

**Agnieszka Ostalecka**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## INICJATYWY KOMISJI EUROPEJSKIEJ W ZAKRESIE POPRAWY BEZPIECZEŃSTWA RYNKÓW FINANSOWYCH

---

**Streszczenie:** Obecny kryzys finansowy ukazał wiele słabości systemu finansowego, powodując silną potrzebę przeprowadzenia reform sektora finansowego. Przebudowa architektury systemu finansowego wymagała ścisłej współpracy i koordynacji działań na szczeblu ponadnarodowym. Przedstawiony jako efekt tej współpracy plan działań Komisji Europejskiej dotyczący reform systemu finansowego opiera się na czterech zasadach: zwiększania odpowiedzialności, przejrzystości, wzmacniania nadzoru i zapobiegania sytuacjom kryzysowym i zarządzania nimi. Reformy te mają na celu wyeliminowanie zdiagnozowanych słabości, a przez to zwiększenie stabilności systemu finansowego i zmniejszenie jego podatności na kryzysy finansowe.

**Słowa kluczowe:** kryzys *subprime*, reformy systemu finansowego, bezpieczeństwo systemu finansowego.

### 1. Wstęp

Kryzys *subprime*, którego pierwsze sygnały można było dostrzec w drugiej połowie 2007 r., a którego punktem kulminacyjnym był upadek Lehman Brothers we wrześniu 2008 r., był jednym z najpoważniejszych kryzysów w historii gospodarczej świata.

Rozpoczął się załamaniem w segmencie *subprime* rynku kredytów hipotecznych, a w niedługim czasie rozprzestrzenił się na inne kraje, stając się kryzysem o zasięgu globalnym. Stosunkowa łatwość jego rozprzestrzeniania wynikała m.in. z popularyzacji transakcji sekurytyzacji i rozpowszechniania stosowania nowoczesnych i skomplikowanych instrumentów finansowych, które poprzez rynek tych instrumentów dotknęły inwestorów na całym świecie, torując drogę kryzysowi finansowemu.

Kryzys, który pojawił się na światowych rynkach w 2008 r., odsłonił wiele słabości systemu finansowego i spowodował konieczność podjęcia rozmów na temat nowego kształtu tego systemu. Po wybuchu kryzysu i doświadczeniu skali jego negatywnych następstw dla międzynarodowego systemu finansowego i gospodarki

światowej już nikt nie miał wątpliwości, że system ten wymaga gruntownych zmian w celu wyeliminowania słabości, które ujawnił kryzys finansowy. Celem artykułu jest omówienie kierunków przebudowy globalnej architektury finansowej proponowanych na szczelbu Unii Europejskiej.

## 2. Słabości systemu finansowego i konieczność współpracy w zakresie ich eliminacji

Można wskazać wiele podmiotów lub czynników, które mniej lub bardziej przyczyniły się do pojawienia się kryzysu. Przede wszystkim wskazuje się na same banki i prowadzoną przez nie politykę skoncentrowaną na osiągnięciu krótkoterminowych zysków kosztem bezpieczeństwa prowadzonej działalności. Bankierów cechowała chciwość przejawiająca się w podejmowaniu nadmiernego ryzyka w działalności banków, nadmierny optymizm i wiara w ciągły wzrost na rynku nieruchomości, stanowiących zabezpieczenie udzielanych kredytów hipotecznych. To spowodowało wejście na niezwykle ryzykowny segment kredytów hipotecznych – segment *subprime* – i wiązało się z udzielaniem kredytów podmiotom o niskiej zdolności kredytowej, określanych jako NINJA (*no income, no jobs, no assets*), w przypadku których to właśnie wzrost cen na rynku nieruchomości (a tym samym wzrost przyjętych jako zabezpieczenia hipotek) miał rekompensować bankom podwyższone ryzyko związane z tymi kredytami. Ten brak ostrożności w szacowaniu ryzyka kredytowego, a często celowa ekspozycja na nie, prowadziły do budowania portfeli kredytowych obciążonych dużym ryzykiem i bardzo wrażliwych na odwrócenie trendu (spadek cen na rynku nieruchomości czy wzrost stóp procentowych).

Sytuację dodatkowo pogarszał fakt, że niskiej jakości należności kredytowe były sekurytyzowane, co pozwoliło bankom na przeniesienie ryzyka na inwestorów nabywających papiery wartościowe wyemitowane drogą sekurytyzacji. Nie bez winy są także agencje ratingowe, które zbyt późno zareagowały na wzrost ryzyka instrumentów finansowych emitowanych w oparciu o należności kredytowe banków, co powodowało, że obowiązujące ratingi nie odzwierciedlały rzeczywistego poziomu ryzyka. Głównym zarzutem było więc wystawianie przez długi czas wysokich not ratingowych papierom emitowanym w oparciu o portfel kredytów *subprime*, co wspierało handel tymi papierami, nawet wtedy gdy ich standing finansowy był bardzo zły. Pojawia się nawet zarzut, że agencje ratingowe w okresie przed wybuchem kryzysu celowo zawyżały rating obligacji hipotecznych emitowanych przez instytucje, którym jednocześnie doradzały w procesie sekurytyzacji należności kredytowych (por. [5, s. 23]).

