

Michał Czykierda
Uniwersytet Warszawski

UNIA RYNKÓW KAPITAŁOWYCH – EWOLUCJA CZY REWOLUCJA EUROPEJSKIEGO MODELU RYNKU KAPITAŁOWEGO?

1. WSTĘP

W lipcu 2014 r. Przewodniczący Komisji Europejskiej J.-C. Juncker zobowiązał się utworzyć Unię Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union* – CMU)¹. Przewodniczący J.-C. Juncker powierzył komisarzowi ds. stabilności finansowej, usług finansowych i unii rynków kapitałowych J. Hillowi „wprowadzenie do 2019 r. zintegrowanej wspólnej organizacji rynków, obejmującej wszystkie państwa członkowskie”². W lutym 2014 r. Komisja rozpoczęła trzymiesięczne konsultacje, których celem było opracowanie planu działania. Konsultacje zakończyły się w 2015 r., a ich wynik został przedstawiony w Zielonej Księdze³. Dnia 22 czerwca 2015 r. opublikowano raport, który powstał pod auspicjami 5 przewodniczących⁴, w którym przedstawiono szczegółowy plan wdrożenia CMU⁵.

Prezes Europejskiego Banku Centralnego (EBC) stwierdził, że „kryzys pokazał wady nadmiernego polegania na modelu pożyczkowym skoncentrowanym na bankach. Musimy więc również opracować wiarygodne źródła pożyczek nieban-

¹ J.-C. Juncker, *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change, Political Guidelines for the next European Commission*, lipiec 2014 r., https://ec.europa.eu/commission/publications/president-junckers-political-guidelines_en (dostęp: 6.09.2018 r.).

² J.-C. Juncker, *Mission Letter to Jonathan Hill, Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, listopad 2014 r., https://ec.europa.eu/commission/sites/cwt/files/commissioner_mission_letters/hill_en.pdf (dostęp: 6.09.2018 r.).

³ Komisja Europejska, *Tworzenie unii rynków kapitałowych – Zielona Księga*, Bruksela, styczeń 2015 r.

⁴ Przewodniczący Komisji Europejskiej J.-C. Juncker razem z Przewodniczącym Rady Europejskiej – D. Tuskiem, Przewodniczącym Eurogrupy – J. Dijsselbloem, Prezesem Europejskiego Banku Centralnego – M. Draghim i Przewodniczącym Parlamentu Europejskiego – M. Schulzem.

⁵ Komisja Europejska, *Dokończenie budowy europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*, Bruksela, czerwiec 2015 r.

kowych, takich jak akcje i obligacje, sekurytyzacja, pożyczki od firm ubezpieczeniowych i zarządzających aktywami oraz crowdfunding”⁶.

Utworzenie CMU odzwierciedla zmiany konsensusu europejskiego. Na początku kryzysu finansowego w latach 2007–2008 europejscy decydenci opisywali europejski system finansowy, oparty głównie na bankach, jako bardzo stabilny w przeciwieństwie do rynku finansowego USA, z takimi egzotycznymi instrumentami, jak sekurytyzacja i inne formy „bankowości równoległej”. Jednak zależność Europy od banków i niedobór alternatywnych instrumentów finansowania zostały uznane za istotne elementy kryzysu europejskiego i przeszkody w wychodzeniu z niego⁷.

Plan stworzenia CMU uzupełnia dwa inne finansowe projekty unijne – unię monetarną i unię bankową. CMU w przeciwieństwie do poprzednich projektów finansowych ma obejmować wszystkie kraje Unii, unia rynków nie ma na celu stworzenia scentralizowanego projektu polityczno-ekonomicznego, jest to bardziej wizja planu, którego celem jest integracja oraz rozwój europejskich rynków kapitałowych.

Głównym celem CMU jest zapewnienie przedsiębiorstwom, zwłaszcza małym i średnim, nowych źródeł finansowania i zredukowanie kosztów pozyskiwania kapitału, poszerzenie oferty dla oszczędzających w Unii Europejskiej, ułatwienie inwestycji transgranicznych, przyciągnięcie do Unii więcej inwestycji zagranicznych oraz nadanie stabilności, odporności i konkurencyjności unijnemu systemowi finansowemu⁸.

2. CZYM JEST RYNEK KAPITAŁOWY?

Opisując CMU, należy najpierw wyjaśnić, czym jest rynek kapitałowy i do czego służy. Jedna z definicji brzmi następująco: rynek kapitałowy jest to segment rynku finansowego, na którym są zawierane transakcje średnio- i długoterminowymi instrumentami finansowymi, takimi jak akcje i obligacje. Zwyczajowo (ale też w przepisach wielu krajów) cezurą czasową oddzielającą rynek pieniężny od kapitałowego jest termin zapadalności instrumentu finansowego wynoszący jeden rok⁹. Najprostsza i najszersza definicja mówi, iż jest to rynek pozwalający na transfer kapitału od podmiotów, które posiadają ten kapitał, do podmiotów,

⁶ Przemówienie M. Draghi na Eurofi Financial Forum w Mianie w sierpniu 2014 r.

⁷ A. Sapir, G. B. Wolff, *The Neglected Side of Banking Union: Reshaping Europe's Financial System*, Bruksela, wrzesień 2013 r., http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/20130913SapirWolff_final_.pdf (dostęp: 23.08.2018 r.).

⁸ Komisja Europejska, *Dokończenie budowy...*

⁹ M. Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2017, s. 310.

które potrzebują tego kapitału. Centrum ds. rynków kapitałowych działające przy Amerykańskiej Izbie Handlu¹⁰ posługuje się następującą definicją: „rynek kapitałowy należy rozumieć jako szeroki wachlarz produktów i usług finansowych, na których opiera się gospodarka: papiery wartościowe, fundusze inwestycyjne, rynek towarowy i produkty pochodne, kredyty oraz produkty bankowe i ubezpieczeniowe”¹¹. Komisja Europejska przyjęła definicję rynków kapitałowych, która obejmuje także finansowanie typu crowdfunding oraz plasowanie na rynku niepublicznym^{12,13}. Jest to dość szeroka definicja; crowdfunding do tej pory nie był traktowany jako część rynku kapitałowego, chociaż finansowanie społecznościowe prowadzi do tego samego rezultatu co udział w rynku kapitałowym: transferuje kapitał od tych, którzy go mają, do tych, którzy go potrzebują. Tak szeroka definicja pokazuje również, że jednym z głównych założeń CMU jest zapewnienie przedsiębiorcom większego wyboru źródeł finansowania¹⁴ i ułatwienie zdobycia kapitału.

