

*Piotr Masiukiewicz**

**Włodzimierz Szpringer,
Prawo i ekonomia stabilności finansowej,
Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej,
Warszawa 2015, ss. 217**

Monografia Włodzimierza Szpringera *Prawo i ekonomia stabilności finansowej* wypełnia istotną lukę na rynku polskich wydawnictw naukowych. Autor przedstawił bogatą listę zagadnień wymagających wyjaśnienia z związku z budową europejskiego systemu stabilności finansowej¹. Kwestie wymienione i liczne pytania sformułowane na wstępie są kolejno podejmowane w siedmiu rozdziałach, dotyczących: pojęć stabilności finansowej i ryzyka systemowego, banków centralnych, polityki i nadzoru makroostrożnościowego, oceny instytucji finansowych, aspektów regulacji kapitałowych, instytucjonalizacji ERRS, europejskiego modelu nadzoru oraz stabilności finansowej w sektorze bankowości detalicznej. W podsumowaniu zarysowano ocenę sposobu i trybu postępowania w obszarze budowy europejskiego systemu stabilności finansowej. Aktualna i bogata literatura zagraniczna zamieszczona w bibliografii podnosi walor publikacji.

Zdaniem W. Szpringera, kryzys finansowy ujawnił istotne braki w nadzorze finansowym, który nie był w stanie przewidzieć negatywnych zmian o charakterze makroostrożnościowym i zapobiec nagromadzeniu się nadmiernych ryzyk w obrębie systemu finansowego; powstała zatem potrzeba regulacji zapewniających wzmocnienie równych warunków konkurencji oraz wypełnienie istotnych braków

* Piotr Masiukiewicz jest doktorem habilitowanym, profesorem w Instytucie Zarządzania Wartością Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

¹ W. Szpringer, *Prawo i ekonomia stabilności finansowej*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2015.

w nadzorze nad rynkami finansowymi (s. 13). Potwierdziły to między innymi raporty pokryzysowe de Larosiere, Corrigan, Volckera i innych. Ważny wywód pracy dotyczy zatem nadzoru makroostrożnościowego, zaimplementowanego do systemu prawnego UE (unijny i krajowe). Złożoność tego systemu jest widoczna głównie od strony prawnej, ale i organizacyjnej. Ważną część pracy, niekiedy pomijaną w tego rodzaju analizach, stanowi problematyka bezpieczeństwa finansowego gospodarstw domowych i ochrona konsumenta (s. 149 i nast.). To ważne odniesienie, za kryzysy płacą bowiem nie prezesi korporacji finansowych, lecz rzesze zwykłych konsumentów².

Niniejsza recenzja przedstawia zarówno walory monografii W. Szpringera, jak i identyfikuje luki w warstwie informacyjnej i dowodowej. Zawiera ponadto polemikę co do niektórych ocen i wniosków.

1. Problemy pojęciowe oraz celu stabilności

Teoria stabilności finansowej jest stosunkowo nowa i stale rozwijana, także w kontekście dylematu: stabilność za wszelką cenę czy dopuszczenie kryzysów jako ożywczego katharsis? Jakie są granice wyznaczone przez definicje stanu stabilności i stanu kryzysu? Kto powinien odpowiadać za utrzymanie stabilności? Czy powinien być to nowy cel banku centralnego? Pytań i wątpliwości jest sporo; praca W. Szpringera odpowiada na wiele z nich.

Autor monografii definiuje kluczowe dla pracy pojęcia stabilności finansowej i ryzyka systemowego, osadzając je w realiach europejskich rynków finansowych i mechanizmu konkurencji organizującego funkcjonowanie tych rynków (s. 13 i nast.). Konstrukcja pracy, eksponująca znaczenie banków centralnych, wskazuje, że W. Szpringer przypisuje tym podmiotom ważne znaczenie w realizacji polityki makroostrożnościowej, a jednocześnie dostrzega uwarunkowania funkcjonowania tych podmiotów w perspektywie europejskiej, niejednorodność struktur bankowości centralnej, zróżnicowane rozwiązania w zakresie gwarancji ich niezależności, złożoność relacji między nimi a Europejskim Bankiem Centralnym.

