

Małgorzata Mikita\*

## Rynek finansowy Unii Europejskiej – wyzwania

**Challenges to financial markets in the EU:** In this article, the author focuses on two challenges that aim to increase the security of the EU's financial market operations: namely, more effective supervision of financial conglomerates at the EU level, and improving the transparency of sovereign wealth funds (SWFs). The first part of the article presents the EU actions with regard to financial market integration; i.e., current integration activities and planned changes to European financial market regulations. The second part looks at the challenges facing financial markets in the European Union. The author concludes that the main priority for the EU should be strengthening its economic governance and ensuring stability of its operations.

**Słowa kluczowe:** *polityka finansowa, rynek finansowy UE, strefa euro, kryzys finansowy, stabilność finansowa*

**Keywords:** *financial policy, EU financial market, eurozone, financial crisis, financial stability*

\* Doktor nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Finansów i Bankowości Uczelni Łazarskiego w Warszawie; e-mail: malgorzata.mikita@lazarski.pl.

---

### Wstęp

Obserwacja rynku finansowego Unii Europejskiej pozwala stwierdzić, że na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat zaszły na nim istotne zmiany. Obejmują one zarówno zmiany jakościowe, wyrażające się w podniesieniu jakości oferowanych usług, jak też zmiany ilościowe, wynikające m.in. z pojawienia się nowych instrumentów finansowych (np. produktów pochodnych czy instrumentów strukturyzowanych), czy też nowych uczestników tego rynku (np. funduszy Private Equity, funduszy hedgingowych czy państwowych funduszy inwestycyjnych – PFI). Źródłem obserwowanych zmian są z jednej strony liberalizacja

finansowa, globalizacja i postęp technologiczny, z drugiej natomiast działania w zakresie kształtowania rynku finansowego podejmowane na szczeblu UE.

Unia Europejska dąży do stworzenia jednolitego rynku finansowego obejmującego wszystkie kraje członkowskie. Jego istotą jest zapewnienie swobody przepływu kapitału w ramach krajów członkowskich, a także swobody świadczenia usług finansowych w ramach tej grupy krajów. Prace nad tworzeniem jednolitego rynku finansowego trwają od wielu lat, niemniej nie można mówić, że zostały już zakończone. Dotychczas nie udało się stworzyć jednolitego rynku finansowego. Wśród barier utrudniających ten proces można wskazać duże zróżnicowanie krajów członkowskich pod względem struktury rynków finansowych, jak też poziomu ich rozwoju. Ponadto obserwuje się rozbieżności w zakresie polityki ekonomicznej poszczególnych krajów<sup>1</sup>. Dodatkowym czynnikiem utrudniającym ten proces okazał się globalny kryzys finansowy zapoczątkowany w roku 2007. Kryzys ten z jednej strony osłabił działania integracyjne UE (głównie w latach 2007–2008), z drugiej natomiast wpłynął na zmianę ich kierunku. Kraje członkowskie Unii widząc słabość rynku finansowego, który nie był w stanie oprzeć się fali kryzysu nadciągającej z kontynentu amerykańskiego, postanowiły zintensyfikować działania w celu wzmocnienia rynku finansowego UE.

Celem artykułu jest nakreślenie wyzwań, przed jakimi stoi rynek finansowy Unii Europejskiej. Niewątpliwie ich liczba i różnorodność są duże. Można wskazać zarówno wyzwania, których celem jest zwiększenie bezpieczeństwa działania rynku finansowego, jak też te, które zmierzają do poprawy efektywności jego działania czy wzrostu przejrzystości. Autorka skupiła swoją uwagę na dwóch wyzwaniach, służących zwiększeniu bezpieczeństwa działania rynku finansowego Unii, tj. konieczności opracowania skutecznego nadzoru nad konglomeratami finansowymi na szczeblu UE oraz poprawie przejrzystości działania państwowych funduszy inwestycyjnych.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej z nich przedstawiono istotę i znaczenie rynku finansowego dla gospodarki. W części drugiej zwrócono uwagę na działania Unii zmierzające do integracji rynku finansowego. Zaprezentowano dotychczasowe działania integracyjne UE oraz nowe plany w zakresie zmian na europejskim rynku finansowym. Podkreślono, że celem wprowadzanych zmian jest zapewnienie stabilności działania rynku, zwiększenie jego efektywności oraz poprawa stopnia integracji finansowej. W części trzeciej nakreślono wyzwania, przed jakimi stoi rynek finansowy UE. Opisane wyzwania skupiają się wokół potrzeby zwiększenia bezpieczeństwa

---

<sup>1</sup> Governor Draghi's speech at the Integrated and Stable Financial Markets Conference, Bruksela, 2 maja 2011 r., <http://ec.europa.eu> [dostęp 1 lipca 2011 r.].

działania tego rynku. Dotyczą konieczności wprowadzania zmian w zakresie działania konglomeratów finansowych oraz państwowych funduszy inwestycyjnych. Całość zakończono wnioskami, gdzie podkreślono, że głównym priorytetem działania UE w zakresie reformowania rynku finansowego powinno być dążenie do zapewnienia stabilności jego działania.