Głównym i najstarszym zadaniem rynków kapitałowych jest transfer kapitału. Proces pożyczania podlega ciągłej ewolucji. Początkowo pożyczkodawcy oczekiwali tylko zwrócenia po pewnym czasie pożyczki wraz z nadwyżką, która rekompensowała im zamrożenie kapitału oraz ryzyko związane z potencjalną niewypłacalnością innego pożyczkobiorcy. Później zaczęto oferować udziały w inwestycjach w zamian za pożyczki; proceder ten przyczynił się do powstania papierów wartościowych¹⁵.

W ostatnich latach podkreśla się nową rolę rynków kapitałowych. Wspomagają one banki centralne w wykonywaniu polityki pieniężnej oraz kreacji pieniądza. W ostatnich latach wzrosła liczba dobrze zabezpieczonych instrumentów finansowych, z tego też powodu banki centralne coraz chętniej wykorzystują instrumenty finansowe, aby zapewnić płynność bankom, a poprzez nie – gospodarce. Aktywa te są coraz częściej dostarczane przez rynki kapitałowe. Bogatszy rynek kapitałowy zapewni bankom centralnym więcej makroekonomicznych narzędzi do zarządzania polityką monetarną¹⁶.

¹⁰ Center for Capital Market Competitiveness, U.S. Chamber of Commerce.

¹¹ Strengthening U.S. Capital Markets – A Challenge for all Americans, marzec 2008 r., s. 4.

¹² Private placements.

¹³ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów – *Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych*, Bruksela 2015, s. 5–10.

¹⁴ *Ibidem*, s. 5.

¹⁵ L. Davies, *The Capital Markets and Industrial Concentration: The U.S. and U.K., a Comparative study*, „The Economic History Review” 1966, Vol. XIX, No 2, s. 256.

¹⁶ H. Dixon, *Unlocking Europe’s Capital Markets Union*, październik 2014 r., <https://www.cer.eu/publications/archive/policy-brief/2014/unlocking-europes-capital-markets-union> (dostęp: 6.09.2018 r.).

3. HISTORIA EUROPEJSKIEJ INTEGRACJI RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Rozwój europejskiej integracji rynków kapitałowych rozpoczął się w 1966 r., kiedy grupa niezależnych ekspertów na zlecenie Komisji EWG opublikowała swój raport¹⁷ na temat europejskiego rynku kapitałowego. Komitetowi przewodniczył C. Segré. Raport nazwany na cześć przewodniczącego Komisji ujawnił istotne problemy strukturalne na krajowych rynkach kapitałowych i uzewnętrznił brak równowagi między dostępnością kapitału a popytem, a także ograniczonym dostępem do rynków kapitałowych. W raporcie podkreślono znaczenie integracji i harmonizacji dostępu do europejskiego rynku kapitałowego.

Raport zawierał stwierdzenie, że jednym z głównych celów jest ujawnienie informacji społeczeństwu. Polityka informacyjna powinna uwzględniać trzy aspekty: po pierwsze, kampanie mające na celu zapoznanie społeczeństwa z inwestycjami w bezpieczne instrumenty giełdowe, po drugie, stały przepływ informacji na temat działalności spółek, oprócz corocznej publikacji sprawozdań, i po trzecie, szczegółowe i wyczerpujące publikacje informacyjne za każdym razem, gdy dochodzi do emisji papierów wartościowych lub wprowadzenia papierów wartościowych na giełdy¹⁸. Raport C. Segré zawierał szczegółowe sugestie dotyczące wprowadzania papierów wartościowych na krajowe rynki oraz obrót nimi. Przedstawił nawet projekt prospektu emisyjnego dostosowany do specyficznych warunków różnych kategorii papierów wartościowych i emitentów¹⁹. W związku z tym pierwsze projekty legislacyjne dotyczyły harmonizacji przepisów o giełdach papierów wartościowych i prospektów emisyjnych. Jednak zanim uchwalono pierwsze dyrektywy dotyczące rynku kapitałowego, minęło trzynaście lat.

Pierwszymi krokami, które Rada podjęła, było uchwalenie dyrektywy 79/279/EWG²⁰ w sprawie papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu giełdowego, dyrektywy 80/390/EWG²¹ w sprawie wymogów dotyczących sporządzania, kontroli i dystrybucji szczegółowych danych związanych z dopuszczeniem do obrotu oraz dyrektywy 82/121 EWG²² w sprawie publikowanych informacji.

¹⁷ Komisja Europejska, *The development of a European capital market. Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission*, grudzień 1966 r.

¹⁸ *Ibidem*, s. 237–238.

¹⁹ *Ibidem*, s. 252.

²⁰ Council Directive 79/279/EEC of 5 March 1979 coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing.

²¹ Council Directive 80/390/EEC of 17 March 1980 coordinating the requirements for the drawing up, scrutiny and distribution of the listing particulars to be published for the admission of securities to official stock exchange listing.

²² Council Directive 82/121/EEC of 15 February 1982 on information to be published on a regular basis by companies the shares of which have been admitted to official stock-exchange listing.

Kilka lat później harmonizacja przepisów dotyczących rynków papierów wartościowych rozpoczęła się wraz z uchwaleniem dyrektywy 88/627/EWG²³. Dyrektywa została przyjęta w przekonaniu, że polityka odpowiedzialnego przekazywania informacji dla inwestorów w zakresie papierów wartościowych może poprawić ochronę inwestorów, zwiększyć zaufanie do rynków papierów wartościowych, a tym samym zapewnić prawidłowe funkcjonowanie rynków papierów wartościowych. Koordynacja na szczeblu wspólnotowym miała na celu wyrównywanie ochrony inwestorów, umożliwiając w ten sposób lepszą integrację rynków papierów wartościowych państw członkowskich. W 1989 r. uchwalono dyrektywę 89/298/EWG²⁴ w sprawie prospektów emisyjnych oraz dyrektywę 89/592/EWG²⁵ dotyczącą wykorzystywania informacji poufnych, która nakazała państwom członkowskim wprowadzenie przepisów zakazujących wykorzystywania informacji poufnych. Dyrektywa nie zawiera żadnych regulacji dotyczących tego, w jaki sposób należy nadzorować przestrzeganie tych zasad. Następnie uchwalono dyrektywę 93/22/EWG²⁶ w sprawie usług inwestycyjnych w dziedzinie papierów wartościowych. Dyrektywa ta miała zapewnić swobodę przedsiębiorczości i swobodny przepływ usług w odniesieniu do firm inwestycyjnych.

