

**Nr 1(50) 2013**

**BEZPIECZNY  
BANK**

**BFG**

**BANKOWY FUNDUSZ GWARANCYJNY**

**BEZPIECZNY BANK** jest czasopismem wydawanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny od 1997 roku, poświęconym zagadnieniom stabilności systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego.

**KOMITET REDAKCYJNY:**

Jan Szambelańczyk – redaktor naczelny  
Małgorzata Iwanicz-Drozdowska  
Ryszard Kokoszczyński  
Monika Marcinkowska  
Bogusław Pietrzak  
Jan Krzysztof Solarz  
Małgorzata Polak – sekretarz redakcji  
Ewa Teleżyńska – sekretarz redakcji

**RADA PROGRAMOWO-NAUKOWA:**

Ludwik Kotecki – Przewodniczący  
Dariusz Filar  
Bogusław Grabowski  
Andrzej Gospodarowicz  
Krzysztof Markowski  
Leszek Pawłowicz  
Krzysztof Pietraszkiewicz  
Jerzy Pruski

Artykuły publikowane w **BEZPIECZNYM BANKU** są recenzowane.

Za publikację naukową w **BEZPIECZNYM BANKU** Minister Nauki i Szkolnictwa Wyższego przyznał pięć punktów.

**REDAKCJA:**

Krystyna Kawerska

**WYDAWCA:**

**Bankowy Fundusz Gwarancyjny**  
ul. Ks. Ignacego Jana Skorupki 4  
00-546 Warszawa

**SEKRETARIAT REDAKCJI:**

Ewa Teleżyńska, Małgorzata Polak  
Telefon: 22 583 08 78, 22 583 05 74  
e-mail: ewa.telezynska@bfg.pl; malgorzata.polak@bfg.pl

Informacje dotyczące wymogów formalnych i edytorskich dla autorów publikacji znajdują się na stronie: [www.bfg.pl/wymagania-dla-autorow](http://www.bfg.pl/wymagania-dla-autorow)

**[www.bfg.pl](http://www.bfg.pl)**



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:  
Dom Wydawniczy ELIPSA  
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa  
tel./fax 22 635 03 01, 22 635 17 85  
e-mail: [elipsa@elipsa.pl](mailto:elipsa@elipsa.pl), [www.elipsa.pl](http://www.elipsa.pl)

---

# W numerze

---

Jan K. Solarz – *Od Redakcji* ..... 5

## **Problemy i poglądy**

Ewa Nastarowicz – *Wierzytelności bankowe w funduszach sekurytyzacyjnych działających na rynku polskim* ..... 7

Piotr Frątczak – *Definicja depozytu w świetle opinii Trybunału EFTA oraz orzeczenia Sądu Najwyższego Islandii w sprawie Aresbank S.A. przeciwko NBI hf, Fjármálaeftirlitid i rządowi Islandii* ..... 29

Waldemar Aspadarec – *Transparentność funduszy hedgingowych a ryzyko systemowe* ..... 54

Krzysztof Broda – *Nadzorcza perspektywa zarządzania ryzykiem* ..... 77

Zygmunt Kukula – *Przeciwdziałanie praniu pieniędzy na Słowacji w świetle niektórych polskich rozwiązań prawnych* ..... 92

Zbigniew Krysiak – *Wartość ryzyka operacyjnego banku w ujęciu holistycznym* ..... 112

## **Miscellanea**

Oktawiusz Szubart – *Informacja na temat zasad gwarantowania depozytów w systemie jordańskim* ..... 130

## **Recenzje**

Mirosława Capiga – *Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (red.), Zarządzanie ryzykiem bankowym* ..... 138

Wiesław Rehan – *Piotr Masiukiewicz, Ryzyko dużych banków – perspektywa Polski* ..... 143

# CONTENTS

Jan K. Solarz – From the Editors .....	5
----------------------------------------	---

## **Problems and opinions**

Ewa Nastarowicz – <i>Bank receivables in securitization funds operating on the Polish market</i> .....	7
Piotr Frątczak – <i>The definition of deposits in the light of the opinion of the EFTA Court and the ruling of the Supreme Court of Iceland in the case Aresbank SA vs. NBI hf., Fjármálaeftirlitid and the government of Iceland</i> .....	29
Waldemar Aspadarec – <i>Hedge fund transparency and systemic risk</i> .....	54
Krzysztof Broda – <i>Risk management: a supervisory perspective</i> .....	77
Zygmunt Kukuła – <i>Counteracting money laundering in Slovakia in light of certain Polish legal solutions</i> .....	92
Zbigniew Krysiak – <i>Bank operational risk valuation: a holistic perspective</i> . . .	112

## **Miscellanea**

Oktawiusz Szubart – <i>Information about the Jordanian deposit guarantee system</i> .....	130
-------------------------------------------------------------------------------------------	-----

## **Reviews**

Mirosława Capiga – <i>Managing bank risk, edited by Małgorzata Iwanicz-Drozdowska</i> .....	138
Wiesław Rehan – <i>Banks – Europe – Globalization. In context of the book “Big bank risk – the Polish perspective” by Piotr Masiukiewicz</i> .....	143

## OD REDAKCJI

Na przełomie tysiącleci, w warunkach deregulacji i nadzwyczajnego rozwoju innowacyjnych instrumentów finansowych kształtował się równoległy system bankowy (ang. *shadow banking*), oferujący inwestorom alternatywę w stosunku do depozytów bankowych, a jednocześnie działający w obszarze pośrednictwa finansowego poza instytucjami kredytowymi zaliczanymi do klasycznie rozumianych banków. Według Rady Stabilności Finansowej równoległy system bankowy obejmuje m.in. takie podmioty i instrumenty finansowe jak:

- fundusze rynku pieniężnego (MMF) oraz inne rodzaje funduszy inwestycyjnych lub produktów wykazujących cechy depozytowe;
- fundusze inwestycyjne, które udzielają kredytów lub stosują dźwignię finansową, w tym fundusze inwestycyjne typu ETF i fundusze hedgingowe;
- przedsiębiorstwa finansowe i podmioty obracające papierami wartościowymi, udzielające kredytów lub gwarancji kredytowych lub dokonujące transformacji terminów zapadalności lub transformacji płynności, które nie są regulowane przepisami dotyczącymi banków;
- zakłady ubezpieczeń i zakłady reasekuracji, które emitują lub gwarantują produkty kredytowe;
- transakcje sekurytyzacyjne, pożyczki papierów wartościowych i umowy odkupu (repo).

Integralny – w istocie – charakter pośrednictwa finansowego sprawia, że „bankowość równoległa” generuje ryzyko dla długoterminowej stabilności finansowej, głównie ze względu na kumulowanie się nieznanych źródeł ryzyka w sektorze finansowym i potencjalne konsekwencje przenoszenia „zarażenia” z równoległego systemu bankowego na normalny sektor bankowy. Procesy związane z funkcjonowaniem równoległej bankowości są przedmiotem zainteresowania zarówno podmiotów sieci bezpieczeństwa na poziomie międzynarodowym, jak i krajowym, zwłaszcza w kontekście projektowanych regulacji.

W nawiązaniu do tytułu naszego czasopisma można lapidarnie stwierdzić, że bezpieczny bank to instytucja kredytowa, w której zarządzanie ryzykiem pozwala szybko i skutecznie reagować na nowe wyzwania, ze szczególnym uwzględnieniem zagrożeń. Współcześnie jednym z istotniejszych wyzwań dla takiego zarządzania,

także w Polsce, jest rozwój równoległego systemu bankowego. Między innymi dlatego, że wbrew stereotypom nie ma on już marginalnego znaczenia w systemie finansowym.

Dane statystyczne wskazują, że rozmiary bankowości równoległej w czasach Wielkiej Stagnacji w Europie są większe niż w USA. Jednocześnie wiele wskazuje na to, że nie jest to zjawisko przejściowe, ale trwała zmiana architektury systemu finansowego.

W tych warunkach niniejszy 50 numer Bezpiecznego Banku poświęcono głównie potencjalnym konsekwencjom bankowości równoległej dla zarządzania ryzykiem. Traktują o tym cztery artykuły, w których:

- ❖ wskazano na fundusze hedgingowe jako ważne ogniwo systemu bankowości równoległej w Polsce,
- ❖ scharakteryzowano fundusze sekurytyzacyjne działające na rynku polskim,
- ❖ analizie porównawczej poddano definicję techniczną i funkcjonalną depozytu,
- ❖ zidentyfikowano pułapki modelowania ryzyka operacyjnego przedsiębiorstw.

Syntetycznym przesłaniem tych opracowań jest konieczność zerwania z „silosowym” postrzeganiem bankowości równoległej jako zjawiska typowego dla wysoko zaawansowanych systemów finansowych. Wynika z nich również potrzeba holistycznego ujęcia równoległego systemu bankowego, występującego w codziennej praktyce – także w Polsce.

Tradycyjne swoje miejsce w Bezpiecznym Banku zajmuje opis zagranicznego systemu gwarantowania depozytów. Tym razem są to rozwiązania obowiązujące w Królestwie Jordanii. Numer zamyka recenzja książki Piotra Masiukiewicza „Ryzyko dużych banków – perspektywa Polski”.

Oddając PT Czytelnikom kolejny numer Bezpiecznego Banku, warto przypomnieć, że czasopismo powstało z inicjatywy profesora Władysława Baki pierwszego Przewodniczącego Rady Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, a XV-lecie obecności na rynku jest zarówno świadectwem trafności pomysłu, jak i dowodem potwierdzenia jego zasadności, przez organy Funduszu w kolejnych kadencjach.

Pozostaje mieć nadzieję, że poświęcenie jubileuszowego numeru problematyce bankowości równoległej w Polsce Czytelnicy uznają za trafną decyzję.

*Jan K. Solarz*

---

# Problemy i poglądy

---

Ewa Nastarowicz\*

## WIERZYTELNOŚCI BANKOWE W FUNDUSZACH SEKURYZACYJNYCH DZIAŁAJĄCYCH NA RYNKU POLSKIM

### WSTĘP

W momencie ujawnienia się ostatniego kryzysu finansowego głośno było o sekurytyzacji. Część ekonomistów wskazywała na sekurytyzację jako główną przyczynę kryzysu na amerykańskim rynku kredytów *subprime*<sup>1</sup>. Na rynku polskim zaczęto podchodzić z dystansem do transakcji sekurytyzacyjnych<sup>2</sup>. Obawiano się, że polscy inwestorzy mogą podzielić losy inwestorów z rynku amerykańskiego. Z czasem jednak obawy te zostały rozwiązane<sup>3</sup>.

---

\* Ewa Nastarowicz jest adiunktem w Zakładzie Bankowości Uniwersytetu Łódzkiego.

<sup>1</sup> Szerzej: E. Szablowska, *Sekurytyzacja a rozprzestrzenianie się kryzysu kredytów subprime*, [w:] J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny (red.), *Koniunktura gospodarcza. Od banki internetowej do kryzysu subprime*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 143–150.

<sup>2</sup> Papiery wartościowe emitowane w transakcjach sekurytyzacyjnych zaczęły być postrzegane przez inwestorów na całym świecie jak złożone konstrukcje, mało przejrzyste, bardzo ryzykowne. *EMEA Structured Finance Snapshot*, Fitch Ratings, lipiec 2010, s. 8. *EMEA Structured Finance Snapshot*, Fitch Ratings, luty 2010, s. 7. Zob. P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, SGH, Warszawa 2009; N. Jeziolowicz, *Sekurytyzacja wróci do łask?*, „Bank”, 12/2008, s. 30–32.

<sup>3</sup> Podmioty rynku kapitałowego zainteresowane sekurytyzacją pracowały cały czas nad poprawą wizerunku transakcji sekurytyzacyjnych. Banki inwestycyjne, zwłaszcza działające na rynku amerykańskim, wypracowały własne rozwiązania, mające na celu poprawę przejrzystości transakcji sekurytyzacyjnych i, co za tym idzie, również bezpieczeństwa. Szerzej: P. Jenkins, *Securi-*

Sekurytyzacja jest procesem złożonym, który w ostatnich kilkunastu latach uległ znacznym przeobrażeniom. Większość obecnie wykorzystywanych konstrukcji sekurytyzacyjnych jest bardzo skomplikowana. Wymagają one specjalistycznej wiedzy jej uczestników, a także czasu na przygotowanie transakcji.