Pewne wątpliwości budzi stwierdzenie autora, że dotychczas przeważały definicje negatywne stabilności finansowej (s. 14). W literaturze można znaleźć wiele definicji opartych na pozytywnych przesłankach, m.in. w pracach P. Krugmana, A. Crocketta, A.W. Ryana, J.B. Thomsona, a z polskich autorów A. Alińskiej, A. Sławińskiego i J.K. Solarza.

W. Szpringer podjął ważny problem potencjalnych sprzeczności zapewnienia stabilności finansowej (ograniczeń regulacyjnych podmiotów finansowych) oraz wolności gospodarczej, w tym konkurencji. Sprzeczności tych nie da się uniknąć;

² P. Krugman, *Powrót recesji. Kryzys roku 2008*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2012; P. Masiukiewicz, *Regulacje a ryzyko shadow banking w Polsce*, „Zarządzanie i Finanse” nr 4/2/2012a.

dlatego potrzebna jest dyskusja o modelu zrównoważonych regulacji na rynku finansowym; w tym zasady proporcjonalności, a także dyskusja o znaczącej zmianie aksjologicznych i prakseologicznych podstaw regulacji rynku³.

Szczególne kontrowersje dotyczą podejścia organów ochrony konkurencji do instytucji „zbyt dużych, by upaść”, które, korzystając z gwarancji ze strony władz publicznych, mogą być bardziej podatne na pokusę nadużycia, wymuszanego niekiedy skrajną konkurencyjnością rynku oraz zewnętrzną i wewnętrzną presją na wynik, dokonywanego jednak w praktyce na ryzyko i koszt podatników. Nierozstrzygniętym natomiast (niepodjętym też szerzej w monografii) jest problem jednolitej międzynarodowej definicji dużych i systemowo ważnych instytucji finansowych, ważnych dla stabilności systemowej i podlegających specjalnemu nadzorowi⁴. Arbitralna lista tych instytucji, opublikowana przez FSB, nie rozwiązuje tego problemu.

Ważne jest stwierdzenie autora monografii, że zarządzanie ryzykiem systemowym spoczywa na organach państwa (s. 22); oznacza to, w skali europejskiej, także odpowiedzialność organów unijnych.

2. Instytucjonalna hybryda

W monografii wiele miejsca poświęcono krytycznej analizie systemu instytucji międzynarodowych i krajowych. Charakteryzuje je znaczne rozczłonkowanie systemu, wielowarstwowość i zmienność regulacji wynikających z faktu, że poszczególne rozwiązania wprowadzono w różnych okresach, niekiedy w warunkach kryzysowych oraz sytuacji rozbieżnych interesów niektórych państw członkowskich UE. Pojawiają się problemy nakładania kompetencji, braku współpracy, biurokracji i niesprawności funkcjonowania.

Na system europejskich organów nadzoru finansowego (EBA, EIOPA, ESMA), służący koordynacji działań krajowych, nałożona została Unia Bankowa i jednolity mechanizm nadzorczy (SSM), jednolity mechanizm sanacyjny (SRM) oraz europejski mechanizm stabilizacyjny (ESM) związany z organizowaniem pomocy dla zagrożonych banków. Na tę mozaikę rozwiązań instytucjonalnych nakłada się zróżnicowany zasięg podmiotowy rozwiązań obejmujących bądź to jedynie państwa strefy euro (np. SSM, SRM), lub też całość obszaru unijnego. Zróżnicowanie podmiotowe dotyczy także adresatów działań nadzorczych, którymi są nie tylko banki, ale także inne instytucje finansowe (np. niektóre parabanki).