W 1999 r. Komisja przedstawiła plan działania w zakresie usług finansowych (FSAP)²⁷. Zamierzała ona wykorzystać wprowadzenie euro, aby zapewnić Wspólnocie Europejskiej nowoczesny system finansowy. System ten miał na celu obniżenie kosztów kapitału i pośrednictwa²⁸. W planie działania w zakresie usług finansowych podkreślono różne priorytety ogólnoeuropejskiego rynku finansowego oraz zalecono m.in. utworzyć komitet papierów wartościowych, który powinien uczestniczyć w opracowywaniu europejskich przepisów dotyczących papierów wartościowych²⁹.

Prawodawca europejski zdecydował w 2001 r. o skodyfikowaniu na nowo starych dyrektyw odnoszących się do rynku kapitałowego. Doprowadziło to do wydania dyrektywy 2001/34/WE³⁰ w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego, jednak nie wprowadziła ona żadnych

²³ Council Directive 88/627/EEC of 12 December 1988 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of.

²⁴ Council Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 coordinating the requirements for the drawing-up, scrutiny and distribution of the prospectus to be published when transferable securities are offered to the public.

²⁵ Council Directive 89/592/EEC of 13 November 1989 coordinating regulations on insider dealing.

²⁶ Dyrektywa Rady 93/22/EWG z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, Dz.Urz. UE L 141 z 11.06.1993, s. 27.

²⁷ Komisja Europejska, *Financial Services Action Plan (FSAP)*, maj 1999 r.

²⁸ *Ibidem*, s. 3.

²⁹ *Ibidem*, s. 30.

³⁰ Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji, Dz.Urz. UE L 184 z 6.07.2001, s. 1.

istotnych zmian w prawie. Od 2003 r. rozpoczęto wdrażanie środków zapowiedzianych w FSAP. Do 2005 r. opracowano cztery dyrektywy ramowe, które stanowiły podstawę europejskich przepisów dotyczących rynków kapitałowych: dyrektywę w sprawie nadużyć na rynku (MAD)³¹, dyrektywę w sprawie prospektu emisyjnego (PD)³², dyrektywę w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID)³³ i dyrektywę w sprawie przejrzystości (TD)³⁴. Pierwszą dyrektywą, która została uchwalona, była dyrektywa w sprawie nadużyć na rynku. Była to reakcja europejskiego ustawodawcy na fakt, że ramy prawne państw członkowskich dotyczące ochrony integralności rynku były niekompletne. W niektórych państwach członkowskich nie istniały żadne przepisy dotyczące kwestii manipulacji cenami i rozpowszechniania wprowadzających w błąd informacji³⁵. Dyrektywa dotyczyła także nadzoru, państwa członkowskie zostały wezwane do wyznaczenia jednego właściwego organu odpowiedzialnego za nadzór nad przestrzeganiem przepisów przyjętych zgodnie z MAD, a także za współpracę międzynarodową. Organ ten miał mieć charakter administracyjny³⁶. Kolejnym przełomem w prawodawstwie dotyczącym europejskiego rynku kapitałowego była dyrektywa 2003/71/WE z 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego. Dyrektywa koordynowała wymogi dotyczące sporządzania, kontroli i dystrybucji prospektów emisyjnych, które mają być publikowane w celu dopuszczenia papierów wartościowych lub handlu na rynkach regulowanych. Celem dyrektywy było po raz kolejny zapewnienie ochrony inwestorów i efektywności rynku. Trzecią dyrektywą ramową, która została uchwalona, była dyrektywa 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID). Obejmowała ona głównie aspekty organizacji rynku i zasady ostrożnościowe dla firm inwestycyjnych. Czwarta dyrektywa ramowa dotyczyła sprawozdań finansowych i obowiązków informacyjnych. Reorganizacja przepisów dotyczących prospektów emisyjnych i papierów wartościowych

³¹ Dyrektywa 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), Dz.Urz. UE L 96 z 12.04.2003, s. 16.

³² Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz.Urz. UE L 345 z 31.12.2003, s. 64.

³³ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz.Urz. UE L 145 z 30.04.2004, s. 1.

³⁴ Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004, s. 38.

³⁵ Pkt 11 preambuły dyrektywy MAD.

³⁶ Pkt 36 preambuły dyrektywy MAD.

oraz przyjęcie dyrektywy w sprawie sprawozdań sprawiły, że prawodawca europejski wywiązał się z zobowiązań wynikających z FSAP.

Kryzys finansowy ujawnił poważne braki w światowym prawie rynków finansowych. W Europie uwidoczniły się niedociągnięcia oraz niechlujstwo w zakresie wdrażania obowiązujących przepisów. W październiku 2008 r. Komisja Europejska zleciła grupie wybitnych ekspertów opracowanie zaleceń dotyczących przyszłego uregulowania i nadzoru europejskich rynków kapitałowych. W dniu 29 lutego 2009 r. grupa ta, pod przewodnictwem J. de Larosièrè'a, opublikowała raport³⁷. Grupa J. de Larosièrè'a zaproponowała, aby istniejące krajowe organy nadzoru kontynuowały bieżący nadzór, zachowując większość swoich uprawnień, natomiast organy europejskie koordynowałyby stosowanie jednolitych standardów nadzoru i gwarantowałyby intensywną współpracę z innymi organami krajowymi. W dniu 23 września 2009 r. Komisja poinformowała o tworzeniu kompleksowego pakietu środków ustawodawczych przygotowanych na podstawie sprawozdania J. de Larosièrè'a. Zawierał on plan wdrożenia systemu rozpoznawania i zapobiegania systemowym zagrożeniom dla całego systemu finansowego w Europie („nadzór makroostrożnościowy”), a także środki mające na celu poprawę nadzoru nad poszczególnymi dostawcami usług finansowych i uczestnikami rynku kapitałowego („nadzór mikroostrożnościowy”)³⁸. Plan ten został wdrożony w 2010 r. wraz z powołaniem Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego (ESNF), który rozpoczął działalność w dniu 1 stycznia 2011 r. Europejski System Nadzoru Finansowego składa się z Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) oraz trzech Europejskich Urzędów Nadzoru – Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (EUNB), Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (EIOPA).