Czynnikiem, który z pewnością miał wpływ na pojawianie się kryzysu, były słabości systemu regulacji i nadzoru nad działalnością instytucji finansowych (przede wszystkim banków). Nieefektywny nadzór i zbyt daleko posunięta deregulacja rynków finansowych sprawiły, że – jak wskazuje Flejterski [4, s. 113] – „pozwolono systemowi finansowemu żyć własnym życiem”.

Po części wśród winowajców kryzysu można też wskazać samych kredytobiorców, których cechował nadmierny optymizm oraz skłonność do nadmiernego zadłużania, jak również wykorzystanie kredytu do celów spekulacyjnych zakupów nieruchomości.

Pojawienie się kryzysu finansowego doprowadziło do paraliżu globalnego systemu finansowego, spadków na rynkach kapitałowych, ogromnych strat finansowych banków i innych instytucji finansowych i niefinansowych czy wreszcie utraty zaufania do systemu bankowego.

Kryzys na rynkach finansowych nie pozostał bez wpływu na sferę realną, pograżając w recesji gospodarki wielu krajów. Kryzys zaufania skutkowałam bowiem gwałtownym ograniczeniem podaży kredytu, jak również zaostrzeniem warunków kredytowania (zjawisko *credit crunch*), co powodowało odcięcie przedsiębiorstw od źródeł finansowania i związany z tym spadek aktywności gospodarczej. Poza tym kryzys w skali globalnej pociągnął za sobą ogromne koszty pomocy instytucjom finansowym w celu ochrony ich przed upadłością i realizacją konsekwencji z tym związanych.

W celu zapobieżenia lub przynajmniej zminimalizowania ryzyka wystąpienia kryzysów o podobnym zasięgu w przyszłości konieczne stało się przeprowadzenie reform systemu finansowego, które eliminowałyby zdiagnozowane podczas obecnego kryzysu słabości, a przez to przyczyniały się do ogólnego wzmocnienia bezpieczeństwa systemów finansowych.

Zdaniem M. Barniera, unijnego komisarza ds. rynku wewnętrznego i usług, przeprowadzenie zmian stało się niezbędne ze względu na to, że „Europa musi podjąć działania umożliwiające zamknięcie epoki braku przejrzystości i błędnych ocen ryzyka, a także pozwalające zapobiec przyszłym kryzysom i utrzymać się w światowej czołówce w branży usług finansowych” [10, s. 2].

Skala kryzysu, jak również niespotykany dotąd zakres oddziaływania uwypukliły konieczność podjęcia międzynarodowych, skoordynowanych działań w celu jego przezwyciężenia, jak również – w późniejszym okresie – wprowadzenia rozwiązań minimalizujących występowanie tak poważnych zaburzeń w przyszłości. W obliczu kryzysu stało się jasne, że system finansowy wymagał wprowadzenia zmian na szczeblu międzynarodowym w zakresie zasad funkcjonowania agencji ratingowych, nadzoru nad rynkiem finansowym czy systemu regulacji działalności banków. Aby wprowadzić te zmiany, niezbędna jest współpraca i koordynacja działań nie tylko na poziomie krajowym, ale też ponadnarodowym.

Jak wskazuje komunikat Komisji Europejskiej [2, s. 2], zdrowszy, bezpieczniejszy i bardziej odpowiedzialnie działający system finansowy, który służyłby gospodarce i społeczeństwu, stanowi warunek wstępny zrównoważonego rozwoju gospodarek. Wskazuje on jednocześnie, że bardzo istotnym dopełnieniem starań o zrównoważony rozwój jest wprowadzenie w Europie programów konsolidacji finansów publicznych i przeprowadzenie reform strukturalnych, które stworzyłyby podstawy ożywienia gospodarczego. Zdrowy system finansowy powinien wspierać

realizację strategii Europa 2020, której celem jest inteligentny i zrównoważony rozwój, jak również wzrost sprzyjający włączeniu gospodarczemu. Ponadto powinien on wspierać biznes, a zwłaszcza sektor małych i średnich przedsiębiorstw, oraz dawać możliwości pomnażania środków i planowania z większą pewnością przyszłości dla obywateli.