Jak wynika z dostępnych informacji, transakcje sekurytyzacyjne przeprowadzane na rynku polskim różnią się znacznie od transakcji na rynkach zagranicznych. Dane dla Europy wskazują, że najczęściej sekurytyzacji poddawane są wierzytelności hipoteczne<sup>4</sup>. W Polsce natomiast brakuje odpowiednich uregulowań i bodźców do wykorzystania w transakcjach sekurytyzacyjnych wierzytelności zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach<sup>5</sup>. Polskie papiery sekurytyzacyjne rzadko mają ocenę ratingową, która zazwyczaj jest nadawana w przypadku zagranicznych emisji sekurytyzacyjnych. Charakterystyczne dla polskich emisji jest wykorzystanie funduszu sekurytyzacyjnego jako formy organizacyjnej SPV<sup>6</sup>. Ze względu na ograniczony dostęp do informacji o funkcjonowaniu funduszy sekurytyzacyjnych w pracy dokonano analizy działalności funduszy sekurytyzacyjnych działających na polskim rynku. Zwrócono szczególną uwagę na współpracę tych podmiotów z sektorem bankowym.

## 1. SEKURTYZACJA W SEKTORZE BANKOWYM

Katalog wierzytelności, które mogą być poddane sekurytyzacji, zgodnie z amerykańskim stwierdzeniem *If you can grade it, you can trade it*<sup>7</sup>, nie jest zamknięty. Wybór wierzytelności do sekurytyzacji jest jednym z najważniejszych etapów tego procesu<sup>8</sup>. Istotny jest dostęp do danych historycznych dotyczących wierzytelności będących przedmiotem sekurytyzacji. Aktywa wybierane do sekurytyzacji powinny być wyrażone w pieniądzu, pochodzące z obrotu gospodarczego, jednorodne, np. pakiet aktywów składający się z kredytów hipotecznych, pakiet wierzytelności z kart

---

*tisation reinvented to cut costs*, „Financial Times”, 5.07.2009. „Smart” securitization, „Financial Times”, 5.05.2009.

<sup>4</sup> Podobna sytuacja jest w Stanach Zjednoczonych.

<sup>5</sup> Istotnym ograniczeniem są polskie przepisy prawne, które w tym momencie uniemożliwiają sekurytyzację wierzytelności hipotecznych. W Polsce emisje listów zastawnych zabezpieczone są hipotecznie, jednak ich udział w rynku jest nieznacznym.

<sup>6</sup> Spółka specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV, *Financial Vehicle Corporation* – FVC, spółka celowa) jest to podmiot powoływany wyłącznie na potrzeby transakcji sekurytyzacyjnych. SPV powoływana jest w formie tzw. spółki sieroty (*orphan company*) niepowiązanej organizacyjnie i kapitałowo z innymi podmiotami. Ma to na celu wyeliminowanie ryzyka związanego z prowadzeniem innej działalności niż skupowanie wierzytelności w transakcjach sekurytyzacyjnych i emisja papierów wartościowych opartych na aktywach.

<sup>7</sup> Jeżeli możesz to oszacować, możesz tym handlować.

<sup>8</sup> Szerzej: J. Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, John Wiley & Sons, Inc., 2004, s. 103–142.



kredytowych<sup>9</sup>. Ponadto taki pakiet powinien być odpowiednio duży<sup>10</sup> i zdywersyfikowany<sup>11</sup>. Elementy te wpływają na opłacalność całej transakcji. Sekurytyzować można zarówno wierzytelności istniejące, jak i przyszłe<sup>12</sup>. Na obecnym etapie rozwoju sekurytyzacji, poza aktywami, do procesu wykorzystuje się również pasywa<sup>13</sup>. Sekurytyzacja pasywów (głównie bankowych) przyczynia się do lepszej alokacji środków, większej mobilizacji kapitału, standaryzacji produktów i regulacji płynności<sup>14</sup>.

Podmiotami (inicjatorami, aranzjerami) wykorzystującymi sekurytyzację w celu pozyskania finansowania są przede wszystkim<sup>15</sup>:

- ❖ banki komercyjne;
- ❖ firmy leasingowe;
- ❖ firmy ubezpieczeniowe;
- ❖ korporacje międzynarodowe;
- ❖ linie lotnicze;
- ❖ przedsiębiorstwa telekomunikacyjne itp.

Największy udział w rynku sekurytyzacyjnymi mają wierzytelności bankowe<sup>16</sup>. Banki, decydując się na sekurytyzację swoich aktywów, mają na uwadze takie ko-

<sup>9</sup> Przykładową procedurę konstrukcji portfela wierzytelności hipotecznych w procesie sekurytyzacji zaproponowała m.in. M. Kalasińska. Procedura ta składa się z 4 etapów: wybór jednorodnej grupy wierzytelności bankowych spełniających określone założenia, podział kredytów według klas należności, grupowanie należności kredytowych w klasy ryzyka kredytowego według stworzonego syntetycznego miernika, który został skonstruowany przy wykorzystaniu metody wzorca Z. Hellwiga oraz tworzenie portfela o zadanych parametrach z wyselekcjonowanej grupy kredytów. Szerzej: M. Kalasińska, *Konstruowanie portfela wierzytelności hipotecznych w procesie sekurytyzacji*, „Finansowanie Nieruchomości”, 4/5, 2006, s. 12–22.

<sup>10</sup> Przy zbyt niskiej wartości portfela część inwestorów nie zdecyduje się na udział w postępowaniu przetargowym, ale zbyt duży portfel to wyzwanie organizacyjne i finansowe, któremu część inwestorów może nie poddać. Inna niż oczekiwana przez inwestorów wielkość portfela prowadzi do zmniejszenia liczby uczestników postępowania przetargowego – co może przełożyć się na zaoferowaną cenę. Przyjmuje się, że wartość portfela korporacyjnego powinna wynosić pomiędzy 600 mln zł a 1 mld zł. S. Stańko, *Okiem praktyka*, „Bank”, 04/2007, s. 14.

<sup>11</sup> Na jakość portfela kredytów niespłacanych przeznaczonych do sekurytyzacji ma wpływ jego struktura oraz rodzaje zabezpieczeń gwarantujących przewidziane przepływy pieniężne. M. Matusiak, *Sekurytyzacja ante portas*, „Bank”, 06/2006, s. 37.

<sup>12</sup> Pierwsza transakcja sekurytyzacyjna dotycząca wierzytelności przyszłych została przeprowadzona przez Mexico's Telmex w 1987 r. S. Ketkar, D. Ratha (red.), *Innovative Financing for Development*, World Bank Publications, Washington 2008, s. 7.

<sup>13</sup> Ze względu na małą liczbę transakcji sekurytyzacyjnych z udziałem pasywów, w niniejszej pracy, dla uproszczenia, przedmiot transakcji sekurytyzacyjnych będzie nazywany aktywem.

<sup>14</sup> J. Cichorska, *Sekurytyzacja depozytów*, „Bank”, kwiecień 2000, s. 24; I. Pyka (red.), *Przestanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wyd. Uczelniane Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2003, s. 70.

<sup>15</sup> M. Gąsior, *Sekurytyzacja jako nowoczesna forma pozyskania kapitału*, [www.finance.info.pl](http://www.finance.info.pl) (dostęp: 17.06.2010).

<sup>16</sup> Sytuacja taka występowała począwszy od pierwszych transakcji sekurytyzacyjnych. Przykłady przewagi wierzytelności bankowych nad pozostałymi rodzajami wierzytelności można znaleźć

rzyści, jak: finansowanie pozabilansowe (*off-balance-sheet financing*)<sup>17</sup>, oddzielenie ryzyka inicjatora od ryzyka puli aktywów, a tym samym niższy koszt pozyskiwanego kapitału, łatwość zarządzania ryzykiem, wybór grupy inwestorów<sup>18</sup>.

Dla banków mających problem z utrzymaniem kapitałów na zadowalającym poziomie ma duże znaczenie finansowanie pozabilansowe. W następstwie sprzedaży wierzytelności do spółki specjalnego przeznaczenia zarówno aktywa, jak i zobowiązania wynikające z emisji papierów wartościowych nie są wykazywane w bilansie inicjatora. Umożliwia to poprawę lub utrzymanie na podobnym poziomie wskaźników finansowych inicjatora, w tym współczynnika wypłacalności. Bank, dla którego współczynnik wypłacalności zbliża się do minimalnego poziomu, chcąc kontynuować akcję kredytową musi zasilić się drogim kapitałem własnym. Dzięki sekurytyzacji bank może wyeliminować z bilansu aktywa o wyższej wadze ryzyka i zastąpić je gotówką o zerowej wadze ryzyka, a uwolniony kapitał może przeznaczyć na dalszą akcję kredytową<sup>19</sup>. Pozyskane środki pieniężne mogą zostać wykorzystane na ekspansję bieżącej działalności banku, realizację nowych pomysłów, poprawę konkurencyjności, zdobycie nowych rynków zbytu. Ponadto sekurytyzacja daje szansę na poprawę efektywności i rentowności, jeśli gotówka będzie wydatkowana na działalność przynoszącą wyższą dochodowość od sekurytyzowanych aktywów. Przeznaczenie środków pieniężnych ze sprzedaży aktywów do SPV na spłatę

---

m.in. *ESF Securitisation Data Report: Q4 2008*, European Securitisation Forum, <http://www.eurosecuritisation.com/dynamic.aspx?id=194> (dostęp: 7.07.2009) *AFME-ESF Securitisation Data Report: Q4 2010*, AFME/ESF and SIFMA, <http://www.afme.eu/document.aspx?id=4864> (dostęp: 11.04.2011).

- <sup>17</sup> Emisja papierów wartościowych opartych na aktywach powoduje konieczność przeniesienia aktywów od inicjatora do SPV. Najczęściej transfer ten jest konstruowany tak, aby był aktem sprzedaży. Nie można jednak wykluczyć konstrukcji, w której SPV poddane jest konsolidacji w bilansie inicjatora (*on-balance structure*). Wówczas wybrane aktywa mogą pojawić się w bilansie skonsolidowanym inicjatora, mimo że prawa do nich zostały przeniesione na SPV. Przyjęcie takiego rozwiązania można połączyć z wyborem właściwej metody sekurytyzacji. W praktyce, zamiast emitowania przez SPV papierów dłużnych wykorzystuje się sprzedaż udziałów w SPV. Dochód z papierów partycypacyjnych może być realizowany przez ich sprzedaż lub umorzenie. M. Gąsior, *Sekurytyzacja jako nowoczesna forma...*, *op. cit.*
- <sup>18</sup> P.J. Szczepankowski, *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami: faktoring, sekurytyzacja aktywów i leasing*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1998, s. 69; R. Janiak, *Długami handlowanie*, „Bank”, 09/2005, s. 57–58; B. Półtorak, *Sekurytyzacja aktywów bankowych we współpracy z firmami windykacyjnymi*, „Finansowanie Nieruchomości”, 06/2006, s. 35; J. Krawczyński, Ł. Rey, *Praktyk pomoże*, „Bank”, 06/2006, s. 40; A.A. Jobst, *Asset securitisation as a risk management and funding tool*, [w:] A. Krause (red.), *Managerial Finance: Risk Management*, vol. 32, nr 9/2006; Emerald Group Publishing Ltd, 2006, s. 733.
- <sup>19</sup> M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2007, s. 124. Sekurytyzacja, organizując rynek wtórny dla wierzytelności, sprzyja rozwojowi rynku pierwotnego. Banki, mając możliwość zbycia należności, rozszerzają akcję kredytową, zwiększając wartość przyznawanych kredytów, co prowadzi do nasilenia konkurencji wewnątrz sektora (np. obniżenie oprocentowania, łatwość uzyskania kredytu).

zobowiązań powoduje „skrócenie” bilansu, co automatycznie wywołuje pozytywne efekty jak<sup>20</sup>:

- ❖ wzrost udziału kapitałów własnych w pasywach i poprawę struktury finansowania aktywów;
- ❖ zmniejszenie się wskaźników zadłużenia;
- ❖ spadek wartości aktywów, co przyczynia się do poprawy wskaźnika ROA i wskaźnika efektywności wykorzystania majątku (rotacji aktywów).

