

Włodzimierz
Szpranger

INSTYTUCJE NADZORU W SEKTORZE FINANSOWYM

Kierunki rozwoju



wydawnictwo
poltext

INSTYTUCJE NADZORU W SEKTORZE FINANSOWYM

Włodzimierz Szpringer

**INSTYTUCJE
NADZORU
W SEKTORZE
FINANSOWYM**
Kierunki rozwoju

wydawnictwo
poltext

Redakcja
Jadwiga Witecka

Projekt okładki
Studio KARANDASZ

Koncepcja graficzna i skład
STUDIO MAGENTA, Nadzieja Michniewiç

© Copyright by Poltext sp. z o.o.

Wszelkie prawa zastrzeżone. Nieautoryzowane rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji w jakiejkolwiek postaci zabronione. Wykonywanie kopii metodą elektroniczną, fotograficzną, a także kopiowanie książki na nośniku filmowym, magnetycznym, optycznym lub innym powoduje naruszenie praw autorskich niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja została elektronicznie zabezpieczona przed nieautoryzowanym kopiowaniem, dystrybucją i użytkowaniem. Usuwanie, omijanie lub zmiana zabezpieczeń stanowi naruszenie prawa.

Warszawa 2014

Poltext sp. z o.o.
02-230 Warszawa, ul. Jutrzenki 118
tel.: 22 632-64-20
e-mail: wydawnictwo@poltext.pl
internet: www.poltext.pl

ISBN 978-83-7561-417-6

Z PLIKU ZOSTAŁY USUNIĘTE PUSTE STRONY.

Spis treści

WPROWADZENIE	9
ROZDZIAŁ 1. DETERMINANTY I OGRANICZENIA REGULACJI RYNKU FINANSOWEGO	11
1.1. Bezpieczeństwo a efektywność – główny dylemat regulacji rynku finansowego	11
1.2. Modele regulacji sektora finansowego	16
1.3. Innowacje finansowe – problem regulacji	23
1.4. Innowacje finansowe z perspektywy klientów	29
1.5. Wpływ państwa na kształtowanie struktury sektora finansowego	36
1.6. Koncepcja regulacji funkcjonalnej – inspiracje z <i>shadow banking</i>	39
1.7. Regulacja a <i>compliance</i>	48
ROZDZIAŁ 2. KIERUNKI OCENY SKUTKÓW REGULACJI SEKTORA FINANSOWEGO	53
2.1. Zasada proporcjonalności w prawie europejskim	53
2.2. Ocena skutków regulacji sektora finansowego – w kierunku dowartościowania zasady proporcjonalności	58
2.3. Dyrektywy CRD i MIFiD a zasada proporcjonalności	67
2.4. Regulacja EMIR – problem zwiększenia przejrzystości i bezpieczeństwa na rynku instrumentów pochodnych	76
2.5. Problem standaryzacji kontraktów związanych z innowacyjnymi instrumentami pochodnymi	81
2.6. Regulacja banków spółdzielczych i unii kredytowych (SKOK) a zasada proporcjonalności	85

ROZDZIAŁ 3. PROBLEM ADEKWATNEGO NADZORU NAD INSTYTUCJAMI FINANSOWYMI 91

3.1. Łagodzenie ryzyka systemowego – problem nadzoru w sektorze finansowym	91
3.2. Nowe proporcje między nadzorem krajowym a europejskim i trendy zmian regulacji ostrożnościowych	96
3.3. Główna rola banku centralnego w reorganizacji instytucji nadzoru	99
3.4. Koncepcja unii bankowej a nadzór nad rynkiem finansowym	101
3.5. Rady ds. Ryzyka Systemowego w UE i w USA jako nowe organy polityki regulacyjnej	106
3.6. Infrastruktura rynku finansowego – podstawowe pojęcia	113

ROZDZIAŁ 4. NADZÓR SYSTEMOWY JAKO NOWA KATEGORIA NADZORU

NAD INFRASTRUKTURĄ RYNKU FINANSOWEGO 121

4.1. Integracja nadzoru nad najważniejszymi podmiotami rynku finansowego	121
4.2. Definiowanie nadzoru w dorobku prawa publicznego	125
4.3. Nietrafność klasycznego pojęcia nadzoru z perspektywy nadzoru systemowego	127
4.4. Nadzór makroostrożnościowy a nadzór systemowy – funkcje banków centralnych	130
4.5. Instytucje i regulacje szczególne a koncepcja nadzoru systemowego	132

ROZDZIAŁ 5. NADZÓR SYSTEMOWY – NOWA INSTYTUCJA OGRANICZANIA

NIESTABILNOŚCI RYNKU FINANSOWEGO 137

5.1. Istota nadzoru systemowego w świetle regulacji EBC oraz krajów członkowskich	137
5.2. Nadzór systemowy w odniesieniu do najważniejszych instytucji płatniczych	140
5.3. Nadzór systemowy w zakresie instrumentów płatności	141
5.4. Koncepcja nadzoru makroostrożnościowego i Rady ds. Ryzyka Systemowego	143
5.5. Przenikanie się pojęcia nadzoru systemowego z innymi formami nadzoru	146
5.6. Cele sprawowania nadzoru systemowego w Polsce	149
5.7. Nadzór systemowy – środki władcze czy <i>moral suasion</i> ?	154
5.8. Problem uściślenia instytucji nadzoru systemowego	161
5.9. Problem kompetencji prawotwórczych banku centralnego	165
5.10. Problematyka generalnych aktów prawotwórczych prezesa NBP	170

ROZDZIAŁ 6. NADZÓR NAD RYNKIEM FINANSOWYM A NOWOCZESNE TECHNOLOGIE 173

6.1. Problemy regulacji rynku nowych technologii	173
6.2. Polityka konkurencji na rynkach nowych technologii	179
6.3. Fenomen <i>Big Data</i> a sektor finansowy	183
6.4. Rozwój <i>cloud computing</i> jako szansa dla regulatora	187
6.5. Problemy związane z transgranicznym charakterem <i>cloud computing</i>	190
6.6. Problem definiowania innowacyjnych instrumentów płatniczych	194

6.7. Wpływ innowacji na rynek detalicznych systemów płatności	198
6.8. Ewolucyjny charakter zmian kluczowych usług w płatnościach detalicznych	201
6.9. Efektywność a bezpieczeństwo innowacji w płatnościach detalicznych	203
6.10. Systemy kart płatniczych jako przykład rynków wielostronnych	208
6.11. Współpraca nadzorcza banków centralnych oraz organów antymonopolowych	212

ROZDZIAŁ 7. NADZÓR WOBEC RYNKU *CONSUMER FINANCE* 217

7.1. Banki i parabanki na rynku <i>consumer finance</i>	217
7.2. Dyskusja wokół pojęcia instytucji kredytowej	222
7.3. Definicja depozytu – przyczynek do definiowania parabanków?	224
7.4. Problem definiowania parabanków (<i>shadow banking</i>)	226
7.5. Regulacja ograniczeń oprocentowania – zagrożeniem dla rynku <i>consumer finance</i>	230
7.6. Regulacje antylichwiarskie – próba oceny skutków regulacji	238
7.7. Orzeczenie ETS w sprawie Volksbank România – przyczynek do rozważań nad celowością regulacji	244
7.8. Przykłady orzeczeń w sprawie usług <i>consumer finance</i>	247
7.8.1. Volksbank România (sprawa C-602/10)	247
7.8.2. Banco Español de Crédito SA przeciwko Joaquínowi Calderónowi Caminie (sprawa C-618/10)	247
7.8.3. Luigi Scarpelli przeciwko NEOS Banca SpA (sprawa C-509/07)	248
7.8.4. Pohotovost' s.r.o. przeciwko Ivecie Korčkovskiej (sprawa C-76/10)	249
7.8.5. Aziz przeciwko Catalunyacaixa (C-415/11)	250
7.9. Integralne spojrzenie na produkty finansowe – w kierunku zarządzania wartością klienta	251