### 3. Kierunki proponowanych przez KE reform system finansowego

Plan działań Unii Europejskiej [10] polega na wdrożeniu podjętych przez grupę G20 zobowiązań w zakresie reformy systemu finansowego. Program reform proponowany przez Komisję Europejską opiera się na czterech głównych zasadach:

- przejrzystości,
- odpowiedzialności,
- wzmacniania nadzoru,
- zapobiegania sytuacjom kryzysowym i zarządzania nimi.

Program ten zawiera szereg środków legislacyjnych, które Komisja Europejska zaproponowała Parlamentowi Europejskiemu i Radzie Europy, a które mają zapobiec powtórzeniu się obecnego kryzysu gospodarczo-finansowego.

#### **Przejrzystość**

Przejrzystość jest niezbędnym warunkiem prawidłowego funkcjonowania rynków finansowych, a także występowania wzajemnego zaufania między jego uczestnikami. Jak to zostało wskazane, to właśnie jej brak był jednym z czynników prowadzących do obecnego kryzysu finansowego, stąd konieczność jej zapewnienia stała się jednym z ważniejszych punktów pokryzysowego planu reformy systemu finansowego.

W zakresie przejrzystości rynków finansowych plan działań UE dotyczący reformy systemu finansowego opiera się na założeniu, że obecne przepisy powinny być tak zaostrzone, aby organy nadzoru, inwestorzy i ogół obywateli dysponowali właściwymi i wiarygodnymi informacjami na temat funkcjonowania rynków finansowych, a w szczególności występujących na nich podmiotów i oferowanych produktów finansowych. Tylko właściwa, wiarygodna i stosunkowo łatwo dostępna informacja dotycząca funkcjonowania rynków finansowych może wspierać stabilność systemu finansowego i ograniczać podejmowanie nadmiernego ryzyka. Realizacji tego założenia służy wiele inicjatyw Komisji Europejskiej, wśród których do najważniejszych należą wnioski dotyczące dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, regulacje dotyczące instrumentów pochodnych i krótkiej sprzedaży czy dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (dyrektywa MiFID).

Pierwsza z wymienionych inicjatyw, tj. wniosek dotyczący dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (*Alternative Investment Fund Managers* – AIFM), odnosi się przede wszystkim do funduszy hedging-

gowych i *private equity*, pozyskujących środki od inwestorów celem zainwestowania ich w przedsiębiorstwa, które są w mniejszym lub większym stopniu ryzykowne i nastawione na wysoką stopę zwrotu. Ponieważ działalność tych podmiotów może prowadzić do rozprzestrzeniania się ryzyka w całym systemie finansowym, Komisja chce zagwarantować, że istnieją wspólne przepisy umożliwiające monitorowanie potencjalnego ryzyka dla inwestorów, kontrahentów, innych uczestników rynku oraz dla ogólnej stabilności finansowej, co wiąże się z wymogiem spełnienia wielu kryteriów przez zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi przed uzyskaniem dostępu do rynków Unii Europejskiej [10, s. 3].

Zwiększeniu przejrzystości ma służyć ponadto zmniejszenie zagrożeń dla systemu finansowego związanych z obrotem instrumentami pochodnymi i krótką sprzedażą. Komisja Europejska proponuje w tym celu zwiększenie przejrzystości na rynkach instrumentów pochodnych i przyznanie organom regulacyjnym szerszych, zharmonizowanych uprawnień. Proponuje więc, by standardowe instrumenty pochodne były rozliczane za pośrednictwem centralnych partnerów rozliczeniowych celem zmniejszenia ryzyka w przypadku niewywiązania się ze zobowiązania przez jedną ze stron kontraktu. Ponadto informacje o wszystkich europejskich transakcjach powinny być przekazywane do tzw. repozytoriów transakcji i powinny być dostępne dla organów nadzoru [10, s. 3]. Rozwiązania te, prowadzące do zwiększenia przejrzystości w obrocie instrumentami finansowymi i umożliwiające sprawowanie nadzoru nad tym obrotem, mają mieć pozytywny wpływ na zwiększenie stabilności systemu finansowego i zmniejszenie prawdopodobieństwa występowania poważnych zaburzeń.

Ostatnią z wymienionych inicjatyw w zakresie zwiększania przejrzystości rynku finansowego jest zaproponowanie zmian do dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych (dyrektywa MiFID – *Markets in Financial Instruments Directive*). Dyrektywa MiFID została przyjęta w 2004 r., przyczyniając się do zwiększenia konkurencyjności i integracji rynków finansowych Unii Europejskiej, jak również znaczącej ochrony inwestorów. Jednak szybki postęp technologiczny, złożoność i zmienność rynku finansowego, jak też lekcje z ostatniego kryzysu finansowego ukazują konieczność wprowadzenia zmian do omawianej dyrektywy, ukierunkowanych na wyeliminowanie zdiagnozowanych słabości. Zdaniem M. Barniera dyrektywa wymaga modyfikacji, gdyż zmieniły się warunki funkcjonowania rynków finansowych, co rodzi konieczność dostosowania do nich regulacji. Celem tych zmian jest zatem poprawa i dostosowanie ram regulacyjnych do obecnych warunków, nowych trendów i graczy rynku finansowego, a także zwiększenie przejrzystości i efektywności rynku oraz lepsza ochrona inwestorów [3].