Sprzedż wierzytelności regularnych i nieregularnych powoduje wzrost rentowności kapitału własnego banku (ROA i ROE), a dla jego akcjonariuszy oznacza maksymalizację stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału. Jest to zatem skuteczne narzędzie do zarządzania adekwatnością kapitałową banku. Pozwala zarówno obniżyć wymogi kapitałowe, jak i udzielać kolejnych kredytów. Wraz ze wzrostem wymogów kapitałowych banki zostały zmuszone do efektywniejszego zarządzania funduszami własnymi. Sekurytyzacja pozwala bankom uniknąć tworzenia rezerw, gdyż sprzedane aktywa nie wymagają rezerw<sup>21</sup>.

Aby zwiększyć rentowność przedsięwzięcia, banki mogą prowadzić dalszą obsługę sekurytyzowanych wierzytelności. Taka obsługa zapewnia im również utrzymanie kontaktów z dotychczasowymi klientami. Banki, które obawiają się pogorszenia stosunków z klientami lub całkowitej utraty tych klientów, zazwyczaj podejmują decyzję o dalszym administrowaniu tymi aktywami.

W miarę rozwoju procesów sekurytyzacyjnych obserwuje się, że instytucje rozważające sekurytyzację wybierają przede wszystkim aktywa o niższej dochodowości, ale też o niższym ryzyku. Nie wymagają one znacznych nakładów na poprawę jakości kredytowej emitowanych papierów wartościowych. Tym samym inicjatorzy mogą pozostawiać sobie aktywa o gorszej jakości kredytowej i narażać się na nadmierną ekspozycję na ryzyko. Potwierdzeniem tezy o negatywnej selekcji aktywów są badania Banku Rozrachunków Międzybankowych, według których jedną z przyczyn gorszego standingu banków jest właśnie sekurytyzacja aktywów<sup>22</sup>.

Dla banków-inicjatorów, poza licznymi korzyściami, sekurytyzacja niesie istotne zagrożenia. Należą do nich<sup>23</sup>:

- ❖ pokusa manipulacji bilansem banku;
- ❖ manipulacja wynikami i wskaźnikami finansowymi;
- ❖ kreowanie fałszywego obrazu banku;

<sup>20</sup> W.L. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2002, s. 440; K. Werner, *Sekurytyzacja aktywów banku*, „Nowoczesny Bank Spółdzielczy”, 05/2006, s. 40–42.

<sup>21</sup> M.A. Dudek, *Problem wierzytelności*, <http://www.e-rachunkowosc.pl/artukul.php?view=590> (dostęp: 18.06.2010).

<sup>22</sup> M. Borek, *Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku*, „Bank”, luty 2001 r., s. 54–60.

<sup>23</sup> M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, *op. cit.*, s. 126.

- ❖ tzw. hazard moralny, przejawiający się w tworzeniu nowych aktywów obciążonych wyższym ryzykiem.

Dotychczas banki w Polsce podchodziły z rezerwą do sekurytyzacji. Inicjatorami pierwszych transakcji sekurytyzacyjnych w naszym kraju były podmioty niebankowe, tj.: dostawcy zaopatrzenia dla szpitali<sup>24</sup>, firmy leasingowe<sup>25</sup>. Spowodowane to było głównie ograniczeniami w prawie polskim – brak jasno sprecyzowanych przepisów dotyczących sekurytyzacji. Możliwości sprzedaży wierzytelności w ramach transakcji sekurytyzacyjnych pojawiły się w momencie utworzenia pierwszych funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim.

## 2. FUNDUSZ SEKURTYZACYJNY ALTERNATYWĄ DLA SPÓŁKI KAPITAŁOWEJ

Forma organizacyjna SPV zależy od konstrukcji danej transakcji sekurytyzacyjnej. Na wybór formy organizacyjnej mają też wpływ przepisy prawne i podatkowe obowiązujące w danym państwie. W Polsce obecnie najczęściej SPV powoływana jest w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Spowodowane jest to głównie istnieniem preferencyjnych przepisów podatkowych dotyczących transakcji sekurytyzacyjnych z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych<sup>26</sup>.

W Polsce fundusze sekurytyzacyjne pojawiły się w 2005 r., po wejściu w życie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, stwarzających warunki do działalności tego typu funduszy. W 2005 r. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd<sup>27</sup>

<sup>24</sup> W Polsce pierwsza transakcja została zrealizowana w 1999 r. przez firmę Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne S.A. Szerzej: J. Gajdka, B. Piwowarczyk, *Wybrane praktyczne i formalno-prawne problemy związane z sekurytyzacją aktywów w Polsce*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 486–489. Innymi inicjatorami transakcji sekurytyzacyjnych, w których przedmiotem sekurytyzacji były wierzytelności szpitalne, były: PHARMAG S.A. (początek transakcji maj 2001 r.) i Greenhouse Capital Management S.A. (początek transakcji kwiecień 2001 r.).

<sup>25</sup> W marcu 2000 r. pilotażową sekurytyzację wierzytelności leasingowych przeprowadziła spółka PEKAO Leasing na kwotę 4,3 miliona zł. Przedmiotem sekurytyzacji były należności PEKAO Leasing od banku Pekao S.A. z tytułu leasingu sprzętu komputerowego. M. Borek, *Rola technik sekurytyzacyjnych*, „Bank”, grudzień 2000, s. 53–55.

<sup>26</sup> Coraz częstszą praktyką jest zakładanie SPV w państwach, w których obowiązują korzystne przepisy podatkowe oraz uregulowania dotyczące obrotu papierami wartościowymi. Przykładem może być Cypr, gdzie stawki CIT są najniższe w Unii Europejskiej (stawka CIT 10%) i dodatkowo stosuje się liczne zwolnienia podatkowe, np. dochody kapitałowe nie są opodatkowane. W ostatnich latach bardzo chętnie wybieranym na siedzibę SPV państwem jest Luksemburg, który ze względu na preferencyjne przepisy podatkowe i minimum biurokracji przyciąga inwestorów. Szerzej: W. Lutz, *Raje podatkowe nie tylko dla bogaczy*, Fijor Publishing, 2010.

<sup>27</sup> Do września 2006 r. organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym, od września 2006 r. nadzór sprawuje KNF (m.in. wydaje zgodę na utworzenie funduszu sekurytyzacyjnego).

wydała zgodę na utworzenie pierwszych 4 niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych:

- ❖ Prokura NSFIZ;
- ❖ S-Collect FIZNFS;
- ❖ Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ;
- ❖ BEST I NSFIZ.

Pierwszą transakcję przeniesienia wierzytelności na fundusz sekurytyzacyjny (S-Collect FIZNFS) przeprowadził Bank PKO BP SA oraz PKO/Credit Suisse TFI. Transakcja dotyczyła zakupu portfela ok. 73 tys. wierzytelności nieregularnych, o wartości nominalnej ok. 660 mln zł<sup>28</sup>.

Do tej pory na polskim rynku fundusze sekurytyzacyjne tworzone były głównie z myślą o konkretnym inwestorze, co w znaczny sposób ograniczało dostęp do tego typu inwestycji pozostałym podmiotom. W związku z tym, że banki (inicjatorzy sekurytyzacji) nie były zainteresowane zbywaniem wierzytelności przynoszących stały dochód, jedyną formą funduszu sekurytyzacyjnego, którą do tej pory wykorzystywano w transakcjach, był fundusz niestandardyzowany<sup>29</sup>. Fundusze sekurytyzacyjne standaryzowane, z racji obowiązujących ograniczeń ustawowych w zakresie konstrukcji funduszu, postrzegane są jako mniej elastyczne, zwłaszcza w obszarze kreacji portfela inwestycyjnego<sup>30</sup>.

Większość obecnie działających funduszy sekurytyzacyjnych została utworzona przez firmy windykacyjne lub grupy kapitałowe z nimi powiązane<sup>31</sup>. W przypadku pozostałych funduszy TFI zarządzające nimi zlecają zarządzanie portfelem inwestycyjnym wyspecjalizowanym firmom windykacyjnym. Firmy windykacyjne odgrywają dużą rolę w działalności funduszy. Firmy, które uzyskały zgodę/otrzymały licencję Komisji Nadzoru Finansowego, mogą zarządzać wierzytelnościami funduszu, dokonywać wycen lokat funduszu oraz brać czynny udział w procesach przetargowych związanych z nowymi inwestycjami w portfele wierzytelności. Na polskim rynku fundusze sekurytyzacyjne obsługiwane są m.in. przez takie podmioty jak: Kruk (Prokura NSFIZ), P.R.E.S.C.O. (S-Collect NSFIZ), Best z Gdyni (BEST I NSFIZ i BEST II NSFIZ), Ultimo (Ultimo NSFIZ), UC Financial Services Sp. z o.o. (Fincrea 1 FIZNFS). Ponadto fundusze sekurytyzacyjne mają w swojej ofercie następujące towarzystwa funduszy inwestycyjnych: Allianz Polska (Kre-

<sup>28</sup> D. Liskowska, *Fundusze sekurytyzacyjne jako forma refinansowania wierzytelności*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Nowe usługi finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 20.

<sup>29</sup> N. Chudzyńska, *Fundusze sekurytyzacyjne bez świetlanej przyszłości*, „Gazeta Giełdy Parkiet”, 31.02.2009.

<sup>30</sup> *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Opracowanie dla IZFiA, Warszawa 2010, [http://www.izfa.pl/files\\_user/pdf/Rynek%20FIZ%20w%20Polsce.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Rynek%20FIZ%20w%20Polsce.pdf) (dostęp: 10.01.2011), s. 12.

<sup>31</sup> M. Dębniowska, J. Długosz, *Znaczenie i rozwój sekurytyzacji na rynku finansowym*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007, s. 380.

dyt Inkaso I NSFIZ), BEST TFI (BEST II NSFIZ i BEST III NSFIZ), Idea TFI (GPM Vindexus NSFIZ, Electus NSFIZ), Skarbiec TFI (EGB Podstawowy NSFIZ), Intrum Justitia TFI (Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZNFS), Ipopema TFI (Corpus Iuris NSFIZ)<sup>32</sup>. Najaktywniejszym podmiotem jest Copernicus Capital TFI, który zarządza obecnie 10 funduszami sekurytyzacyjnymi<sup>33</sup> i współpracuje z wieloma podmiotami zajmującymi się ściąganiem wierzytelności.

Niepubliczny charakter funduszy sekurytyzacyjnych powoduje, że informacje o transakcjach przeprowadzanych przez te fundusze w większości są niejawne. Ponadto część funduszy sekurytyzacyjnych nie publikuje wycen certyfikatów, co utrudnia przeprowadzenie analiz dotyczących tego rynku. Analizując historyczne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych, które publikują wyceny certyfikatów, widać dużą niejednorodność.

Na 31 grudnia 2010 r. 9 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (w tym 8 krajowych) zarządzało 22 funduszami sekurytyzacyjnymi (w tym 20 krajowymi)<sup>34</sup>, w których zgromadzono aktywa netto o wartości 728 mln zł<sup>35</sup> (tabela 1). Wśród tych 22 funduszy jest fundusz EGB z dwoma funduszami powiązаныmi (konstrukcja *Master/Feeder*<sup>36</sup>).

Aktywa netto niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych w 2010 r. spadły o 196 mln zł (w stosunku do 2009 r.), co daje 21-procentowy spadek aktywów. Jest to sytuacja odwrotna niż w 2009 r., kiedy zanotowano 8,6-procentowy wzrost wartości aktywów (w stosunku do 2008 r.)<sup>37</sup>.

Na tle całego sektora funduszy inwestycyjnych, spadek wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych o 21% nie prezentuje się najlepiej – rynek funduszy

<sup>32</sup> *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce, op. cit.*, s. 12.

<sup>33</sup> Gdyby nie zakończenie działalności dwóch funduszy sekurytyzacyjnych w 2008 r. (Sekura NSFIZ oraz ProCollect NSFIZ), obecnie Copernicus Capital TFI zarządzałoby 12 funduszami.

<sup>34</sup> W roku 2010 nie utworzono ani jednego nowego funduszu sekurytyzacyjnego (KNF wydał zgodę na utworzenie Funduszu BPS 1 NSFIZ 18 listopada 2010 r., ale fundusz ten został zarejestrowany dopiero pod koniec kwietnia 2011 r.). Nie doszło również do likwidacji żadnego funduszu sekurytyzacyjnego. *Towarzystwa i Fundusze Inwestycyjne*, KNF, [http://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/PODMIOTY\\_ryнку/Podmioty\\_ryнку\\_kapitałowego/Wykaz\\_TFI\\_i\\_FI\\_HTML.html](http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html) (dostęp: 5.05.2011).