³ P. Masiukiewicz, S. Morawska, *Regulacje rynku finansowego. Aspekty prakseologiczne*, „Finanse i Zarządzanie”, nr 3/1/2015.

⁴ P. Dec, P. Masiukiewicz, *Dysfunctions and Risks of Big Financial Institutions*, „Business Systems and Economics, Research Journal”, No. 3/2013; P. Masiukiewicz, *Ryzyko dużych banków. Perspektywa Polski*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.

Z drugiej strony za stabilność w ujęciu makro mają odpowiadać międzynarodowa Rada Stabilności Finansowej, Europejska Rada Stabilności Finansowej, EBC i rady/komitety krajowe. Mnożą się też listy specjalne – banków strategicznych objętych stress-testami, listy SFIs i GSFIs. Proliferacja rozwiązań instytucjonalnych, jako główny pomysł na kryzysy, nie wydaje się dobrą metodą. Na problemy w tym obszarze zwraca uwagę W. Szpringer w swojej książce.

Sporo miejsca poświęcono w monografii rozwiązaniom służącym dokonywaniu ocen instytucji finansowych z punktu widzenia ryzyka systemowego (rozdział 4). Wymagało to w pierwszej kolejności zidentyfikowania instytucji generujących potencjalne ryzyko o znaczeniu systemowym, omówienia specyficznych uwarunkowań ewaluacji poszczególnych kategorii tych podmiotów (m.in. banków komercyjnych i inwestycyjnych oraz instytucji płatniczych), nie tylko w świetle bogatego doświadczenia różnych państw, ale także z uwzględnieniem nowych zjawisk, które ujawniły się w związku z globalnym kryzysem finansowym poprzedniej dekady. Autor przedstawił przyjęte w tym zakresie akty unijne, uzupełniając obraz kluczowymi informacjami na temat sposobu wdrażania tych ustaleń na poziomie państw członkowskich UE i oceną barier występujących przy wdrażaniu przyjętych rozwiązań.

3. Zmiany wymogów kapitałowych

Specjalny rozdział monografii poświęcono obowiązującej w Unii Europejskiej regulacji, adresowanej do wszystkich instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych w postaci pakietu aktów obejmujących dyrektywę i rozporządzenie w sprawie wymogów kapitałowych oraz standardów technicznych (rozdział 5). Złożony obraz tych regulacji został uzupełniony analizą komparatywną, obrazującą środki zastosowane w różnych państwach, m.in. w Niemczech, Szwajcarii, USA i Wielkiej Brytanii przez urzędy odpowiedzialne za nadzór bankowy lub finansowy oraz systemowe konsekwencje zastosowania tych środków. Miały one zwiększyć odporność sektora bankowego UE na wstrząsy gospodarcze, poprawić zarządzanie ryzykiem, zapewnić normalną działalność kredytową w razie pogorszenia koniunktury oraz zapobiegać procykliczności regulacji kapitałowych – ale czy spełniły oczekiwania? Szczególną uwagę autor monografii poświęca buforom kapitałowym o zróżnicowanym charakterze, traktowanym jako swego rodzaju innowacja regulacyjna; zostały one przeanalizowane w nawiązaniu do doświadczeń niemieckich z tego zakresu (s. 83 i nast.).

Ważnym tematem, podjętym w monografii, jest prezentacja nowej koncepcji zarządzania ryzykiem, zwanej Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC). Określa ona dodatkowe wymogi kapitałowe dla globalnych instytucji finansowych o znaczeniu systemowym (s. 143 i nast.).

Celowość nakładania dodatkowych wymogów kapitałowych (w efekcie także ograniczenie hazardu moralnego) dla Global Systemically Important Financial In-

stitutions (G-SIFIs) podkreśla w swoich dokumentach Financial Stability Board. Dlatego prawodawca UE uchwalił dyrektywę o reorganizacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych (podstawa jednolitego mechanizmu sanacyjnego SRM) oraz przygotował propozycje dotyczące wprowadzenia koncepcji TLAC. Toczy się dyskusja nad objęciem taką regulacją także sektora ubezpieczeniowego oraz innych instytucji rynku finansowego niezaliczanych do G-SIFIs. Należy zwrócić uwagę, że badanie eksperckie zrealizowane w 2015 roku przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową przyniosło wiele krytycznych opinii co do projektu TLAC.