### **Odpowiedzialność**

W zakresie zwiększania odpowiedzialności uczestników rynku finansowego Komisja Europejska proponuje podjęcie działań ukierunkowanych na zapobieganie nadużyciom na rynku, jak również poprawę sytuacji w obszarze ładu korporacyjnego.

Wydarzenia związane z kryzysem finansowym pokazują, że zapewnienie stabilności systemu finansowego nie będzie możliwe bez nakładania sankcji na podmioty za nadużycia rynkowe. Brak odpowiednio dotkliwych kar za stwierdzone nadużycia sam w sobie stanowi bodziec do pokusy nadużycia i nie pozwala na zapewnienie zaufania konsumentów i inwestorów do systemu finansowego.

Aby system finansowy funkcjonował w sposób prawidłowy i stabilny, ramy regulacyjne muszą stwarzać właściwe bodźce do ograniczenia nadmiernej spekulacji i ekspozycji na ryzyko i zapewniać, że sektor usług finansowych będzie służył dla dobra obywateli i gospodarki realnej [2, s. 7]. Dlatego też plan reformy systemu finansowego wymaga wprowadzenia skutecznych i wystarczająco zbieżnych systemów sankcji. Jak stwierdzono w sprawozdaniu de Larosière'a [11]: „Przy słabych i znacznie różniących się między sobą systemach sankcji nadzór nie może być skuteczny. Istotne jest, by wszystkie organy nadzoru w UE i poza nią miały do dyspozycji wystarczająco zbieżne, surowe i odstrasżające systemy sankcji”.

Należyte egzekwowanie przepisów unijnych wymaga bowiem, by wszystkie organy krajowe dysponowały właściwymi uprawnieniami dotyczącymi sankcji. W tym kontekście Rada ECOFIN zwróciła się do Komisji i do trzech komitetów skupiających europejskie organy nadzoru (Komitet Europejskich Organów Nadzoru Bankowego – CEBS, Komitet Europejskich Organów Nadzoru ds. Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych – CEIOPS, Komitet Europejskich Organów Nadzoru nad Rynkiem Papierów Wartościowych – CESR) o przeprowadzenie ponadsektorowej „inventaryzacji” uprawnień w zakresie sankcji istniejących w państwach członkowskich, uwzględniającej ich spójność, równoważność i faktyczne stosowanie, tak by ułatwić wyjaśnienie kwestii, czy systemy sankcji są w wystarczającym stopniu równoważne. Badania przeprowadzone przez komitety organów nadzoru dotyczyły sankcji stosowanych przez państwa członkowskie w przypadkach naruszenia krajowych przepisów transponujących niektóre z najważniejszych unijnych dyrektyw mających zastosowanie w odniesieniu do sektorów bankowego, ubezpieczeniowego i papierów wartościowych [7, s. 3]. W następstwie tych analiz Komisja Europejska w swoim komunikacie z 8 grudnia 2010 r. opublikowała efekty prac w postaci identyfikacji słabości w obecnie funkcjonujących krajowych systemach sankcji, wskazując jako najważniejsze z nich (szerzej: [7]):

- niektóre z właściwych organów nie dysponują w przypadku określonych naruszeń istotnymi uprawnieniami dotyczącymi sankcji, a rodzaje nakładanych sankcji znacznie się różnią w poszczególnych państwach członkowskich, nawet w odniesieniu do naruszeń tego samego rodzaju;
- wysokość administracyjnych sankcji pieniężnych (grzywien) jest znacznie zróżnicowana w państwach członkowskich, a w niektórych z nich są one zbyt niskie;
- niektóre właściwe organy nie mogą wymierzać sankcji ani wobec osób fizycznych, ani prawnych;
- wymierzając sankcje, właściwe organy nie stosują jednakowych kryteriów;



- występują w przepisach krajowych różnice co do charakteru sankcji (administracyjne lub prawnokarne); przykładowo, w przypadku naruszeń dyrektywy MiFID wszystkie państwa członkowskie przewidują sankcje administracyjne, jedynie 13 z nich ustanowiło również sankcje prawnokarne;
- różna częstość stosowania sankcji w poszczególnych państwach członkowskich.