W 2010 r. Parlament Europejski i Rada Unii Europejskiej uchwałyły dyrektywę 2010/73/UE³⁹ w sprawie zmian w dyrektywie w sprawie prospektu emisyjnego. Głównym celem zmian była poprawa ochrony inwestorów. Państwa członkowskie musiały wdrożyć dyrektywę do lipca 2012 r. W dniu 20 października 2011 r. Komisja przedstawiła wniosek dotyczący nowej koncepcji regulacyjnej dotyczącej nadużyć na rynku, zgodnie z którą nadużycia na rynku miały być zwalczane w drodze

³⁷ Komisja Europejska, *The High-Level Group of Financial Supervision in the EU*, styczeń 2009 r.

³⁸ Komisja Europejska, *Communication from the Commission. European Financial Supervision*, 27 maja 2009 r., s. 3–8.

³⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/73/UE z dnia 24 listopada 2010 r. zmieniająca dyrektywę 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, Dz.Urz. UE L 327 z 11.12.2010, s. 1.

rozporządzenia⁴⁰. Komisja w tym zakresie zaczęła realizować zalecenia raportu J. de Larosièrè'a, który zalecał, aby opierać „przyszłe prawodawstwo w miarę możliwości na przepisach, które są bezpośrednio stosowane”⁴¹. W 2012 r. Komisja zaproponowała reformę dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (MIFID2)⁴² oraz uchwalenie rozporządzenia MiFIR⁴³. Komisja uzasadniła swoją inicjatywę argumentem, że kryzys finansowy ujawnił słabości w zakresie dotychczasowej regulacji rynków kapitałowych⁴⁴. MiFID II oraz MiFIR zostały uchwalone dnia 15 maja 2014 r. po dwuletnich negocjacjach między Radą, Parlamentem Europejskim i Komisją. Nowe przepisy miały wejść w życie w dniu 3 stycznia 2017 r. Jednak w dniu 10 lutego 2016 r. Komisja zaproponowała jednak przesunięcie terminu na kolejny rok ze względu na problemy związane z implementacją, przed którymi stoją organy regulacyjne i uczestnicy rynku⁴⁵.

Działalność ustawodawcza stała się również widoczna w odniesieniu do krótkiej sprzedaży. W dniu 15 września 2010 r. Komisja Europejska przyjęła projekt wniosku dotyczącego rozporządzenia w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (CDS)⁴⁶; celem nowego rozporządzenia była poprawa przejrzystości i zmniejszenie ryzyka. Nowe rozporządzenie weszło w życie w listopadzie 2012 r. Kolejnym etapem integracji europejskich rynków kapitałowych jest plan wdrożenia CMU, który został zaproponowany w 2015 r.

4. KONCEPCJA CMU

Początkowo koncepcja CMU była dość ogólna i zakładała jedynie rozwój i integrację rynków kapitałowych Unii Europejskiej oraz poprawę dostępu do

⁴⁰ Komisja Europejska, *Commission Staff Working Paper*, 20 października 2011 r., s. 69.

⁴¹ Komisja Europejska, *The High-Level Group of Financial Supervision in the EU*, styczeń 2009 r., s. 29.

⁴² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz.Urz. UE L 173 z 12.6.2014, s. 349.

⁴³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012, Dz.Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 84.

⁴⁴ Komisja Europejska, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council*, 20 października 2011 r., s. 2.

⁴⁵ Komisja Europejska, *European Commission – Press release, Commission extends by one year the application date for the MiFID II package*, 10 stycznia 2016 r.

⁴⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego, Dz.Urz. UE L 86 z 24.03.2012, s. 1.

rynków finansowych i ich dywersyfikację oraz poprawienie efektywności⁴⁷. Dokładne plany i założenia CMU zostały sprecyzowane w Zielonej Księdze⁴⁸, w której to Komisja przedstawia dwuczęściową strategię. Pierwsza część planu skupia się nad ustanowieniem jednolitego zbioru przepisów regulujących: prospekt emisyjny, rynek *private placement*, sekurytyzację, rynek instrumentów finansowych (MiFID II), nadużyć na rynku, alternatywne fundusze inwestycyjne, infrastrukturę rynku kapitałowego (EMIR) i centralnych depozytów papierów wartościowych (CDPW). Druga część strategii koncentruje się na bardziej fundamentalnych długoterminowych uwarunkowaniach wpływających na rozwój rynków jako całości. W Zielonej Księdze sformułowano również główne zasady CMU⁴⁹:

- zmaksymalizowanie korzyści płynących z rynków kapitałowych dla gospodarki, zatrudnienia i wzrostu gospodarczego;
- zapewnienie osiągnięcia jednolitego rynku kapitałowego dla wszystkich 28 państw członkowskich przez usunięcie barier w inwestycjach transgranicznych w Unii Europejskiej i umocnienie silniejszych powiązań z globalnymi rynkami kapitałowymi;
- oparcie się na solidnych podstawach stabilnego systemu finansowego, obejmujących jednolity zbiór przepisów dla usług finansowych, skutecznie i konsekwentnie egzekwowany;
- zagwarantowanie skutecznej ochrony konsumentów i inwestorów oraz
- wkład w przyciąganie inwestycji z całego świata i zwiększanie konkurencyjności Unii Europejskiej.

W raporcie sprecyzowano także główne cele CMU⁵⁰, takie jak:

- poprawa dostępu do finansowania dla wszystkich przedsiębiorstw w całej Europie (w szczególności małych i średnich przedsiębiorstw) i dla projektów inwestycyjnych, np. w obszarze infrastruktury;
- zwiększenie i zróżnicowanie źródeł finansowania pochodzącego od inwestorów w Unii Europejskiej i na całym świecie;
- zwiększenie skuteczności i wydajności rynków łączących inwestorów z tymi, którzy potrzebują finansowania, przy niższych kosztach, zarówno w obrębie państw członkowskich, jak i w kontekście transgranicznym.

