tę swobodę chcąc wejść na rynek tego kraju i wykorzystują jako argument możliwość swobodnego dokonywania bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

¹⁹ R. Beck, *The Volatility of Capital Flows to Emerging Markets and Financial Services Trade*, Center for Financial Studies Frankfurt/Main Germany, Working Paper No. 2000/11, August 2000, s. 2 za: N. Tamirisa *Trade in Financial Services and Capital Movements*, IMF Working Paper 1999/89.

²⁰ WTO – World Trade Organization (Światowa Organizacja Handlu) stanowi kontynuację GATT – General Agreement on Tariffs and Trade (Układ Ogólny w Sprawie Taryf Celnych i Handlu).

kraju członkowskiego. Zgodnie z nomenklaturą przyjętą przez WTO/GATS istnieją cztery kanały świadczenia usług finansowych²¹:

1. **Nabycie usługi za granicą** (*consumption abroad*) – usługobiorca przemieszcza się do innego kraju i dokonuje nabycia usługi na jego terytorium;
2. **Obecność przedstawicieli usługodawcy** (*presence of natural persons*) – przedstawiciele usługodawcy czasowo pozostają na terytorium danego kraju i oferują usługi w imieniu usługodawcy;
3. **W sposób transgraniczny** (*cross-border supply*) – usługi świadczone są „ponad granicami”, nie dochodzi do bezpośredniego kontaktu usługodawcy i usługobiorcy;
4. **Obecność handlowa** (*commercial presence*) – usługodawca ustanawia w danym kraju oddział/filię i świadczy usługi usługobiorcom na terytorium ich kraju.

Łączne rozpatrywanie liberalizacji przepływów kapitałowych i liberalizacji sektora usług finansowych jest następstwem istnienia ważnej zależności – o ile jest możliwa liberalizacja przepływu kapitału bez liberalizacji sektora usług finansowych (wówczas wszystkie transakcje finansowe na rynku kraju dokonującego liberalizacji są obsługiwane przez krajowe instytucje finansowe), nie jest możliwa liberalizacja sektora usług finansowych bez (przynajmniej częściowej) liberalizacji przepływów kapitałowych. Świadczenie usług transgranicznych wymaga, prócz możliwości zawarcia transakcji jako takiej, możliwości transferu przez granicę kapitału koniecznego do sfinalizowania transakcji. Ustanowienie obecności handlowej łączy się z koniecznością uzyskania zezwolenia danego kraju na dokonanie inwestycji w jego sektorze finansowym. Przemieszczanie się osób fizycznych w celu zakupu/sprzedaży usług nie wymaga liberalizacji przepływu kapitału, ale płatności, które „przechodzą” przez granicę w wyniku tak zawartych transakcji, muszą być możliwe do realizacji. Z wymienionych możliwości świadczenia usług finansowych za kluczowe uznaje się dwie: usługi transgraniczne i obecność handlową, pozostałe wykorzystywane są rzadko. Zależność między liberalizacją przepływu kapitału a liberalizacją usług finansowych w dwóch kluczowych przypadkach (usługi

²¹ Appendix III(a) *Guide to reading the GATS schedules of specific commitments and the lists of Article II (MFN) exemptions*, [w:] Appendix III. *Sample schedules of commitments and exemptions in financial services*, www.wto.org, dostęp: 15.09.2015.

transgraniczne i obecność handlowa) została bardzo dobrze zobrazowana przez M. Kono i L. Schuknechta²² (por. tabele 3.2 i 3.3).

Tabela 3.2. Krajowe i międzynarodowe przepływy kapitału a świadczenie usług finansowych – pożyczka udzielana przez instytucję zagraniczną w ramach usług transgranicznych

Wyszczególnienie	Pożyczka udzielona przez instytucję krajową	Pożyczka udzielona przez instytucję zagraniczną
Pożyczka wyłącznie na bazie kapitału krajowego	1. brak przepływu kapitału i usług finansowych	2. tylko przepływ usług finansowych
Pożyczka wyłącznie na bazie kapitału zagranicznego	3. tylko przepływ kapitału	4. przepływ kapitału i usług finansowych

Źródło: M. Kono, L. Schnuknecht, *op.cit.*, s. 5.

Tabela 3.3. Krajowe i międzynarodowe przepływy kapitału a świadczenie usług finansowych – pożyczka udzielana przez instytucję zagraniczną posiadającą oddział/filię w danym kraju

Wyszczególnienie	Pożyczka udzielona przez instytucję krajową	Pożyczka udzielona przez instytucję zagraniczną posiadającą oddział/filię w danym kraju
Pożyczka wyłącznie na bazie kapitału krajowego	1. brak przepływu kapitału i usług finansowych	2. przepływ usług finansowych i bezpośrednich inwestycji zagranicznych
Pożyczka wyłącznie na bazie kapitału zagranicznego	3. tylko przepływ kapitału	4. przepływ usług finansowych, bezpośrednich inwestycji zagranicznych i kapitału pożyczkowego

Źródło: M. Kono, L. Schnuknecht, *op.cit.*, s. 6.

Analiza treści zawartych w tabeli 3.2. wskazuje, że równoczesna liberalizacja przepływu kapitału i liberalizacja usług finansowych ma miejsce tylko w przypadku 4. W przypadku 1. krajowy system finansowy jest zamknięty zarówno na napływ kapitału zagranicznego, jak i możliwość

²² M. Kono, L. Schuknecht, *Financial Services Trade, Capital Flows, and Financial Stability*, 1998 Staff Working Paper No. ERAD-98-12 (Geneva – World Trade Organization).

świadczenia usług przez podmioty działające za granicą, w przypadku 2. otwarcie rynku usług finansowych dla dostawców zagranicznych nie skutkuje pojawieniem się transakcji finansowych (są one zakazane), zaś w przypadku 3. przepływ kapitału zagranicznego musi nastąpić za pośrednictwem instytucji krajowej.

Podobnie jak w tabeli 3.2., w przypadku 1. w tabeli 3.3. system finansowy jest zamknięty na napływ kapitału i usług finansowych, zaś w przypadku 3. dozwolone są tylko przepływy kapitału z wykorzystaniem pośrednictwa instytucji krajowych. Sytuacja zmienia się w przypadkach 2. i 4., które w stosunku do danych w tabeli 3.2. poszerzają się o możliwość dokonywania inwestycji bezpośrednich w sektorze finansowym danego kraju.

Analiza tabel 3.2. i 3.3. dowodzi niezbicie, że liberalizacja usług finansowych powinna zostać poprzedzona (choć częściową) liberalizacją przepływu kapitałów. Umożliwienie dokonywania transakcji transgranicznych bez zezwolenia na wiążące się z tymi transakcjami przepływy kapitałów jest bowiem bezzasadne, zaś wyrażenie zgody na obecność handlową instytucji zagranicznych i jednocześnie zakazanie im transakcji z udziałem kapitału zagranicznego stawia pod znakiem zapytania ekonomiczną zasadność usytuowania się tych instytucji na rynku finansowym danego kraju w długim okresie²³. Z drugiej strony liberalizacja przepływu kapitału bez liberalizacji sektora usług finansowych stanowi istotne ograniczenie z punktu widzenia krajów dokonujących takiej liberalizacji, hamuje bowiem włączanie się krajowego rynku finansowego w struktury międzynarodowe.

Reasumując, **liberalizacja przepływów kapitałowych i liberalizacja sektora usług finansowych oddziałują na siebie wzajemnie, jednak zależność ta nie jest symetryczna**. Warunkiem koniecznym liberalizacji sektora usług finansowych jest wcześniejsza liberalizacja wybranych kategorii transakcji kapitałowych, zależność odwrotna nie występuje. Część transakcji klasyfikowanych jako następstwo liberalizacji przepływów kapitałowych, np. przejmowanie banków krajowych przez banki zagraniczne, czy tworzenie instytucji finansowych w oparciu o kapitał zagraniczny na rynku krajowym, jest faktycznie następstwem liberalizacji sektora usług finansowych, możliwość przeprowadzenia tych transakcji uwarunkowana jest więc liberalizacją w dwóch obszarach: finansowym i usługowym²⁴.

²³ Chodzi tu o konieczność ograniczenia się tych instytucji do działalności tylko i wyłącznie na rynku wewnętrznym, bez możliwości ekspansji za granicę.

²⁴ Na podstawie: M. Janicka, *Liberalizacja przepływów...*, s. 173–178.