BIBLIOGRAFIA 257

Wprowadzenie

W książce omówiono instytucjonalne ograniczenia niestabilności otoczenia przedsiębiorstw na przykładzie regulowania infrastruktury rynku finansowego. W szczególności autor analizuje nową instytucję nadzoru w sektorze finansowym – nadzoru systemowego nad infrastrukturą rynku finansowego w kontekście innych instytucji nadzoru (np. makro- czy mikroostrożnościowego). Autor wychodzi z założenia, że infrastruktura rynku finansowego (systemy płatności, rozliczeń, rozrachunku, krajowe depozyty, repozytoria transakcji, centralni kontrpartnery) jest najważniejsza dla redukcji niestabilności w gospodarce, zwłaszcza w kontekście przenikania się sektora finansowego i niefinansowego (*financialization*), generowania innowacji finansowych „obchodzących” regulacje mające na celu łagodzenie ryzyka lub tworzenia instytucji parabankowych wymykających się spod prawa.

Praca skupia się na analizie kierunków regulacji sektora finansowego i formułuje wnioski *de lege ferenda* – z perspektywy oceny skutków regulacji i ekonomicznej analizy prawa oraz adekwatności regulacji do ograniczania niestabilności w gospodarce i poprawy konkurencyjności dzięki kreowaniu równych reguł gry dla wszystkich podmiotów wykonujących podobne czynności obciążone zbliżonym ryzykiem (funkcjonalne podejście do nadzoru w sektorze finansowym). Z tej perspektywy kategoria nadzoru systemowego może być pomocna również w odniesieniu do sektora *consumer finance*,

na którym działają podmioty o różnym statusie prawnym (banki oraz parabanki) – podległe różnym rodzajom regulacji. Wychodząc od pojęcia nadzoru w dorobku prawa publicznego, autor zastanawia się nad instytucjonalizacją nadzoru, który – jak w przypadku nadzoru mikroostrożnościowego nad rynkiem finansowym – w największym stopniu przybliży się do klasycznej definicji tego pojęcia wywodzącego się ze sfery administracji publicznej. W odniesieniu natomiast do dopiero kształtujących się regulacji nadzoru makroostrożnościowego, a zwłaszcza – częściowo krzyżującego się z nim – nadzoru systemowego, mamy do czynienia ze zjawiskami z pogranicza reglamentacji prawnej i nadzoru administracyjnego, a zamiast administracji władczej, operującej w przeważającym stopniu decyzją administracyjną, można zaobserwować cechy administracji niewładczej oraz tzw. administracji świadczącej (niem. *Leistungsverwaltung*), dostarczającej różne usługi podmiotom działającym na rynku, a przede wszystkim bezpieczną i godną zaufania infrastrukturę rynku finansowego.

Autor omawia determinanty i ograniczenia rozwoju rynku finansowego oraz kierunki oceny skutków regulacji rynku finansowego (rozdziały 1 i 2), w dalszym ciągu zastanawia się nad definicją nadzoru, ukształtowaniem instytucji nadzoru mikro- i makroostrożnościowego, nadzoru systemowego nad infrastrukturą rynku finansowego oraz kluczową rolę banków centralnych w tej dziedzinie (rozdziały 3, 4 i 5). Kolejne rozważania dotyczą wpływu nowych technologii na rynek finansowy i nowych zjawisk z tym związanych, takich jak np. płatności internetowe i mobilne, rynki dwu- i wielostronne, sieciowe platformy usługowe, *cloud computing*, *Big Data*, nowe modele e-bankingu bazujące na zarządzaniu wartością klienta (rozdział 6). W polu widzenia są także możliwości odniesienia pojęcia nadzoru do sektora *shadow banking*, a także *consumer finance* (rozdział 7), który wbrew pozorom podlega licznym regulacjom rynku finansowego i może być inspirującym przykładem funkcjonalnego podejścia do instytucji nadzoru obejmujących różne czynności, narzędzia czy innowacje bez względu na podmioty, które z nich korzystają.

Rozdział 1

Determinanty i ograniczenia regulacji rynku finansowego

1.1. Bezpieczeństwo a efektywność – główny dylemat regulacji rynku finansowego

W związku z regulacją systemu finansowego w okresie kryzysu powstaje wiele kwestii, które wymagają analizy. Co robić, aby nie prze-regulować rynku? Jaki powinien być zakres i poziom norm ostrożnościowych, aby banki i parabanki działały bezpiecznie, a konsumenci nie popadali w pułapkę zadłużenia i aby równocześnie nie wpędzać całych grup wrażliwych konsumentów w objęcia parabanków, co nastąpiło w ostatnim czasie w konsekwencji Bazylei II oraz rekomendacji KNF?¹.

Czy warto przystąpić do unii bankowej, nie będąc w strefie euro? Jakie powinny być docelowe relacje między nadzorem europejskim a krajowym? Czy nawoływanie do wzmocnienia nadzoru europejskiego nie jest wywołane tylko kryzysem? Czy są obiektywne uzasadnie-

¹ Por. *Szok regulacyjny a konkurencyjność i rozwój sektora bankowego*, S. Kasiewicz, L. Kurkliński (red.), Warszawski Instytut Bankowości, Warszawa marzec 2012.

nia? Jakie argumenty za tym przemawiają? Jak zapewnić niezależność nadzoru?

Czy nadzór europejski byłby w stanie monitorować działalność ponad 6000 banków działających w Unii Europejskiej? Czy będzie zdolny adekwatnie reagować na sytuację w poszczególnych krajach członkowskich i zapobiegać efektowi zarażenia – przenoszeniu kryzysów z jednego rynku na inne? Czy na oddaleniu nadzorcy nie ucierpią konsumenci? Czy nie będziemy mieć do czynienia z ratowaniem spółki matki kosztem córek, które działają na rynkach wschodzących?

Czy nadzór zintegrowany się sprawdza, czy może lepiej byłoby wrócić do nadzoru nad poszczególnymi rynkami (bankowym, kapitałowym, ubezpieczeniowym)? Pomysły takie zgłasza się ostatnio również w Polsce. Czy integralność rynków i produktów finansowych istotnie wymaga nadzoru zintegrowanego, czy docenia on specyfikę danego rynku (np. bankowego)? Czy sprawdza się nadzór skonsolidowany nad mieszanymi grupami kapitałowymi (konglomeratami finansowymi)?².

Czy nadal słuszna jest koncepcja banku uniwersalnego? Czy można skutecznie przewycięzać konflikty interesów w ramach bankowości uniwersalnej? Czy nie należy powrócić do – mającego wiele poważnych uzasadnień – podziału na bankowość komercyjną i inwestycyjną, podobnie jak w ubezpieczeniach wydziela się odrębne podmioty ubezpieczeń na życie i nie na życie? Kryzys finansowy ukazał wiele dróg, które wiążą parabanki z systemem bankowym, a więc mogą mieć one znaczenie dla stabilności finansowej.