## Rynek finansowy – istota i znaczenie dla gospodarki

Jednym z podstawowych warunków sprawnego funkcjonowania każdej gospodarki jest zbudowanie stabilnego i efektywnie działającego rynku finansowego. Rynek ten umożliwia rozliczanie się i dokonywanie płatności między uczestnikami rynku. To ułatwia wymianę dóbr i usług między nimi, jak też zapewnia transfer kapitałów od podmiotów posiadających jego nadwyżki do podmiotów deficytowych, co wyraźnie przyczynia się zwiększenia efektywności alokacji kapitału. Wielu ekonomistów (wśród nich jako pierwszy J. Schumpeter w 1955 r.<sup>2</sup>) zwracało uwagę na istnienie wyraźnej zależności między stopniem rozwoju rynku finansowego a wzrostem gospodarczym kraju. Podkreślano, iż stopień rozwoju rynku finansowego warunkuje tempo rozwoju gospodarczego danego kraju. Zależność tę pokazały badania empiryczne przeprowadzone przez R. Levine'a i R. Kinga<sup>3</sup> oraz badania T. Ghirmay'a<sup>4</sup>, F. Halicioglu'a<sup>5</sup>, Wan-Chun Liu'a i Chen-Min Hsu'a<sup>6</sup> czy S.H. Lawa, W.N.W. Azman-Sainia, P. Smitha<sup>7</sup>. Wniosek o istnieniu wyraźnej zależności między stopniem rozwoju rynku finansowego a wzrostem gospodarczym został dodatkowo poparty przez badanie prowadzone w latach 1990–1997 przez OECD<sup>8</sup>. Dążenie krajów do rozwoju rynku finansowego ma zatem także swoje źródło w dążeniu do osiągnięcia jak największego wzrostu gospodarczego.

<sup>2</sup> *Idem*, *A theory of development*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1955.

<sup>3</sup> R. King, G.R. Levine, *Finance and growth: Schumpeter might be right*, „The Quarterly Journal of Economics”, sierpień 1993, s. 717–737.

<sup>4</sup> T. Ghirmay, *Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis*, „African Development Review” 2004, t. 16, s. 415–432.

<sup>5</sup> F. Halicioglu, *The Financial Development and Economic Growth Nexus for Turkey*, „MPRA Paper” 2007, nr 3566.

<sup>6</sup> Wan-Chun Liu, Chen-Min Hsu, *The role of financial development in economic growth: The experiences of Taiwan, Korea and Japan*, „Journal of Asian Economics” 2006, t. 17, nr 4, s. 667–690.

<sup>7</sup> S.H. Law, W.N.W. Azman-Saini, P. Smith, *Finance and Growth in a small open emerging market*, „MPRA Paper” 2006, nr 715, s. 1.

<sup>8</sup> *Zrozumieć wzrost gospodarczy. Analiza na poziomie makroekonomicznym, poziomie branży i poziomie firmy*, J.P. Cotis (red.), Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.

Głównymi uczestnikami rynku finansowego w każdym kraju są: przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe, instytucje finansowe, instytucje nadzorujące rynek, instytucje obrotu instrumentami finansowymi oraz państwo. Podmioty te odgrywają różne role na rynku finansowym. Część z nich (np. przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe, państwo) występuje w roli dawców i biorców kapitału. Część z nich (np. instytucje nadzorujące rynek, państwo) tworzą warunki do bezpiecznego działania rynku finansowego. Instytucje finansowe (np. banki, fundusze inwestycyjne) działają jako pośrednicy między podmiotami posiadającymi nadmiar kapitału a tymi, którzy go potrzebują. Instytucje obrotu instrumentami finansowymi (giełdy papierów wartościowych, instytucje obrotu pozagiełdowego, instytucje depozytowe, domy maklerskie) tworzą techniczne warunki do sprawnego przebiegu transakcji między uczestnikami rynku.

Pojęcie rynku finansowego można odnosić do jednego kraju, wówczas mówi się o krajowym rynku finansowym (wewnętrznym), lub też do grupy krajów, wówczas mówi się o rynku międzynarodowym (zewnętrznym). Rynek międzynarodowy obejmuje transakcje finansowe dokonywane na terenie wielu krajów. Nie podlega on regulacjom prawnym jednego konkretnego państwa. Największym międzynarodowym rynkiem finansowym jest obecnie rynek finansowy UE. Obejmuje on swym zasięgiem kraje członkowskie UE.