3.3. Swoboda świadczenia usług finansowych

Kwestia wdrażania swobody świadczenia usług, nie tylko finansowych, przez kraje EWG została uregulowana w Traktacie Rzymskim. Zgodnie z Traktatem ograniczenia stosowane przez kraje członkowskie odnośnie do swobody osiedlania się i swobody świadczenia usług miały być znoszone stopniowo, w trakcie dwunastoletniego okresu przejściowego od momentu wejścia w życie Traktatu, czyli do końca grudnia 1969 roku. W odniesieniu do usług bankowych i ubezpieczeniowych²⁵, z którymi wiążą się przepływy kapitałowe między krajami, postanowiono, że znoszenie ograniczeń powinno być zharmonizowane z dokonywaną stopniowo liberalizacją przepływu kapitałów. W roku 1962 powstał tzw. ogólny program znoszenia ograniczeń swobody świadczenia usług. Zbieżność z terminem powstania dyrektyw dotyczących swobody przepływów kapitałowych nie jest przypadkowa. W oparciu o postanowienia tego programu w czerwcu 1973 roku została przyjęta dyrektywa w sprawie zniesienia restrykcji w zakresie swobody osiedlania się oraz swobody świadczenia usług przez banki i inne instytucje finansowe. Na podstawie postanowień zawartych w tej dyrektywie kraje członkowskie zostały zobowiązane do wyeliminowania ograniczeń, które stanowiłyby barierę w korzystaniu z w/w swobód w kraju goszczącym na takich samych zasadach jak podmioty z tego kraju oraz istnieją na skutek praktyk administracyjnych, których rezultatem jest dyskryminacyjne traktowanie podmiotów z innych krajów członkowskich w kraju goszczącym. Proces znoszenia ograniczeń miał się zakończyć w grudniu 1974 roku. Mimo konieczności implementowania postanowień dyrektywy, kraje EWG zwlekały z otwieraniem dostępu do krajowych rynków finansowych dla podmiotów z innych krajów. Liberalizacja dotycząca sektora finansowego okazała się znacznie bardziej skomplikowana niż pierwotnie zakładano. Z uwagi na rolę, jaką pełni system finansowy w gospodarce, kraje obawiały się jego otwarcia i ryzyka utraty kontroli nad jego działaniem. Ponadto w dyrektywie brakowało odniesienia do specyfiki działania poszczególnych segmentów sektora finansowego: bankowego i ubezpieczeniowego, a także rynku kapitałowego (wówczas nie był on postrzegany jako istotny element systemu finansowego). Niepowodzenie we wdrażaniu postanowień dyrektywy skłoniło kraje członkowskie do zmiany dotychczasowego podejścia i rozpatrywania kwestii

²⁵ Usługi świadczone przez podmioty działające na rynku kapitałowym nie były dyskutowane.

liberalizacji usług finansowych osobno w odniesieniu do wymienionych sektorów rynku finansowego²⁶.

Jedną z kluczowych zmian jakościowych, której przyjęcie zapoczątkowało okres pogłębiania integracji w sektorze usług finansowych krajów EWG, nastąpiła na przełomie lat 80. i 90. XX wieku. Aby instytucja finansowa mogła rozpocząć działalność na całym rynku UE, konieczne było przyjęcie rozwiązań systemowych, które byłyby możliwe do zaakceptowania przez wszystkie kraje członkowskie. Ujednolicenie przepisów było nierealne ze względu na istnienie dużego różnicowania regulacji narodowych i odmienne podejście krajów UE do wielu kwestii istotnych z punktu widzenia budowy jednolitego rynku finansowego. Wobec powyższego, w drodze kompromisu zawartego przez kraje, **sformułowane zostały podstawowe zasady**, na których oparto budowę jednolitego rynku finansowego:

- zasadę nadzoru ze strony kraju macierzystego,
- zasadę wzajemnego uznawania przepisów narodowych,
- zasadę jednolitej licencji.

Zasada jednolitej licencji oznacza, że instytucja finansowa, która uzyskała zezwolenie na prowadzenie działalności w jednym kraju członkowskim może podejmować tę działalność w pozostałych krajach członkowskich pod warunkiem, że spełnia **minimalne, wspólnie uzgodnione wymagania**. Instytucja ta nie musi ubiegać się o dodatkowe zezwolenia na prowadzenie działalności w kraju goszczącym, wystarczy, że uzyska je w kraju macierzystym. Podlega ona **nadzorowi ze strony kraju macierzystego** na bazie przepisów w nim obowiązujących²⁷.

Instytucja finansowa, zgodnie z wcześniej przedstawioną klasyfikacją WTO/GATS, może oferować swe usługi: korzystając ze swobody osiedlania się – poprzez ustanawianie na rynkach zagranicznych filii lub/i oddziałów; w drodze swobody świadczenia usług – w sposób transgraniczny lub poprzez czasowe przemieszczanie się usługodawcy/usługobiorcy. Zasada jednolitej licencji dotyczy części pierwszej z wskazanych możliwości – ustanawiania na rynkach zagranicznych oddziału²⁸ przez daną instytucję finansową.

²⁶ Na podstawie: L. Oręziak, *op. cit.*, s. 40–41

²⁷ Ibidem, s.49.

²⁸ Warto wyjaśnić kwestię różnicy między oddziałem i filią, ponieważ pojęcia te niekiedy są (błędnie) utożsamiane. **Oddział** – prawnie zależna część instytucji finansowej, w której prowadzone są bezpośrednio operacje dozwolone danym instytucjom

Choć zasada ta wydaje się być idealnym rozwiązaniem, które powinno było zdynamizować proces integracji rynków finansowych w ramach UE, **przewidywania co do jej znaczenia w procesie integracji okazały się błędne**. Już na początku lat 90. XX wieku pojawiały się obawy co do związanych z nią niedogodności. Wskazywano m.in., że²⁹:

1. Konieczność spełnienia minimalnych wymogów oznacza, iż poszczególne kraje członkowskie mogą nałożyć na działające na ich terytoriach rodzime instytucje finansowe wyższe wymogi od wspólnie przyjętych. W efekcie instytucje finansowe w różnych krajach mogą mieć stworzone różne warunki działania, co oznacza, iż instytucje z krajów bardziej „restrykcyjnych” mogą poszukiwać możliwości przeniesienia działalności do krajów o bardziej liberalnych wymogach. Teoretycznie taka sytuacja nie niesie ze sobą zagrożeń, gdyż kraje są przecież bardziej zainteresowane przyciąganiem i utrzymaniem inwestycji, niż zniechęcaniem ewentualnych inwestorów, jednak z punktu widzenia zasad wspólnego rynku brak jednolitych warunków działania jest istotnym zakłóceniem, które może prowadzić do powstania nierównowagi rynkowej.
2. Istotną przeszkodą jest także możliwość narzucenia przez kraj goszczący własnych, wyższych standardów funkcjonowania instytucjom finansowym pochodzącym z kraju o bardziej liberalnych zasadach. Uzasadnieniem dla takiego działania jest powołanie się na „interes publiczny” kraju goszczącego. Decyzja taka może być zaskarżona, lecz ów mało precyzyjny przepis prawa bywa niekiedy stosowany.

Powyższe argumenty odnoszą się przede wszystkim do problemu zachowania jednolitych warunków konkurencji instytucji finansowych na jednolitym rynku finansowym UE. Obawy krytyków koncepcji jednolitej licencji koncentrowały się *de facto* wokół warunków działania zagranicznych instytucji finansowych na wspólnym rynku. Oczywiście trudno odmówić im pewnej racji – poszczególne kraje członkowskie UE broniąc się przed napływem niechcianych na swoich rynkach oddziałów mogłyby

finansowym (wszystkie lub część). Wszystkie oddziały utworzone w tym samym kraju członkowskim przez instytucję finansową mającą swą siedzibę w innym kraju członkowskim są traktowane jak pojedynczy oddział. **Filia** – samodzielny podmiot prawny (spółka-córka), który jest zależny kapitałowo i organizacyjnie od spółki-matki. Filia jako podmiot ustanowiony według prawa kraju goszczącego podlega nadzorowi ze strony tego kraju.

²⁹ *EC Financial Services Regulation*, John Wiley & Sons, 1994, s. 20–3.

zapewne stosować różnego typu zabiegi, których celem miałyby być zniechęcenie zagranicznych instytucji finansowych do wchodzenia na ich rynki. Przyszłość pokazała jednak, że ten problem nie okazał się kluczowy z punktu widzenia działania zasady jednolitej licencji. Przyczyna tej sytuacji była relatywnie prosta – otóż instytucje finansowe niechętnie wchodziły na rynki zagraniczne przy wykorzystaniu oddziałów, preferowaną formą wchodzenia na te rynki były transakcje fuzji i przejęć. Fakt ten nie budzi zaskoczenia, kluczowym kapitałem instytucji finansowej, oprócz kapitału finansowego, jest znajomość jej marki i wiarygodność na rynku finansowym. Wchodząca na rynek krajowy instytucja finansowa musi zaistnieć w świadomości potencjalnego klienta, tak więc czeka ją kosztowna kampania promocyjna. Musi także zbudować sieć oddziałów, wyposażyć je, zatrudnić personel i stoczyć walkę o klienta z obecnymi już na rynku podmiotami. To działanie długie i kosztowne, obarczone dużym ryzykiem porażki. Zdecydowanie pewniejsze z punktu widzenia instytucji finansowej jest wchodzenie na rynek zagraniczny w drodze nabycia podmiotu już obecnego na tym rynku bądź też połączenia się z tym podmiotem. Dzięki tej metodzie eliminowana jest konieczność promowania nowej marki (często utrzymana zostaje marka podmiotu krajowego), a także budowy sieci placówek i wyniszczającej walki o klienta, aby osiągnąć tzw. „masę krytyczną” poza którą działalność na danym rynku staje się nieopłacalna. Problemem, który nie był rozważany w trakcie tworzenia zasady jednolitej licencji stała się kwestia dostrzeżona wiele lat później – zagrożenia związane z nadzorem sprawowanym przez kraj macierzysty (o czym w pkt. 1.8.). **Niewystarczające postępy w procesie integracji rynków finansowych** skłoniły Unię Europejską do przyjęcia konkretnych rozwiązań, które pozwoliłyby przezwyciężyć istniejące trudności. Unia Europejska wdrażała właśnie plan budowy Unii Gospodarczej i Walutowej, tymczasem jeden z istotnych warunków utworzenia unii walutowej – pełna integracja rynków finansowych – nie był spełniony. Wobec powyższego w 1999 roku Komisja Europejska przedstawiła opracowanie „**Plan Działania w Zakresie Usług Finansowych**” (*Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, FSAP)³⁰, w którym wskazano, że mimo wcześniejszych prób integracji rynek finansowy UE nadal pozostaje podzielony, zaś jego uczestnicy są pozbawieni możliwości swobodnego korzystania z usług

³⁰ *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, Communication of the Commission, Com(1999)232, 11.05.99 http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/archive_en.htm#fsap, dostęp: 11.02.2015.

transgranicznych świadczonych przez instytucje finansowe mające siedzibę w różnych krajach UE. W opracowaniu **zdefiniowane zostały kluczowe działania**, których podjęcie pozwoliłoby urzeczywistnić ideę jednolitego rynku finansowego:³¹

1. Wyposażenie Unii Europejskiej w odpowiednie regulacje prawne, dzięki którym będzie w stanie sprostać nowym wyzwaniom wynikającym ze zmian zachodzących w otoczeniu rynkowym;
2. Zniesienie wszelkich istniejących jeszcze na rynku kapitałowym barier, aby koszt pozyskania kapitału na rynku europejskim został zredukowany;
3. Zapewnienie instytucjom świadczącym usługi finansowe i ich odbiorcom bezproblemowego korzystania z możliwości oferowanych przez jednolity rynek finansowy, przy czym odbiorcy usług winni mieć zapewniony odpowiedni poziom ochrony;
4. Zacieśnienie współpracy władz nadzorujących rynek finansowy;
5. Integracja infrastruktury rynku finansowego, dzięki czemu wzrośnie wolumen zawieranych na nim transakcji.