W celu wyeliminowania zdiagnozowanych słabości KE proponuje unijną inicjatywę ustawodawczą służącą wspieraniu konwergencji i wzmocnieniu krajowych systemów sankcji w branży usług finansowych. W opinii Komisji uzasadnione jest zatem ustanowienie pewnych minimalnych wspólnych standardów, których państwa członkowskie musiałyby przestrzegać, określając sankcje administracyjne za naruszenia przepisów dotyczących usług finansowych oraz stosując sankcje w tym obszarze.

Drugim kierunkiem działań proponowanych przez Komisję w zakresie zwiększenia odpowiedzialności jest poprawa w obszarze ładu korporacyjnego. Kryzys finansowy pokazał, że istnieje tu wiele słabości, a system finansowy nie pełnił właściwie swoich funkcji z odpowiednim uwzględnieniem długoterminowych interesów interesariuszy. Zamiast tego menedżerowie banku byli silnie skoncentrowani na osiąganiu krótkoterminowych celów, polegających głównie na wypracowaniu możliwie najwyższych zysków. Działo się to kosztem jakości portfela kredytowego oraz ostrożności i bezpieczeństwa prowadzonej działalności.

Te wszystkie fakty powodują, że zmiany w obrębie zasad ładu korporacyjnego to jeden z ważniejszych punktów reformy systemu finansowego Unii Europejskiej. Komisja Europejska w planie reform systemu finansowego przedstawiła więc główne koncepcje zmian w tym zakresie. Po pierwsze, Komisja dąży do zapewnienia lepszego nadzoru nad kierownictwem wyższego szczebla przez organy nadzorcze samych instytucji finansowych, co w praktyce miałyby oznaczać konieczność ograniczenia możliwości jednoczesnego sprawowania wielu mandatów przez członków tych organów, jak też dokładniejszą weryfikację ich kompetencji i reputacji. Po drugie, Komisja pragnie poprawić kulturę zarządzania ryzykiem na wszystkich szczeblach instytucji finansowych, przy pełnym uwzględnieniu interesów instytucji w perspektywie długoterminowej, przez wzmocnienie statusu i autonomii dyrektorów ds. ryzyka. Istotne jest również, aby także udziałowcy silniej angażowali się w kwestie ładu korporacyjnego, np. dzięki ujawnieniu strategii i praktyk w zakresie głosowania stosowanych przez inwestorów instytucjonalnych, jak też włączenie w większym stopniu audytorów zewnętrznych oraz organów nadzoru finansowego [10, s. 4].

Z ładem korporacyjnym nieodłącznie związane są także zagadnienia systemu wynagradzania kadry kierowniczej. Jak wskazuje Raport Grupy Larosière'a [12, s. 30], istnieją dwa podstawowe problemy związane z wynagradzaniem kadry kierowniczej. Pierwszy dotyczy nadmiernie wysokiego poziomu tych wynagrodzeń. Drugi natomiast struktury tych wynagrodzeń, a mianowicie tego, że skłania ona do podejmowania nadmiernego ryzyka i zachęca do działania z perspektywy krótkoter-

minowej, ze szkodą dla długoterminowych celów instytucji. Do zmiany tej sytuacji konieczna będzie zatem zmiana struktury wynagrodzeń (m.in. poprzez wprowadzenie ograniczeń w swobodnym ustalaniu zasad wypłaty premii), tak aby kadra kierownicza miała bodźce do działania w zgodzie z długoterminowym interesem akcjonariuszy, jak również długoterminowymi celami działalności instytucji finansowej.

### Nadzór

Kryzys *subprime* ujawnił wiele słabości i ograniczeń w funkcjonowaniu nadzoru nad działalnością instytucji finansowych, stąd też zmiany jego zasad są kolejnym bardzo ważnym obszarem reformy systemu finansowego.

W odpowiedzi na zalecenia raportu Larosière'a w listopadzie 2010 r. Parlament Europejski i Rada przyjęły akty ustawodawcze ustanawiające nowe ramy nadzoru w ramach regulacji systemu finansowego w Europie, przewidujące m.in. utworzenie:

- Europejskiego Organu Nadzoru nad Giełdami i Papierami Wartościowymi (ESMA),
- Europejskiego Organu Nadzoru Bankowego (EBA) oraz
- Europejskiego Organu Nadzoru nad Ubezpieczeniami i Pracowniczymi Programami Emerytalnymi (EIOPA).

Dnia 1 stycznia 2011 r. organy te rozpoczęły działalność. Posiadają one uprawnienia do dokonywania oceny (tzw. *peer reviews*) organów krajowych, w tym do nakładania sankcji, oraz będą otrzymywały informacje o sankcjach stosowanych przez organy krajowe. Uprawnienia te mogą być wykorzystywane na potrzeby monitorowania przepisów krajowych oraz wspierania wymiany informacji i najlepszych praktyk między państwami członkowskimi. W określonych obszarach, w których wymagane są współpraca i koordynacja między różnymi organami nadzoru lub wspólne podejmowanie decyzji przez różne organy nadzoru, nowe europejskie organy mają również uprawnienia do rozstrzygania sporów między organami krajowymi [7, s. 2, 3].