Niektórzy autorzy kwestionują *trade-off* między efektywnością a bezpieczeństwem. Należy maksymalizować obie te wartości. Banki same narażają się na nadmierne ryzyko. Szczególnym zagrożeniem jest brak dostatecznych ograniczeń obciążania ryzykiem środ-

² Czy ochrona konsumenta powinna być jednym z zadań nadzoru, jak chciałyby niektóre stowarzyszenia konsumenckie? Powinna to być – ich zdaniem – co najmniej ochrona zbiorowych interesów konsumentów, tzn. nadzór powinien działać w tych sytuacjach, gdy pewne naruszenia często się powtarzają lub ich ciężar gatunkowy dla rynku jest znaczący. Przeciwny pogląd traktuje nadzór jako przede wszystkim lub wyłącznie nadzór ostrożnościowy, a więc nie należy go mieszać z ochroną konsumenta (w wielu krajach, także w Polsce, ochrona zbiorowych interesów konsumentów została powierzona organom antymonopolowym).

ków powierzonych pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym. Regulacje takie mają kluczowe znaczenie dla zaufania, stabilności systemu finansowego i redukcji ryzyka systemowego. Dopóki bankierzy czerpią korzyści z tej sytuacji, będzie ona destrukcyjna dla gospodarki. Słabości regulacji lub jej nieskuteczne stosowanie pozwalało na rozděcie ryzyka i prowadziło do kryzysu. Lekcja kryzysu nie została jednak niestety odrobiona³.

Kluczowym problemem w regulowaniu sektora finansowego jest permanentna konieczność dokonywania wyboru między efektywnością a bezpieczeństwem, zapobieganiem upadłości instytucji finansowych a promowaniem konkurencji. Optymalny zakres ingerencji wchodzi w materię ekonomii normatywnej, gdzie – jak w innych naukach społecznych – występują subiektywne sądy wartościujące. Ekonomisci reprezentujący nurt tzw. swobodnej bankowości (*free banking*) twierdzą, że banki centralne oraz regulacje bankowe stanowią istotne źródło problemów dotyczących działalności instytucji finansowych.

Systemy płatnicze są jednym z głównych kanałów, którym mogą rozprzestrzeniać się kryzysy finansowe. Ograniczanie ryzyka związanego z systemami płatności nie zawsze wywołuje pozytywne skutki. Nie chodzi tylko o wysokie koszty. Działania minimalizujące ryzyko, wypływające ze zdecentralizowanych transakcji płatniczych, eliminują *de facto* bardzo istotny element monitoringu systemu bankowego, jakim jest kontrola jednych banków przez drugie. W efekcie system bankowy jako całość może być bardziej narażony na ryzyko.

Co do zasady, łagodzenie hazardu moralnego wymaga podporządkowania banków, a także ich właścicieli i menedżerów, takim samym regułom gry i wymuszeniom efektywnościowym jak podmiotów spoza sektora finansowego. Stanowisko takie znalazło nawet swój wyraz intelektualny w koncepcji *free banking* (*laissez-faire banking*). Niektórzy negują faktyczne zagrożenie ryzykiem systemowym i racjonalność stosowanych narzędzi w celu jego ograniczania. Paradoksalnie, regulacje mogą zwiększać zarówno prawdopodobień-

³ Por. A. Admati, M. Hellwig, *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press, Princeton 2013.

stwo upadłości instytucji finansowych, jak i ich koszty, a także rozpraszać związane z tym straty na wszystkich podatników⁴.

W przypadku instytucji ważnych systemowo, które są usieciowione – wielostronnie uwikłane w systemy transakcji i rozliczeń – celowe są natomiast pewne odmienności w procedurach upadłościowych, np. dotyczące zasad rozrachunku czy traktowania zabezpieczeń⁵. Unia bankowa jest logicznym dopełnieniem wspólnej waluty i swobody przepływu kapitału. To samo można powiedzieć o wspólnym, europejskim nadzorze nad rynkiem finansowym, wspólnym mechanizmie sanacji i upadłości banków czy wspólnym systemie gwarancji depozytów – te regulacje powinny być oparte na adekwatnym podziale ryzyka, aby zapobiegać hazardowi moralnemu między krajami członkowskimi⁶.

Jednym z głównych celów europejskich regulacji bankowych w ciągu ostatnich lat jest standaryzacja praktyk regulacyjnych i podział kompetencji regulacyjnych w celu minimalizowania obciążeń dla banków. Dotychczas podział ten silnie faworyzował kraj pochodzenia danej instytucji kredytowej – kosztem kraju goszczącego.

⁴ Por. F.X. Browne, D. Cronin, *Payment Technologies, Financial Innovation and Laissez-faire Banking*, The Cato Journal Vol. 15, No. 1/1995; K. Hon Chu, *Is Free Banking More Prone to Bank Failures than Regulated Banking?* The Cato Journal Vol. 16, No. 1/1996; K. Schuler, *Notes Issued by Banks – a Step towards Free Banking in the United States*, The Cato Journal Vol. 20, No. 3/2000; J.Ch. Rochet, J. Tirole, *Interbank Lending and Systemic Risk*, Journal of Money, Credit and Banking Vol. 28, No. 4/1996; G. Kaufman, *Bank Failures, Systemic Risk and Bank Regulation*, The Cato Journal Vol. 16, No. 1/1996.

⁵ Por. J. H. Binder, *Bankenintervention und Bankenabwicklung in Deutschland: Reformnotwendigkeiten und Grundzüge – eines verbesserten Rechtsrahmens, Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Arbeitspapier 05/2009, http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/Arbeitspapiere/Bankenintervention_und_Bankenabwicklung_in_Deutschland.pdf; J. Górka, *Ryzyko w systemie płatniczym* oraz I. Sroka, *Zarządzanie ryzykiem w izbie rozliczeniowej*, KDPW_CCP Problemy Zarządzania Nr 2/2013, s. 124 i nast.

⁶ Por. C. M. Buch, K. Körner, B. Weigert, *Towards Deeper Financial Integration in Europe: What the Banking Union Can Contribute?*, German Council of Economic Experts, Working Paper No. 02/2013, http://www.sachverstaendigenratwirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/Arbeitspapier_02_2013.pdf

Kraj pochodzenia, nie mając jasnej wizji kryzysu w kraju goszczącym, mógł wymuszać przepływy kapitałowe czy praktyki kredytowania niezgodne z interesem kraju goszczącego czy nie brać w pełni pod uwagę stanu konkurencji na rynku kraju goszczącego, na którym działa np. wiele parabanków mogących obchodzić niektóre regulacje. Należy zatem zmierzać w kierunku takiej konstrukcji instytucjonalnej, aby kraj goszczący mógł regulować każdą działalność, która powoduje ryzyko systemowe dla systemu finansowego, bez względu na to, kto i gdzie ją podejmuje⁷.