Rozwiązania prawne umożliwiające realizację wytyczonych celów miały zostać wdrożone do końca 2005 roku³². Plan zawierał konkretne cele strategiczne³³:

1. Utworzenie europejskiego jednolitego finansowego rynku hurtowego.

Cele szczegółowe: umożliwienie firmom pozyskiwania kapitału na konkurencyjnych warunkach w ramach całej UE; zapewnienie inwestorom i pośrednikom finansowym swobodnego dostępu do rynku; zapewnienie instytucjom świadczącym usługi inwestycyjne możliwości swobodnego oferowania tych usług na terenie UE, bez konieczności pokonywania barier administracyjnych czy prawnych; ustanowienie przejrzystej i dobrze zintegrowanej struktury rynku, w ramach której zarządzający funduszami będą w stanie dokonywać najbardziej efektywnych inwestycji; stworzenie klimatu zaufania, opartego

³¹ Ibidem.

³² Szerzej na ten temat: M. Janicka *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej – stan obecny i perspektywy*, „Bank i Kredyt”, nr 6/2002, Narodowy Bank Polski, s. 19–31.

³³ Ibidem.

określonych regułach prawnych, aby handel papierami wartościowymi był wolny od ryzyka niewywiązania się przez strony z warunków transakcji.

2. **Utworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego.**

Cele szczegółowe: wyposażenie konsumentów we wszelkie niezbędne środki (dostęp do informacji, jasne zdefiniowanie przysługujących im praw), aby mogli oni aktywnie działać na jednolitym rynku finansowym; zidentyfikowanie i usunięcie rozbieżności dotyczących zasad, na jakich świadczone są usługi finansowe w różnych krajach UE; stworzenie podstaw prawnych, dzięki którym powstaną nowe kanały dystrybucji, zaś nowe technologie zostaną zastosowane w skali pan-europejskiej; stworzenie efektywnego i bezpiecznego systemu rozliczeń, który umożliwi konsumentom ponoszenie jak najmniejszych opłat podczas zawierania transakcji transgranicznych.

3. **Stworzenie odpowiednich norm ostrożnościowych i zasad nadzoru.**

Cele szczegółowe: eliminacja niejasności w obowiązujących normach ostrożnościowych; ustanowienie standardów działania sektora bankowego UE tak, by mógł sprostać narastającej presji konkurencyjnej; stworzenie zintegrowanej struktury nadzoru na poziomie UE, dzięki której możliwe będzie utrzymanie stabilności i zaufania na rynku.

Oprócz grupy trzech celów strategicznych, we FSAP sformułowano także **cel ogólny: stworzenie lepszych warunków dla powstania optymalnego, jednolitego rynku finansowego.** Jego urzeczywistnienie miało stać się możliwe m.in. dzięki likwidacji różnic w opodatkowaniu oraz powstaniu efektywnego i przejrzystego systemu *corporate governance*.

Ogólnie plan przewidywał realizację ponad 40 przedsięwzięć (w formie dyrektyw UE oraz komunikatów Komisji), dzięki którym miał zostać zakończony proces tworzenia prawnych podstaw działania jednolitego rynku finansowego. Analizując zakres tematyczny proponowanych aktów prawnych widać wyraźnie, że za rynek wymagający najmniejszej liczby zmian uznano rynek bankowy. *Gros* projektów zawartych w planie odnosiło się do rynku kapitałowego – ustanowienie jednolitego prospektu emisyjnego, jednolitych standardów dla raportów finansowych firm, problem manipulacji na rynku, problem transgranicznych fuzji i przejęć, sprzedaż usług finansowych na dystans, uregulowanie kwestii rozliczeń transakcji transgranicznych, itd. Na szczycie w Lizbonie ustalony został ostateczny termin pełnej implementacji planu – rok 2005. Specjalny

priorytet nadano kwestii przyspieszenia integracji rynku papierów wartościowych, która miała zostać zakończona do roku 2003.

W listopadzie 2000 roku obradujący pod przewodnictwem A. Lamfalussy'ego tzw. Komitet Mędrców (*The Committee of Wise Men*) przedstawił „Raport Wstępny na temat Regulacji obowiązujących na Europejskim Rynku Papierów Wartościowych” (*Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets*)³⁴. Raport zawierał analizę stanu rozwoju europejskiego rynku papierów wartościowych, dokonano w nim także identyfikacji przeszkód uniemożliwiających jego szybką i efektywną integrację (autorzy uwzględniali w swych rozważaniach także postanowienia FSAP). Oprócz diagnozy sytuacji w raporcie przedstawiono także propozycje reform, których wprowadzenie pozwoliłoby ostatecznie doprowadzić do pełnej integracji rynku finansowego. We „Wstępnym Raporcie” dotyczącym sytuacji na rynku papierów wartościowych UE eksperci tworzący Komitet Mędrców znaczną część uwagi poświęcili identyfikacji przeszkód natury prawnej, których obecność ogranicza możliwości utworzenia wspólnego rynku.

Wskazano, że obowiązujące w UE regulacje prawne opierają się na dwóch podstawowych zasadach: konieczności spełniania określonych minimalnych standardów i wzajemnego uznania regulacji narodowych przez poszczególne kraje. Istniejące regulacje teoretycznie obejmują większość istotnych z punktu widzenia rynku papierów wartościowych kwestii, tj.: dopuszczanie papierów wartościowych do obrotu na giełdach papierów wartościowych, sporządzanie prospektu emisyjnego, funkcjonowanie firm inwestycyjnych, tworzenie systemów gwarancyjnych dla inwestorów, działanie rynków regulowanych, wykorzystywanie poufnych informacji, tworzenie instytucji wspólnego inwestowania w papiery wartościowe czy regulacji prawnych dotyczących funkcjonowania spółek kapitałowych. Obowiązujące przepisy prawa są jednak często nieprecyzyjne i niekompletne. Współpraca między instytucjami nadzorującymi rynki papierów wartościowych, szczególnie w zakresie zawierania transakcji transgranicznych, jest minimalna. Brakuje instytucji działającej w skali całej UE, która miałaby uprawnienia do ścigania wykroczeń popełnianych na tym rynku. Ponadto implementacja regulacji unijnych do narodowych systemów prawnych jest wysoce niesatysfakcjonująca, co istotnie hamuje wzrost transgranicznego obrotu papierami wartościowymi. „Raport

³⁴ *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 9 November, 2000, http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/report/index_en.htm, dostęp: 20.02.2015.

Wstępny” potwierdził zasadność powstania FSAP. Zdaniem jego autorów przyjęte w planie środki osiągnięcia zintegrowanego rynku finansowego były właściwe. Problemem nie są więc kwestie merytoryczne, lecz nieefektywny i nieelastyczny system stanowienia prawa w ramach UE³⁵:

1. Proces uchwalania prawa jest zdecydowanie zbyt wolny. Szacuje się, że w przypadku rozporządzenia bądź dyrektywy trwa on przeciętnie trzy lata, w skrajnych przypadkach może trwać znacznie dłużej. Uwzględniając tempo zmian zachodzących na rynku finansowym, jest to absolutnie nie do przyjęcia;
2. Przyjęcie wielu rozwiązań dotyczących gospodarki wymaga często zgody politycznej. W efekcie przyjęty ostatecznie tekst bywa niejednoznaczny, zaś osiągnięty stopień harmonizacji tak niski, iż *de facto* nie prowadzi do pogłębienia integracji;
3. Zbyt wolno przebiega implementacja prawa przez państwa członkowskie;
4. Wiele istotnych kwestii dotyczących rynku papierów wartościowych nie jest w satysfakcjonujący sposób uregulowanych na szczeblu wspólnotowym; brakuje sprawnego mechanizmu dostosowywania prawa UE do zmian zachodzących w otoczeniu rynkowym;
5. Istniejące wymogi dotyczące wzajemnej współpracy, wymiany informacji między krajami, itd. są niewystarczające.

Komitet stwierdził, że obowiązujący w UE proces stanowienia prawa jest nieadekwatny do wyzwań, jakie niesie ze sobą rozwój współczesnych rynków finansowych i z uwagi na tę niewydolność nie będzie możliwe terminowe wykonanie zadań wyznaczonych przez FSAP. Autorzy „Raportu Wstępnego” zaproponowali więc reformę procesu legislacyjnego, dzięki której procedura powstawania aktów prawnych zostałaby istotnie skrócona, poprawiłaby się także ich jakość merytoryczna.