Ponadto Komisja wyraźnie podkreśliła, że CMU nie jest „unią” w sensie prawnym tak jak Unia Bankowa oraz, w przeciwieństwie do Unii Bankowej, obejmuje ona wszystkie państwa członkowskie⁵¹. W Zielonej Księdze Komisja

⁴⁷ J.-C. Juncker, *Mission Letter to Jonathan Hill, Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, listopad 2014 r.

⁴⁸ Komisja Europejska, *Tworzenie unii rynków kapitałowych – Zielona Księga*, styczeń 2015 r.

⁴⁹ *Ibidem* s. 5.

⁵⁰ *Ibidem* s. 5–6.

⁵¹ R. Epstein, M. Rhodes, *From governance to government: Banking union, capital markets union and the new EU*, „Competition & Change” 2018, Vol. 22, issue 2, s. 17.

zobowiązała się do wdrożenia CMU do końca 2019 r.⁵² (jednak zapewne plan zostanie w pełni wdrożony dopiero po 2020 r.). Komisja podkreśliła również, iż działania zmierzające do wdrożenia projektu będą przybierać formę środków legislacyjnych i nielegislacyjnych⁵³. Idea CMU oraz działania w celu wdrożenia unii w życie zaproponowane w Zielonej Księdze w większości spotkały się z aprobatą krajów członkowskich⁵⁴.

Komisja planuje stopniowe wdrażanie CMU. Nie ma zamiaru wprowadzać żadnych nowych instytucji na poziomie Unii Europejskiej, takich jak jeden jedyny organ regulacyjny lub wspólna giełda; zamiast tego Komisja powoli i cierpliwie identyfikuje i analizuje istniejące przeszkody dla jednolitego rynku, a następnie usuwa je pojedynczo poprzez harmonizację zasad i standardów we wszystkich państwach członkowskich.

We wrześniu 2015 r. Komisja opublikowała szczegółowy plan działania i budowy CMU⁵⁵. Dokument ten opisuje konkretne projekty do zrealizowania w latach 2015–2018. Wiele z przedsięwzięć zostało już zrealizowanych, w tym m.in.: uchwalenie rozporządzenia prospektowego⁵⁶ oraz rozporządzenia sekurytyzacyjnego⁵⁷. Jeśli chodzi o sekurytyzację, rozporządzenie tworzy ramy dla prostej, przejrzystej i znormalizowanej sekurytyzacji („STS”), ustanawia także m.in. wymogi dotyczące ryzyka i przejrzystości dla wszystkich stron zaangażowanych w proces sekurytyzacji. W styczniu 2016 r. w ramach CMU weszło w życie Solwency II⁵⁸. Dyrektywa ta jest najważniejszą od ponad 30 lat zmianą regulacyjną dla europejskiego sektora ubezpieczeniowego. Zmiany podyktowane przez tę dyrektywę mają zapewnić ochronę ubezpieczonych przed konsekwencjami strat, których zakłady ubezpieczeń nie byłyby w stanie pokryć z kapitałów

⁵² Komisja Europejska, *Tworzenie unii rynków kapitałowych – Zielona Księga*, styczeń 2015 r., s. 31.

⁵³ *Ibidem* s. 31.

⁵⁴ House of Lords European Union Committee, *Capital Markets Union: a welcome start*, marzec 2015 r., s. 6.

⁵⁵ Komisja Europejska, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów – Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych*, Bruksela 2015.

⁵⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE, Dz.Urz. UE L 168 z 30.06.2017, s. 12.

⁵⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012, Dz.Urz. UE L 347 z 28.12.2017, s. 35.

⁵⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyplacalność II), Dz.Urz. UE L 335 z 17.12.2009, s. 1.

własnych. Ponadto dyrektywa wprowadza nowe, jednolite dla wszystkich krajów Unii Europejskiej wymogi kapitałowe i standardy zarządzania ryzykiem⁵⁹. Komisja rozpoczęła również przegląd rozporządzenia w sprawie funduszy *venture capital*⁶⁰.

Dnia 8 czerwca 2017 r. został opublikowany przegląd Komisji dotyczący wdrażania CMU⁶¹. Dokument informuje o pomyślnym wdrożeniu 20 z 33 projektów, które były zaplanowane w 2015 r.⁶². Ostatnio zaproponowanymi projektami związanymi z CMU są m.in. wzmocnienie uprawnień europejskich organów nadzoru⁶³ oraz propozycja nowych zasad ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych⁶⁴.

Wdrożenie w życie ponad 20 projektów przez okres 2 lat, biorąc pod uwagę szybkość procedowania instytucji unijnych, jest dość imponujące. W tym bardzo ważnego zarówno dla Komisji, jak i dla Europejskiego Banku Centralnego rozporządzenia sekurytyzacyjnego. Europejski Bank Centralny argumentował od 2011 r. za wzmocnieniem i zdywersyfikowaniem europejskiego rynku sekurytyzacji, aby stymulować pozabankowe pośrednictwo kredytowe. Jednak mimo szybkiego tempa wdrażania projektów, na skutki będziemy musieli poczekać kilka lub kilkanaście lat.

5. SŁABOŚĆ RYNKU KAPITAŁOWEGO UNII EUROPEJSKIEJ

Punktem wyjścia do zrozumienia, dlaczego CMU jest potrzebna, jest fakt, iż europejskie rynki kapitałowe są słabo rozwinięte. Podczas gdy gospodarka europejska ma podobną wielkość jak gospodarka USA, europejskie rynki akcji są o połowę mniejsze niż rynek amerykański. Europejski rynek obligacji⁶⁵

⁵⁹ S. Szmak, *Regulacje dyrektywy Solvency II odnoszące się do ubezpieczenia ochrony prawnej – implementacja w nowej ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2016, nr 1, s. 35–36.

⁶⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy *venture capital*, Dz.Urz. UE L 115 z 25.04.2013, s. 1.

⁶¹ Komisja Europejska, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, Bruksela 2016.

⁶² *Ibidem*, s.4.

⁶³ Komisja Europejska, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego oraz Komitetu Regionów. Wzmocnienie zintegrowanego nadzoru celem silniejszej unii rynków kapitałowych oraz integracji finansowej w zmieniającym się otoczeniu*, Bruksela, wrzesień 2017 r., s. 6–11.

⁶⁴ Komisja Europejska, *Wniosek dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi oraz zmieniająca dyrektywy 2013/36/UE i 2014/65/UE*, grudzień 2017 r.