Banki są adresatem regulacji kapitałowych, chociaż równocześnie w dziedzinie strategii kapitalizacji dysponują pewną sferą uznania. Akcjonariusze czy także inni interesariusze są często silnie zainteresowani maksymalizacją wartości banku, co nie sprzyja presji na kapitalizację. Także perspektywa kryzysu nie jest w tej mierze dostatecznym argumentem. W przypadku kryzysu bank oczekuje wówczas większej pomocy. Ład korporacyjny (*corporate governance*), chociaż kluczowy z perspektywy przejrzystości (*transparency*) i rozliczalności (*accountability*), również nie jest obojętny z tego punktu widzenia. W świetle badań zbyt liczny skład zarządu oraz rozdział funkcji Chief Executive Officer (CEO) i prezesa zarządu (Chairman of the Board) nie sprzyjają racjonalnej kapitalizacji banku⁸.

Korzystna dla stabilności regulacja sektora finansowego ma wiele aspektów: wymogów kapitałowych, płynności, zabezpieczeń, narzędzi czy buforów antycyklicznych (Bazyilea III), pomocy publicznej, zastrzyków kapitałowych, w miarę możliwości nieskładających uczestników rynku do hazardu moralnego, akceptacji pluralizmu

⁷ Por. K. Pistor, *Host's Dilemma: Rethinking EU Banking Regulation in Light of the Global Crisis*, ECGI Finance Working Paper No. 286/2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1631940

⁸ Por. D. Anginer, A. Demirgüç-Kunt, H. Huizinga, K. Ma, *Good corporate governance is bad for bank capitalisation*, <http://www.voxeu.org/article/corporate-governance-and-bank-capitalisation> oraz <http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/6636.html>; A.M. Khalid, M.N. Hanif, *Corporate Governance for Banks in Pakistan: Recent Developments and Regional Comparisons*, <http://ideas.repec.org/p/pramprapa/9255.html>; Ch.W. Anderson, T.L. Campbell, *Corporate governance of Japanese banks*, http://people.ku.edu/~cwanders/A%26C_JCF.pdf; por. też: *Principles of Enhancing Corporate Governance*, Bank of International Settlements, Basle 2010, www.bis.org

celów polityki pieniężnej banków centralnych, a nie zawężania jej wyłącznie do zwalczania inflacji⁹.

Państwo zapobiega nadmiernej ekspozycji banków na ryzyko bez dostatecznych zabezpieczeń. Samo tworzy lub wspiera odpowiednią infrastrukturę instytucjonalną, np. systemy *corporate governance* czy różne formy zabezpieczeń (*institutional cash pools*)¹⁰.

Interesujące jest zastosowanie ekonomii sieci do rynku finansowego. Wymogi płynności skłaniają do regulacji wymuszających komplementarność, kompatybilność i szeroką koordynację. Instytucje służące tym celom pozwalają zwiększać liczbę transakcji, ale równocześnie nasilają konkurencję. Konieczne staje się także łagodzenie efektów zewnętrznych sieci¹¹.

1.2. Modele regulacji sektora finansowego

Neoliberalizm, globalizacja i deregulacja doprowadziły do kryzysu. Opis i wyjaśnianie przyczyn kryzysu byłby niepełny bez nowych cech, określanych mianem *financialization*: zwiększenia roli rynku finansowego w stosunku do innych rynków, a także roli instrumentów finansowych, które są wszechobecne (wszelkie zbywalne aktywa podlegają przetworzeniu na instrumenty bazowe lub derywaty), ry-

⁹ Por. Ch. Goodhart, A.K. Kashyap, D.P. Tsomocos, A.P. Vardoulakis, *An Integrated Framework for Analyzing Multiple Financial Regulations*, International Journal of Central Banking Vol. 9, No. 1, January 2013; P.R. Agénor, K. Alper, L. Pereira da Silva, *Capital Regulation, Monetary Policy, and Financial Stability*, International Journal of Central Banking Vol. 9, No. 3, September 2013; M.B. Gordy E. Lütkebohmert *Granularity Adjustment for Regulatory Capital Assessment*, International Journal of Central Banking Vol. 9, No. 2, June 2013; E.F. Koenig, *Like a Good Neighbor: Monetary Policy, Financial Stability, and the Distribution of Risk*, International Journal of Central Banking Vol. 9, No. 2, June 2013.

¹⁰ Z. Pozsar, *Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System*, Financial Markets, Institutions & Instruments Vol. 22, No. 5, December 2013; J. Dermine, *Bank Corporate Governance, Beyond the Global Banking Crisis*, Financial Markets, Institutions & Instruments Vol. 22, No. 5, December 2013.

¹¹ N. Economides, *Network Economics with Application to Finance*, Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 2, No. 5, December 1993, <http://raven.stern.nyu.edu/networks/fmii93.pdf>

nek finansowy opiera się przede wszystkim na pożyczaniu, a nie na środkach własnych, zwiększa się zasięg i podmiotowa różnorodność instytucji finansowych (także zwykle firmy z sektorów pozafinansowych działają często w taki sposób, jakby były instytucjami finansowymi i stosują szeroki wybór instrumentów finansowych, stając się *sui generis* parabankami). Towarzyszy temu oderwanie się świata finansów od realnej gospodarki produkującej dobra lub usługi, fetyszyzacja wartości dla akcjonariuszy (*shareholder value*), a finansiści stają się próżniaczą warstwą spekulantów, niekreującą wartości dodanej dla gospodarki¹².

W tym kontekście należy wskazać na zmiany strukturalne w administracji publicznej, która w dobie globalizacji musi równocześnie uwzględniać standardy międzynarodowe oraz uwarunkowania krajowe i lokalne. Prowadzi to do decentralizacji i wydzielenia coraz bardziej specjalistycznych i technicznych kwestii – do właściwości agencji o dużym stopniu niezależności od rządu (*independent regulatory commissions* w USA, o bardzo rozbudowanych kompetencjach legislacyjnych, wykonawczych i orzeczniczych) lub wchodzących formalnie w skład administracji rządowej (Wielka Brytania), która – co do zasady – formułuje politykę wobec sektora finansowego, a agencje zajmują się jej implementacją¹³.

Zjawisko to zwane *agencification* pozwala wprowadzić na bardziej adekwatną regulację i fachowy nadzór, powoduje jednak znaczne zróżnicowanie implementacji prawa europejskiego w poszczególnych krajach członkowskich i z trudem poddaje się politycznej kontroli rządu i parlamentu pod względem celowości oraz rozliczalności. Na

¹² Por. hasło: *Financialization*, <http://en.wikipedia.org/wiki/Financialization>, a także: *Financialization and the World Economy*, G.A. Epstein (red.), Edward Elgar Publishing, Cheltenham – Northampton 2005; E. Stockhammer, *Financialization and the Global Economy*, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Working Papers Series No. 240/2010, http://www.wu.ac.at/vwl1/m/mschnetz/pdfs/eueconomics/presentation3_financialization.pdf; T. Palley *Financialization: What It Is and Why It Matters?*, The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, Washington D.C. 2007, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_525.pdf

¹³ Por. L. Frach, *Finanzmarktregulierung in Deutschland*, Nomos, Baden-Baden 2010; S. Lütz, *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*, Campus Verlag, Frankfurt/New York 2002, http://www.mpifg.de/pu/mpifg_book/mpifg_bd_43.pdf

szczeblu europejskim wymogi elastyczności w regulacji bardziej technicznych kwestii znalazły wyraz w odrębnej procedurze uchwalania aktów wykonawczych – tzw. procedurze Lamfalussy’ego¹⁴.