W lutym 2001 roku opublikowany został „Raport Finalny”³⁶ (*Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*), będący kontynuacją „Raportu Wstępnego”. Przygotował go także pracujący w tym samym składzie co poprzednio Komitet Mędrców. „Raport Finalny” zawierał projekt kompleksowej reformy procesu tworzenia prawa w ramach UE. Autorzy stwierdzili, że „choć

³⁵ Ibidem.

³⁶ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels, 15 February 2001, http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/report/index_en.htm, dostęp: 20.02.2015.

część problemów [dotyczących wspólnego rynku finansowego – dop. aut.] wynika z niekompletnej struktury prawa obowiązującego na poziomie europejskim, znacznie większa część odpowiedzialności za ten stan rzeczy leży po stronie sposobu funkcjonowania europejskiego procesu legislacyjnego. Problem leży w systemie jako takim³⁷. Od momentu złożenia przez Komisję projektu aktu prawnego do jego uchwalenia upływają zwykle ok. dwa lata, zaś w przypadku usług finansowych czas ten jest dłuższy. Ponadto nacisk państw członkowskich powoduje, iż Komisja znacznie częściej przygotowuje propozycje dyrektyw niż rozporządzeń, dzięki czemu kraje mają znacznie większe „pole manewru” we wdrażaniu przyjętych postanowień³⁸ (który to proces także trwa około 18 miesięcy). Często prowadzi to także do niewłaściwej transpozycji postanowień dyrektywy, bądź ich zróżnicowanej interpretacji w poszczególnych państwach. W części drugiej „Raportu Finalnego” zawarte zostały konkretne rekomendacje dotyczące reformy systemu decyzyjnego w UE. Komitet zaproponował stworzenie zupełnie nowej procedury stanowienia wspólnotowego prawa, która objęłaby rynek finansowy³⁹.

Po zakończeniu realizacji FSAP podjęte zostały dalsze działania, nie tyle na rzecz tworzenia kolejnych aktów prawnych, co kontroli i nadzoru nad wprowadzeniem tych już przyjętych⁴⁰. Wdrażana obecnie strategia Europa 2020, której celem jest stabilny i zrównoważony rozwój gospodarki europejskiej, stała się punktem wyjścia do podjęcia następnych inicjatyw na rzecz pogłębiania integracji rynków finansowych. Jedną z nich jest budowa unii bankowej (patrz pkt. 1.8.), a drugą – zdynamizowanie integracji rynków kapitałowych UE, czyli utworzenie unii rynków kapitałowych. O ile bariery (w sensie ograniczeń o charakterze rynkowym bądź administracyjnym nakładanych na przepływy kapitałowe) w krajach Unii Europejskiej zostały już zniesione (integracja negatywna), o tyle istnieją inne przeszkody, które stoją na drodze pogłębienia integracji rynków kapitałowych. Główne cele **unii rynków kapitałowych** (jej koncepcja powstała w 2015 roku) są następujące⁴¹:

³⁷ Ibidem.

³⁸ Postanowienia dyrektywy określają cel i termin jego realizacji, pozostawiając państwom członkowskim swobodę jego osiągnięcia.

³⁹ M. Janicka, *Proces tworzenia...*

⁴⁰ Szerzej na ten temat: M. Janicka, *Jednolity rynek finansowy Unii Europejskiej – początek kolejnego etapu – Zielona Księga*, „Bank i Kredyt” nr 9/2005, Narodowy Bank Polski, s. 42–54.

⁴¹ COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE

1. Zapewnienie szerszego wyboru źródeł finansowania inwestycji dla europejskich przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem MSP – wskazuje się, że szczególnie małe i średnie przedsiębiorstwa mają problem z pozyskiwaniem finansowania za pośrednictwem rynku kapitałowego;
2. Zapewnienie odpowiedniej infrastruktury regulacyjnej dla długoterminowych i zrównoważonych inwestycji, w tym szczególnie dotyczących budowy infrastruktury gospodarczej w Europie;
3. Wzrost oferty inwestycyjnej i zapewnienie szerokiego wyboru możliwości inwestycyjnych inwestorom prywatnym i instytucjonalnym – kwestia ta jest istotna szczególnie w przypadku inwestorów prywatnych (detalicznych), którzy oczekują większej przejrzystości i pewności odnośnie do oferty rynkowej, a także szerszego wyboru produktów inwestycyjnych;
4. Zwiększenie możliwości pożyczkowych banków – rola banków pozostaje kluczowa na integrującym się rynku finansowym z uwagi na ich znajomość otoczenia, w którym funkcjonują, a także relacje z klientami, banki są i pozostaną głównym źródłem środków inwestycyjnych dla wielu firm;
5. Likwidacja barier istniejących odnośnie do swobody przepływów transgranicznych (których źródłem są najczęściej narodowe regulacje prawne, m.in. prawo podatkowe, prawo papierów wartościowych, a także przeszkody wynikające z fragmentacji infrastruktury rynkowej).

Plan Działania w zakresie budowy Unii Rynków Kapitałowych obejmuje wszystkie kraje członkowskie Unii Europejskiej, powinien zostać wdrożony do 2019 roku. W 2017 roku Komisja Europejska dokona przeglądu sformułowanych w planie zadań priorytetowych w celu ich weryfikacji pod kątem zmieniającej się sytuacji gospodarczej na wspólnym rynku. Nie ulega wątpliwości, że inicjatywa Komisji jest bardzo cenna, jednak doświadczenia kolejnych lat pogłębiania integracji rynków kapitałowych pozwalają wyrazić pewne obawy co do jej przyszłego sukcesu. W niniejszym punkcie został relatywnie szczegółowo przedstawiony największy dotychczas plan zakończenia integracji rynków finansowych UE

OF THE REGIONS Action Plan on Building a Capital Markets Union {SWD(2015) 183 final} {SWD(2015) 184 final}, European Commission, Brussels, 30.9.2015 COM(2015) 468 final, http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm#action-plan, s. 4–6, dostęp: 05.11.2015.

– FSAP. Zdecydowana większość planu poświęcona była właśnie kwestii dokończenia integracji rynków kapitałowych, tej problematyki dotyczyły także Raporty Komitetu Mędrców. Powstanie kolejnej propozycji, zwanej obecnie Planem Działania w zakresie budowy Unii Rynków Kapitałowych, dowodzi jednego – zmiana sposobu funkcjonowania europejskiego rynku kapitałowego jest tak trudnym wyzwaniem, że mimo tworzenia kolejnych planów, opracowań i dokumentów, kolejne europejskie rządy nie są w stanie mu sprostać.

Warto podkreślić, że zgodnie z teorią integracji nazwanie proponowanego pogłębienia integracji „unią rynków kapitałowych” nie jest do końca precyzyjne. Jak wskazuje W. Molle, możemy odnieść się w tym względzie do pojęć „strefa wolnego handlu” i „unia celna”. Ze strefą wolnego przemieszczania się kapitału będziemy mieli do czynienia wówczas, gdy w ramach danej grupy krajów kapitał będzie się swobodnie przemieszczał, ale każdy kraj będzie ustanawiał swoją własną politykę w tym zakresie wobec krajów trzecich. Z unią rynku kapitałowego będziemy mieli do czynienia wtedy, gdy będzie obowiązywała wspólna polityka dotycząca relacji finansowych unii z krajami trzecimi⁴².

Pytania kontrolne

1. Jak wyglądał proces liberalizacji przepływu kapitału w Unii Europejskiej?
2. Kiedy powstała kluczowa dyrektywa, na mocy której w Unii Europejskiej zakończona została liberalizacja przepływów kapitałowych i jakie były jej kluczowe postanowienia?
3. Które kraje UE otrzymały okresy przejściowe i dlaczego?
4. W jakim akcie prawnym znalazły się zapisy ostatecznie potwierdzające pełną swobodę przepływu kapitału na terytorium UE?
5. W jakich okolicznościach w ramach UE można nałożyć obecnie ograniczenia na swobodę przepływu kapitału?
6. Jakie są możliwości świadczenia usług finansowych wg WTO?
7. Co oznacza pojęcie „transgraniczne świadczenie usług”?
8. Jaka jest zależność między swobodą przepływu kapitałów a swobodą świadczenia usług finansowych?

⁴² W. Molle, *op. cit.*, s. 220.

9. Jakie są podstawowe zasady, w oparciu o które budowany jest jednolity rynek finansowy?
10. Jak definiowana jest zasada jednolitej licencji?
11. Jakie problemy wiążą się z wdrażaniem zasady jednolitej licencji?
12. Jaka jest różnica między filią i oddziałem?
13. Co to jest FSAP i jakie były jego główne cele?
14. Jakie wnioski płynęły z Raportu Wstępnego Komitetu Mędrców?
15. Jakie wnioski płynęły z Raportu Finalnego Komitetu Mędrców?
16. Jakie są główne cele budowy unii rynków kapitałowych w ramach UE?
17. Jak można, zgodnie z teorią, zdefiniować unię rynków kapitałowych?