<sup>35</sup> Dane o wartości aktywów netto udostępnione dla 18 funduszy sekurytyzacyjnych.

<sup>36</sup> EGB Podstawowy NSFIZ jest funduszem podstawowym w odniesieniu do EGB Skarbiec Powiązanego FIZ oraz EGB Skarbiec Bis Powiązanego FIZ. Fundusz podstawowy jest funduszem sekurytyzacyjnym, natomiast fundusze powiązane inwestują całość swoich aktywów w certyfikaty inwestycyjne funduszu sekurytyzacyjnego. Inwestorom oferowane są certyfikaty inwestycyjne funduszy powiązanych. *Rejestracja funduszu sekurytyzacyjnego*, EGB Investments SA, <http://www.egb.pl/firma-windykacyjna/wydarzenia/?id=145&year=2006> (dostęp: 2.05.2011).

<sup>37</sup> Przyrost aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych w 2009 r. był znacznie mniejszy niż przyrost aktywów netto tych funduszy w 2008 r., gdzie dynamika wyniosła 32,5%, a udział (mierzony wartością aktywów netto) funduszy sekurytyzacyjnych w rynku funduszy inwestycyjnych wzrósł z poziomu 0,5% do poziomu 1,2%. Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2008*, [http://www.izfa.pl/files\\_user/pdf/Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202008%20rok.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202008%20rok.pdf) (dostęp: 10.01.2011).



inwestycyjnych w 2010 r. zanotował 24-procentowy wzrost aktywów netto (przyrost aktywów netto funduszy inwestycyjnych wyniósł 22 mld zł)<sup>38</sup>. W 2009 r. sytuacja funduszy sekurytyzacyjnych na tle sektora również prezentowała się słabo (tabela 2) – przyrost aktywów netto funduszy inwestycyjnych ogółem w 2009 r. wyniósł 19 mld zł (dynamika 25,9%). Na skutek niższego tempa wzrostu udział aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w całości aktywów funduszy inwestycyjnych spadł z 1,2% w 2008 r. do 1% w 2009 r.<sup>39</sup>, a w 2010 r. osiągnął poziom 0,6%<sup>40</sup>.

**Tabela 1. Fundusze sekurytyzacyjne\* w Polsce i ich aktywa netto (w zł) na dzień 31 grudnia 2010 r.**

Lp.	Nazwa Funduszu	TFI	Obszar	Aktywa netto	Zmiana wartości aktywów netto <sup>a)</sup> (%)
1	Kredyt Inkaso I NSFIZ <sup>b)</sup>	TFI Allianz Polska S.A.	Krajowe	bd	bd
2	BEST I NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	48 902 693	-59,3
3	BEST II NSFIZ	BEST TFI S.A.	Krajowe	53 232 517	95,5
4	BISON NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	109 312 042	-20,5
5	CORPUS IURIS NSFIZ	Ipopema TFI S.A.	Zagraniczne	33 774 708	-44,3
6	Debito NSFIZ <sup>c)</sup>	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	24 258 238	294,5
7	DTP NSFIZ <sup>d)</sup>	Ipopema TFI S.A.	Zagraniczne	12 183 311	1 217 963,1
8	EGB Podstawowy NSFIZ	SKARBIEC TFI S.A.	Krajowe	bd	bd

<sup>38</sup> Jest to najlepszy wynik rynku funduszy inwestycyjnych od momentu wybuchu kryzysu, czyli od roku 2007. Na tak korzystną sytuację funduszy inwestycyjnych wpływ miał głównie wzrost wartości instrumentów finansowych znajdujących się w ich portfelach. Istotnym czynnikiem był również popyt ze strony dotychczasowych i nowych uczestników funduszy. T. Miziolek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2010 roku*, Raport IZFiA, 17.02.2011, s. 3-4.

<sup>39</sup> *Aktywa funduszy inwestycyjnych. Grudzień 2009*, Wspólny raport Analiz Online oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, 8 stycznia 2010, s. 1.

<sup>40</sup> *Aktywa funduszy inwestycyjnych*, IZFiA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (dostęp: 04.05.2011).

Lp.	Nazwa Funduszu	TFI	Obszar	Aktywa netto	Zmiana wartości aktywów netto <sup>a)</sup> (%)
9	Electus NSFIZ	Idea TFI S.A.	Krajowe	1 443 488	121,8
10	Fincrea 1 FIZNFS <sup>e)</sup>	FINCREA TFI S.A.	Krajowe	bd	bd
11	GPM Vindexus NSFIZ	Idea TFI S.A.	Krajowe	15 277 377	125,1
12	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZNFS	Intrum Justitia TFI S.A.	Krajowe	32 637 941	0,0
13	Plejada Wierzytelności 1 FIZNFS	Plejada TFI S.A.	Krajowe	bd	bd
14	Prokulus NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	221 266	-14,5
15	Prokura NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	102 394 474	70,2
16	S-Collect FIZNFS <sup>f)</sup>	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	30 534 716	-33,6
17	Ultimo NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	163 856 294	-12,2
18	VPF I NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	22 797 650	-26,7
19	VPF II NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	64 825	-66,2
20	VPF III NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	1 326 296	-81,5

\* W pracy zastosowano skrócone nazwy funduszy sekurytyzacyjnych: NSFIZ – Niestandardyzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, FIZNFS – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandardyzowany Fundusz Sekurytyzacyjny.

- Tempo zmian wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych (rok 2010 do 2009 r.).
- 24 czerwca 2010 r. zmiana nazwy funduszu Allianz NSFIZ na Kredyt Inkaso I NSFIZ.
- 29 lipca 2009 r. zmiana nazwy funduszu P.R.E.S.C.O. INVESTMENTS I NSFIZ na Debito NSFIZ.
- 6 lipca 2010 r. zmiana nazwy funduszu IPOPEMA 48 NSFIZ na DTP NSFIZ.
- 11 maja 2009 r. zmiana nazwy funduszu GE Debt FIZ NFS na Fincrea 1 FIZNFS.
- Od 4 marca 2008 r.

Źródło: *Towarzystwa i Fundusze Inwestycyjne*, KNF, [http://www.knf.gov.pl/dla\\_rynku/PODMIOTY\\_rynku/Podmioty\\_rynku\\_kapitalowego/Wykaz\\_TFI\\_i\\_FI\\_HTML.html](http://www.knf.gov.pl/dla_rynku/PODMIOTY_rynku/Podmioty_rynku_kapitalowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html) (dostęp: 10.02.2011), oraz Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (dostęp: 10.02.2011).



**Tabela 2. Aktywa netto poszczególnych funduszy inwestycyjnych (w mln zł) i ich udział w rynku (w %)**

Rodzaj funduszu	Aktywa netto		Dynamika (%)	Udział w rynku FI (%)	
	gru-08	gru-09		gru-08	gru-09
Akcyjne	17 536	27 079	54,4	23,7	29,1
Mieszane	19 472	25 295	29,9	26,4	27,2
Stabilnego wzrostu	11 614	12 532	7,9	15,7	13,5
Dłużne	11 295	12 519	10,8	15,3	13,5
Pieniężne i gotówkowe	7 525	8 690	15,5	10,2	9,3
Ochrony kapitału	3 022	3 241	7,3	4,1	3,5
Nieruchomości	2 530	2 599	2,7	3,4	2,8
Sekurytyzacyjne	851	924	8,6	1,2	1,0
Surowcowe	45	118	163,1	0,1	0,1
Razem	73 888	92 996	25,9	100,0	100,0

Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2009*, s. 9, [http://www.izfa.pl/files\\_user/rap\\_mies/raporty%20roczne/2010-06-01%20Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202009%20rok.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/rap_mies/raporty%20roczne/2010-06-01%20Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202009%20rok.pdf) (dostęp: 10.02.2011).

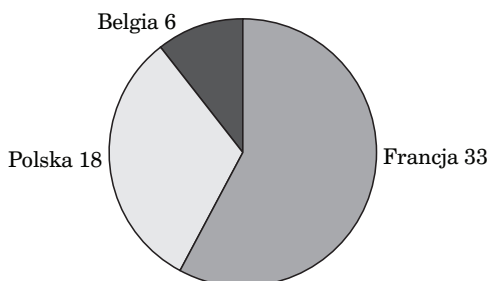
Od momentu pojawienia się w polskim prawie przepisów dotyczących funduszy sekurytyzacyjnych minęło kilka lat. W tym czasie fundusze sekurytyzacyjne stały się jedną z najprężniej rozwijających się form funduszy inwestycyjnych zamkniętych<sup>41</sup>.

Według danych EFAMA<sup>42</sup> Polska zajmuje drugie miejsce w Europie pod względem liczby funkcjonujących funduszy sekurytyzacyjnych (rysunek 1) i trzecie, biorąc pod uwagę wartość aktywów zgromadzonych w funduszach sekurytyzacyjnych (rysunek 2).

<sup>41</sup> T. Miziołek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych*, Raport IZFiA, 2009, s. 8.

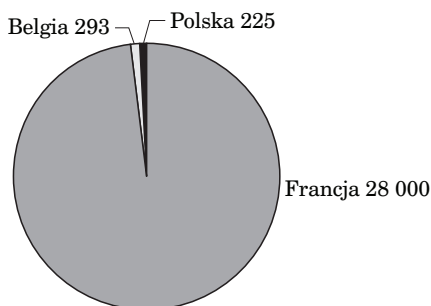
<sup>42</sup> EFAMA – European Funds and Asset Management Association, pozarządowa organizacja z siedzibą w Brukseli, działająca na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych, jej członkami są 23 organizacje narodowe z Europy i 43 członków korporacyjnych. Głównym celem EFAMA jest reprezentowanie interesów podmiotów związanych z obszarem funduszy inwestycyjnych i zarządzających aktywami, wspieranie rozwoju funduszy inwestycyjnych, promowanie badań związanych z rynkiem funduszy inwestycyjnych, tworzenie sprzyjających ram prawnych i regulacyjnych dla efektywnego działania podmiotów na rynku. *European Statistics*, European Fund and Asset Management Association, [http://www.efama.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=75&Itemid=-99](http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=75&Itemid=-99) (dostęp: 12.01.2011).

**Rysunek 1. Struktura europejskiego rynku funduszy sekurytyzacyjnych (liczba funduszy sekurytyzacyjnych na koniec 2010 r.)**



Źródło: dane EFAMA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10101&path=//0gjmft%60vtfs0%60D-BUBMPH120311:0R50> (dostęp: 12.01.2011).

**Rysunek 2. Wartość aktywów netto europejskich funduszy sekurytyzacyjnych w mln euro (stan na koniec 2010 r.)**



Źródło: dane EFAMA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10101&path=//0gjmft%60vtfs0%60D-BUBMPH120311:0R50> (dostęp: 12.01.2011).

Wyniki funduszy sekurytyzacyjnych, które prezentuje tabela 3, wskazują na dużą rozpiętość stóp zwrotu. Trudno jest wskazać ogólną tendencję w tym segmencie rynku kapitałowego. Dla najdłużej działających funduszy sekurytyzacyjnych długoterminowa stopa zwrotu (za ostatnie 3 lata) była dodatnia (najniższą 3-letnią stopę zwrotu osiągnął fundusz BEST I NSFIZ, wyniosła ona zaledwie 1,68%). Najwyższą 3-letnią stopę zwrotu uzyskał fundusz Prokura NSFIZ (ponad 460%), a następnie GPM Vindexus NSFIZ (ponad 260%). W krótkim czasie najlepiej prezentowały się wyniki funduszu Prokulus NSFIZ (stopa zwrotu ok. 54%), a najgorszy wynik osiągnął fundusz Debito (stopa zwrotu ok. -142%)<sup>43</sup>.

<sup>43</sup> <http://www.notowania.pb.pl/fundtable/300/fundusze-sekurytyzacyjne-uniwersalne> (dostęp: 4.05.2011).