### **Jednolity rynek finansowy jako cel działań integracyjnych UE**

Celem, powołanej w 1992 r. w Maastricht, Unii Europejskiej jest utworzenie unii gospodarczej i walutowej, czyli obszaru o zharmonizowanej polityce gospodarczej i wspólnej walucie. Realizacja tego celu wymaga wprowadzania wielu zmian w różnych obszarach życia gospodarczego UE. Jednym z tych obszarów jest rynek finansowy. Unia dąży do zbudowania rynku o swobodnym przepływie kapitału między krajami członkowskimi. Rynek ten ma zapewnić konsumentom swobodny i nieograniczony dostęp do wszystkich instytucji finansowych UE i ich produktów, a instytucjom finansowym umożliwić działanie we wszystkich krajach UE na takich samych zasadach, jakie obowiązują podmioty krajowe.

Pomysł stworzenia rynku o swobodnym przepływie kapitału pojawił się już w 1957 r., kiedy to sześć krajów europejskich (Belgia, Francja, Holandia, Luksemburg, RFN, Włochy) podpisały traktat rzymski powołujący do życia Europejską Wspólnotę Gospodarczą (EWG). Jako cel działania EWG przyjęto utworzenie tzw. wspólnego rynku w ramach krajów członkowskich, tj. rynku o swobodnym przepływie dóbr, usług, siły roboczej i kapitału.

Okresem szczególnej intensyfikacji prac integracyjnych w ramach rynku finansowego były lata 1999–2004. W okresie tym opracowano wiele dokumentów (dyrektyw, rozporządzeń, rekomendacji) dotyczących różnych zagadnień związanych z działaniem rynku finansowego. Wśród nich znalazła się m.in. dyrektywa dotycząca obrotu instrumentami finansowymi na rynku europejskim (Markets in Financial Instrument Directive, MIFID), dyrektywa dotycząca standaryzacji informacji zawartych w prospektach emisyjnych (Prospectus Directive), dyrektywa dotycząca działania funduszy inwestycyjnych na rynku UE (UCITS III), dyrektywa określająca zasady, jakie muszą być przestrzegane przez uczestników rynku papierów wartościowych (Settlement finality and the Financial Collateral Directives), dyrektywa określająca wymogi kapitałowe dla banków (Capital Requirements Directive, CRD). Prace nad ujednoczeniem pewnych rozwiązań w zakresie działania rynku finansowego były prowadzone w ramach programu o nazwie „Financial Services Action Plan” (FSAP, „Plan działania w zakresie usług finansowych”)<sup>9</sup>. W ramach tego programu UE stworzyła podstawy prawne działania jednolitego rynku finansowego. Podjęła próbę harmonizacji krajowych rynków finansowych poprzez ujednoczenie przepisów regulujących ich funkcjonowanie.

Proces wdrażania wytycznych UE wypracowanych w ramach FSAP rozpoczął się w 2005 r. W grudniu 2005 r. UE wydała dokument zatytułowany „Biała księga polityki usług finansowych na lata 2005–2010” (White Paper. Financial services policy 2005–2010). W dokumencie tym podkreślono konieczność integracji rynku finansowego poprzez wdrażanie rozwiązań wypracowanych na szczeblu UE do prawodawstwa poszczególnych krajów członkowskich. Dodatkowo zwrócono uwagę na zwiększanie współpracy organów nadzorujących rynki finansowe w poszczególnych krajach oraz konieczność poprawy przejrzystości przepisów prawnych. Poszczególne kraje UE rozpoczęły wdrażanie rozwiązań wypracowanych na szczeblu UE do swojego prawodawstwa, jakkolwiek proces ten okazał się bardzo czasochłonny (trwa do chwili obecnej).

Momentem przełomowym w integracji rynku finansowego UE były lata 2007–2009. Globalny kryzys finansowy, który rozpoczął się w 2007 r. na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, wywarł istotny negatywny wpływ na działanie rynku finansowego UE (szczególnie na działanie funduszy inwestycyjnych i banków). Okazało się, że mimo wieloletnich dążeń UE do zbudowania stabilnego rynku finansowego nie osiągnięto pożądaných efektów. Stabilność rynku finansowego UE została zachwiana

<sup>9</sup> Wydany w Brukseli w 1999 r.

pod wpływem wydarzeń na rynku amerykańskim. Stopień integracji rynku finansowego okazał się być dużo mniejszy niż sądzono przed kryzysem<sup>10</sup>. Co więcej, zrodziło się pytanie, czy rozwiązania przyjęte przez UE w celu integracji rynku finansowego nie zmniejszają odporności tego rynku na negatywne impulsy płynące z zewnątrz (np. z rynku amerykańskiego)?

Prace nad wprowadzaniem zmian na rynku finansowym UE zostały zintensyfikowane. W 2009 r. Komisja Europejska wydała dokument „Driving European Recovery”, a następnie w 2010 r. „Regulating Financial Services” for „Sustainable Growth”. W dokumentach tych nakreślono kierunek rozwoju jednolitego rynku finansowego UE.