Można wskazać na tendencję oderwania się od modelu ekonomii podaży, która zmierza do zaprezentowania nowego, liberalnego modelu gospodarczego. Istotą tego modelu jest antynomia: informacja i wiedza po stronie przedsiębiorców *versus* władza publiczna, która nie zawsze prawidłowo ocenia celowość regulacji, jest bezwładna i nieracjonalna, poddana presji lobbystów, manipuluje rynkiem w drodze udzielania pomocy publicznej, tłumi lub spowalnia wiedzę i innowacje itd.¹⁵

Na świecie istnieją różne modele regulacji rynków finansowych. W UE można wskazać przede wszystkim na model niemiecki (kontynentalny), cechujący się silną pozycją banków uniwersalnych, niewielką rolą parabanków, bliską współpracą między bankami a przemysłem, uwikłaniami personalnymi w organach kierowniczych czołowych banków i korporacji, a także model brytyjski, w którym punktem ciężkości jest rynek kapitałowy, w bankowości rysuje się podział funkcji banków na komercyjne i inwestycyjne (na wzór amerykański), a oprócz banków działa wiele parabanków i innych instytucji finansowych zbliżonych do banków, funduszy, ubezpieczeń itp.¹⁶

¹⁴ Por. T. Christensen, *Agencification and Regulatory Reforms*, Stanford University, 2005; http://soc.kuleuven.be/io/cost/pub/paper/AgencificationRegulatory-Reforms_Final21021.pdf; B. Jacobsson, G. Sundström, *Governing State Agencies. Transformations in the Swedish Administrative Model*, ECPR, Pisa 2007, http://www.score.su.se/polopoly_fs/1.26595.1320939800!/20075.pdf; D.P. Moynihan, *Ambiguity in Policy Lessons: The Agencification Experience*, Public Administration Vol. 84, No. 4/2006, <http://www.lafollette.wisc.edu/facultystaff/moynihan/PA06Ambiguity.pdf>

¹⁵ Por. G. Gilder, *Knowledge and Power. The Information Theory of Capitalism and How It Is Revolutionizing Our World*, Regnery Publishing, Washington D.C. 2013; por. też: *Perspectives in Company Law and Financial Regulation*, Essays in Honor of Eddy Wymeersch, Cambridge University Press, Cambridge 2009.

¹⁶ Nie można jednoznacznie powiedzieć, że lepszy jest model europejski – kontynentalny (gdzie punktem ciężkości są banki uniwersalne) lub amerykański (gdzie punktem ciężkości jest rynek kapitałowy). Kluczowa jest spójność instytucjonalna, polegająca na konstrukcji systemu finansowego oraz jego otoczenia instytucjonalnego. Gdy ten warunek jest spełniony, mogą się ujawniać pozytywne

Model niemiecki często określa się jako stopniowe, „przyrostowe” (*incremental*) dostosowywanie się do zmieniających się realiów rynku, globalizacji, konkurencji tradycyjnych, głównych rynków (Frankfurt, Londyn, Nowy Jork). Cechą tego modelu jest bliska współpraca „banków domowych” (*Hausbank*) z firmami, a w dziedzinie regulacji – sieciowa i w pewnej mierze zinstytucjonalizowana kooperacja państwa (federacji i krajów) z samorządem gospodarczym i kluczowymi interesariuszami (BaFin, Bundesbank) – z silnym wspieraniem interesów krajowego sektora bankowego, którego wyrazem staje się również implementacja dyrektyw UE¹⁷.

Istotą tego modelu regulacji dostrzega się również w korygowaniu rynku i – zgodnie z ideą ordoliberalizmu – współkształtowaniu jego struktury przez władzę publiczną, w odsuwaniu pewnych zagrożeń w drodze zapobiegania im *ex ante*, a nie tylko w karaniu *ex post*. Dużą rolę w tej mierze odgrywa ścisła współpraca urzędu nadzoru nad rynkiem finansowym (BaFin) z niemieckim bankiem centralnym (Bundesbankiem).

Dotychczas w modelu brytyjskim mieliśmy do czynienia ze zdecydowaną orientacją na mechanizm rynkowy, przy równoczesnym utworzeniu silnego organu nadzoru nad rynkiem finansowym. Organ nadzorczy (Financial Services Authority – FSA) był jednak zobowiązany do działania zgodnie z rynkiem. Nie było zatem jego rolą silna, restrykcyjna regulacja rynku, a raczej karanie zachowań uczestników rynku niezgodnych z normami i standardami lub ochroną konsumenta i dobrymi obyczajami.

W ten sposób chyba można zinterpretować pozorną sprzeczność między orientacją prorynkową Wielkiej Brytanii a istnieniem silne-

strony obu przeciwstawnych systemów. Por. J.C. Gottwald, *Regulierung der Finanzmärkte in der EU. Möglichkeiten und Grenzen der politischen Gestaltung dynamischer Märkte im europäischen Mehr-Ebenen-System*, Nomos, Baden-Baden 2011; por. też: J.K. Solarz, *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, LexisNexis, Warszawa 2008.

¹⁷ Por. N. Rößler, LLM, G. Zeppenfeld, LLM, Germany: German Legislator Decides To Cap Bonuses For Bank Staff – CRD IV Implementation Act Adopted, <http://www.mondaq.com/x/257748/Employee+Benefits+Compensation/German+Legislator+Decides+To+Cap+Bonuses+For+Bank+Staff+CRD+IV+Implementation+Act+Adopted>; por. też: W. Szpringer, *Europejskie regulacje bankowe*, Twigger, Warszawa 1997, oraz W. Szpringer, *Polskie regulacje bankowe. Perspektywa europejska*, Difin, Warszawa 2000.

go organu nadzorczego. W porównaniu z modelem niemieckim w Wielkiej Brytanii kluczową rolę w stosunku do FSA odgrywał Minister Skarbu, a nie Bank Anglii. Całokształt tej konstrukcji był podporządkowany zapewnieniu konkurencyjności Londynu jako globalnego centrum finansowego. Dlatego ten model regulacji bywał także określany jako systemowa innowacja¹⁸.

Ostatnio zaszły jednak pewne zmiany. Dotychczasowy system „trójpodziału władz” w brytyjskim sektorze finansowym między Ministra Skarbu (HM Treasury), Bank Anglii (Bank of England) oraz Urząd Nadzoru nad Rynkiem Finansowym (Financial Services Authority) poddano restrukturyzacji. Po kryzysie z 2007 r. system ten okazał się nie w pełni zdolny do radzenia sobie z problemami. W odpowiedzi na to wyzwanie utworzono 3 nowe organy:

- Komitet Polityki Finansowej (Financial Policy Committee – w obrębie Banku Anglii) – odpowiedzialny za regulację makroostrożnościową,
- Urząd ds. Regulacji Ostrożnościowych (Prudential Regulation Authority) – w formie samodzielnej spółki Banku Anglii, odpowiedzialnej za regulacje mikroostrożnościowe instytucji finansowych (nie tylko banków, ubezpieczeń funduszy i firm inwestycyjnych, lecz także różnego rodzaju pośredników finansowych, instytucji pożyczkowych i innych, zaliczanych do kategorii parabanków), w szczególności obejmujące znaczące ryzyka w ich bilansach, mogące dotknąć indywidualnych inwestorów,
- Urząd ds. Zachowań Rynkowych (Financial Conduct Authority) odpowiedzialny za praktyki rynkowe i ochronę konsumenta¹⁹.