Tabela 3. Wyniki funduszy sekurytyzacyjnych\*

Lp.	Nazwa funduszu	Data wyceny	Wartość jednostki netto	Waluta	Stopy zwrotu				
					1M	3M	6M	12M	36M
1	Kredyt Inkaso I NSFIZ	30.09.2010	286 267,14	PLN	131,21	131,21	117,82	113,06	60,96
2	BEST I NSFIZ	30.09.2010	1,21	PLN	-12,32	-11,68	-9,70	-10,37	1,68
3	BEST II NSFIZ	31.12.2010	1,74	PLN	0,58	0,58	10,13	37,01	
4	BISON NSFIZ	31.08.2010	2,73	PLN	1,87	0,00	5,00	7,48	101,10
5	Debito NS FIZ	6.11.2009	0,05	PLN	-141,67	-141,67	400,00	-90,91	
6	Electus NSFIZ	31.12.2010	144 348,77	PLN	-3,70	-3,70	32,22	10,88	
7	GPM Vindexus NSFIZ	31.12.2010	664 233,80	PLN	-7,14	-7,14	130,57	125,10	261,75
8	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZNFS	31.12.2010	182 334,87	PLN	16,19	16,19	13,52	-0,01	20,84
9	Plejada Wierzytelności 1 FIZNFS	31.03.2009	3 096,93	PLN	-15,44	-15,44	-22,23	-27,83	
10	Prokulus NSFIZ	30.09.2010	1,40	PLN	53,85	53,85	8,53	-32,37	133,33
11	Prokura NSFIZ	30.09.2010	6,03	PLN	8,26	8,26	29,96	34,60	463,55
12	Ultimo NSFIZ	30.09.2010	214 681,52	PLN	3,73	6,73	11,83	37,20	64,20
13	VPF I NSFIZ	30.09.2010	0,33	PLN	-19,51	-21,43	-26,67	50,00	
14	VPF II NSFIZ	30.09.2010	0,31	PLN	-13,89	-31,11	-45,61	-59,21	
15	VPF III NSFIZ	30.09.2010	1,98	PLN	5,32	7,03	7,03	15,79	104,12

\* Dane na 31.12.2010 r. dla funduszy sekurytyzacyjnych, które upubliczniają swoje wyceny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.notowania.pb.pl](http://www.notowania.pb.pl)

### 3. SPRZEDAŻ WIERZYTELNOŚCI BANKOWYCH DO FUNDUSZY SEKURTYZACYJNYCH

Na początku działalności funduszy sekurytyzacyjnych banki ostrożnie podchodziły do tego typu podmiotów<sup>44</sup>. Po pierwszych poprawnie przeprowadzonych transakcjach sprzedaży wierzytelności bankowych do funduszy sekurytyzacyjnych zaczęły zgłaszać się kolejne banki chcące pozyskać dodatkowe finansowanie<sup>45</sup>, albo chcące „wyczyścić” swój bilans ze złych kredytów. Ze względu na fakt, że banki działające w Polsce cechowała przez ostatnie lata nadpłynność finansowa<sup>46</sup>, to głównym powodem angażowania się banków w transakcje sekurytyzacyjne była możliwość poprawy struktury bilansu.

Analiza deklarowanych przez fundusze polityk inwestycyjnych oraz dostępnych informacji o wierzytelnościach będących przedmiotem inwestycji badanych funduszy sekurytyzacyjnych działających na polskim rynku wskazuje na przewagę wierzytelności bankowych w portfelach funduszy sekurytyzacyjnych. Zestawienie deklarowanych polityk inwestycyjnych poszczególnych funduszy prezentuje tabela 4. Z kolei tabela 5 przedstawia strukturę wierzytelności zgromadzonych przez fundusze sekurytyzacyjne w latach 2005–2009.

---

<sup>44</sup> J. Krawczyński, Ł. Rey, *Praktyk pomoże*, „Bank”, 06/2006, s. 40.

<sup>45</sup> Z uwagi, że polski sektor bankowy cechowała nadpłynność w analizowanym okresie, decyzje o sprzedaży wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych banki podejmowały przede wszystkim z myślą o pozbyciu się złych kredytów ze swoich portfeli.

<sup>46</sup> W dużym stopniu nadpłynność ta wynikała ze stałego dopływu funduszy unijnych. A. Waszkiewicz, *Sekurytyzacja w Polsce – trudna droga do sukcesu*, Zarządzanie zmianami, Biuletyn POU, 2 (14) 2008.

Tabela 4. Deklarowana polityka inwestycyjna funduszy sekurytyzacyjnych

Fundusz	Deklarowana polityka inwestycyjna
Kredyt Inkaso I NSFIZ	Fundusz inwestuje aktywa na rynku wierzytelności
BEST I NSFIZ	Min. 75% aktywów fundusz lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności
BEST II NSFIZ	Aktywa funduszu inwestowane są w wierzytelności, prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki funduszy rynku pieniężnego oraz depozyty bankowe. Fundusz może inwestować w wierzytelności wysokiego ryzyka, w tym wierzytelności przedawnione, niezabezpieczone lub zajęte
BISON NSFIZ	Fundusz inwestuje aktywa w wierzytelności
Corpus Iuris NSFIZ	Min. 75% aktywów fundusz lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności
DEBITO NSFIZ	Min. 75% aktywów jest lokowane w wierzytelności, prawa do ich świadczeń i w papiery dłużne inkorporujące wierzytelności oraz papiery wartościowe, których emitentem, gwarantem lub poręczycielem jest Skarb Państwa RP lub państwa należącego do OECD. Do 25% aktywów funduszu jest lokowane w instrumenty rynku pieniężnego, fundusze rynku pieniężnego oraz depozyty bankowe
DTP NSFIZ	Do 75% aktywów funduszu jest lokowane w wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności, w tym wynikających z umów o subpatycypację, oraz do 25% może być lokowane w papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne
EGB – Skarbiec BIS Powiązany FIZ	100% aktywów funduszu będzie inwestowane w certyfikaty funduszu EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ
EGB – Skarbiec Powiązany FIZ	100% aktywów funduszu będzie inwestowane w certyfikaty funduszu EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ

<b>Fundusz</b>	<b>Deklarowana polityka inwestycyjna</b>
EGB Podstawowy NSFIZ	Aktywa funduszu będą inwestowane w nieregularne wierzytelności banków, firm telekomunikacyjnych oraz ubezpieczeniowych. Obsługą tych wierzytelności zajmie się firma EGB
Electus NSFIZ	Aktywa funduszu są lokowane w wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności. Min. 30% aktywów stanowią wierzytelności wobec publicznych zakładów opieki zdrowotnej i prawa do świadczeń z ich tytułu. Do 25% aktywów może być ulokowane w fundusze rynku pieniężnego. Pozostałe aktywa mogą być lokowane w depozyty bankowe oraz lokaty w papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności
Fincrea 1 FIZNFS	Min. 75% aktywów funduszu będzie inwestowane w wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne i prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Pozostałe środki będą inwestowane w dłużne papiery wartościowe, depozyty bankowe i instrumenty rynku pieniężnego
GPM Vindexus NSFIZ	Min. 75% aktywów funduszu jest inwestowane w wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności oraz w dłużne papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności, których emitentem, gwarantem lub poręczycielem jest Skarb Państwa RP lub państwa należące do OECD, ich banki centralne, IFC, EBI oraz EBOR. Max. 25% aktywów funduszu będzie inwestowana w instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego oraz w depozyty bankowe
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZNFS	Fundusz inwestuje aktywa w wierzytelności nabywane od instytucji finansowych
Plejada Wierzytelności 1 FIZNFS	Do 100% aktywów funduszu może być inwestowane w wierzytelności, przy czym max. 25% aktywów funduszu może być inwestowane w papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne. Pozostałe aktywa mogą być inwestowane w dłużne papiery wartościowe, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, depozyty bankowe, instrumenty rynku pieniężnego i instrumenty pochodne

Proculus NSFIZ	Min. 75% aktywów funduszu lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności
Prokura NSFIZ	Podstawowym aktywem funduszu będą wierzytelności pieniężne. Zebrane środki będą inwestowane przede wszystkim w wierzytelności bankowe, ale także w długi wobec operatorów telekomunikacyjnych, telewizyjnych, zakładów energetycznych i gazowniczych, ubezpieczycieli, pośredników kredytowych, spółdzielni mieszkaniowych. Mogą to być zarówno wierzytelności bieżące, jak i przedawnione. Statut funduszu dopuszcza inwestycje w wierzytelności wysokiego ryzyka
S-Collect FIZNFS	Fundusz inwestuje aktywa w wierzytelności nabywane od instytucji finansowych
Ultimo NSFIZ	Min. 75% aktywów funduszu lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności
VPF I NSFIZ	Min. 75% aktywów funduszu jest inwestowane w wierzytelności lub pakiety sekuryzowanych wierzytelności, dłużne papiery wartościowe (max. 25%), inkorporujące wierzytelności pieniężne, których emitentem, gwarantem lub poręczycielem jest Skarb Państwa. Max. 25% aktywów może być inwestowane w instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa funduszy pieniężnych lub depozyty
VPF II NSFIZ	j.w.
VPF III NSFIZ	j.w.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych funduszy sekuryzacyjnych publikowanych w Monitorze Polskim B.

**Tabela 5. Wierzytelności funduszy sekurytyzacyjnych według rodzaju zgromadzone w latach 2005–2009 (w tys. zł)**

Rodzaj wierzytelności	2005	2006	2007	2008	2009
Bankowe	82 162	182 363	249 431	400 648	326 595
Brak danych		237 422	142 846	80 613	44 578
Handlowe		6 578	10 111	30 749	10 603
Telekomunikacyjne		1 827	6 231	14 418	3 640
Ubezpieczeniowe		593	419	1 085	
<b>Wierzytelności ogółem</b>	<b>82 162</b>	<b>428 783</b>	<b>409 038</b>	<b>527 513</b>	<b>385 416</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych opublikowanych do 31 grudnia 2010 r. w Monitorze Polskim B.

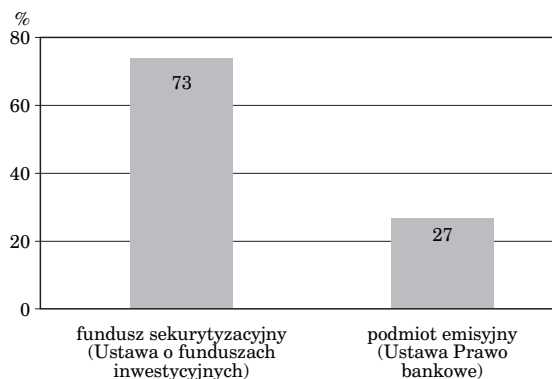
Tabela 5 przedstawia dane, z których wynika, że systematycznie wzrasta udział wierzytelności pozyskanych od banków w portfelach funduszy sekurytyzacyjnych<sup>47</sup>. W 2009 r. udział wierzytelności bankowych wyniósł prawie 85% ogółu wierzytelności, którymi dysponowały fundusze sekurytyzacyjne. Część funduszy również w deklarowanych przez siebie politykach inwestycyjnych wskazywała na wierzytelności bankowe, jako główny cel swoich inwestycji<sup>48</sup>. Dominujący udział wierzytelności bankowych w lokatach funduszy sekurytyzacyjnych jest przede wszystkim wynikiem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, które uprzywilejowały banki w procesach sprzedaży wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych. Z badań przeprowadzonych wśród banków działających w Polsce wynika, że banki są zainteresowane współpracą z funduszami sekurytyzacyjnymi (rysunek 3).

<sup>47</sup> Potencjalny wzrost udziału wierzytelności bankowych w portfelach wierzytelności zgromadzonych przez fundusze sekurytyzacyjne może również wynikać ze zmiany treści przekazywanych informacji przez te fundusze w sprawozdaniach finansowych. W początkowych latach funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych odsetek wierzytelności, na temat których informacje nie pozwalają zakwalifikować ich do jednej z grup wierzytelności wymienionych w tabeli 5, był bardzo wysoki – w 2006 r. przekraczał 50%, w 2007 r. brakowało informacji o ok. 35% wierzytelnościach będących przedmiotem lokat funduszy sekurytyzacyjnych. W kolejnych latach sytuacja uległa poprawie. Dzięki pełniejszym informacjom, przekazywanym w sprawozdaniach finansowych, w 2008 r. aż 85% wierzytelności funduszy sekurytyzacyjnych udało się zakwalifikować do grup (sektorów, z których pochodzą), a w 2009 r. było to już ponad 88%.