Istotną zmianą wprowadzoną przez UE od 1 stycznia 2011 r. jest utworzenie Europejskiego Systemu Organów Nadzoru Finansowego (European System of Financial Supervisors, ESFS) oraz Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego (European Systemic Risk Board, ESRB)<sup>11</sup>. Instytucje te sprawują nadzór nad rynkiem finansowym UE.

ESFS to sieć instytucji obejmująca organy nadzorujące rynek finansowy w poszczególnych krajach członkowskich UE oraz trzy nowo utworzone podmioty, tj.:

- 1) Europejski Organ Nadzoru Bankowego (European Banking Authority),
- 2) Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority),
- 3) Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (European Insurance and Occupational Pensions Authority).

Celem działania ESFS jest wypracowanie wspólnych standardów nadzorczych i regulacyjnych dla europejskiego rynku finansowego. Europejski Organ Nadzoru Bankowego ma ponadto możliwość bezpośredniego oddziaływania na krajowe instytucje finansowe, które nie przestrzegają wytycznych UE w zakresie nadzoru ostrożnościowego.

ESRB pełni rolę organu wczesnego ostrzeżenia w sytuacjach zwiększonego prawdopodobieństwa utraty stabilności przez europejski system finansowy. Działania Rady polegają na obserwacji rynku i wydawaniu od-

---

<sup>10</sup> European Commission, European Financial Stability and Integration Report 2010, Bruksela 2011, s. 6.

<sup>11</sup> European Commission, Regulating financial services for sustainable growth, A progress report, Bruksela 2011.

powiednich zaleceń w przypadku pojawienia się zwiększonego ryzyka systemowego.

Obok zmian dotyczących zintegrowanego nadzoru nad rynkiem finansowym UE, pojawiają się również plany opracowania systemu zarządzania ryzykiem w sytuacjach kryzysowych. W połowie 2013 r. UE planuje utworzenie Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (European Stability Mechanism – ESM) o wartości 500 mld euro, który będzie wspierał kraje strefy euro w sytuacjach kryzysowych. Ma on zastąpić European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM) oraz European Financial Stability Facility (EFSF)<sup>12</sup>. Nowy system zarządzania kryzysem ma ograniczyć bezpośrednią pomoc państwa instytucjom finansowym zagrożonych upadkiem.

Kolejna istotna zmiana w zakresie rynku finansowego UE dotyczy wymogów kapitałowych dla banków i funduszy inwestycyjnych. W lipcu 2011 r. Komisja Europejska opublikowała propozycję dyrektywy, która mówi o zaostrzeniu wymogów kapitałowych (CRD IV Directive – Capital Requirements Package)<sup>13</sup>. Dyrektywę opracowano na podstawie zalecenia Komitetu Bazylejskiego. Planowany termin wejścia w życie dyrektywy to koniec 2012 r. Przepisy mają być wdrażane stopniowo. Przewiduje się, że w pełni zaczną obowiązywać od 2019 r. Zgodnie z wytycznymi Komitetu Bazylejskiego wysokość kapitału podstawowego banków (tzw. core Tier 1) powinna wynosić co najmniej 4,5% aktywów banków (ważonych ryzykiem). Oznacza to wzrost o 2,5 pkt proc. w stosunku do wymogów, które obowiązują obecnie. Ponadto Komitet Bazylejski zalecił, aby banki utrzymywały tzw. kapitałowy bufor bezpieczeństwa w wysokości 2,5% aktywów. Zgodnie z wytycznymi Komitetu kapitał własny banków powinien wzrosnąć do 10,5% (obecnie jest to 8%)<sup>14</sup>.

Nowe regulacje wprowadzono w zakresie ochrony konsumentów, tj. nowy system gwarancji depozytów (Deposit Guarantee Schemes, DGS) oraz system rekompensat dla inwestorów (Investor Compensation Schemes, ICS). Od początku 2011 r. podwyższono minimalną wartość pokrycia depozytów w ramach DGS oraz ICS (w DGS do 100 000 euro, a w ICS – do 50 000 euro)<sup>15</sup>.

<sup>12</sup> European Central Bank (ECB), „Monthly Bulletin”, lipiec 2011, s. 74.

<sup>13</sup> European Commission, Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, Bruksela, 20 lipca 2011 r.

<sup>14</sup> Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, Bazylea 2010, s. 28.

<sup>15</sup> European Commission, Regulating, *op. cit.*

W nowych regulacjach obowiązujących uczestników europejskiego rynku finansowego UE przewiduje ponadto określenie nowych zasad dotyczących ładu korporacyjnego w instytucjach finansowych, nowych zasad w zakresie rachunkowości oraz w zakresie wynagrodzeń i premii wypłacanych pracownikom instytucji finansowych<sup>16</sup>. Efektem tych zmian ma być wzrost efektywności zarządzania ryzykiem oraz zwiększenie przejrzystości działania uczestników rynku finansowego.