Firmy podzielono na 4 kategorie: C1, C2, C3 i C4, w zależności od ryzyka, na jakie są narażeni konsumenci i wpływu na integralność danego rynku. Do celów tej ewaluacji stosuje się pewne mierniki wpływu na rynek, liczby obsługiwanych klientów detalicznych itp. Grupa C1 obejmuje banki i ubezpieczenia o wielkiej liczbie klientów detalicznych oraz banki uniwersalne i inwestycyjne o wielkich aktywach klientów i prowadzonych operacjach handlowych. Kategoria C2

¹⁸ Tamże.

¹⁹ Por. *The Financial Conduct Authority. An Overview*, Allen & Overy, London 2013, www.allenoverly.com

obejmuje różne firmy sektora finansowego o dużej liczbie klientów detalicznych oraz większe firmy hurtowych usług finansowych. Grupa C3 dotyczy firm mających klientów detalicznych oraz o znaczącym wpływie na usługi hurtowe. Kategoria C4 obejmuje mniejsze firmy, w tym prawie wszystkich pośredników finansowych.

FCA jest także odpowiedzialny za zwalczanie przestępstw na rynku finansowym, współdziała w tej mierze z innymi właściwymi organami, m.in. z policją w ramach *Financial Crime Information Network* (FIN-NET). W określonych sytuacjach FCA ma prawo do kontroli aktywów klientów, odpowiada bowiem razem z PRA, za prowadzenie systemu gwarancyjnego *Financial Services Compensation Scheme* (the FSCS) oraz za działalność rzecznika interesów klientów, który stanowi pozasądowy system rozstrzygania sporów (*Financial Ombudsman Service*).

Polem poszerzonej odpowiedzialności FCA jest rynek usług *consumer finance* oraz konkurencja w sektorze finansowym. Dotychczas Financial Services Authority (FSA) był odpowiedzialny za rynek usług bankowych, w tym rachunki bieżące, kredyt konsumencki czy hipoteczny, ale odpowiedzialność za całokształt ochrony konsumenta usług *consumer finance* – na gruncie Consumer Credit Act z 1974 r. – była podzielona między FSA a Office of Fair Trading (OFT). Od 1 kwietnia 2014 r. FCA, inaczej niż dotąd OFT, będzie miał w dyspozycji mocniejsze narzędzia, np. regulacji zakazu określonych produktów czy ich pewnych cech szkodzących konsumentom.

FCA będzie także miał określone władztwo w dziedzinie konkurencji, będzie mógł regulować konkurencję i stosować rozstrzygnięcia prokonkurencyjne, w szczególności korzystne z perspektywy konsumenta i umacniania pozycji Londynu jako międzynarodowego centrum usług finansowych. Utworzenie nowej struktury organów będzie oznaczać redefinicję kompetencji dotychczasowego urzędu Office of Fair Trading, a także rozwiązanie instytucji nadzorczej: Financial Services Authority.

Model amerykański jest natomiast określany jako pochodny od idei *checks and balances*, oparty na konkurencji regulacyjnej (federacja i stany) oraz zarządzaniu kryzysowym, bazującym w dużej mierze na elementach konfrontacji i walki, a nie współpracy między interesariuszami (*adversarial/veto competition*). Pierwotna idea minimalizacji roli państwa została jednak w dużej mierze – zwłaszcza

w przebiegu ostatniego kryzysu – zakwestionowana. Wpływ na organy nadzoru nad rynkiem finansowym (których jest w systemie USA bardzo wiele) ma przede wszystkim parlament (Kongres i Senat) oraz Prezydent USA (są to liczne kompetencje personalne). Także prokuraturę i sądownictwo można w tym modelu traktować jako elementy nadzoru finansowego.

Formalnie organy nadzoru mają charakter administracyjny (np. Securities and Exchange Commission – SEC, Office of the Comptroller of the Currency – OCC – dla banków federalnych, Office of Thrift Supervision – OTS – dla unii kredytowych, Federal Reserve Board – FED – dla grup bankowych, Public Company Accounting Oversight Board – PCAOB i inne, np. Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC). Istotną rolę odgrywają także zrzeszenia gospodarcze (Private-Sectors-Watchdogs). Model USA określa się często jako „nadzorowaną samoregulację”, której istotą jest zachowanie optymalnej przejrzystości i integralności rynku oraz ochrona inwestorów.

Najważniejsza jest adekwatna informacja (*market system of disclosure*) oraz czuwanie nad tym, aby nie było oszukańczych, destrukcyjnych dla klimatu zaufania zachowań ze strony instytucji (*ex post auditing*) i uczestników rynku (*ex post penalties*). Zarządzanie kryzysowe stanowi często przesłankę inicjatyw regulacyjnych i przesunięcie w obręb aparatu władzy i grup interesów (np. ustanowienie SEC oraz wprowadzenie podziału na bankowość komercyjną i inwestycyjną po kryzysie 1929 r. czy nowe restrykcyjne normy i standardy dla audytorów lub agencji ratingowych po ostatnim kryzysie *subprime*).

Interesujące jest spojrzenie na modele regulacji rynku finansowego z perspektywy teorii instytucji, nauk politycznych i polityki regulacyjnej. O ile merytorycznie następuje (czy już obecnie ma miejsce) daleko posunięta konwergencja norm i standardów (np. Układ Bazylejski), o tyle w sferze instytucjonalnej (np. modelu nadzoru, rodzajów organów, struktur i kompetencji) można skonstatować dywergencję – ogromne różnice między modelem amerykańskim a europejskim (kontynentalnym). Globalizacja niewiele w tej mierze pomogła.

W tej sytuacji pozornie te same normy, np. normy ostrożnościowe, wymogi kapitałowe czy płynnościowe, są różnie stosowane, niejednolite są metody wyliczania (zwłaszcza biorąc pod uwagę zróżnico-

wane standardy rachunkowości) różnych składników bazy kapitałowej banków czy innych instytucji finansowych. Oznacza to więc w istocie zawodność państwa (*government failure*), która prowadzi do skrzywiania czy wypaczania konkurencji globalnej i ujawniania się negatywnych cech konkurencji regulacyjnej²⁰.

1.3. Innowacje finansowe – problem regulacji

Sukces gospodarki kapitalistycznej opiera się na zdolności finansów do zapewnienia potencjalnie nieograniczonego wzrostu – przez inwestowanie dzisiaj, aby efekty przyszły jutro. Optymalna regulacja sektora finansowego powinna wspierać wzrost gospodarczy. Tradycyjnie regulacja ta skupiała się dotychczas na ochronie inwestorów. Byłoby to wystarczające, gdyby przyszłość była przewidywalna.

Niestety, w krótkim okresie ceny aktywów finansowych mogą być wadliwe i prowadzić do poważnych błędów i strat, które można wyrównać długim okresie. Prawo finansowe musi zatem łagodzić wahania czy fluktuacje rynkowe w drodze regulowania bardziej permissywnego lub restrykcyjnego dostępu do instrumentów finansowych. Ponadto, biorąc pod uwagę fakt, że przyszłość bywa komplikowana przez niepewność i hazard moralny, prawo powinno ułatwiać podmiotom rynkowym radzenie sobie z tymi wyzwaniem²¹.