<sup>48</sup> Wszystkie analizowane fundusze deklarowały Polskę jako zasięg geograficzny swoich inwestycji.



**Rysunek 3. Zainteresowanie różnymi formami organizacyjnymi SPV wśród banków w Polsce**



Źródło: Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007, s. 50.

Prognozuje się dalszy wzrost wartości wierzytelności bankowych odsprzedawanych funduszom sekurytyzacyjnymi<sup>49</sup>.

## PODSUMOWANIE

W Polsce ukształtował się specyficzny model sekurytyzacji wierzytelności. Zamiast typowej spółki kapitałowej, do której sprzedaje się wierzytelności, powołano fundusz inwestycyjny zamknięty – fundusz sekurytyzacyjny. Transakcje odsprzedaży wierzytelności do tego typu funduszy stają się coraz popularniejsze.

Fundusze sekurytyzacyjne nie ukrywają zainteresowania wierzytelnościami pochodzącymi z sektora bankowego. Również druga strona – banki przejawiają zainteresowanie współpracą z tymi funduszami. Analiza dostępnych danych wskazuje na wzrost udziału wierzytelności bankowych w aktywach funduszy sekurytyzacyjnych. W kolejnych latach należy się spodziewać dalszego wzrostu wartości wierzytelności bankowych w portfelach funduszy sekurytyzacyjnych.

<sup>49</sup> Ponad 1/3 ankietowanych banków działających w Europie Środkowo-Wschodniej sprzedaje część swoich wierzytelności firmom windykacyjnym, a kolejne 21% rozważa taką współpracę w przyszłości. Z. Reda, *Więcej osób ma problem ze spłatą kredytu*, „Rzeczpospolita”, 27.04.2011.

## Abstract

The paper is devoted to securitization and securitization funds operating on the Polish market. At the beginning the securitization process is characterized from the banks perspective. Afterwards the author undertakes an analysis of the securitization funds operating on the Polish market in 2005–2009. Then, the author present, the data showing the rise in banks interest in resale of their claims to securitization funds. An analysis of the investment policies declared by the securitization funds showed that these funds are also interested in taking over debts from banks.

**Keywords:** securitization, securitization funds, banks, claims, receivables

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

*Aktywa funduszy inwestycyjnych. Grudzień 2009*, Wspólny raport Analiz Online oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, 8 stycznia 2010 r.

Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, John Wiley & Sons, Inc., 2004.

Dębniwska M., Długosz J., *Znaczenie i rozwój sekurytyzacji na rynku finansowym*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.

*EMEA Structured Finance Snapshot*, Fitch Ratings, lipiec 2010.

*EMEA Structured Finance Snapshot*, Fitch Ratings, luty 2010.

Gajdka J., Piwowarczyk B., *Wybrane praktyczne i formalno-prawne problemy związane z sekurytyzacją aktywów w Polsce*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wyd. UŁ, Łódź 2005.

Jaworski W. L., Zawadzka Z. (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2002.

Jobst A. A., *Asset securitisation as a risk management and funding tool*, [w:] A. Krause (red.), *Managerial Finance: Risk Management*, vol. 32, nr 9/2006, Emerald Group Publishing Ltd, 2006.

Kalasińska M., *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2007.

Ketkar S., Ratha D. (red.), *Innovative Financing for Development*, World Bank Publications, Washington 2008.

Liskowska D., *Fundusze sekurytyzacyjne jako forma refinansowania wierzycelności*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Nowe usługi finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2006.

Lutz W., *Raje podatkowe nie tylko dla bogaczy*, Fijor Publishing, 2010.

- Miziołek T., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych*, Raport IZFiA, 2009.
- Miziołek T., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2010 roku*, Raport IZFiA, 17.02.2011.
- Niedziółka P., *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, SGH, Warszawa 2009.
- Pyka I. (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wyd. Uczelniane Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2003.
- Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Opracowanie dla IZFiA, Warszawa 2010.
- Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym*, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007.
- Szablowska E., *Sekurytyzacja a rozprzestrzenianie się kryzysu kredytów subprime*, [w:] J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny (red.), *Koniunktura gospodarcza. Od banki internetowej do kryzysu subprime*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Szczepankowski P. J., *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami: faktoring, sekurytyzacja aktywów i leasing*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1998.

### Artykuły prasowe

- Borek M., *Rola technik sekurytyzacyjnych*, „Bank”, grudzień 2000 r.
- Borek M., *Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku*, „Bank”, luty 2001 r.
- Chudzyńska N., *Fundusze sekurytyzacyjne bez świątecznej przyszłości*, „Gazeta Giełdy Parkiet”, 31.02.2009.
- Cichorska J., *Sekurytyzacja depozytów*, „Bank”, kwiecień 2000 r.
- Janiak R., *Długami handlowanie*, „Bank”, 09/2005.
- Jenkins P., *Securitisation reinvented to cut costs*, „Financial Times”, 5.07.2009.
- Jeziolowicz N., *Sekurytyzacja wróci do łask?*, „Bank”, 12/2008.
- Kalasińska M., *Konstruowanie portfela wierzytelności hipotecznych w procesie sekurytyzacji*, „Finansowanie Nieruchomości”, 4/5, 2006.
- Krawczyński J., Rey Ł., *Praktyk pomoże*, „Bank”, 06/2006.
- Matusiak M., *Sekurytyzacja ante portas*, „Bank”, 06/2006.
- Półtorak B., *Sekurytyzacja aktywów bankowych we współpracy z firmami windykacyjnymi*, „Finansowanie Nieruchomości”, 06/2006.
- Reda Z., *Więcej osób ma problem ze spłatą kredytu*, „Rzeczpospolita”, 27.04.2011.
- „Smart” securitization, „Financial Times”, 5.05.2009.
- Stańko S., *Okiem praktyka*, „Bank”, 04/2007.
- Waszkiewicz A., *Sekurytyzacja w Polsce – trudna droga do sukcesu*, „Zarządzanie zmianami”, Biuletyn POU, 2 (14) 2008.
- Werner K., *Sekurytyzacja aktywów banku*, „Nowoczesny Bank Spółdzielczy”, 05/2006.

### **Materiały internetowe**

*AFME-ESF Securitisation Data Report: Q4 2010*, AFME/ESF and SIFMA, <http://www.afme.eu/document.aspx?id=4864>

*Aktywa funduszy inwestycyjnych*, IZFiA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093>

Dudek M.A., *Problem wiarygodności*, <http://www.e-rachunkowosc.pl/artukul.php?view=590>

*ESF Securitisation Data Report: Q4 2008*, European Securitisation Forum, <http://www.europeansecuritisation.com/dynamic.aspx?id=194>

*European Statistics*, European Fund and Asset Management Association, [http://www.efama.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=75&Itemid=-99](http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=75&Itemid=-99)

Gąsior M., *Sekurytyzacja jako nowoczesna forma pozyskania kapitału*, [www.finance.info.pl](http://www.finance.info.pl)

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2008*, [http://www.izfa.pl/files\\_user/pdf/Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202008%20rok.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202008%20rok.pdf)

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2009*, [http://www.izfa.pl/files\\_user/rap\\_mies/raporty%20roczne/2010-06-01%20Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202009%20rok.pdf](http://www.izfa.pl/files_user/rap_mies/raporty%20roczne/2010-06-01%20Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202009%20rok.pdf)

*Rejestracja funduszu sekurytyzacyjnego*, EGB Investments SA, <http://www.egb.pl/firma-windykacyjna/wydarzenia/?id=145&syyear=2006>

<http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093>

<http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10101&path=//0gjmft%60vtfs0%60DBUBM PH120311:0R50>

[http://www.knf.gov.pl/dla\\_ryнку/PODMIOTY\\_ryнку/Podmioty\\_ryнку\\_kapitalowego/Wykaz\\_TFI\\_i\\_FI\\_HTML.html](http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitalowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html)

<http://www.notowania.pb.pl/fundtable/300/fundusze-sekurytyzacyjne-uniwersalne>

*Piotr Frątczak\**

**DEFINICJA DEPOZYTU  
W ŚWIEŹLE OPINII TRYBUNAŁU EFTA  
ORAZ ORZECZENIA SĄDU NAJWYŻSZEGO  
ISLANDII W SPRAWIE ARESBANK S.A.  
PRZECIWKO NBI HF., FJÁRMÁLAEFTIRLITID  
I RZĄDOWI ISLANDII**

**WSTĘP**

W 2008 r. Islandia stała się jedną z pierwszych ofiar rozwijającego się kryzysu finansowego. Dodatkowo w jej przypadku kryzys miał wyjątkowo gwałtowny przebieg i niósł ze sobą szereg negatywnych skutków nie tylko o charakterze ekonomicznym, ale także społecznym i politycznym. Stosunkowo szybko udało się badaczom wskazać główne przyczyny, które doprowadziły do tak dramatycznego załamania gospodarczego. W chwili obecnej dyskusja dotyczy w szczególności roli i istoty poszczególnych elementów, których katalog jest wyjątkowo szeroki i zawiera wiele czynników, poczynając od nieprawidłowej polityki gospodarczej (w tym monetarnej), poprzez błędy regulacyjne i nadzorcze oraz elementy społeczne dotyczące kultury korporacyjnej banków islandzkich i społeczeństwa w ogólności, kończąc na wyjątkowych, nieprzewidywalnych czynnikach zewnętrznych. Niewątpliwie kryzys jest wyjątkowo trudnym doświadczeniem dla tego niewielkiego kraju. Jednocześnie

---

\* Piotr Frątczak jest doktorantem w Instytucie Prawa Cywilnego na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego oraz pracownikiem Narodowego Banku Polskiego.

jednak, dzięki zbiegowi wyjątkowych okoliczności, jest przedmiotem licznych dociekań naukowych<sup>1</sup>. Islandia stanowi rzadki przypadek wysoko rozwiniętego kraju<sup>2</sup>, który praktycznie z dnia na dzień, w wyniku upadku kluczowych instytucji finansowych znalazł się w ciężkiej zapaści gospodarczej<sup>3</sup>. Dodatkowo w okresie przed kryzysem Islandia była przykładem kraju o wyjątkowej dynamice rozwoju<sup>4</sup>, która w dużym stopniu przypisywano polityce deregulacji konsekwentnie prowadzonej począwszy od lat 90. XX w. do początku kryzysu. W odpowiedzi na występujące zjawiska gospodarcze oraz ich dynamikę Islandia jako jeden z pierwszych krajów została zmuszona do podjęcia działań faktycznych i regulacyjnych będących odpowiedzią na ostatni kryzys finansowy<sup>5</sup>.