Reforma architektury systemu nadzoru nad rynkiem finansowym polegała również na stworzeniu – oprócz trzech europejskich, sektorowych organów nadzoru – Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Board*), która sprawuje nadzór makro nad rynkiem finansowym.

Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego ma na celu monitorowanie całego systemu finansowego, a w szczególności zagrożeń dla stabilności systemu finansowego w wymiarze makro, które mogą prowadzić do kryzysu finansowego. Będzie też blisko współpracować z nowymi Europejskimi Organami Nadzoru.

Jak podkreśla M. Barnier [1], nowe ramy nadzoru finansowego UE nie mają na celu zastąpienia krajowych organów nadzoru ani też przeniesienia kontroli nad instytucjami finansowymi na szczebel unijny. Chodzi bowiem o stworzenie sieci nadzorców, w której ramach krajowi nadzorcy sprawują rutynowy nadzór, a organy europejskie – współpracując z krajowymi – są odpowiedzialne za koordynację, monitoring i w razie potrzeby arbitraż między organami krajowymi.



Inną ważną kwestią są zmiany w zasadach funkcjonowania agencji ratingowych. Kryzys finansowy ukazał wiele niedoskonałości w działaniu agencji ratingowych i stosowanych przez nie systemach ocen ratingowych. Ze względu na znaczącą rolę agencji ratingowych we współczesnych systemach finansowych konieczna stała się modyfikacja zasad ich funkcjonowania.

Pierwsze regulacje zaostrzające zasady działania agencji pojawiły się w 2009 r. Regulacje te nakładają na agencje funkcjonujące na terenie UE obowiązek rejestracji i spełnienia surowych wymogów zapewniających właściwy nadzór i przestrzeganie regulacji oraz ograniczających konflikt interesów [2, s. 5]. Jednakże w obliczu tak poważnych uchybień w pracy agencji i wydawanych przez nie ocenach wiarygodności podmiotów i instrumentów finansowych stwierdzonych podczas kryzysu *subprime* regulacje te były niewystarczające. Sprawą szczególnej troski jest brak konkurencji i przejrzystości na rynku agencji ratingowych.

Dlatego też Komisja zdecydowała, aby Europejski Organ Nadzoru nad Giełdami i Papierami Wartościowymi przejął odpowiedzialność w kwestiach związanych z rejestracją agencji ratingowych i bieżącym nadzorem nad zarejestrowanymi agencjami ratingowymi. Organ ten będzie miał prawo do żądania informacji, wszczynania dochodzeń i wykonywania inspekcji na miejscu.

Dodatkowo, w celu zwiększenia konkurencji pomiędzy agencjami ratingowymi, uniknięcia ewentualnych konfliktów interesów występujących w ramach modelu emitent płaci, które są szczególnie rozpowszechnione w przypadku ratingów strukturyzowanych instrumentów finansowych, a także w celu zwiększenia przejrzystości i podniesienia jakości ratingów strukturyzowanych instrumentów finansowych, zarejestrowane bądź certyfikowane agencje ratingowe powinny mieć prawo dostępu do wykazu strukturyzowanych instrumentów finansowych ocenianych przez konkurujące agencje ratingowe. Emitenci strukturyzowanych instrumentów finansowych, tacy jak instytucje kredytowe, banki i przedsiębiorstwa inwestycyjne, również będą musieli udostępnić wszystkim zainteresowanym agencjom ratingowym informacje, które przekazują swoim własnym agencjom ratingowym, tak aby umożliwić im wystawienie niezamówionych ratingów kredytowych. Wystawianie takich niezamówionych ratingów powinno zachęcać do wykorzystywania więcej niż jednego ratingu dla danego strukturyzowanego instrumentu finansowego [9, s. 11; 6, s. 4].

### **Zapobieganie sytuacjom kryzysowym i zarządzanie nimi**

Aby zmniejszyć ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego na tak dużą skalę jak kryzys *subprime*, należy w systemie finansowym zakorzenić kulturę ostrożności i przezorności. Realizacji tego celu mają służyć następujące inicjatywy [10, s. 6]:

- dyrektywa w sprawie wymogów kapitałowych,
- udoskonalanie standardów rachunkowości,
- bankowe fundusze naprawcze,
- działania ukierunkowane na zwiększenie zaufania konsumentów.