Dużo uwagi poświęca się rynkom inwestycji alternatywnych. UE rozważa wprowadzenie nowych wymagań w zakresie transakcji instrumentami pochodnymi, krótkiej sprzedaży i transakcji swapowych<sup>17</sup>. Ponadto planuje określenie nowych zasad w zakresie działania alternatywnych funduszy inwestycyjnych. 29 kwietnia 2009 r. Komisja Europejska opublikowała propozycję nowej dyrektywy odnoszącej się do funduszy inwestycji alternatywnych (Alternative Investment Fund Managers). Proponuje w niej wprowadzenie zasady, że tylko fundusze, które otrzymają tzw. paszport europejski (*European passport*), będą mogły oferować swoje usługi na terenie UE. Wprowadza też wiele wymagań dotyczących sposobów działania funduszy oraz raportowania<sup>18</sup>.

Planuje się także wprowadzenie nowych zasad dotyczących tworzenia agencji ratingowych i kontroli nad nimi. Globalny kryzys finansowy unoczniał słabość tych agencji. Oceny wystawiane przez nie dla instrumentów finansowych tworzonych podczas procesu sekurytyzacji kredytów hipotecznych w USA były niewiarygodne. Zwiększenie przejrzystości działania agencji ratingowych, jak też wypracowanie zasad w zakresie kodu etycznego (*ethical codes*), który powinien być przez nie przestrzegany, wpłynęłoby niewątpliwie na poprawę ich wizerunku jako instytucji cieszących się zaufaniem publicznym<sup>19</sup>.

Celem wszystkich nowych regulacji finansowych proponowanych przez UE jest zwiększenie efektywności działania rynku finansowego przy jednoczesnym zapewnieniu odpowiedniego stopnia jego stabilności, przejrzystości i płynności.

<sup>16</sup> European Commission, *Towards*, *op. cit.*

<sup>17</sup> *Ibidem.*

<sup>18</sup> P. Athanassiou, *The draft AIFM Directive and the future of Europeana Aleternative Investment Fund regulation*, Center for Economic Studies and the Ifo Institute for Economic Research (CESifo) DICE Report, „Journal for Institutional Comparisons” 2010, t. 8, nr 1, s. 8.

<sup>19</sup> *Rating „Agencie”: How regulation might help*, Center for Economic Studies and the Ifo Institute for Economic Research (CESifo) DICE Report, „Journal for Institutional Comparisons” 2010, t. 8, nr 1, s. 14.



## Wyzwania, przed jakimi stoi UE w zakresie reformowania rynku finansowego

Przyszły kierunek rozwoju rynków finansowych krajów UE powinien uwzględniać trendy, jakie obserwujemy na globalnym rynku finansowym. Do najistotniejszych z nich należy zaliczyć:

- wzrastającą rolę konglomeratów finansowych działających w skali globalnej oraz
- wzrastającą rolę państwowych funduszy inwestycyjnych.

Nazwa konglomerat finansowy obejmuje grupę spółek działających w sektorze finansowym, tj. na rynku bankowym, rynku papierów wartościowych i rynku ubezpieczeniowym. Zgodnie z wytycznymi UE nazwa ta dotyczy tych grup spółek, które swym działaniem obejmują przynajmniej dwa z wymienionych sektorów<sup>20</sup>. Pojęcie to funkcjonuje obok pojęć: koncern, holding czy grupa kapitałowa. Są one tożsame. Konglomeraty powstają zazwyczaj w wyniku fuzji przedsiębiorstw, przejęć lub poprzez zawiązywanie aliansów strategicznych, ale możliwe jest także tworzenie konglomeratu od podstaw tzn. w drodze powoływania przez jedną spółkę nowych spółek. Spółki wchodzące w skład konglomeratu mają nadzieję, iż taka forma działania przyczyni się do obniżenia ryzyka ich działalności (przez większą jego dywersyfikację) oraz zwiększenia zysków (przez obniżenie jednostkowych kosztów działania oraz zwiększenie skali działania).

Obok korzyści wynikających z działania konglomeratów finansowych można wskazać też pewne zagrożenia. Konglomeraty finansowe zwiększają ryzyko systemowe (tj. ryzyko załamania się systemu finansowego kraju w wyniku jakiegoś wstrząsu zewnętrznego). Kłopoty finansowe pojedynczego konglomeratu mogą wywrzeć ogromny negatywny wpływ na globalny system finansowy. Szczególnie dotyczy to konglomeratów o znaczeniu systemowym, czyli dużych konglomeratów działających w skali międzynarodowej (aktywa największych konglomeratów przekraczają 1 bln euro).

W listopadzie 2011 r. UE wydała dyrektywę dotyczącą dodatkowego nadzoru nad podmiotami finansowymi konglomeratu finansowego<sup>21</sup>. W dyrektywie podkreślono konieczność monitorowania ryzyka grupowe-

<sup>20</sup> Supervision of Financial Conglomerates, Report of BIS/IAIS/IOSCO, „Joint Forum on Financial Conglomerates”, luty 1999 r., s. 7.