⁶⁵ Corporate debt market.

to 1/3 amerykańskiego, europejski sektor *venture capital* to tylko 1/5 wielkości amerykańskiego sektora⁶⁶. Stosunek kapitalizacji europejskiego rynku akcji do PKB wynosił w 2013 r. 65%, stosunek kapitalizacji w USA wynosił 138%, Japonii – 94%, Australii – 87% i Chin – 74%⁶⁷.

Niedorozwój europejskiego rynku kapitałowego wynika głównie z rozdrobnienia tego rynku na 28 rynków lokalnych będących na różnym poziomie rozwoju. Ograniczony do krajowych źródeł kapitału sektor kapitałowy w niektórych krajach Unii Europejskiej nie może osiągnąć minimalnego krytycznego rozmiaru, co utrudnia jego rozwój. W rezultacie niektóre rynki krajowe pozostały dość małe; przykładowo w 2013 r. stosunek kapitalizacji Cypru, Łotwy, Litwy i Słowacji wynosił ok. 10% PKB tych państw. Jednak sytuacja w europejskich krajach, w których rynki kapitałowe mają długą historyczną tradycję, jest o wiele lepsza, mianowicie kapitalizacja rynku akcji w Wielkiej Brytanii, Holandii oraz Szwecji jest dość duża, odpowiednio wynosi ona 118%, 80% oraz 102% PKB⁶⁸.

Zamiast pozyskiwać fundusze bezpośrednio na rynkach, firmy europejskie polegają głównie na pośrednim finansowaniu zapewnianym przez banki. Podczas gdy całkowite aktywa bankowe w USA w 2013 r. wynosiły 88% PKB, w Unii Europejskiej wynoszą one 334% PKB⁶⁹. Pozycja banków europejskich częściowo jest zdeterminowana przez historię, gdyż nie we wszystkich krajach Europy historia pozwoliła wykształcić silny rynek kapitałowy. Socjalizm, który panował we wszystkich krajach Europy Wschodniej, spowodował upadek sektora kapitałowego. W większości państw bloku wschodniego zlikwidowano wszystkie giełdy, pozwolono funkcjonować jedynie nielicznym bankom państwowym, z tego też powodu, po upadku żelaznej kurtyny, sektor bankowy zaczynał z lepszej pozycji niż rynek kapitałowy. Silna pozycja sektora bankowego jest determinowana nie tylko czynnikami historycznymi, ale również zachowaniem regulatora oraz oszczędzających. Gospodarstwa domowe w Unii Europejskiej lokują kapitał przede wszystkim w depozytach (średnio ok. 40% majątku gospodarstwa domowego przechowywana jest w banku), podczas gdy gospodarstwa domowe w USA w większości lokują kapitał w akcjach, obligacjach, ubezpieczeniach na życie i funduszach emerytalnych⁷⁰.

Dwaj ekonomiści Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, B. Courne de i O. Denk, w raporcie z 2015 r.⁷¹ wykazali, iż mały sektor bankowy sprzyja wzrostowi gospodarcemu, jednak gdy wielkość kredytu dla sektora prywatnego

⁶⁶ N. Veron, G. B. Wolff, *Capital Markets Union: A Vision for the Long term*, „Journal of Financial Regulation” 2016, Vol. 2, issue 1, s. 134.

⁶⁷ *Ibidem*, s. 134.

⁶⁸ *Ibidem*, s. 136.

⁶⁹ *Ibidem*, s. 134.

⁷⁰ *Ibidem* s. 137.

⁷¹ B. Courne de, O. Denk, *Finance and economic growth in OECD and G20 countries*, OECD Economics Department Working Papers 1223, OECD 2015.

przekracza 100–110% PKB, zaczynają się pojawiać negatywne konsekwencje przerośniętego sektora bankowego, m.in. ryzyko długotrwałych i kosztownych kryzysów finansowych. Wzrost sektora bankowego może być hamowany przez wprowadzenie nowych obciążeń podatkowych dla sektora bankowego lub rozwój rynku kapitałowego⁷².

Poszczególne krajowe rynki kapitałowe znajdują się na różnych etapach rozwoju, począwszy od wysoce wyrafinowanych i umiędzynarodowionych do dość prostych. Również na różnym poziomie są organy regulacyjne. Różnice te przekładały się w podejściu do implementacji dyrektyw unijnych, gdzie każde z 28 państw implementuje je na swój własny sposób, dostosowany do krajowego rynku. Niestety nie sprzyja to harmonizacji i swobodnemu przepływowi kapitału.

Usługi finansowe zawsze koncentrowały się w jednym ośrodku. W Unii Europejskiej liderem usług finansowych jest Londyn. Kryzys gospodarczy umocnił pozycję Londynu jako europejskiej stolicy finansów. W 2014 r. 77% najlepiej opłacanych stanowisk menedżerskich w sektorze finansowym Unii Europejskiej było zlokalizowanych w Wielkiej Brytanii⁷³. Ponadto w 2013 r. 77% transakcji instrumentami pochodnymi na terenie Unii Europejskiej również zostało zawartych w Wielkiej Brytanii. Na drugim miejscu pod względem zawartych transakcji była Francja z udziałem 7%⁷⁴. Jednak monopol Londynu jako centrum finansowego Europy postrzegany jest jako słabość systemu, utrudnia to zdobywanie kapitału podmiotom z innych państw niż Wielka Brytania. Mimo wiodącej roli Nowego Jorku, nie jest to jedyne centrum finansowe USA; pewną rolę w amerykańskim sektorze finansowym pełnią również: Boston, Chicago, Los Angeles, San Francisco Bay Area (SFBA) oraz Waszyngton. Następstwem Brexitu będzie zapewne powstanie nowego monopolistycznego ośrodka (Frankfurt) lub wzmocnienie kilku lokalnych ośrodków (Paryż, Frankfurt, Warszawa). Powstanie kilku regionalnych ośrodków będzie sprzyjać równomiernemu dostępowi do kapitału.

Często regulacje unijne z tego samego obszaru są przygotowywane w oderwaniu od siebie. Pierwotna dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego pochodzi z 2003 r.⁷⁵, następnie pokrewna regulacja została uchwalona w 2004 r. (dyrektywa dotycząca przejrzystości)⁷⁶. Po kilku latach Komisja postanowiła zastąpić dyrektywę w sprawie prospektu emisyjnego rozporządzeniem; pracę nad nowym aktem

⁷² A. Łaszek, R. Trzeciakowski, *Finanse publiczne: zamiast naprawy – psucie*, (w:) *Perspektywy dla Polski. Polska gospodarka w latach 2015–2017 na tle lat wcześniejszych i prognozy na przyszłość*, Warszawa, listopad 2017 r., s. 189.