Pierwsza z przedstawionych inicjatyw Komisji Europejskiej polega na wprowadzeniu wypracowanych wspólnie przez Financial Stability Board, G20 i Komitet

Bazylejski zmian do dyrektywy w sprawie wymogów kapitałowych (*Capital Requirement Directive – CRD IV*). Zmiany te mają na celu ograniczenie angażowania środków publicznych w celu dokapitalizowania banków dotkniętych kryzysem m.in. poprzez poprawę jakości i ilości kapitału w posiadaniu banków, wprowadzenie buforów kapitałowych i zapewnienie gromadzenia kapitału w okresie dobrej koniunktury gospodarczej, który mógłby następnie zostać wykorzystany w czasie gorszej koniunktury czy w przypadku pogarszania się sytuacji finansowej banku [2, s. 6].

Drugą z wymienionych inicjatyw są prace w kierunku globalnej konwergencji i udoskonalania standardów rachunkowości, tak aby gwarantowały one lepszą wartość informacyjną generowaną przez system sprawozdawczości finansowej, jak również lepiej odzwierciedlały wartość fundamentalną przedsiębiorstw.

Sposobem na zmniejszenie obciążenia państwa z tytułu kosztów ponoszonych na ratowanie systemu finansowego przed całkowitą zapaścią jest pomysł wprowadzenia bankowych funduszy naprawczych. Obecny kryzys finansowy spowodował konieczność bezprecedensowego zaangażowania pieniędzy publicznych w rozwiązywanie sytuacji kryzysowej i pomoc finansową bankom. Skala tej pomocy była tak duża, że jednym z nadrzędnych celów reformy systemu finansowego było opracowanie rozwiązania, które zerwie z zasadą angażowania pieniędzy podatników w pomoc instytucjom finansowym. Sposobem na ograniczenie zaangażowania finansowego państwa w proces zarządzania kryzysem finansowym mają być właśnie bankowe fundusze naprawcze. Koncepcja ta powstała na podstawie założenia, że koszty upadłości banku powinni ponosić przede wszystkim akcjonariusze i wierzyciele, a nie podatnicy.

Komisja Europejska popiera więc wprowadzenie *ex ante* bankowych funduszy naprawczych finansowanych z opłat nałożonych na banki, mających ułatwić przeprowadzenie postępowania naprawczego w odniesieniu do upadających banków w sposób pozwalający uniknąć efektu domina i umożliwiających normalną likwidację banku w takich ramach czasowych, w których nie dochodzi do gwałtownej „wyprzedaży” aktywów. Istnienie tego typu funduszy będzie rozwiązaniem wspierającym proces zarządzania kryzysem finansowym i przyczyni się do złagodzenia obciążeń spoczywających na podatnikach i zminimalizowania – a najlepiej zupełnego wyeliminowania – konieczności sięgania w przyszłości po pieniądze podatników w celu ratowania banków [8, s. 2].

W ramach ostatniej z wymienionych inicjatyw, tj. zwiększania zaufania konsumentów usług finansowych, Komisja Europejska chce wprowadzenia rozwiązań lepiej chroniących interesy konsumentów. Jednym z fundamentalnych rozwiązań powodujących zwiększenie zaufania konsumentów jest istnienie wiarygodnych i dobrze chroniących ich interesy systemów gwarantowania depozytów. Dlatego też dokonano przeglądów i zarekomendowano wprowadzenie zmian w zakresie systemów gwarancyjnych. Krótko po kryzysie finansowym jednym z działań przeprowadzonych w krajach Unii Europejskiej było podniesienie minimalnego limitu gwarancyj-

nego do 50 000 euro (niektóre kraje ustanowiły wyższy niż minimalny poziom gwarancji), a od 1 stycznia 2011 r. – 100 000 euro. Komisja pragnie także zwiększyć poziom ochrony w odniesieniu do systemów rekompensat inwestorów giełdowych, jak również przyrzeć się możliwościom zwiększenia poziomu ochrony w ramach ubezpieczeniowych systemów gwarancyjnych. Działania te są więc ukierunkowane na zapewnienie lepszej ochrony klientów instytucji finansowych, co niewątpliwie przyczynia się do zwiększenia ich zaufania do systemu finansowego – kwestii szczególnie ważnej w sytuacji występowania zaburzeń, gdyż ogranicza ryzyko zachowań irracjonalnych.

#### 4. Zakończenie

Kryzys finansowy, który rozpoczął się na rynku *subprime* kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych, a niedługo potem objął swoim zasięgiem prawie cały świat, stając się kryzysem globalnym, pokazał dużą potrzebę zmian w zasadach funkcjonowania rynków finansowych. Kryzys uwypuklił wiele słabości dotychczasowego systemu finansowego, m.in. nieefektywny nadzór, słaby nadzór wewnętrzny w bankach i system zarządzania ryzykiem, nadmierną ekspozycję na ryzyko, brak kontroli nad rynkiem instrumentów pochodnych, nieadekwatne ratingi itp., które wymagały podjęcia natychmiastowych działań. Po kryzysie nikt nie zastanawiał się czy, lecz w jakim kierunku zreformować system finansowy, aby był on bardziej odporny na podobne zaburzenia w przyszłości.