ROZDZIAŁ 4

NADZÓR NA JEDNOLITYM RYNKU FINANSOWYM UE¹

Pogłębianie integracji rynku finansowego UE wymaga zsynchronizowanego z tym procesem pogłębiania integracji instytucji nadzorujących europejski rynek finansowy. Podmioty finansowe funkcjonujące na tym rynku poszerzają obszar działalności poza granice państwa będącego ich siedzibą i świadczą usługi na rynkach zagranicznych. Nieefektywny nadzór finansowy w jednym z krajów członkowskich, przy wchodzeniu instytucji finansowych na rynki zagraniczne przy wykorzystaniu oddziałów na podstawie zasady jednolitej licencji, może doprowadzić do destabilizacji nie tylko rynku finansowego kraju będącego siedzibą tej instytucji, ale także rynków finansowych krajów, w których podjęła ona działanie. Przyjęcie zasady nadzoru kraju macierzystego jest z pewnością wygodnym rozwiązaniem z punktu widzenia instytucji finansowych, jednak oznacza równocześnie, że kraj goszczący ma bardzo ograniczoną kontrolę nad tą instytucją. Teoretycznie nadzór kraju macierzystego powinien działać na rzecz stabilności nie tylko rodzimego rynku finansowego, ale także, a może przede wszystkim, na rzecz stabilności całego rynku europejskiego. W praktyce jednak nadzór kraju macierzystego przede wszystkim skupia się na stabilności rynku krajowego, tak więc nie należy oczekiwać, że będzie przekazywał informacje niekorzystne z punktu widzenia interesu krajowego do nadzoru kraju goszczącego. Poinformowanie o kłopotach krajowej firmy nadzoru kraju goszczącego mogłoby bowiem oznaczać, że nad oddziałami tej firmy roztoczony zostałby przez kraj goszczący specjalny parasol ochronny, który uniemożliwiłby np. transfer środków finansowych z oddziału do centrali w celu utrzymania stabilności finansowej instytucji na rynku krajowym. Nadzór kraju macierzystego stając przed wyborem – stabilność rynku krajowego, osiągnięta nawet kosztem destabilizacji rynków zagranicznych, czy stabilność rynku europejskiego, wybierze zapewne pierwszą opcję. Mimo że wybór ten nie jest zgodny

¹ Rozdział opracowano na podstawie: M. Janicka *Supervision on the EU Single Financial Market – attempt to reform*, [w:] J. Bilski, E. Feder-Sempach (red.), *EMU an Incomplete Project?*, Difin, Warszawa 2015, s. 116–130.

z ideą działania na rzecz integracji europejskiej, jest jak najbardziej właściwy z punktu widzenia nadzorca z kraju macierzystego. Jego zadaniem jest zapewnienie stabilności na rynku krajowym, tak więc musi działać przede wszystkim w jego interesie. W sytuacji kryzysowej nadzór z kraju macierzystego popada w konflikt interesów – interes krajowy *versus* interes ponadnarodowy. Biorąc pod uwagę fakt, że nadzór ten ma charakter narodowy, taki też charakter nadal mają gospodarki, trudno się dziwić, że jego decyzje także będą podejmowane przede wszystkim w interesie narodowym. Płyne stąd konkluzja, że nadzory krajowe zawsze będą działały w interesie krajowym, więc jeśli nadzór na jednolitym rynku finansowym ma działać efektywnie, potrzebne są rozwiązania o charakterze systemowym na poziomie ponadnarodowym, które byłyby zbieżne z osiągniętym stopniem integracji na rynkach finansowych.

Problem niedostatecznej integracji nadzoru na europejskim rynku finansowym istnieje już od wielu lat, kraje nigdy nie chciały przekazać prerogatyw w tym zakresie na poziom ponadnarodowy, mimo postępującej integracji europejskiego rynku finansowego nadzór nad tym rynkiem pozostał na poziomie krajowym. Zapewne niewiele by się w tym zakresie zmieniło, gdyby nie kryzys gospodarczy i finansowy, który wybuchł w Unii Europejskiej, a dokładnie rzecz ujmując – w strefie euro, w 2008 roku. Dopiero w następstwie jego konsekwencji kraje strefy euro, głębiej zintegrowane niż pozostałe kraje UE, podjęły działania zmierzające do zmiany istniejącego stanu rzeczy w nadzorze nad najbardziej newralgicznym, kluczowym sektorem rynku finansowego – sektorem bankowym.

Na poziomie narodowym w każdym kraju członkowskim UE działa tzw. **sieć bezpieczeństwa finansowego**, której głównym celem jest zapewnienie stabilności systemu finansowego². Sieć bezpieczeństwa finansowego (*safety net*) to ogół rozwiązań instytucjonalnych i regulacji mających na celu ochronę systemu finansowego przed destabilizacją. Sieć tę tworzą: nadzór właścicielski, audyt zewnętrzny i wewnętrzny, agencje ratingowe, wywiadownie gospodarcze, instytucje nadzorcze i regulacyjne, instytucje ochrony konkurencji i konsumentów, banki centralne, fundusze ochrony depozytów, kodeksy dobrych praktyk (*corporate governance*), niezależni analitycy. Instytucje zaangażowane wprost w system nadzoru to: organy nadzorcze, banki centralne jako pożyczkodawcy ostatniej instancji, systemy gwarantowania depozytów oraz rządy (ich

² Szerzej na ten temat: M. Capiga, W. Gradoń, G. Szustak, *Sieć bezpieczeństwa finansowego*, CeDeWu.PL, Warszawa 2010.

udział nie ma charakteru sformalizowanego, udzielają wsparcia z środków publicznych)³. Narodowy charakter sieci bezpieczeństwa finansowego powoduje, że przyjęte rozwiązania nie są kompatybilne ze stopniem integracji rynku finansowego UE, nie są także adekwatne do wyzwań wiążących się z transgranicznym funkcjonowaniem instytucji finansowych, tworzeniem przez nie ponadnarodowych konglomeratów finansowych i prowadzoną polityką centralizacji ryzyka⁴.

Wspomniany wcześniej FSAP nie zawierał wielu odniesień do kwestii nadzoru na jednolitym rynku finansowym. Uwzględniając fakt, że głównym celem FSAP była identyfikacja barier uniemożliwiających pełną integrację rynku finansowego UE, brak szerszej dyskusji na temat struktur nadzorczych, gwarantujących stabilny i bezpieczny rozwój rynku wydaje się co najmniej istotnym przeoczeniem. Komisja wskazała, że współpraca władz nadzorujących rynek finansowy powinna zostać zacieśniona, zaś jeden z celów strategicznych FSAP: „stworzenie odpowiednich norm ostrożnościowych i zasad nadzoru” odniósł się wprost do tej kwestii precyzując w sposób bardzo ogólny konieczne działania – stworzenie zintegrowanych struktur nadzoru na poziomie UE, dzięki którym możliwe będzie utrzymanie stabilności i zaufania na rynku⁵. Komisja podeszła do problemu nadzoru z dużą dozą optymizmu. Przyjęła, że efektywność nadzoru zostanie zapewniona przez integrację istniejących struktur, czyli nadzorów działających na poziomie narodowym. Co więcej, integracja taka miała być gwarantem zaufania i stabilności na jednolitym rynku. Zdziwienie budzi fakt, że w żaden sposób nie podjęto dyskusji w zakresie możliwości rzeczywistej współpracy między nadzorami, konfliktu interesów nadzorców, itd. Można wręcz odnieść wrażenie, że z punktu widzenia Komisji kwestia nadzoru na jednolitym rynku wydawała się sprawą drugorzędną. Priorytetem było pogłębienie integracji rynku, a nie dyskusja nad tym, jak sprawnie ten ogromny paneuropejski rynek nadzorować. Efekty takiego stanowiska były aż nadto widoczne podczas ostatniego kryzysu, kiedy to na kolejnych rynkach krajowych pojawiały się problemy, zaś w skali europejskiej niczego nie dało się przewidzieć – *gros* informacji posiadali przecież nadzorcy krajowi, niechętni ujawnianiu rzeczywistej kondycji nadzorowanych

³ L. Pawłowicz, R. Wierzba, *Sieć bezpieczeństwa finansowego a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” nr 8–9/2007, dodatek „Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z”, s. 4.

⁴ *Ibidem*, s. 7.

⁵ *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan* Communication of the Commission.

instytucji finansowych. Reakcje na kryzys także podejmowane były przede wszystkim na poziomie krajowym, nie europejskim.

Pewne zmiany w zakresie struktury organizacyjnej nadzoru w UE przyniósł wspomniany wcześniej **Raport Finalny Komitetu Mędrców**, zwany Raportem Lamfalussy'ego⁶. W raporcie zaproponowano m.in. powołanie dwóch nowych instytucji – Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (*European Securities Committee* – ESC) oraz Europejskiego Komitetu Władz Rynków Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators* – CESR). Instytucje te miały przede wszystkim pełnić funkcje doradcze w procesie stanowienia i wdrażania prawa w zakresie rynku papierów wartościowych na poziomie UE. Po przyjęciu przez UE rozwiązań zaproponowanych w Raporcie Lamfalussy'ego, bliźniacze instytucje zostały powołane także w sektorze bankowym (*European Banking Committee* – EBC oraz *Committee of European Banking Supervisors* CEBS) oraz w sektorze ubezpieczeniowym (*European Insurance and Occupational Pensions Committee* – EIOPC oraz *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* – CEIOPS). Jednak co ważne, i co należy podkreślić, instytucje te nie przyczyniły się w żaden sposób do zasadniczego wzmocnienia kompetencji *stricte* nadzorczych na poziomie ponadnarodowym. Ich główną rolą było doradztwo przy stanowieniu regulacji prawnych w nowej procedurze opracowanej przez Komitet Lamfalussy'ego.