⁷³ N. Veron, G. B. Wolff, *Capital Markets Union...*, s. 140.

⁷⁴ *Ibidem*, s. 140.

⁷⁵ Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz.Urz. UE L 345 z 31.12.2003, s. 64.

⁷⁶ Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których

trwały bardzo długo i zakończyły się dopiero w 2017 r. uchwaleniem rozporządzenia⁷⁷. Oczywiście Komisja ma ograniczone zasoby, jednak długi proces legislacyjny stwarza niebezpieczeństwo – osoby odpowiedzialne za obecny projekt mogą stracić z pola widzenia elementy następnego projektu oraz cel wszystkich regulacji. Niektórzy przedstawiciele doktryny podnoszą także zarzut, iż kondycja europejskiego rynku kapitałowego jest spowodowana słabym poziomem legislacji, który jest wynikiem braków w wykształceniu urzędników unijnych⁷⁸.

6. KORZYŚCI PŁYNĄCE Z CMU

Głównym beneficjentem CMU mają być średni i mali przedsiębiorcy. Alternatywne źródła finansowania byłyby przeciwważą dla kredytów udzielanych przez banki. Takie alternatywne źródło byłoby szczególnie korzystne podczas kryzysów gospodarczych, kiedy kredyt bankowy jest ograniczony, ponieważ banki centralne naprawiają swoje bilanse, co utrudnia bankom zależnym pozyskiwanie finansowania. W takich epizodach jest niezbędne, aby firmy mogły zdobywać fundusze w innym miejscu. Rynki kapitałowe to naturalne alternatywne źródło. Gdyby europejskie rynki kapitałowe były bardziej rozwinięte, obecny kryzys gospodarczy w Europie prawdopodobnie trwałby krócej. W porównaniu z Europą, Stany Zjednoczone znacznie szybciej wróciły do gospodarczego stanu sprzed kryzysu. Obecność silnej alternatywy dla banków wywarło na nie presję, aby działały one wydajniej i zapewniały usługi o wyższej jakości, lepszych warunkach i niższych kosztach.

Również gospodarstwa domowe skorzystałyby z bardziej rozwiniętego rynku kapitałowego. Tak jak zostało wspomniane wcześniej, większość europejskich gospodarstw domowych trzyma swój kapitał w lokatach bankowych, jednak stopa zwrotu osiągnięta przez posiadaczy depozytów jest zasadniczo znacznie niższa niż zyski uzyskiwane przez uczestników rynku kapitałowego, oczywiście wiąże się to też z większym ryzykiem.

Bardziej rozwinięte i mniej rozdrobnione rynki kapitałowe mogłyby znacząco zmniejszyć podatność Europy na kryzysy finansowe. Rynki kapitałowe są doskonałym amortyzatorem, ponieważ zachęcają do szerokiego posiadania

papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004, s. 38.

⁷⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE, Dz.Urz. UE L 168 z 30.06.2017, s. 12.

⁷⁸ L. Burn, *Capital Markets Union and regulation of the EU's capital markets*, „Capital Markets Law Journal” 2016, Vol. 11, issue 3, s. 370.

papierów wartościowych. Skutki kryzysu są rozdzielane na wszystkich posiadaczy danego papieru, co łagodzi negatywne konsekwencje zdarzenia. Ponadto silny sektor kapitałowy będzie generował więcej miejsc pracy oraz wpływów do budżetu. Pośrednio może wpływać także na rozwój innowacyjności w Europie, firmy z sektora *private equity* oraz *venture capital* najczęściej inwestują w małe innowacyjne biznesy z branży technologicznej.

7. PODSUMOWANIE

Projekt Unii Rynków Kapitałowych jest kolejnym imponującym projektem legislacyjnym powstałym pod auspicjami przewodniczącego J.-C. Junckera. Głównym celem tego planu jest przyczynienie się do wzrostu gospodarczego Unii Europejskiej, jednocześnie też przyspiesza integrację państw członkowskich, gdyż najlepszą formą integracji jest połączenie wszystkich państw silnymi więzami gospodarczymi i uzależnienie ich wzajemnie od siebie. Mimo że CMU cechuje się wieloma kompromisowymi rozwiązaniami, ogólnie jest to dobra polityka. Po wdrożeniu planu cała gospodarka Unii Europejskiej będzie czerpała korzyści z dywersyfikacji źródeł finansowania. Istnieją również jednak CMU, obecne propozycje koncentrują się zbyt mocno na stronie inwestora i za mało skupiają się na skutecznej regulacji dotyczącej papierów wartościowych. CMU powinno również rozszerzyć uprawnienia Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych. Wreszcie wiele innych czynników, takich jak podatki od transakcji, działa niekorzystnie na CMU. Komisja i rządy muszą dokładnie przemyśleć, jak przeciwdziałać tym czynnikom. Pierwsze prace legislacyjne poprzedzone były dość dokładnymi analizami i wyszukiwaniem problemów europejskiego rynku oraz jego słabych punktów, następnie po porównaniu zebranych danych z rynkiem amerykańskim i wyselekcjonowaniu słabych punktów systemu, zaproponowano skomplikowaną terapię. Jednak trzeba pamiętać, że skutki tego procesu będą widoczne dopiero po kilku latach. Reformy amerykańskiego systemu bankowego z lat 90. miały swoje konsekwencje dopiero 10 lat później.

Czy Unia Rynków Kapitałowych to rewolucja? Zdecydowanie nie, plan nie zakłada żadnych rewolucyjnych rozwiązań, nie wprowadza wspólnego ujednoliconego nadzoru, nie dodaje nowych kompetencji istniejącym instytucjom, jedynie ujednolica, i to nie w znaczącym stopniu, prawo materialne.