Kapitały własne i zgromadzone środki płynne w warunkach nagłego kryzysu banku szybko się wyczerpują i potrzebna jest dźwignia finansowa sanacji. Ważną funkcję mają tu do spełnienia banki centralne – funkcję pożyczkodawcy ostatecznej instancji (*lender of last resort*). W Szpringer tylko o niej wspomina w kontekście analizy niezależności banku centralnego na przykładzie FED (s. 29). Niektóre kraje Unii Europejskiej mają uregulowaną ustawowo tę funkcję, większość (w tym Polska) nie ma takiej regulacji. Moim zdaniem jest to element szerszego problemu, jakim jest zakres aktywnego udziału banków centralnych i urzędów nadzoru finansowego w sanacji instytucji kredytowych. Międzynarodowy kryzys finansowy subprime pokazał konieczność takiego udziału i aktywność tych instytucji w praktyce. Ciągłe podwyższanie wymogów kapitałowych instytucji kredytowych nie jest i nie może być panaceum na kryzysy. Problem wydaje się ważny z punktu widzenia bezpieczeństwa finansowego każdego kraju i powinien być przedmiotem szerszych dyskusji oraz dalszych badań. Autor monografii pisze, że: „organy te powinny aktywnie współdziałać z organami nadzoru bankowego i EBC w ramach procedur sanacyjnych i restrukturyzacyjnych recovery/resolution. Istnieją w tej mierze coraz bardziej obiecujące badania ilościowe tzw. oczekiwań ratunkowych, w kontekście regulacji i ratingów dotyczących konkretnej instytucji” (s. 19).

4. Koszty i korzyści regulacji

Omawiana tu praca nie tylko prezentuje nowe rozwiązania zmierzające do zapewnienia makroekonomicznej stabilności rynków finansowych, ale podejmuje istotne kwestie dotyczące sposobu konstruowania tych zabezpieczeń. Pojawiają się w związku z tym klasyczne dla tego obszaru wątki dotyczące oceny bilansu kosztów i korzyści nowych rozwiązań. Wprawdzie ustanawianie omawianych zabezpieczeń na szczeblu unijnym następuje w procesie o charakterze zasadniczo politycznym, a nie ekspercko-urzędniczym, to kwestia całościowej oceny przewidywanych skutków nowych rozwiązań nie może być pominięta. Szczególną uwagę autor monografii koncentruje na kwestiach ocen skutków nowych regulacji makrosystemowych, zarówno w fazie ich wypracowywania, jak i następczej weryfikacji ich efektów. W końcowym rozdziale monografii, dotyczącym oceny skutków regulacji, przedstawiono szeroki zestaw środków stosowanych we współczesnej nauce i praktyce

gospodarczej w celu optymalizacji efektu regulacyjnego. Wskazując na możliwe do zastosowania metody i techniki autor podkreślił, że tradycyjna ekonomia oraz analiza kosztów i efektów nie dają w pełni skutecznych instrumentów ewaluacji skutków regulacji ze względu na narastającą niepewność i złożoność współczesnych rynków finansowych. Proponuje pewne rozwiązania substytucyjne oparte na szacunkach, ale generalnie zwraca uwagę na konieczność bardziej całościowego podejścia. Ze względu na trudności związane ze stosowaniem instrumentów ściśle ilościowych, W. Szpringer proponuje podejście zróżnicowane metodologicznie i instrumentalnie, przy uwzględnieniu aspektów społecznych, behawioralnych, instytucjonalnych, opartych na wynikach badań jakościowych. Autor dostrzega też kolizje różnych podejść związanych ze stabilizowaniem systemów finansowych: ryzyka związane ze wzmożoną ochroną konsumenta, prowadzące do generowania postaw nadmiernie roszczeniowych, nasilanie wymagań ostrożnościowych skutkujące zanikiem przewag konkurencyjnych niektórych uczestników rynku oraz inne kolizje podejść i wartości, ścierających się w procesie wypracowywania końcowych rozwiązań regulacyjnych.