<sup>21</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/89/UE z 16 listopada 2011 r. w sprawie zmiany dyrektyw 98/78/WE, 2002/87/WE, 2006/48/WE i 2009/138/WE w odniesieniu do dodatkowego nadzoru nad podmiotami finansowymi konglomeratu finansowego.

go, na które narażony jest konglomerat (ryzyko grupowe obejmuje ryzyko „zarażenia”, czyli ryzyko rozprzestrzeniania się kłopotów finansowych pojedynczych spółek wchodzących w skład konglomeratu na całą grupę).

Obecny nadzór nad konglomeratami finansowymi nie zapewnia bezpieczeństwa działania rynku finansowego UE. Podmioty te nie są w pełni monitorowane, co wyraźnie zwiększa ryzyko systemowe. Nieodzownym krokiem UE jest powołanie podmiotu sprawującego nadzór nad konglomeratami finansowymi. Jego zadaniem powinno być gromadzenie informacji istotnych z punktu widzenia oceny sytuacji finansowej na rynku UE, a także kontrola, czy konglomeraty przestrzegają wytycznych UE w zakresie adekwatności kapitałowej, koncentracji ryzyka, jak też wytycznych w zakresie transakcji dokonywanych między spółkami konglomeratu. Do kompetencji nadzorca powinno należeć także planowanie działań w sytuacjach kryzysowych.

Kolejnym wyzwaniem dla UE w zakresie zwiększenia bezpieczeństwa działania rynku finansowego jest podjęcie działań zmierzających do zwiększenia przejrzystości działania państwowych funduszy inwestycyjnych (PFI).

Państwowe fundusze inwestycyjne to fundusze tworzone i kontrolowane przez państwa. Zasilane są kapitałami pochodzącymi najczęściej z dochodów uzyskiwanych przez dany kraj ze sprzedaży surowców naturalnych (np. ropy naftowej, gazu ziemnego, diamentów, miedzi), jak też z nadwyżki dochodów z handlu zagranicznego, z prywatyzacji majątku państwowego czy nadwyżek budżetowych. Celem działania funduszy jest pomnażanie kapitałów, które w przyszłości mają zapewnić zmniejszenie zależności budżetu i gospodarki konkretnego kraju od wahań cen surowców, posłużyć do finansowania rozwoju społeczno-ekonomicznego kraju lub też wspomagać krajowe systemy emerytalne. Najwięcej PFI zostało utworzonych na Bliskim Wschodzie i w Azji. Krajami, które wyraźnie dominują na tym rynku (jeśli chodzi o wielkość aktywów ulokowanych w PFI), są Chiny (ulokowane aktywa wynoszą 1411 mld dolarów USA) oraz Zjednoczone Emiraty Arabskie (783 mld dolarów USA)<sup>22</sup>. Przykładami innych krajów, które utworzyły PFI, są: Bahrajn, Iran, Kuwejt, Oman, Katar, Palestyna, Arabia Saudyjska, Azerbejdżan, Hongkong, Kazachstan, Malezja, Mongolia, Singapur, Korea Południowa, Tajwan, Turkmenistan, Wietnam. Udział aktywów PFI utworzonych przez kraje Bliskiego Wschodu oraz kraje azjatyckie w ogólnej wielkości aktywów PFI działających na świecie wynosi 75%<sup>23</sup>. W Europie tylko 5 krajów utworzyło PFI (Norwegia, Irlandia, Rosja,

<sup>22</sup> Sovereign Wealth Funds, *The City UK*, luty 2012 r., <http://www.thecityuk.com> [dostęp 1 marca 2012 r.].

<sup>23</sup> *Ibidem*.

Francja i Włochy). Wielkość aktywów funduszy europejskich stanowi 17% ogółu aktywów PFI<sup>24</sup>.

Wyraźnym zjawiskiem obserwowanym od kilku lat na rynku PFI jest rozwój tego rynku. Rośnie liczba funduszy oraz ich aktywa. Obecnie na świecie działa 60 PFI, z czego 21 powstało w ciągu ostatnich 7 lat<sup>25</sup>. Łączne aktywa PFI wynoszą obecnie 4,8 bln dolarów USA, podczas gdy jeszcze w roku 2002 było to 1,2 bln dolarów USA<sup>26</sup>. PFI stają się istotnym globalnym inwestorem instytucjonalnym, obok takich podmiotów, jak: fundusze emerytalne, fundusze ubezpieczeniowe, klasyczne fundusze inwestycyjne. Aktywa PFI przewyższają łączną wielkość aktywów funduszy hedgingowych i funduszy Private Equity działających na świecie<sup>27</sup>.