Skala kryzysu pokazała ponadto, że zmiany te nie będą przeprowadzane jedynie na poziomie krajowym, lecz istnieje silna potrzeba współpracy zarówno w zakresie opracowania zasad nowej architektury finansowej, jak i na poziomie implementacji tych zasad.

Plan działań Unii Europejskiej na rzecz reformy sektora finansowego obejmuje inicjatywy przeprowadzane w ramach czterech grup działań: zwiększania przejrzystości, odpowiedzialności, wzmacniania nadzoru i zapobiegania sytuacjom kryzysowym i zarządzania nimi. Niektóre z tych inicjatyw zostały już wprowadzone, inne wymagają podjęcia kolejnych kroków legislacyjnych.

Efektom wprowadzanej reformy sektora finansowego ma być bardziej przejrzysty, lepiej nadzorowany system finansowy, w którym podmioty będą w pełni odpowiedzialne za swoje działania. Cechy te przyczyniają się zatem do zwiększenia jego stabilności, a tym samym zmniejszenia podatności na wstrząsy i zaburzenia. Komisja Europejska chce również, aby w zakresie zarządzania kryzysem znacząco zmniejszyć zaangażowanie finansowe państwa w rozwiązywanie kryzysu, a koszty tych działań przerzucić na same banki. Jest to zgodne z zasadą „zanieczyszczający płaci” znaną z ochrony środowiska, która w tej sytuacji oznaczałaby, że koszty ewentualnych przyszłych kryzysów finansowych miałyby ponosić podmioty odpowiedzialne za ich wywołanie.

## Literatura

- [1] Barnier M., *The Date of 1st January 2011 Marks a Turning Point for the European Financial Sector*, Speech of Michel Barnier 01/01/2011 (dokument dostępny na <http://ec.europa.eu>).
- [2] European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and The European Central Bank. Regulating Financial Services For Sustainable Growth*, COM(2010) 301 final, Brussels 2010.
- [3] European Commission, *Financial Services: Improving European Rules for a More Robust Framework for all Financial Actors and Instruments*, Press Release, IP/10/1677, 8 December 2010, Brussels 2010.
- [4] Flejterski S., *Wstęp do syntezy globalnego kryzysu finansowego*, [w:] *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, red. M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2009.
- [5] Gostomski E., *Odpowiedzialność agencji ratingowych za kryzys subprime*, [w:] *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, red. M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2009.
- [6] Kancelaria Senatu. Przedstawiciel Kancelarii Senatu przy Unii Europejskiej, *Inicjatywy Komisji Europejskiej z zakresu gospodarki, czerwiec 2010*, Sprawozdanie nr 44/2010, Bruksela 2010.
- [7] Komisja Europejska, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów. Wzmocnienie systemów sankcji w branży usług finansowych*, KOM(2010) 716 wersja ostateczna, Bruksela, 8.12.2010.
- [8] Komisja Europejska, *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Europejskiego Banku Centralnego. Bankowe fundusze naprawcze*, KOM(2010) 254 wersja ostateczna, Bruksela 2010.
- [9] Komisja Europejska, *Wniosek. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych*, KOM(2010) 289 wersja ostateczna, 2010/0160 (COD), Bruksela 2010.
- [10] Komisja Europejska. Dyrekcja Generalna ds. Rynku Wewnętrznego i Usług, *Plan działań Unii Europejskiej na rzecz reformy sektora finansowego*, 2010.
- [11] *Sprawozdanie grupy wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE pod przewodnictwem Jacques'a de Larosière'a z dnia 25 lutego 2009 r.*, pkt 201, Bruksela 2009.
- [12] The de Larosière Group, *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Report*, Brussels 2009.

## EUROPEAN COMMISSION INITIATIVES CONCERNING THE INCREASE OF FINANCIAL SYSTEM SAFETY

**Summary:** Present financial crisis reveals many weaknesses of the financial system, causing a strong need for conducting a financial sector reform. The rebuilding of financial system architecture requires close cooperation and coordination of activities on the supranational level. European Commission activities plan which is presented as an effect of such cooperation and which concerns financial system reforms is based on 4 rules: increasing of responsibility, transparency, strengthening of supervision and financial crisis prevention and management. These reforms are aiming at the elimination of financial system weaknesses, and simultaneously financial system stability increasing and decreasing of its vulnerability on the financial crisis.