Analiza zawarta w pracy ma charakter wieloaspektowy i interdyscyplinarny; można ją określić jako holistyczne podejście. Obejmuje w pierwszej kolejności aspekty prawne regulacji ustanowionych na poziomie UE, zmierza do wyjaśnienia ich wzajemnych zależności, identyfikacji praktycznych wątpliwości związanych z ich stosowaniem, zaproponowania możliwości interpretacyjnych i wskazania konieczności doprecyzowania określonych ustaleń. Analiza materiału normatywnego koncentruje się głównie na wykładni funkcjonalnej i systemowej, zmierzającej do ustalenia celu i przewidywanego efektu ustanowionych rozwiązań. Takie podejście splata się bezpośrednio z analizą skutków ekonomicznych i ogólnosystemowych nowych rozwiązań. Autor podkreśla znaczenie ekonomicznej analizy prawa zarówno na poziomie krajowym, jak i na poziomie unijnych aktów prawnych, oraz znaczenie podejścia instytucjonalnego w badaniach ekonomicznych. Często odwołuje się do analiz ekonomicznych publikowanych przez uznane instytucje zajmujące się analizą europejskiej polityki gospodarczej i finansowej. Łączne rozpatrywanie aspektów normatywnych i ekonomicznych mechanizmów stabilizacji finansowej ustanowionych na poziomie Unii Europejskiej jest niewątpliwym walorem tego opracowania.

5. Czy *shadow banking* stanowi zagrożenie?

W zaprezentowanej ocenie kryzysu subprime P. Krugman szczególnie dużo miejsca poświęcił toksycznym aktywom i *shadow banking* jako źródłom kryzysu systemowego⁵. Krugman przywołał w tym zakresie stanowisko prezesa FED:

⁵ P. Krugman, *Powrót recesji. Kryzys roku 2008*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2012; P. Krugman, *Zakończcie ten kryzys!*, One Press, Warszawa 2013.

„skala długoterminowego ryzyka i relatywnego braku płynności aktywów finansowych przez krótkoterminowe zobowiązania uczyniła wiele organów i instytucji tego równoległego systemu finansowego wrażliwymi na klasyczny rodzaj paniki, bez wsparcia w postaci zabezpieczenia depozytów, wykorzystywanego zwykle do redukcji takiego ryzyka”⁶. Niewątpliwie specyfika rynku finansowego USA, tj. duży zakres nieregulowanych instytucji parabankowych (w tym banki inwestycyjne), była akceleratorem kryzysu subprime. Czy jednak Europa i Azja nie podążają w tym kierunku, chociaż w innych strukturach? Autor monografii nie odniósł się do tego zjawiska.

Ze względu na rosnący zakres regulacji bankowości klasycznej – co nie obejmuje w zasadzie parabanków (s. 20) – tendencja do wzrostu sektora *shadow banking* stale się odnawia. Rozwój tego sektora występuje także w krajach Europy Środkowo-Wschodniej⁷. Dlatego nie można podzielić opinii W. Szpringera, że parabanki (przedsiębiorstwa pożyczkowe) nie stanowią zagrożenia dla polskiego systemu finansowego (s. 175). A przecież w pojedynczych przypadkach zagrożenie dla bezpieczeństwa finansowego gospodarstw domowych już stale występuje (np. rażąco wysokie ceny pożyczek, piramidy finansowe, defraudacje środków w agencjach usług pieniężnych). Rozwój usług pożyczkowych na platformach internetowych (*social lending*), kreacja pieniądza internetowego (*bitcoin*), usługi finansowe sieci handlowych (w tym karty kredytowe) – to oferta nieregulowanych podmiotów na rynku finansowym, co do której brak jasnego stanowiska władz Unii Europejskiej.