Dotychczasowe działania PFI na świecie nie wywołały żadnych negatywnych skutków dla działania rynków finansowych. Co więcej, podkreśla się ich pozytywny wpływ na te rynki (w czasie ostatniego kryzysu PFI wsparły finansowo największe banki). Niemniej przewidywania dotyczące przyszłości budzą pewne obawy. Dotyczą one dwóch kwestii. Po pierwsze, są to obawy związane z motywami decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez PFI. Rodzi się ryzyko, że PFI mogą podejmować próby przejęcia kontrolnego pakietu akcji w spółkach o strategicznym znaczeniu dla bezpieczeństwa narodowego różnych krajów (PFI chętnie inwestują w akcje nabywane na rynku publicznym). Po drugie, obawy dotyczą destabilizacji rynków finansowych. Wielu ekonomistów podkreśla, iż PFI zwiększają ryzyko niestabilności rynku finansowego z uwagi na małą przejrzystość działania (brak obowiązków sprawozdawczych oraz niestosowanie się do zasad przejrzystości, jakimi objęte są klasyczne fundusze inwestycyjne i emerytalne).

Problem małej przejrzystości rynku PFI to niewątpliwie temat, na którym UE powinna skupić większą uwagę. Kraje UE stają się w coraz większym stopniu odbiorcami inwestycji czynionych przez PFI (szczególnie inwestycji czynionych przez PFI z krajów Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej). Brak przejrzystości ich działania może zachwiać stabilnością rynku finansowego UE.

Jak dotychczas UE nie podjęła żadnych kroków, zmierzających do monitorowania działalności tych funduszy. Próby takie podjęto na arenie międzynarodowej, powołując w 2008 r. Międzynarodową Grupę Roboczą do spraw Państwowych Funduszy Majątkowych (International Working

<sup>24</sup> *Ibidem*.

<sup>25</sup> SWF Institute, <http://www.swfinstitute.org> [dostęp 13 marca 2012 r.].

<sup>26</sup> Sovereign Wealth Funds, *The City UK*, *op. cit.*

<sup>27</sup> *Ibidem*.

Group of Sovereign Wealth Funds, IWG). Opracowała ona specjalne wytyczne dotyczące działania PFI (skierowane do PFI, jak też krajów będących odbiorcami ich inwestycji). Nazwano je zasadami Santiago<sup>28</sup>. Niestety nie powołano żadnej instytucji, która egzekwowałaby przestrzeganie tych zasad. W efekcie proces wdrażania wypracowanych zasad przebiega bardzo wolno (zależy tylko i wyłącznie od woli krajów-właścicieli PFI).

## Podsumowanie

Rynek finansowy krajów UE podlega istotnym zmianom od wielu lat. UE w swoich działaniach regulacyjnych dąży do zapewnienia stabilności systemu finansowego, zwiększenia efektywności jego działania oraz zwiększenia stopnia integracji finansowej. Jednocześnie zakłada utrzymanie niezależności polityki regulacyjnej poszczególnych krajów członkowskich, tak aby mogły indywidualnie kształtować swoje systemy finansowe (zgodnie z ich narodowymi preferencjami)<sup>29</sup>. Zadanie to wydaje się niezmiernie trudne, gdyż ciężko jest pogodzić wszystkie powyższe cele. Zwiększenie stopnia integracji finansowej może zaowocować zmniejszeniem stabilności finansowej. Z kolei próba zwiększenia stabilności finansowej w skali globalnej wymaga zwiększonej ingerencji UE w prawodawstwa poszczególnych krajów.

Powstaje zatem pytanie dotyczące priorytetów działania. Wydaje się, że głównym priorytetem powinno być zapewnienie stabilności działania europejskiego rynku finansowego. Utrata stabilności uniemożliwia bowiem wypełnianie przez rynek finansowy jego podstawowych funkcji, a to z kolei powoduje, że dążenie do zwiększenia efektywności działania rynku, jego płynności czy większego stopnia integracji przestaje być realne. Zapewnienie stabilności działania rynku finansowego wymaga wprowadzania nowych regulacji tego rynku. Wątpliwości mogą wzbudzać jednak rodzaje tych regulacji – czy powinny to być regulacje mikroostrożnościowe, które zapewnią stabilność działania poszczególnym instytucjom finansowym rynku finansowego, czy raczej regulacje makroostrożnościowe, które skierowane byłyby do całego systemu finansowego. Analiza przyczyn wybuchu globalnego kryzysu finansowego pozwala postawić tezę, że przestrzeganie przez uczestników rynku obowiązujących regulacji mikroostrożnościowych nie

<sup>28</sup> Sovereign Wealth Funds, *General Accepted Principles and Practices „Santiago Principles”*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, październik 2008 r., [www.iwg-swf.org](http://www.iwg-swf.org) [dostęp 15 marca 2012 r.].