BIBLIOGRAFIA

- Blicharz R., *Instytucje Prawa Rynku Kapitałowego*, Toruń 2013
- Burn L., *Capital Markets Union and regulation of the EU's capital markets*, „Capital Markets Law Journal” 2016, Vol. 11, issue 3
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2015
- Cournede B., Denk O., *Finance and economic growth in OECD and G20 countries*, OECD Economics Department Working Papers 1223, OECD 2015
- Davies L., *The Capital Markets and Industrial Concentration: The U.S. and U.K., a Comparative study*, „The Economic History Review” 1966, Vol. XIX, No 2
- Dixon H., *Unlocking Europe's Capital Markets Union*, październik 2014 r., <https://www.cer.eu/publications/archive/policy-brief/2014/unlocking-europes-capital-markets-union> (dostęp: 6.09.2018 r.)
- Dombret A., Kenadjian P. S., *The European Capital Markets Union: A viable concept and a real goal*, Berlin–Boston 2015
- Dorn N., *Capital cohabitation: EU Capital Markets Union as public and private co-regulation*, „Capital Markets Law Journal” 2016, Vol. 11, issue 1
- Drwiłło A., Jurkowska-Zeidler A. (red.), *System prawnofinansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 2017
- Dy M., *Capital Market Integration in the EU and ASEAN*, 2017, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/06/capital-market-integration-eu-and-asean> (dostęp: 23.08.2018 r.)
- Epstein R., Rhodes M., *From governance to government: Banking union, capital markets union and the new EU*, „Competition & Change” 2018, Vol. 22, issue 2
- House of Lords European Union Committee, *Capital Markets Union: a welcome start*, Londyn 2015
- Howarth D., Liebe M., Quaglia L., *The Political Economy of European Capital Markets Union*, „Journal of Common Market Studies” 2016, Vol. 54
- Juncker J.-C., *Mission Letter' from Jean-Claude Juncker to Jonathan Hill, Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, listopad 2014 r., https://ec.europa.eu/commission/sites/cwt/files/commissioner_mission_letters/hill_en.pdf (dostęp: 6.09.2018 r.)
- Juncker J.-C., *A New Start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change, Political Guidelines for the next European Commission*, lipiec 2014 r., https://ec.europa.eu/commission/publications/president-junckers-political-guidelines_en (dostęp: 6.09.2018 r.)
- Juncker J.-C., *Mission Letter to Jonathan Hill, Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union*, listopad 2014 r., https://ec.europa.eu/commission/sites/cwt/files/commissioner_mission_letters/hill_en.pdf (dostęp: 6.09.2018 r.)
- Jurkowska-Zeidler A., *The Architecture of the European Financial Market: Legal Foundation*, Gdańsk–Warszawa 2016
- Komisja Europejska, *Commission Staff Working Paper*, 20 października 2011 r.
- Komisja Europejska, *Communication from the Commission. European Financial Supervision*, 27 maja 2009 r.

- Komisja Europejska, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, Bruksela 2016
- Komisja Europejska, *Dokończenie budowy europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej*, Bruksela, czerwiec 2015 r.
- Komisja Europejska, *European Commission – Press release, Commission extends by one year the application date for the MiFID II package*, 10 styczeń 2016 r.
- Komisja Europejska, *Financial Services Action Plan (FSAP)*, maj 1999 r.
- Komisja Europejska, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego oraz Komitetu Regionów. Wzmocnienie zintegrowanego nadzoru celem silniejszej unii rynków kapitałowych oraz integracji finansowej w zmieniającym się otoczeniu*, Bruksela, wrzesień 2017 r.
- Komisja Europejska, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów – Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych*, Bruksela 2015
- Komisja Europejska, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council*, 20 października 2011 r.
- Komisja Europejska, *The development of a European capital market. Report of a Group of Experts appointed by the EEC Commission*, grudzień 1966 r.
- Komisja Europejska, *The High-Level Group of Financial Supervision in the EU*, styczeń 2009 r.
- Komisja Europejska, *Tworzenie unii rynków kapitałowych – Zielona Księga*, Bruksela, styczeń 2015 r.
- Komisja Europejska, *Wniosek dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi oraz zmieniająca dyrektywy 2013/36/UE i 2014/65/UE*, grudzień 2017 r.
- Lemonnier M., *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2017
- Łaszek A., Trzeciakowski R., *Finanse Publiczne: zamiast naprawy – psucie, (w:) Perspektywy dla Polski. Polska gospodarka w latach 2015–2017 na tle lat wcześniejszych i prognozy na przyszłość*, Warszawa, listopad 2017 r.
- Sapir A., Wolf G. B., *The Neglected Side of Banking Union: Reshaping Europe's Financial System*, Bruksela, wrzesień 2013 r., http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/20130913SapirWolff_final_.pdf (dostęp: 23.08.2018 r.)
- Strengthening U.S. Capital Markets – A Challenge for all Americans*, marzec 2008 r.
- Szmał S., *Regulacje dyrektywy Solvency II odnoszące się do ubezpieczenia ochrony prawnej – implementacja w nowej ustawie o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2016, nr 1
- Veron N., Wolff G. B., *Capital Markets Union: A Vision for the Long term*, „Journal of Financial Regulation” 2016, Vol. 2, issue 1

CAPITAL MARKETS UNION – THE EVOLUTION OR REVOLUTION OF THE EUROPEAN CAPITAL MARKET MODEL?

Summary

In September 2015, the European Commission announced the first actions of its plan to build a Capital Markets Union in Europe. The undertaken restructuring of the financing model is designed to make a shift in the main channel through which enterprises raise investment funds, from loans to capital, and – as a result – contribute to more dynamic growth in the EU Member States. I describe the key features of the Commission's plan and discuss the economic rationale behind it. The plan has many strengths but also some weaknesses, such as limited ambition in the supervision and enforcement of securities regulations. Other challenges to the development of European capital markets include the financial transactions tax, the low-interest-rate environment, cultural reasons, and potential political opposition. My paper deals first of all with highlighting the structure of the financial sector in the European Union. It provides an overview of the role of the different financial and non-financial sectors in offering capital funds to accomplish the needs of households, companies, governments, etc.. I also describe the history of capital market integration in the EU. The paper also analyses some important aspects of the implementation of the Capital Markets Union, which will be a key step in completing the EU Single Market. I concluded that the integration of the capital markets will be a strong step in supporting economic growth and competitiveness in the EU in the long run.

KEYWORDS

Capital Markets, Capital Market Union, European Integration, EU Law, Financial Law

SŁOWA KLUCZOWE

rynk kapitałowe, Unia Rynków Kapitałowych, integracja europejska, prawo UE, prawo finansowe