Ostatni kryzys finansowy ujawnił w całej rozciągłości słabości nadzoru na rynku finansowym UE. Przyjęta w UE koncepcja pogłębiania integracji rynku bez pogłębiania integracji nadzoru okazała się chybiona. Co istotne, choć kraje członkowskie UE są świadome istniejących ułomności funkcjonowania nadzoru na rynku finansowym UE, ich stosunek do przeniesienia kompetencji narodowych na szczebel ponadnarodowy nie uległ zasadniczej zmianie. W konsekwencji obecnego kryzysu na poziomie ponadnarodowym powołane zostały **nowe organy**, których kompetencje zostały rozszerzone w stosunku do uprzednio działających, jednak nie zyskały one uprawnień takich, jakie posiadają krajowe instytucje nadzorcze⁷. Komisja Europejska zgłosiła propozycje odnośnie do reformy nadzoru we

⁶ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets.*

⁷ Reforma nadzoru finansowego w UE przygotowana została w oparciu o Raport de Larosiere'a z 25 lutego 2009 r. (Report on Financial Supervision in the EU – De Larosière Report), http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_pl.pdf, dostęp: 11.03.2014.

wrześniu 2009 roku, Parlament Europejski przegłosował ją rok później, we wrześniu 2010 roku. Rada Europejska zaakceptowała przyjęte rozwiązania w listopadzie 2010 r. Nowe instytucje nadzorcze zostały utworzone w styczniu 2011 roku.⁸

Główne cele wdrażanej reformy architektury nadzoru finansowego zdefiniowano następująco:

- wzmocnienie stabilności finansowej w UE,
- monitorowanie stosowania i egzekwowania w spójny sposób tych samych przepisów technicznych we wszystkich krajach UE,
- identyfikacja ryzyka powstającego w systemie finansowym UE na jego wczesnym etapie,
- zwiększenie skuteczności działania w sytuacjach nadzwyczajnych i przy rozwiązywaniu sporów między organami nadzoru.

Wskazano, że kryzys ma swe źródła zarówno na poziomie mikro, czyli na poziomie funkcjonowania poszczególnych segmentów rynku finansowego, jak i makro, czyli w systemowych uwarunkowaniach działania rynku finansowego danego kraju bądź grupy krajów. Nowo powołane instytucje mają więc wzmocnić unijne struktury nadzoru w dwóch obszarach: makro- i mikroostrożnościowym:

1. Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Council – ESRC*).

Głównym zadaniem Rady jest monitorowanie i ocenianie zagrożeń dla stabilności systemu finansowego jako całości (stąd określenie „**nadzór makroostrożnościowy**”). ESRC ma wydawać wczesne ostrzeżenia przed narastającymi ryzykami o charakterze systemowym oraz, w określonych przypadkach, zalecenia i opinie w sprawie działań mających na celu przeciwdziałanie tym zagrożeniom. ESRC uprawniona jest do ich wydawania w stosunku do państw członkowskich (w tym do krajowych organów nadzoru) oraz w stosunku do europejskich organów nadzoru, które będą musiały się do nich zastosować lub wyjaśnić ich odrzucenie. W skład ESRC wchodzi: prezes EBC (który pełni równocześnie funkcję prezesa ESRC w początkowym okresie jej działalności), prezesi narodowych banków centralnych krajów UE, prezesi europejskich organów nadzoru oraz przedstawiciele krajowych organów nadzoru.

⁸ Z wyjątkiem ESRC, która została formalnie ustanowiona w grudniu 2010 r.

2. Europejskie Władze Nadzorcze (*European Supervisory Authorities* – ESAs)

Głównym zadaniem ESAs jest nadzór nad instytucjami finansowymi poszczególnych sektorów rynku finansowego („**nadzór mikroostrożnościowy**”). W skład ESAs wchodzi organy nadzorcze poszczególnych krajów współpracujące z nowymi europejskimi organami nadzoru powstałymi w wyniku przekształcenia:

- Komitetu Europejskich Organów Nadzoru Bankowego (CEBS) w **Europejski Organ Nadzoru Bankowego** (*European Banking Authority* – EBA);
- Komitetu Europejskich Organów Nadzoru ds. Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (CEIOPS) w **Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych** (*European Insurance and Occupational Pension Authority* – EIOPA);
- Komitetu Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych (CESR) w **Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych** (*European Securities and Markets Authority* – ESMA).

ESRC i ESAs tworzą **Europejski System Nadzoru Finansowego** (*European System of Financial Supervision* – ESFS)⁹. Nowe instytucje przejęły uprawnienia swoich poprzedników (kompetencje doradcze), ponadto zyskały uprawnienia dodatkowe, m.in.:

- przygotowywanie wniosków dotyczących standardów technicznych,
- rozwiązywanie sporów między krajowymi organami nadzoru (jeśli istniejące regulacje prawne wymagają od nich współpracy lub osiągnięcia konsensusu),
- podejmowanie działań na rzecz spójnego stosowania wspólnotowych przepisów technicznych,
- pełnienie roli koordynacyjnej w sytuacjach nadzwyczajnych.

Przyjęte rozwiązania **nie usunęły głównej słabości systemowej** – punkt ciężkości jest w nich nadal przesunięty na współpracę nadzorów, nie zaś na budowę nadzoru w wymiarze europejskim. Określa się ją jako „*integrated network*” – zintegrowana sieć, w której w przypadku

⁹ *Financial Integration in Europe*, European Central Bank, May 2011, s. 70.

nadzoru mikroostrożnościowego centrum stanowi nowo utworzony podmiot (EBA, EIOPA lub ESMA), natomiast „ramiona” sieci tworzone są przez nadzory krajowe. Co ciekawe, uważna lektura stron internetowych owych podmiotów nie wskazuje, aby zostały one wyposażone w konkretne „twarde” kompetencje, które np. pozwolą zażądać od nadzorów krajowych określonych informacji¹⁰. Jest to szczególnie istotne z uwagi na np. wspomniane wcześniej niebezpieczeństwa wynikające z działania zasady jednolitej licencji. Tymczasem wdrażane właśnie rozwiązania (przynajmniej takie wnioski płyną z ogólnych informacji na ich temat), nadal opierają się przede wszystkim na dobrej woli nadzorców krajowych do przekazania wszystkich informacji, także tych, które można uznać za wrażliwe w punktu widzenia ich rynków.

Generalnie podkreśla się rolę EBA, EIOPA i ESMA przede wszystkim w procesie stanowienia prawa na poziomie europejskim. Można odnieść wrażenie, że **organom tym bliżej do nadzoru w sensie analityczno-obsługiwanych (*surveillance*) niż w sensie stricte kontrolnym (*supervision*)**. Jak wskazano w raporcie przygotowanym przez Komisję Europejską, „mimo koordynacji działań nadzorów, nadzory krajowe nie zawsze ułatwiały efektywny nadzór nad instytucjami finansowymi działającymi transgranicznie”¹¹. Prawdę mówiąc trudno dostrzec, w jaki sposób wprowadzone zmiany miałyby diametralnie zmienić istniejący stan rzeczy. Rzeczywiste kompetencje nadzorcze zostały przyznane tylko ESMA w odniesieniu do agencji ratingowych¹². Należy także dodać, że zasady funkcjonowania EBA uległy pewnej modyfikacji z uwagi na proces tworzenia unii bankowej¹³ (szerzej na ten temat w dalszej części opracowania).

¹⁰ Por.: <http://www.eba.europa.eu/>, dostęp: 10.03.2014, <http://www.esma.europa.eu/>, dostęp: 10.03.2014, <https://eiopa.europa.eu/home/index.html>, dostęp: 10.03.2014.

¹¹ *European Financial Stability and Integration Report 2010*, European Commission, Commission Staff Working Paper, Brussels, 08.04.2011, SEC(432011) 489, http://ec.europa.eu/finance/financial-analysis/reports/index_en.htm#maincontentSec1, s. 43, dostęp: 12.03.2014.

¹² Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, Official Journal of the European Union, L 145, 31.05.2010, s. 30.

¹³ Por. „REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) No 1093/2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority) as regards its interaction with Council Regulation (EU) No.../... conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions”, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/committees/reform/20120912-com-2012-512_en.pdf, dostęp: 14.03.2014.

ESRC, jak jasno wynika z rozporządzenia konstytuującego ten organ, w przypadku stwierdzenia istotnych nieprawidłowości i zagrożeń, zobowiązana jest przede wszystkim do raportowania o nich Radzie Europejskiej¹⁴. Kompetencje ESRC ograniczają się do wydawania zaleceń i opinii kierowanych np. do nadzorów krajowych. Oczywiście teoretycznie te zalecenia i opinie są wiążące dla podmiotów, do których są kierowane, jednak przykład działania Paktu Stabilności i Wzrostu, który także korzystał z tych narzędzi, dowodzi, że są to instrumenty zawodne. W przypadku ESRC brakuje konkretnych sankcji nakładanych na podmioty, które nie stosują się do wydawanych zaleceń i opinii.

Podstawą sprawnego działania nowych instytucji nadzorczych, co podkreśla się we wszystkich opracowaniach UE, powinna być **dobra współpraca** między nadzorami na szczeblu mikro (ESAs) i makroostrożnościowym (ESRC)¹⁵. W założeniach powinno tu funkcjonować **sprzężenie zwrotne** – ESRC dostrzegając niebezpieczeństwa systemowe przekazuje informacje do nadzorów krajowych poprzez ESAs, natomiast ESAs informuje ESRC o działaniach krajowych rynków finansowych. Kluczem do sukcesu w przypadku takiej konstrukcji są: po pierwsze – sprawne przekazywanie informacji, po drugie – pełna i rzetelna informacja, po trzecie – właściwa interpretacja otrzymanych danych, po czwarte – właściwa i szybka reakcja z wykorzystaniem optymalnych narzędzi. Wieloletnie doświadczenie funkcjonowania Unii Europejskiej pozwala jednak na umiarkowany optymizm jeśli chodzi o rezultaty działania nowej, teoretycznie przynajmniej kompleksowej, struktury nadzorczej.