<sup>29</sup> J. Gosse, D. Plihon, *The Future of Financial Markets and Regulation: What Strategy for Europe?*, [www.augurproject.eu](http://www.augurproject.eu) [dostęp 30 marca 2012 r.].

przekłada się automatycznie na zapewnienie stabilności systemu finansowego. Należy bowiem zauważyć, że banki, dążąc do sprostania wymogom mikroostrożnościowym, transferowały zagrożone aktywa do innych instytucji finansowych, np. funduszy hedgingowych. Regulacje mikroostrożnościowe nie chronią zatem przed ryzykiem systemowym. Co więcej, niektóre z nich mogą nawet zwiększać to ryzyko. Wydaje się zatem, iż nieodzowne jest wprowadzanie regulacji makroostrożnościowych. UE podjęła takie działania. Wśród nich jako najistotniejsze należy wskazać wprowadzanie nowych zasad nadzoru nad rynkiem finansowym UE. Trudno ocenić efektywność działania nowego systemu nadzoru, z uwagi na krótki okres jego obowiązywania, jednak kierunek zmian można ocenić jako słuszny.

Istotnym wyzwaniem, przed jakim stoi UE, jest dodatkowo stworzenie ponadnarodowych regulacji, które zmniejszałyby ryzyko utraty stabilności finansowej spowodowanej przez działanie konglomeratów finansowych czy państwowych funduszy inwestycyjnych. Konglomeraty finansowe wyraźnie zwiększają ryzyko systemowe, co grozi zachwianiem stabilności rynku finansowego UE. Działanie PFI z kolei rodzi ryzyko utraty stabilności przez system finansowy UE ze względu na małą przejrzystość ich działania. Nieodzownym krokiem UE jest podjęcie odpowiednich działań stabilizujących działanie konglomeratów finansowych oraz PFI.

Integracja finansowa krajów UE ma sens tylko w warunkach zapewnienia stabilności działania rynku finansowego. W przeciwnym wypadku może bowiem prowadzić do zwiększenia ryzyka niestabilności tego rynku.

## Bibliografia

- P. Athanassiou, *The draft AIFM Directive and the future of European Alternative Investment Fund regulation*, Center for Economic Studies and the Info Institute for Economic Research (CESifo) DICE Report, „Journal for Institutional Comparisons” 2010, t. 8, nr 1.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, Bazylea 2010.
- Zrozumieć wzrost gospodarczy. Analiza na poziomie makroekonomicznym, poziomie branży i poziomie firmy, J.P. Cotis (red.), Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/89/UE z 16 listopada 2011 r. w sprawie zmiany dyrektyw 98/78/WE, 2002/87/WE, 2006/48/WE i 2009/138/WE w odniesieniu do dodatkowego nadzoru nad podmiotami finansowymi konglomeratu finansowego.
- European Central Bank, „Monthly Bulletin”, czerwiec 2011 r.
- European Commission, *Driving European Recovery*, Bruksela 2009.

- European Commission, *European Financial Stability and Integration Report 2010*, Bruksela 2011.
- European Commission, *Financial Services Action Plan*, Bruksela 1999.
- European Commission, *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on the access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms*, Bruksela 2011.
- European Commission, *Regulating financial services for sustainable growth, A progress report*, Bruksela 2011.
- European Commission, *Towards more responsibility and competitiveness in the European Financial Sector*, Bruksela 2010.
- European Commission, *White Paper. Financial services policy 2005–2010*, Bruksela 2005.
- T. Ghirmay, *Financial Development and Economic Growth in Sub-Saharan African Countries: Evidence from Time Series Analysis*, „African Development Review” 2004, t. 16.
- J. Gosse, D. Plihon, *The Future of Financial Markets and Regulation: What Strategy for Europe?*, [www.augurproject.eu](http://www.augurproject.eu).
- Governor Draghi's speech at the Integrated and Stable Financial Markets Conference, Bruksela, 2 maja 2011 r., <http://ec.europa.eu>.
- F. Halicioglu, *The Financial Development and Economic Growth Nexus for Turkey*, „MPRA Paper” 2007, nr 3566.
- R. King, G.R. Levine, *Finance and growth: Schumpeter might be right*, „The Quarterly Journal of Economics” sierpień 1993.
- S.H. Law, W.N.W. Azman-Saini, P. Smith, *Finance and Growth in a small open emerging market*, „MPRA Paper”, 2006, nr 715.
- Rating „Agencie”: *How regulation might help*, *Center for Economic Studies and the Ifo Institute for Economic Research (CESifo) DICE Report*, „Journal for Institutional Comparisons” 2010, t. 8, nr 1.
- J.A. Schumpeter, *A theory of development*, Harvard University Press, Cambridge, 1955.
- Sovereign Wealth Funds, The City UK, luty 2012 r., <http://www.thecityuk.com>.
- Sovereign Wealth Funds, *General accepted principles and practices „Santiago Principles”*, International Working Group of Sovereign Wealth Funds, październik 2008 r., [www.iwg-swf.org](http://www.iwg-swf.org).
- Supervision of Financial Conglomerates, Report of BIS/IAIS/IOSCO*, „Joint Forum on Financial Conglomerates”, luty 1999 r.
- Wan-Chun Liu, Chen-Min Hsu, *The role of financial development in economic growth: The experiences of Tajwan, Korea and Japa*, „Journal of Asian Economics” 2006, t. 17, nr 4.