Wszystkich luk regulacji, ułatwiających arbitraż prawny, nie można usunąć raz na zawsze. Rynki finansowe powinny mieć jednak zdolność do samoregulacji w kierunku przywracania stabilności. W tym celu niezbędna jest restytucja zasad odpowiedzialności uczestników rynku i zwiększenie odporności na szoki rynkowe. Dlatego nowe regulacje począwszy od Bazylei III akcentują znaczenie kapi-

²⁰ Por. A. Busch, *Banking Regulation and Globalization*, Oxford University Press, Oxford–New York 2009; por. też: W. Dolfsma, *Government Failure. Society, Markets and Rules*, Edgar Elgar, Northampton 2013; E. Helleiner, S. Pagliari, H. Zimmermann, *Global Finance in Crisis. The Politics of International Regulatory Change*, Routledge, London 2009.

²¹ Por. A. M. Paces, *The Future in Law and Finance*, ECGI Law Working Paper No. 217/2013, April 2013, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2280772; *Reforming the Governance of the Financial Sector*, D.G. Mayes, G. Wood (red.), Routledge 2013.

tałów własnych (*equity ratio*) oraz zasad dźwigni (*leverage ratio*). Podkreśla się rolę 3 filarów nadzoru: mikro- i makroostrożnościowego, nadzoru systemowego europejskiego i globalnego wymiaru instytucji nadzoru oraz reorganizacji i likwidacji (upadłości) instytucji finansowych. Kwestii tych nie powinno się zawężać tylko do banków, o czym świadczą pakiety regulacyjne funduszy hedgingowych, agencji ratingowych czy sektora ubezpieczeń²².

Innowacje finansowe zmieniły profil ryzyka instytucji finansowych, znacząco przyczyniły się do wzrostu wzajemnych powiązań instytucji finansowych i niefinansowych. Doprowadziły do pomieszania się narzędzi oraz instytucji. Rynki i instytucje okazały się bardziej wrażliwe na wstrząsy niż regulatorzy mogli się spodziewać. Innowacje finansowe odegrały ważną rolę w zawirowaniach finansowych.

Normy ostrożnościowe nie mogą być ograniczone tylko do banków, lecz powinny ingerować także w obszar parabanków (Bazylea III). Istotny jest rodzaj prowadzonej działalności, jej wpływ na stabilność finansową, a nie nazwa instytucji. Innowacje finansowe służyły wprowadzić często do arbitrażu regulacyjnego i oszustw podatkowych, ale należy podkreślić, że nadmierna regulacja może szkodzić efektywności²³.

²² Por. D. Schäfer, *Nachhaltige, Finanzmärkte - eine Bestandsaufnahme nach fünf Jahren Finanzkrise*, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, 2012, http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.407704.de/diwkompakt_2012-066.pdf; M. Heise, *Nach der Krise – wirksamen Regelungen auf dem Finanzmarkt?*, Wirtschaftsdienst. Zeitschrift für Wirtschaftspolitik Nr 2/2010, https://www.allianz.com/v_1340791480000/media/economic_research/press_review/german_documents/2010/februar/wz01eb10.pdf; D. Elsner, *Chancen für neue Finanzplätze: Die Regulierungsarbitrage hat begonnen*, <http://www.blicklog.com/2010/10/07/chancen-fr-neue-finanzpltze-die-regulierungsarbitrage-hat-begonnen/>

²³ Por. S.A. Lumpkin, *Regulatory Issues Related To Financial Innovation*, <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/44362117.pdf>; P. Delimatsis, *Financial Innovation and Prudential Regulation – The Impact of the New Basel III Rules*, http://www.wti.org/fileadmin/user_upload/nccr-trade.ch/wp3/publications/Financial%20Innovation%20and%20Prudential%20Regulation%20%E2%80%93%20The%20Impact%20of%20the%20New%20Basel%20III%20Rules.pdf; A. Sheng, *Ninth Symposium on Building the Financial System of the 21st Century*, China Development Reform Foundation Harvard Program on International Financial Systems Beijing, China, September 14–16, 2012, http://www.funglobalinstitute.org/images/Andrew_Sheng_pdf/Financial_Regulation_and_Financial_Innovation.pdf; C. Rangarajan, *Excessive regulation can impede financial innovation*, <http://>

W centrum debaty jest problematyka innowacji finansowych. Bardzo trudno byłoby oddzielić innowacje technologiczne i finansowe. W gospodarce opartej na wiedzy w praktyce wszelkie innowacje finansowe są wspierane przez nowoczesne technologie (derywaty, e-banking, platformy zbiorowego inwestowania – *crowdinvesting platforms*, handel wysokiej częstotliwości – *High Frequency Trading*²⁴, inwestowanie społecznościowe – *social trading*²⁵, pożyczanie pieniędzy w sieci – *social lending*²⁶, a także *crowdfunding*²⁷). Regulację można traktować w kategoriach czynnika produkcji (tak jak pracę, ziemię czy kapitał), ponieważ prawo może stymulować lub ograniczać działalność gospodarczą²⁸.

Innowacje finansowe mogą dotyczyć nowych technologii, instytucji lub rynków. Mogą zatem mieć charakter procesowy, instytucjonalny, a także produktowy²⁹.

[/www.thehindu.com/business/Economy/excessive-regulation-can-impede-financial-innovation-rangarajan/article5134301.ece](http://www.thehindu.com/business/Economy/excessive-regulation-can-impede-financial-innovation-rangarajan/article5134301.ece); R.C. Merton, *Financial innovation and the management and regulation of financial institutions*, Journal of Banking & Finance Vol. 19/2005, <http://www.people.hbs.edu/rmerton/financial%20innovation%20management%20and%20regulation.pdf>

²⁴ Por. M. Radlak, *Trading wysokiej częstotliwości (HFT) – maszynka do robienia pieniędzy*, <http://pro-trading.pl/analiza/trading-wysokiej-czestotliwosci-hft-maszynka-do-robenia-pieniedzy.html>; K. Kozłowska, *Błędy wysokiej częstotliwości*, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/bledy-wysokiej-czestotliwosci/>

²⁵ Por. G. Siemionczyk, *Social trading – gdy nie umiesz inwestować*, Bloomberg Businessweek Polska Nr 23/2013.

²⁶ Por. www.zopa.com, www.sociallendingwpolsce.pl, <http://soclen.pl/>, www.slparty.pl

²⁷ Por. www.kickstarter.com, www.crowdfunding.pl

²⁸ Istotne jest, aby łączna korzyść ogólnogospodarcza płynąca z danej normy czy standardu była wyższa niż koszty ich wdrażania. Por. H.P. Schwintowski, *Rechtspolitische Innovationen*, http://schwintowski.rewi.hu-berlin.de/doc/Innovationen_Rechtswiss.pdf

²⁹ Por. P. Molyneux, *Financial Innovation* Financial Times Lexicon, <http://lexicon.ft.com/?term=financial-innovation>; J. Rivero, *10 Financial Innovations That Make Your Life Easier in 2012*, <http://www.forbes.com/sites/moneywisewomen/2012/01/10/10-financial-innovations-that-make-your-life-easier-in-2012/>; *Rethinking Financial Innovation. Reducing Negative Outcomes While Retaining The Benefits*, A World Economic Forum report in collaboration with Oliver Wyman, World Economic Forum, Geneva 2012, http://www3.weforum.org/docs/WEF_FS_RethinkingFinancialInnovation_Report_2012.pdf

Innowacje instytucjonalne obejmują tworzenie nowego typu firm finansowych (np. wyspecjalizowanych firm kart kredytowych takich jak MBNA, pośredników takich jak Charles Schwab, banków internetowych) oraz funduszy (*hedge funds, private equity*).