Przyjęta **koncepcja nadzoru nie przyczyniła się do przezwyciężenia głównych problemów** – braku realnego europejskiego nadzoru ponadnarodowego (posiadającego uprawnienia wykonawcze) i braku pożyczkodawcy ostatniej instancji w kluczowym sektorze systemu finansowego, czyli w sektorze bankowym krajów strefy euro. O ile w przypadku krajów UE pozostających poza strefą euro rolę takiego pożyczkodawcy pełni krajowy bank centralny, o tyle banki centralne krajów strefy euro straciły tę funkcję (teoretycznie mogły ją pełnić pod warunkiem, że nie zakłóci ona prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej), jednocześnie

¹⁴ Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, Official Journal of the European Union L 331/1, 15.12.2010.

¹⁵ *Good cooperation between the ESAs and the ESRB will be crucial*, „European Financial Stability and Integration Report 2010”, European Commission, s. 44.

nie przejął jej prowadzący wspólną politykę pieniężną Europejski Bank Centralny. Oznaczało to, że banki mające siedzibę w krajach strefy euro, które utraciły płynność finansową, mogły korzystać głównie z krajowych środków publicznych, zaś pożyczkodawcą ostatniej instancji stały się rządy poszczególnych krajów zasilające banki wprost publicznymi pieniędzmi lub też dokonujące ich nacjonalizacji. Pomijając istotną kwestię zasadności takiego rozwiązania, należy zauważyć, że w przypadku banku działającego transgranicznie wielkość finansowania niezbędna do jego działania mogła istotnie przekroczyć możliwości finansowe kraju będącego miejscem jego siedziby. Pojawiła się także istotna wątpliwość, czy rzeczywiście jeden kraj powinien ponosić ciężar ratowania upadającej instytucji kredytowej, jeśli prowadzi ona działalność w wymiarze transgranicznym. Powołanie Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego nie przyniosło rozwiązania wskazanych problemów – nie pojawił się rzeczywisty nadzór nad europejskim sektorem bankowym, nie rozwiązano kwestii braku środków służących dokapitalizowaniu banków, procedur przeprowadzania procesu upadłości banku działającego na rynku kilku krajów, czy też problemu zaspokojenia roszczeń depozytariuszy. Wydaje się, że u podstaw optymizmu związanego z implementacją nowych rozwiązań odnośnie do nadzoru na jednolitym rynku finansowym UE legło przekonanie krajów członkowskich o rychłym końcu globalnego kryzysu finansowego, dzięki czemu nastąpić miała również odbudowa zaufania do europejskich instytucji finansowych. Utworzenie nowych struktur nadzorczych, choć nie przyniosło w zasadzie żadnych zmian jakościowych, dało wrażenie dokonania przebudowy nadzoru. Zapewne gdyby w gospodarce światowej nastąpiła faza znacznego ożywienia gospodarczego, ta pozorna reforma nadzoru mogłaby się okazać wystarczająca. W konsekwencji utrzymującego się kryzysu, szczególnie mocno dotykającego część krajów strefy euro, brak rozwiązania istotnych problemów nadzoru w sektorze bankowym oznaczał kolejny spadek zaufania do jego stabilności. Reforma struktur nadzorczych okazała się zdecydowanie niewystarczająca w przypadku sektora bankowego. Przeniesienie części kompetencji na szczebel ponadnarodowy stało się po prostu konieczne. W efekcie dyskusji prowadzonych na ten temat przez kraje strefy euro, w 2012 roku powstała koncepcja powołania **unii bankowej**, która ma się opierać na trzech filarach: jednolitym europejskim systemie nadzoru bankowego, europejskim systemie gwarantowania depozytów, europejskim systemie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków.

W marcu 2013 r. osiągnięte zostało porozumienie w sprawie utworzenia **pierwszego filaru unii bankowej – jednolitego mechanizmu nadzorczego** – obejmującego wszystkie banki działające w strefie euro. Państwa członkowskie spoza strefy euro mogą, jeśli złożą stosowny wniosek, także uczestniczyć w tym mechanizmie. Jednolity mechanizm nadzorczy rozpoczął działalność 4 listopada 2014 r. Został usytuowany w strukturach Europejskiego Banku Centralnego i sprawuje bezpośredni nadzór nad 123 największymi bankami krajów strefy euro. Pozostałe banki nadzorują krajowe organy nadzorcze, jednak ostateczną odpowiedzialność za stabilność całego sektora ponosi EBC. Kryteria¹⁶ ustalania, czy banki należy uznać za istotne i w związku z tym podlegają one bezpośredniemu nadzorowi EBC zostały określone w rozporządzeniu w sprawie jednolitego mechanizmu nadzorczego i w rozporządzeniu ramowym w sprawie jednolitego mechanizmu nadzorczego¹⁷.

W marcu 2014 r. zostało osiągnięte kolejne porozumienie, tym razem dotyczące utworzenia **drugiego filaru unii bankowej – jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji**. Głównym celem jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji jest zarządzanie upadłością banków w taki sposób, by podatnicy i gospodarka realna ponosili jak najmniejsze koszty tego procesu. Organem odpowiedzialnym za decyzję o rozpoczęciu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku jest Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji, przy czym jej decyzja będzie realizowana we współpracy z krajowymi organami ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji zaczęła działać jako niezależna agencja UE w dniu 1 stycznia 2015 r., pełną gotowość operacyjną osiągnie od stycznia 2016 r. Zgodnie z przepisami, restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja będą finansowane przede wszystkim przez bank i jego akcjonariuszy oraz, w razie potrzeby, także przez wierzycieli banku. Obecnie powstaje także inne źródło finansowania – jednolity fundusz restrukturyzacji i uporządkowanej

¹⁶ Kryteria te odnoszą się do wielkości, znaczenia gospodarczego, działalności transgranicznej banku i potrzeby bezpośredniego wsparcia ze środków publicznych. Zgodnie z rozwojem tych kryteriów, faktyczna liczba banków objętych bezpośrednim nadzorem EBC może zatem ulegać zmianom wraz z upływem czasu. Ponadto EBC może w każdej chwili postanowić o zaklasyfikowaniu danego banku jako istotnego dla zapewnienia spójnego stosowania wysokich standardów nadzoru.

¹⁷ Na podstawie: *Unia bankowa*, Dokumenty informacyjne o Unii Europejskiej, www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pl/FTU_4.2.4.pdf, dostęp: 08.10.2015.

likwidacji, którego środki będą wykorzystane wówczas, gdy składki wniesione przez akcjonariuszy i wierzycieli nie będą wystarczające. Docelowa wartość środków zdeponowanych w funduszu to 55 mld euro, czyli ok. 1% wartości gwarantowanych depozytów w strefie euro. Składki na rzecz funduszu będą uiszczane przez banki w ciągu 8 lat¹⁸.

Trzeci filar unii bankowej – Europejski System Gwarantowania Depozytów ma być wprowadzany w trzech etapach. Jego pełne wdrożenie przewidziane jest na rok 2024. System ma być obowiązkowy dla państw członkowskich strefy euro, a dobrowolny dla innych krajów UE, które chcą przystąpić do unii bankowej. Systemy gwarantowania depozytów są ściśle powiązane z procedurą naprawy oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych oraz zapewniają istotne zabezpieczenie stabilności finansowej. Po doraźnej zmianie dyrektywy z 1994 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów w 2008 r. (zwiększenie gwarantowanej kwoty), w 2010 r. zaproponowano jej przekształcenie, które przyjęto w 2014 r. Obecnie w przypadku braku wypłaty należnych depozytów zabezpieczone depozyty chronione są do sumy 100 000 EUR. Do pozostałych istotnych usprawnień należą składki uzależnione od ryzyka, skrócone terminy spłaty (z 20 do 7 dni roboczych) i dobrowolne pożyczki między systemami gwarantowania depozytów w poszczególnych państwach członkowskich.¹⁹

Powołanie unii bankowej we wskazanym powyżej kształcie budzi bardzo wiele kontrowersji. Najważniejsze z nich dotyczą problemu „*too big too fail*” w stosunku do banków najważniejszych systemowo dla stabilności strefy euro, które będą ratowane solidarnie przez wszystkie kraje uczestniczące w unii. To rozwiązanie może skutkować wzrostem ryzyka operacji prowadzonych przez te banki – mają one praktycznie gwarancję wsparcia w razie pojawienia się problemów finansowych, trudno raczej wyobrazić sobie rozpoczęcie względem nich procedur upadłościowych. Niejasne jest także usytuowanie w unii bankowej krajów spoza strefy euro, problem ten jest o tyle ważny, iż rynki bankowe tych krajów (są to głównie kraje Europy Środkowo-Wschodniej) zostały praktycznie zdominowane przez zagraniczne instytucje finansowe. Wszelkie istotne turbulencje występujące w kluczowych europejskich instytucjach kredytowych znajdują zapewne swoje odzwierciedlenie w sytuacji rynków wskazanych krajów.

¹⁸ Ibidem.

¹⁹ http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/pl/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html, dostęp: 08.10.2015.