- <sup>1</sup> Warto podkreślić, że z powodu wielu aspektów międzynarodowych kryzys islandzki doczekał się licznych opracowań w języku angielskim. Jednocześnie organy islandzkiej administracji, mając na względzie potrzebę jak najpełniejszego informowania zainteresowanych stron, dużą część materiałów i danych źródłowych prezentowała również w języku angielskim. Do tej pory ukazały się m.in.: P. Bagus i D. Howden, *Deep Freeze: Iceland's Economic Collapse*, CreateSpace Independent Publishing Platform, 2011; R. Boyes, *Meltdown Iceland: Lessons on the World Financial Crisis from a Small Bankrupt Island*, Bloomsbury USA 2009; R.Z. Aliber i G. Zoega, (red.), *Preludes to the Icelandic Financial Crisis*, Palgrave Macmillan, 2011; A. Jonsson, *Why Iceland?: How One of the World's Smallest Countries Became the Meltdown's Biggest Casualty*, McGraw-Hill, 2009. Warto również wskazać na inne opracowania, w tym pochodzące z okresu przed kryzysem: J. Stiglitz, *Monetary and exchange rate policy in small open economies: the case of Iceland*, Economics, Department of Economics, Central Bank of Iceland, 2001; F.S. Mishkin i T.P. Herbertsson, *Financial stability in Iceland*, Iceland Chamber of Commerce, 2006. Wyjątkowo cennym źródłem informacji oraz danych faktograficznych jest raport Specjalnej Komisji Śledczej Parlamentu Islandii (ang. *Report of the Special Investigation Commission*).
- <sup>2</sup> W 2007 r. Islandia pod względem PKB *per capita* (wskaźnik – GDP *per capita* – current US\$) z wynikiem 65 566 USD została sklasyfikowana na 7 miejscu, tuż za Luksemburgiem i Norwegią, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>, link aktywny na 14.03.2013.
- <sup>3</sup> W ciągu 2009 r. kurs korony spadł o połowę. Dług publiczny z poziomu 30% PKB wzrósł do 100% PKB. M. Zdyb, *Anatomia kryzysu – sytuacja finansowa krajów Eurostrefy, cz. II*, „Nieruchomości”, 2011, nr 3, s. 39–40. Nastąpiła również gwałtowna przecena na islandzkiej giełdzie. Po zawieszeniu obrotu w początkowych dniach października 2008 r. (8–13 października), na pierwszej sesji główny indeks giełdowy OMX-15 spadł o przeszło 76% do poziomu 678 pkt. Warto wskazać, że w najlepszym okresie 2007 r. wartość tego indeksu plasowała się w okolicach 9000 pkt. <http://uk.reuters.com/article/2008/10/14/uk-iceland-stocks-idUKTRE49D31720081014>, link aktywny na 14.03.2013.
- <sup>4</sup> W rekordowych latach 2004–2005 wzrost PKB wyniósł odpowiednio: 7,7% i 7,1%. Annual Report of the Central Bank of Iceland, s. 61, <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5732>, link aktywny na 14.03.2013.
- <sup>5</sup> W pierwszej kolejności działania polegały na przejmowaniu przez państwo upadających banków. W wyniku czego nastąpił skokowy wzrost zadłużenia. Konieczna okazała się bezpośrednia pożyczka od MFW w wysokości 10 mld USD oraz szeroko zakrojony plan dyscypliny budżetowej. Reformom zostały poddane: system zdrowotny, edukacja, system opieki społecznej. Ograniczono inwestycje oraz skalę dopłat do rolnictwa, jednocześnie rezygnując z liniowej stawki podatku (24,1%) na rzecz progresywnej (24,1%, 27%, 33%) oraz podwyższając podatek od dochodów kapitałowych (z 10% do 18%), a także VAT (z 24,5% do 25,5%). Podjęte działania miały na

Na bazie tych doświadczeń doszło również do sporu dotyczącego wydawałoby się kwestii wcześniej niebudzącej większych wątpliwości i emocji, a mianowicie zakresu definicji depozytu w prawie islandzkim. W wyniku specyfiki rozwiązań prawnych Porozumienia o Europejskim Obszarze Gospodarczym (dalej: Porozumienie EOG) oraz wskutek obowiązywania dyrektywy 94/19/WE, a także sposobu jej implementacji do prawa islandzkiego kwestia ta została przeniesiona na grunt prawa europejskiego w drodze pytania prejudycjalnego skierowanego do Trybunału Europejskiego Stowarzyszenia o Wolnym Handlu (dalej: Trybunał EFTA). Dodatkowej wartości przysparza fakt, że spór ten powstał na tle działań składających się na proces restrukturyzacji i likwidacji banków.

Punktem wyjścia do dalszej analizy jest skrótowe przytoczenie zagadnień związanych ze specyfiką porządku prawnego powstałego na gruncie Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu (dalej: EFTA) oraz Porozumienia EOG.

## **1. EUROPEJSKI OBSZAR GOSPODARCZY – WSTĘPNA CHARAKTERYSTYKA**

### **1.1. Geneza**

Powstanie Europejskiego Obszaru Gospodarczego (dalej: EOG) należy traktować jako konsekwencję dynamicznych procesów integracyjnych zachodzących w Europie Zachodniej (w szczególności w EWG) oraz próbę kompromisu w kwestii współistnienia dwóch ugrupowań gospodarczych o konkurencyjnym charakterze w postaci EFTA oraz Wspólnot Europejskich.

EFTA powstała na mocy traktatu podpisanego w Sztokholmie, który wszedł w życie 3 maja 1960 r. Jej utworzenie było poprzedzone kilkoma próbami podejmowanymi z inicjatywy Wielkiej Brytanii, mającymi na celu utworzenie jednolitej organizacji gospodarczej obejmującej swym zakresem wszystkie państwa Organizacji Europejskiej Współpracy Gospodarczej, w tym oczywiście państwa należące do Wspólnot Europejskich. Na działalności EFTA, jego kierunkach rozwoju i charakterze w znacznym stopniu zaważyły okoliczności powstania, a w szczególności napięcia polityczne między państwami Europy. Niewątpliwie EFTA stanowiła twór konkurencyjny i była pewną reakcją obronną państw znajdujących się poza dominującym nurtem integracji prowadzonej w ramach Wspólnot Europejskich. Dodatkowo w opinii i zamierzeniach większości państw członkowskich stanowiła twór tymczasowy, którego jednym z nieformalnych celów było wypracowanie wspólnego stanowiska stowarzyszonych państw oraz wzmocnienie pozycji w negocjacjach

---

celu ograniczenie długu publicznego do wysokości 60% PKB oraz restrukturyzację gospodarki Islandii. M. Zdyb, *Anatomia kryzysu...*, op. cit., s. 39–40.



dotyczących ewentualnego przystąpienia do EWG<sup>6</sup>. Niewątpliwie sukces związany z utworzeniem wewnętrznego wspólnego rynku zachęcił kraje EFTA do poszukiwania możliwości udziału w tym projekcie, jednakże, na ile byłoby to możliwe, bez formalnego przystępowania do Wspólnot Europejskich. Spowodowane to było obawami krajów EFTA o marginalizację polityczną oraz wolą utrzymania pełnej państwowej niezależności<sup>7</sup>. Sytuację dodatkowo skomplikowało przystąpienie przez Danię i Wielką Brytanię w 1973 r. do Wspólnot Europejskich (w EFTA pozostało wówczas sześciu członków: Austria, Finlandia, Islandia, Norwegia, Szwajcaria i Szwecja). Jednocześnie wysoki stopień zaangażowania państw należących do Wspólnot Europejskich w proces budowy jednolitego rynku powodował niechęć wobec przyjmowania nowych członków. W konsekwencji wypracowanie nowej formuły współpracy trwało aż do lat 90. XX wieku<sup>8</sup>. Negocjacje dotyczące Porozumienia EOG rozpoczęły się 20 czerwca 1990 r. i formalnie zostały zakończone 2 maja 1992 r. Porozumienie weszło w życie 1 stycznia 1994 r. po spełnieniu wymogów ratyfikacyjnych i niezbędnych modyfikacji<sup>9</sup>. W efekcie powstała strefa wolnego handlu i wspólny rynek, obejmujące kraje Unii Europejskiej oraz Kraje EFTA. Jednakże dynamiczne zmiany na arenie międzynarodowej, które miały miejsce w tym czasie, spowodowały przededefiniowanie priorytetów w polityce zagranicznej. Obecnie w skład EOG wchodzi 30 państw – 27 państw UE oraz 3 należące do EFTA<sup>10</sup>.

## 1.2. Rozwiązania instytucjonalne

Efektom EOG było powstanie obszaru gospodarczego o wspólnych zasadach konkurencji. Jednym z większych wyzwań była kwestia, jak pod względem rozwiązań instytucjonalnych pogodzić niezależność decyzyjną EWG oraz niechęć państw EFTA do arbitralnego przyjmowania decyzji Komisji Europejskiej czy też Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. W efekcie obie strony zachowały swoje kompetencje i rozwiązania instytucjonalne, a utrzymanie jednorodnego porządku prawnego w ramach zawartego porozumienia, opiera się na przyjętych zasadach współpracy.

<sup>6</sup> Z.M. Doliwa-Klepacki, *Europejskie Stowarzyszenie Wolnego Handlu*, [w:] *Encyklopedia organizacji międzynarodowych*, Wydawnictwo ' 69, Warszawa 1999, s. 78.

<sup>7</sup> S. Schulz, *Europejski Obszar Gospodarczy*, 2011, [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pl/FTU\\_6.3.2.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pl/FTU_6.3.2.pdf), link aktywny na 14.03.2013.

<sup>8</sup> T. Ciszak, *Europejski Obszar Gospodarczy*, „Biuletyn Analiz UKiE”, 2001, nr 5, s. 37–38.

<sup>9</sup> Z.M. Doliwa-Klepacki, *Europejski Obszar Gospodarczy* [w:] *Encyklopedia...*, *op. cit.*, s. 68.

<sup>10</sup> Szwajcaria ostatecznie nie ratyfikowała Porozumienia EOG w związku z negatywnym wynikiem referendum w tej sprawie. Mimo to zachowała status obserwatora EOG, a jej stosunki z UE opierają się na umowach dwustronnych. Z kolei Lichtenstein przystąpił do EFTA w 1991 r. Natomiast Szwecja, Finlandia i Austria przystąpiły do UE w 1995 r.



Rozwiązania instytucjonalne obowiązujące w ramach EFTA są w pewnym stopniu analogiczne do ram instytucjonalnych przyjętych w ramach UE. Wiodącą rolę odgrywa Rada EOG, składająca się z ministrów spraw zagranicznych państw EOG. Jednym z jej głównych zadań jest dokonywanie politycznej oceny funkcjonowania Porozumienia EOG, a także określanie politycznych wytycznych dla dalszego rozwoju i współpracy. Zapewnienie jednolitej interpretacji przepisów Porozumienia EOG oraz stanie na straży ich przestrzegania przez państwa członkowskie powierzono Władzy Nadzorującej EFTA oraz Trybunałowi EFTA. Istotną rolę odgrywa również Wspólny Komitet EOG, który wraz ze Stałym Komitetem EFTA jest odpowiedzialny za bieżącą realizację obowiązków wynikających z Porozumienia EOG. Wspólny Komitet stanowi forum wymiany opinii oraz miejsce podejmowania na zasadzie konsensusu decyzji dotyczących włączenia nowych przepisów prawa unijnego<sup>11</sup>.

Proces przyjmowania prawa unijnego do dorobku EOG ma również swoją specyfikę. Po przyjęciu przez UE nowych aktów prawnych dotyczących rynku wewnętrznego zostają one poddane analizie przez Wspólny Komitet EOG, złożony z przedstawicieli UE i przedstawicieli trzech państw EFTA. Organ ten spotyka się regularnie, a jego głównym zadaniem jest określenie, które akty prawne UE powinny zostać wcielone do Porozumienia EOG. Z formalnego punktu widzenia włączenie odbywa się w drodze rozszerzenia załączników i protokołów Porozumienia EOG o przedmiotowe akty. Kolejnym etapem jest implementacja nowych przepisów do narodowych systemów prawnych państw EFTA, zgodnie z ich przepisami krajowymi. Warto zaznaczyć, że Porozumienie EOG nie przewiduje możliwości selektywnej implementacji. Ewentualna ocena i pewna dyskrecjonalność może jedynie dotyczyć kwestii i dostosowań czysto technicznych. Mając na względzie znaczenie sprawnej implementacji dla funkcjonowania jednolitego rynku, przyjęto przepisy, których celem jest pewne zaangażowanie państw EFTA, głównie w charakterze obserwatora, w proces przygotowywania aktów prawnych UE. Urząd Nadzoru EFTA i Trybunał EFTA pilnują, aby prawodawstwo dotyczące EOG było wdrażane kompletnie i z zachowaniem spójności. W tym zakresie prowadzona jest bliska współpraca z Komisją Europejską oraz Trybunałem Sprawiedliwości Unii Europejskiej<sup>12</sup>. Pewną ciekawostką stanowi tabela wyników rynku wewnętrznego, przedstawiająca efektywność wdrażania przepisów przez poszczególne państwa EOG. Należy wskazać, że państwa EFTA przewyższają liczne państwa UE pod względem stopnia wdrożenia (wskaźnik braków transpozycji oscyluje w ich przypadku wokół 99%)<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> T. Ciszak, *Europejski Obszar Gospodarczy...*, op. cit., s. 39–40.

<sup>12</sup> S. Schulz, *Europejski Obszar Gospodarczy...*, op. cit.