Innowacje produktowe to np. derywaty, a także ich poszczególne rodzaje (np. *weather derivatives*), sekurytyzowane aktywa (*mortgage-backed securities products and collateralised debt obligations*), produkty strukturyzowane, hipoteki denominowane w obcych walutach itp., obligacje islamskie (*sukuki*).

Innowacje procesowe można dostrzegać w nowych kanałach i modelach realizacji biznesu (*phone-banking, e-banking, TV-banking, m-banking, social media banking*) oraz nowych drogach implementacji technologii ICT.

Z perspektywy ekonomicznej innowacje służą redukcji niedoskonałości rynku. Na rynku doskonałym innowacje nie miałyby wpływu na wzrost dobrobytu. Zgodnie z teorią Modiglianiego-Millera nie miałyby one wówczas znaczenia dla postępu, byłyby tylko neutralnymi mutacjami istniejących dotychczas produktów czy procesów³⁰.

Ekonomiczna analiza innowacji finansowych skupia się zatem na poszukiwaniu odpowiedzi na pytanie, jakie konkretnie zawodności rynku (np. ograniczenia podatkowe, informacyjne, regulacyjne, koszty transakcyjne, hazard moralny lub pokusa nadużycia) stymulują innowacje – czyli motywują ludzi do ich wymyślania. Powstają w tej mierze różnego rodzaju taksonomie – metody obliczania efektów w łańcuchu wartości.

Innowacje finansowe spełniają wiele funkcji. Na przykład Asset Backed Securities (ABS) służą przede wszystkim przekształcaniu roszczeń w płynne środki – papiery te, będące przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, umożliwiają także dywersyfikację i przeniesienie ryzyka oraz nadawanie zbywalnego charakteru aktywom majątkowym. Podobnie Credit Default Swaps (CDS) służą transferowi ryzyka, gdyż jedne podmioty zobowiązują się za opłatą przejąć ryzyko braku spłaty kredytów zaciąganych przez inne osoby. Rozwijają się również innowacje finansowe spełniające funkcje ubezpieczeniowe, np. w zakresie ryzyka społecznego (bezrobocie) czy ekonomicz-

³⁰ F. Möslin, *Finanzinnovation als Rechtsproblem. Einordnung, Bewertung und Regulierung*, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft Nr 1/2013.

nego (katastrofy naturalne). Znaczne wahania stóp procentowych czy kursów walutowych także prowadzą do rozwoju innowacji finansowych, np. derywatów, kiedy dany podmiot zobowiązuje się w przyszłości kupić, sprzedać lub zamienić oznaczony rodzaj aktywów po określonej cenie. Kluczowe funkcje innowacji finansowych to również poprawa płynności danego podmiotu, procesu czy rynku, a także – alokacja kapitału.

Problemy, jakie się najczęściej wiążą z innowacjami finansowymi, to przede wszystkim asymetria informacji, prowadząca do negatywnej selekcji (*adverse selection*) – dłużnik z reguły wie lepiej niż wierzyciel, w jakiej mierze ma wiarygodność kredytową. Często warunki umów dotyczących innowacji finansowych są tak skomplikowane, że trudno je zrozumieć nawet fachowcom, a ryzyko często jest niedoceniane. W okresie kryzysów te problemy jeszcze się pogłębiają, mimo istnienia agencji ratingowych i innych działań instytucji rynkowych mających na celu zwiększenie przejrzystości. Dalszym znaczącym zagrożeniem jest spekulacja. Często wyrażane są obawy, że innowacje finansowe służą głównie spekulacji i są w istocie podobne do gier hazardowych.

W Polsce banki, oferując firmom strategię opcyjną o zredukowanym koszcie, działały zgodnie z zasadami biznesu. W chwili zawierania transakcji żadne dane nie wskazywały na możliwość znacznego wzrostu kursu euro w krótkim okresie. Nie można bankom czynić zarzutu z powodu prowadzenia standardowej działalności operacyjnej i sprzedaży takich czy innych produktów finansowych. Należy ponadto wskazać na nierozważne wykorzystanie derywatów przez większość przedsiębiorców, którzy poinformowali o kłopotach związanych z zastosowaniem opcji. Zabezpieczenie ekspozycji na ryzyko walutowe za pomocą strategii kreującej dodatkowe ryzyko wymaga fachowej wiedzy i zasobów niezbędnych do monitorowania na bieżąco pozycji i ew. adaptacji do zmiennych warunków rynkowych. Dopiero w momencie poniesienia znacznych strat firmy te zaczęły analizować mechanizm umów opcyjnych zawartych z bankami!³¹.

³¹ Por. J. Truszkowski, *Niepowodzenia w wykorzystaniu instrumentów pochodnych na rynkach finansowych*, w: *Instrumenty pochodne w globalnej gospodarce*, W. Przybylska-Kapuścińska (red.), Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012, s. 208 i nast.

Przypadki znacznych strat związanych z wykorzystaniem derywatów wywołują najczęściej nawoływanie do wprowadzenia ograniczeń w obrocie. W przypadku reglamentacji handlu należy mieć na uwadze, że potencjalne korzyści powinny przekraczać koszty. W wielu przypadkach ograniczenie podmiotom dostępu do rynku derywatów spowoduje spadek płynności, który często może doprowadzić do większych strat z powodu braku możliwości zarządzania ryzykiem czy dywersyfikacji portfela niż w wyniku błędnych decyzji. Historia kryzysów finansowych dowodzi, że na giełdowych rynkach instrumentów pochodnych, podlegających restrykcyjnej regulacji, również dochodziło do ponoszenia strat przez podmioty rynku. Były one często efektem błędów ludzkich, a nie istoty derywatów³².

W innowacjach finansowych często trudno rozróżnić krzyżujące się cele – pożądane (zabezpieczenie się przed ryzykiem, rozpraszanie czy przenoszenie ryzyka) oraz niepożądane (spekulacja). W Polsce przykładem takiego uwikłania celów stały się tzw. opcje walutowe, które w zasadzie miały służyć zabezpieczeniu się przed ryzykiem, ale wiele firm skłoniły do spekulacji – czego skutkiem stało się poniesienie przez nie bardzo wysokich strat. Częstym motywem innowacji finansowych jest także arbitraż regulacyjny, a zwłaszcza podatkowy (w konsekwencji braku takich innowacji finansowych występuje alternatywne rozwiązanie – konkurencja regulacyjna, czyli szukanie optymalnej jurysdykcji, np. na rejestrację spółki czy rezydencję podatkową).

Odpowiedzią na tak rozumiane funkcje innowacji finansowych jest funkcjonalne podejście do regulacji i nadzoru nad rynkiem finansowym, harmonizacja kluczowych norm i standardów regulacyjnych oraz nadzoru systemowego nad systemami płatniczymi i infrastrukturą rynku finansowego. Oznacza to regulację określonych transakcji niezależnie od tego, jaki podmiot je wykonuje. Główne są cechy danej czynności oraz rynku, na których się ona odbywa³³.

Podejście takie to także klucz do objęcia regulacją tzw. paraban-ków (*shadow banking*) oraz minimalizacji „obchodzenia” regulacji i stosowania arbitrażu prawnego. Z jednej strony regulacja musi

³² Tamże.

³³ Tamże.