Pytania kontrolne

1. Jak sprawowany jest nadzór nad jednolitym rynkiem finansowym UE?
2. Co to jest sieć bezpieczeństwa finansowego?
3. Jakie postanowienia odnośnie do nadzoru nad rynkiem finansowym UE znalazły się w FSAP?
4. Jak został zreformowany nadzór nad rynkiem finansowym UE w wyniku realizacji postanowień zawartych w raporcie Finalnym Komitetu Mędrców?
5. Jak i dlaczego został zreformowany nadzór nad rynkiem finansowym UE w okresie 2010/2011?
6. Jakie są przyczyny budowy unii bankowej?
7. Na jakich filarach opiera się unia bankowa (charakterystyka)?

Literatura

- Appendix III(a) *Guide to reading the GATS schedules of specific commitments and the lists of Article II (MFN) exemptions* w: „Appendix III „Sample schedules of commitments and exemptions in financial services” www.wto.org (dostęp: 15.09.2015).
- Beck R., *The Volatility of Capital Flows to Emerging Markets and Financial Services Trade*, Center for Financial Studies Frankfurt/Main Germany, Working Paper No. 2000/11.
- Blake D., *Financial Market Analysis* McGraw-Hill Book Company, London 1990.
- Bukowski S. I., *Międzynarodowa integracja rynków finansowych*, Difin, Warszawa 2011.
- Capiga M., W. Gradoń, G. Szustak, *Sieć bezpieczeństwa finansowego*, CeDeWu. Pl, Warszawa 2010.
- Commission Staff Working Document, Economic Analysis Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions *Action Plan on Building a Capital Markets Union* {COM(2015) 468 final} {SWD(2015) 184 final}, European Commission, Brussels, 30.9.2015 SWD(2015) 183 final, http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm#action-plan (dostęp: 08.10.2015).
- Council Directive 88/361/EEC of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty*, Official Journal 1988, L 178, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0361:EN:HTML> (dostęp: 14.05.2015).

- COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS Action Plan on Building a Capital Markets Union {SWD(2015) 183 final} {SWD(2015) 184 final}, European Commission, Brussels, 30.9.2015 COM(2015) 468 final, http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_en.htm#action-plan (dostęp: 5.11.2015).
- Czerkas K., *Konwergencja światowych systemów finansowych – analiza zjawiska i jego skutków dla polskiego systemu finansowego*, „Bank i Kredyt”, Nr 9, NBP, s. 103–116.
- Developing a Global Financial Centre for Social Impact Investment*, City of London Corporation, PricewaterhouseCoopers LLP, 2015.
<http://www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch> (dostęp: 12.10.2015).
- Dziawgo L., *Zielony rynek finansowy. Ekologiczna ewolucja rynku finansowego*, PWE, Warszawa 2010.
- Egan M., J. N., *EC Financial Services Regulation*, John Wiley & Sons, 1994.
- European Financial Stability and Integration Report 2010*, European Commission, Commission Staff Working Paper, Brussels, 08.04.2011, SEC(432011) 489, http://ec.europa.eu/finance/financial-analysis/reports/index_en.htm#-maincontentSec1 (dostęp: 12.03.2014).
- Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Brussels (2001), http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/report/index_en.htm (dostęp: 20.02.2015).
- Financial Integration in Europe*, European Central Bank, May 2011.
- Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, Communication of the Commission (1999), Com(1999)232, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/archive_en.htm#fsap (dostęp: 11.02.2015).
- Huppé G. A., Silva M.H., *Overcoming Barriers to Scale: Institutional impact investments in low-income and developing countries*, International Institute for Sustainable Development, IISD Report, <https://www.iisd.org/publications/overcoming-barriers-scale-institutional-impact-investments-low-income-and-developing> (dostęp: 10.10.2015).
- Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* (2000) Brussels, http://ec.europa.eu/finance/securities/lamfalussy/report/index_en.htm (dostęp: 20.02.2015).
- Janicka M., *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej – stan obecny i perspektywy*, „Bank i Kredyt” 2002, Nr 6, Narodowy Bank Polski, s. 19–31.
- Janicka M., *Jednolity rynek finansowy Unii Europejskiej – początek kolejnego etapu – „Zielona Księga”*, „Bank i Kredyt” 2005, Nr 9, Narodowy Bank Polski, s. 42–54.
- Janicka M., *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.

- Janicka M., *Supervision on the EU Single Financial Market – attempt to reform* [w:] *EMU an Incomplete Project?*, Difin, Warszawa, s. 116–130.
- Kono M., L. Schuknecht, *Financial Services Trade, Capital Flows, and Financial Stability*, Staff Working Paper No. ERAD-98-12 (Geneva – World Trade Organization), 1998.
- Molle W., *Ekonomika integracji europejskiej. Teoria, praktyka, polityka*, Fundacja Gospodarcza, Gdańsk 2000.
- Oręziak L., *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, Twigger, Warszawa 1999.
- Pawłowicz L., Wierzba R., *Sieć bezpieczeństwa finansowego a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2007, Nr 8–9, dodatek „Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z”.
- Pietrzak E., *Rozwój rynku kapitałowego w procesie transformacji polskiej gospodarki do systemu rynkowego. Okres 1989–1991*, Zeszyt nr 20, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1992.
- Polański Z., *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982–93*, PWN, Warszawa 1995.
- Raport na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/o_euro/re.html (dostęp: 16.04.2015), 2009.
- Report on Financial Supervision in the EU – De Larosière Report*, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_pl.pdf (dostęp: 11.03.2014).
- Rumiński M., *Wolność przepływu kapitału we Wspólnocie Europejskiej*, INFOR, Warszawa 2000.
- Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu*, Komisja Europejska, Komunikat Komisji Europa 2020, Bruksela, 3.3.2010, KOM(2010) 2020 wersja ostateczna, www.ec.europa.eu/eu2020/pdf/1_PL_ACT_part1_v1.pdf (dostęp: 19.10.2015).
- Unia bankowa, Dokumenty informacyjne o Unii Europejskiej, www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pl/FTU_4.2.4.pdf (dostęp: 08.10.2015).
- Unmunessik B., *Natura Sp. z o.o.?*, <http://project-syndicate.pl/artukul/natura-sp-z-oo,245.html> (dostęp: 27.08.2015).
- http://ec.europa.eu/growth/industry/corporate-social-responsibility/index_en.htm (dostęp: 10.10.2015).
- <http://www.mg.gov.pl/Wspieranie+przedsiębiorczosci/Zrownowazony+rozwoj/Spoleczna+Odpowiedzialnosc+Przedsiębiorstw+CSR> (dostęp: 10.10.2015).
- http://inwestor.lotos.pl/1062/strefa_inwestora/odpowiedzialne_inwestycje (dostęp: 10.10.2015).
- http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/priorities/sustainable-growth/index_pl.htm (dostęp: 19.11.2015).
- http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/targets/index_pl.htm (dostęp: 19.11.2015).

http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/pl/displayFtu.html?ftuId=FTU_3.2.5.html (dostęp: 08.10.2015).

<http://www.eba.europa.eu/> (dostęp: 10.03.2014).

<http://www.esma.europa.eu/> (dostęp: 10.03.2014).

<https://eiopa.europa.eu/home/index.html> (dostęp: 10.03.2014).

Literatura uzupełniająca

Bukowski S.I., *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej Czechy, Polska, Słowacja, Słowenia, Węgry – obszar euro*, Instytut Naukowo-Wydawniczy „Spatium”, Radom 2013.

Davis H, Green D., *Globalny nadzór i regulacja sektora finansowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.

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

Nieborak T., *Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego Unii Europejskiej*, Difin, Warszawa 2008.

Pszczółka I., *Euro a integracja europejskich rynków finansowych*, CeDeWu.PL, Warszawa 2006.

Rynki finansowe w Unii Europejskiej w strefie euro, red. J. Żabińska, CeDeWu.PL, Warszawa 2011.

Publikacja dotyczy problematyki współczesnych finansów międzynarodowych, ze szczególnym uwzględnieniem funkcjonowania międzynarodowego systemu finansowego. Opracowanie składa się z trzech części: pierwsza przedstawia genezę międzynarodowego systemu walutowego i uwarunkowania działania pieniądza światowego w gospodarce globalnej, druga wprowadza w zasady budowy i funkcjonowania jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej, z uwzględnieniem wyzwań zrównoważonego rozwoju rynków finansowych, trzecia koncentruje się na podmiotach działających w ramach międzynarodowego systemu finansowego (monetarnych instytucjach finansowych oraz funduszach inwestycyjnych, ubezpieczeniowych i emerytalnych). Książka przygotowana została z wykorzystaniem światowej literatury przedmiotu oraz aktualnych danych. W opracowaniu uwzględnione zostały również najnowsze trendy obecne w gospodarce globalnej, na uwagę zasługuje analiza ekologicznego wymiaru funkcjonowania rynków finansowych. Istotnymi zaletami książki są różnorodność i aktualność poruszonej problematyki. Publikacja adresowana jest przede wszystkim do studentów kierunków ekonomicznych: międzynarodowe stosunki gospodarcze, finanse międzynarodowe, ekonomia, a także do czytelników chcących pogłębić wiedzę z zakresu finansów międzynarodowych, zainteresowanych zmianami zachodzącymi we współczesnym międzynarodowym systemie finansowym.



Projekt „Utworzenie nowych interdyscyplinarnych programów kształcenia w zakresie ekonomii ochrony środowiska (w języku polskim i angielskim) w Uniwersytecie Łódzkim”.

Celem projektu jest zwiększenie wiedzy i świadomości polskich i zagranicznych studentów, wykładowców, absolwentów UŁ z zakresu zrównoważonego rozwoju, ekologii, biznesu międzynarodowego i finansów.

Publikacja jest współfinansowana ze środków funduszy norweskich i krajowych.

Kwota dofinansowania projektu: 533 083 PLN



www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

ISBN 978-83-8088-036-8



9 788380 880368