W omawianej monografii W. Szpringera podjęto ważną dla systemu finansowego i jeszcze niedostatecznie zbadaną problematykę. Już sama specyfikacja problemów i zarysowanie obszarów badawczych stanowi o jej wartości. Powinno to zainspirować ośrodki badawczo-naukowe do specjalistycznych badań poszczególnych obszarów zarysowanych w pracy, a w szczególności: stosowanie w praktyce zasady proporcjonalności, sprawność i koordynacja wewnątrz systemu, ocena kosztów wdrażania nowych lub zmienionych regulacji, analiza komparatywna kosztów i efektów działania nowych instytucji, koszty autonomii a stabilność i inne. Monografia będzie z pewnością przydatna dla dalszych studiów, w tym prac magisterskich i doktorskich podejmujących tę problematykę.

Monografia Włodzimierza Szpringera to niezwykle wartościowe źródło wiedzy o aktualnym stanie europejskiego systemu stabilności finansowej. Przedstawia skomplikowany obraz i kierunki ewolucji całego systemu. Jej zasadnicza wartość polega na połączeniu prezentacji obowiązujących rozwiązań normatywnych z oceną bardzo złożonego układu powiązań strukturalnych w obrębie instytucji unijnych

⁶ P. Krugman, *Powrót recesji...*, op. cit., s. 153.

⁷ P. Masiukiewicz, *Regulacje a ryzyko...*, op. cit.

oraz w relacjach z organami państw członkowskich UE, a także z analizą przewidywanych skutków ekonomicznych. Publikacja wyjaśnia przyczyny zmian i drogę, jaką przebyła strefa euro oraz struktury Unii Europejskiej w reakcji na następstwa kryzysu finansowego subprime. Wyróżnia ją interdyscyplinarne podejście sprzyjające wykorzystaniu wyników przedstawionych analiz w praktyce gospodarczej, w tym propozycje zmiany podejścia do regulowania gospodarki⁸. Przedstawione w książce koncepcje, a także zgromadzona przez autora bardzo bogata i aktualna literatura, liczne analizy i raporty, będą stanowiły zapewne źródło inspiracji dla badaczy i studentów zainteresowanych pogłębieniem swojej wiedzy na temat europejskiego systemu finansowego.

Recenzowana monografia prezentuje wartościowe źródło wiedzy i inspiracji dla środowisk związanych z analizą i kształtowaniem polityki gospodarczej i finansowej, stanowi także ważny przyczynek do badań i dyskusji nad bezpieczeństwem finansowym na trzech poziomach: krajów, korporacji i gospodarstw domowych.

Bibliografia

- Alińska A. (red.), *Polityka monetarna i fiskalna a stabilność sektora finansowego*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.
- Dec P., Masiukiewicz P., *Dysfunctions and Risks of Big Financial Institutions*, „Business Systems and Economics, Research Journal”, No. 3/2013.
- Krugman P., *Powrót recesji. Kryzys roku 2008*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
- Krugman P., *Zakończcie ten kryzys!*, One Press, Warszawa 2013.
- Masiukiewicz P., *Regulacje a ryzyko shadow banking w Polsce*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 4/2/2012a.
- Masiukiewicz P., *Ryzyko dużych banków. Perspektywa Polski*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.
- Masiukiewicz P., Morawska S., *Regulacje rynku finansowego. Aspekty prakseologiczne*, „Finanse i Zarządzanie”, nr 3/1/2015.
- Thomson J.B., *On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation*, „Policy Discussion Paper Federal Reserve Bank of Cleveland”, nr 7/2009.

⁸ Zob. P. Masiukiewicz, S. Morawska, *Regulacje rynku finansowego...*, *op. cit.*