<sup>13</sup> Zgodnie z ostatnimi obliczeniami przeprowadzonymi w maju 2012 r. średni wskaźnik braków transpozycji (ang. *average transposition deficit*) wyniósł 1,2% i był powyżej założonego celu na poziomie 1%. Oznacza to, że państwa EFTA zalegały z notyfikacją 49 aktów implementujących (ang. *transposing measures*). Analogiczny wskaźnik dla państw UE wyniósł 0,9%. Przykładowo: dla Polski wynosi on 2,1%, dla Włoch 2,4%, Niemiec 0,9% i Francji 0,4%. Najlepszy wynik

### 1.3. Charakter prawny

Charakter prawny Porozumienia EOG oraz charakterystyka systemu prawa obowiązującego w jego ramach od początku budziła pewne wątpliwości. Zasadniczo porządek prawny powstały na bazie Porozumienia EOG można obrazowo opisać jako składający się z dwóch filarów. Pierwszy z nich stanowi system prawny UE, drugi natomiast rozwiązania przyjęte w ramach Porozumienia EOG oraz EFTA. Niewątpliwie kluczową i wiodącą rolę odgrywa prawo UE, które podlega pewnym modyfikacjom przewidzianym zapisami Porozumienia EOG.

Zgodnie z art. 1 ust. 1 Porozumienia EOG jego głównym celem jest wspieranie stałego i zrównoważonego wzmacniania stosunków handlowych i gospodarczych między umawiającymi się stronami na równych warunkach konkurencji oraz przestrzegania tych samych zasad w celu stworzenia jednorodnego Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Znaczna część Porozumienia EOG jest w dużym stopniu tożsama z Traktatem Ustanawiającym Wspólnotę Europejską. W jej wyniku trzy kraje EFTA mają możliwość uczestniczenia w jednolitym rynku UE. Zniesione zostały wszelkie bariery w handlu produktami przemysłowymi oraz zapewniono swobodny przepływ kapitału oraz ludzi. Dodatkowo przyjęto wspólne zasady dotyczące pomocy państwa, zamówień publicznych, a także wprowadzono zapisy ustalające zasady współpracy, m.in. w zakresie ochrony środowiska, edukacji, ochrony konsumenta. W przeważającej części nie zdecydowano się jednak na objęcie zakresem Porozumienia EOG takich obszarów, jak wspólna polityka handlowa, wspólna polityka rolno i rybołówstwo<sup>14</sup>. Zakres EOG jest znacznie szerszy niż tradycyjnej umowy o wolnym handlu, a jego celem jest przeniesienie wszystkich praw i obowiązków rynku wewnętrznego UE do państw EFTA. Dotyczy to w głównej mierze podstawowych zasad odpowiadających czterem swobodom rynku wewnętrznego, ale także licznych towarzyszących strategii i działań politycznych, w których państwa EFTA uczestniczą i które wspierają finansowo. W rezultacie rozwiązanie to zakłada zastosowanie przepisów zawartych w 21 spośród 35 rozdziałów dorobku prawnego UE. Porozumienie EOG zawiera cztery załączniki dotyczące świadczenia usług, w tym Aneks IX obejmujący usługi finansowe<sup>15</sup>.

Skutki prawne Porozumienia EOG od początku budziły wątpliwości. Kluczową kwestią stało się pytanie o charakter prawny umowy i jej konsekwencje dla porządku prawnego sygnatariuszy. W 1991 r. Europejski Trybunał Sprawiedliwości w opinii 1/91 dotyczącej roli Trybunału EFTA stanął na stanowisku,

---

osiągnęła Łotwa – 0,1%. *EEA EFTA States Internal Market Scoreboard*, 2012, [http://www.efta-surv.int/media/scoreboard/Internal\\_Market\\_Scoreboard\\_October\\_2012.PDF](http://www.efta-surv.int/media/scoreboard/Internal_Market_Scoreboard_October_2012.PDF), link aktywny na 14.03.2013.

<sup>14</sup> T. Ciszak, *Europejski Obszar Gospodarczy...*, *op. cit.*, s. 38–39.

<sup>15</sup> M. Kruszka, *Bankowość transgraniczna: Studium prawno-ekonomiczne*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 2011, s. 17.

że umowa w sprawie EOG jest tradycyjną umową międzynarodową podlegającą regułom międzynarodowego prawa publicznego wyrażonym w Wiedeńskiej Konwencji o Prawie Traktatów, pozbawioną zasady skutku bezpośredniego czy prawa pierwszeństwa względem przepisów krajowych. Obecnie ugruntowany został pogląd, że przedmiotowe porozumienie stanowi umowę międzynarodową *sui generis* kreującą swoisty porządek prawny. Niewątpliwie poziom integracji w ramach EOG nie dorównuje prawu ponadnarodowemu tworzemu w ramach UE. Jednakże zakres współpracy sięga znacznie dalej niż w przypadku typowej umowy międzynarodowej. Stanowisko to zostało pierwszy raz przedstawione przez Trybunał EFTA w orzeczeniu *Sveinbjórnsdóttir*. Dalszy rozwój orzecznictwa Trybunału EFTA oraz wysoki stopień implementacji przepisów prawa europejskiego prowadziły do zacieśnienia więzi między poszczególnymi porządkami prawnymi. Warto w tym miejscu przytoczyć orzeczenie w sprawie *Restamark*, w którym to Trybunał EFTA wskazał, że głównym celem Porozumienia jest wzmacnianie jednolitości systemu prawnego EOG, a nie akcentowanie ewentualnych różnic wynikających z odmiennych poziomów integracji w obrębie EOG oraz Wspólnot Europejskich. Duże znaczenie miało przyjęcie przez Trybunał EFTA zasady jednolitości prawnej, która wskazuje na konieczność stosowania rozstrzygnięć ETS przy rozpoznawaniu poszczególnych spraw<sup>16</sup>. Warto podkreślić, że w orzecznictwie EFTA na mocy art. 6 Porozumienia EOG zostały przyjęte m.in. tak fundamentalne zasady, jak zasada pierwszeństwa oraz zasada skutku bezpośredniego<sup>17</sup>. Odnosi się to również do reguł odpowiedzialności państwa, co zostało potwierdzone w orzeczeniu *Sveinbjórnsdóttir*<sup>18</sup>.

Ze względu na znaczenie dla rozpatrywanej sprawy warto skrótkowo przedstawić rozwiązania przyjęte w zakresie sądowego nadzoru nad jednolitością porządku prawnego EOG. Na etapie prac roboczych oraz negocjacji rozważano koncepcję powołania odrębnego trybunału, który składałby się w przeważającej części z sędziów ETS z dodatkowym udziałem sędziów Trybunału EFTA. Tak powstały sąd funkcjonalnie miał być zintegrowany z ETS. Powyższe rozwiązanie, mimo wstępnej akceptacji, zostało zarzucone głównie pod wpływem przywołanej wcześniej opinii 1/91 wydanej przez ETS<sup>19</sup>. Ostatecznie, zgodnie z art. 108 ust. 2 Porozumienia EOG państwa członkowskie EFTA zostały zobowiązane do powołania odrębnego forum rozstrzygania sporów. Zgodnie z umową o powołaniu Urzędu Nadzoru oraz Trybunału EFTA, w zakresie stosowania Porozumienia EOG właściwość Trybunału

<sup>16</sup> C. Baudenbacher, *The EFTA Court Fifteen Years on*, Genewa, 2009, s. 1–2, [http://www.eftacourt.int/images/uploads/Geneva\\_50\\_years\\_EFTA.pdf](http://www.eftacourt.int/images/uploads/Geneva_50_years_EFTA.pdf), link aktywny na 14.03.2013.

<sup>17</sup> W. van Gerven, *The Genesis of EEA Law and the Principles of Primacy and Direct Effect*, „Fordham International Law Journal”, 1992, t. 16, nr 4, s. 989.

<sup>18</sup> C. Baudenbacher, *The EFTA Court Fifteen Years on...*, *op. cit.*, s. 2.

<sup>19</sup> L. Sevón, *The EEA Judicial System and the Supreme Courts of the EFTA States*, „European Journal of International Law”, 1992, nr 3, s. 329–330.

EFTA obejmuje w szczególności skargi dotyczące procedury nadzoru w odniesieniu do Państw EFTA, odwołania dotyczące decyzji w dziedzinie konkurencji podjętych przez Urząd Nadzoru EFTA, rozstrzyganie sporów między dwoma lub większą liczbą Państw EFTA. Warto wskazać na art. 34 ww. umowy, który przewiduje procedurę pytań prejudycjalnych zbliżoną do tej zawartej w art. 234 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską (bez obligatoryjnego zobowiązania sądu krajowego do wniesienia sprawy do Trybunału EFTA, gdy sprawa zawisła przed sądem krajowym, którego orzeczenia nie podlegają zaskarżeniu)<sup>20</sup>. Specyficznym rozwiązaniem jest brak regulacji dotyczącej obowiązkowej procedury sądowej rozstrzygania sporów między państwami EFTA oraz UE. Zgodnie z art. 111 Porozumienia o EOG, Wspólnota lub państwa członkowskie EFTA mogą wnieść każdą sporną sprawę dotyczącą wykładni i stosowania niniejszego porozumienia do Wspólnego Komitetu EOG. W przypadku gdy spór dotyczy wykładni postanowień porozumienia, które są identyczne co do istoty z odpowiadającymi im postanowieniami traktatów europejskich oraz aktami przyjętymi w zastosowaniu tych Traktatów oraz jeśli spór nie został rozstrzygnięty w ciągu trzech miesięcy od daty przekazania go do Wspólnego Komitetu EOG, umawiające się strony będące w sporze mogą uzgodnić zwrócenie się do ETS o wydanie orzeczenia w sprawie wykładni odpowiednich przepisów. Zgodnie z powyższym pierwszeństwo przypisano rozwiązaniom o charakterze dyplomatycznym, a w konsekwencji politycznym.

## **2. SPRAWA ARESBANK S.A. PRZECIWKO NBI HF, FJÁRMÁLAEFTIRLITID I RZĄDOWI ISLANDII**

### **2.1. Gospodarcze tło sprawy**

Przyczyną bezpośrednio poprzedzającą trudności finansowe islandzkich banków był upadek banku Lehman Brothers. Spowodowana tym zdarzeniem skokowa zmiana nastrojów inwestorów oznaczała dla islandzkich banków koniec możliwości efektywnego finansowania swojej działalności na międzynarodowych rynkach finansowych. Jako pierwszy trudności odczuł Glitnir Bank. Jeden ze współpracujących z nim banków 25 września 2008 r. zdecydował o anulowaniu linii kredytowej opiewającej na kwotę 150 mln euro. Tego samego dnia prezes zarządu banku udał się do Banku Islandii z prośbą o pożyczkę płynnościową w wysokości 600 mln euro (co stanowiło około 25% rezerw walutowych banku centralnego). W niedzielę 28 września zdecydowano się na nacjonalizację banku. Wraz z przekazaniem pomocy w wysokości 600 mln euro Bank Islandii miał wejść w posiadania

<sup>20</sup> H.P. Graver, *The Effects of EFTA Court Jurisprudence on the Legal Orders of the EFTA States*, ARENA Working Paper, 2004, s. 4-6.

nie 75% akcji Glitnir Bank<sup>21</sup>. Oferta została przyjęta, jednak przed ostatecznym podpisaniem umowy przez głównych akcjonariuszy informacja o przejęciu banku przedostała się do opinii publicznej (29 września 2008 r.). Spowodowało to znaczny spadek cen akcji banków islandzkich. Dodatkowo 1 października obniżony został rating Glitnir Bank. Zdarzenie to przełożyło się na dalsze negatywne skutki, jako że znaczna część umów zapewniających finansowanie zawierała klauzule umowne uzależniające ich skuteczność od poziomu ratingu posiadanego przez bank. Pogłębiło to problemy finansowe banków islandzkich. 6 października Landsbanki Íslands hf. zwrócił się do Banku Islandii o pomoc w kwocie 500 mln euro. Prośbę odrzucono, co stało się bezpośrednią przyczyną decyzji z 7 października o rozpoczęciu procesu restrukturyzacji. W tym samym dniu analogiczna decyzja została podjęta w stosunku do Kaupthing Bank<sup>22</sup>.

## 2.2. Stan prawny w zakresie implementacji dyrektywy 94/19/WE

Islandia dokonała implementacji dyrektywy 94/19/WE ustawą nr 98/1999 o Systemie Gwarantowania Depozytów i Systemie Rekompensat Inwestorów (dalej: ustawa nr 98/1999). Na mocy art. 2 tej ustawy został powołany Fundusz Gwarancyjny Deponentów i Inwestorów, będący fundacją prawa prywatnego, funkcjonalnie podzieloną na dwa niezależne departamenty (departament depozytów oraz departament papierów wartościowych) posiadające odrębne źródła finansowania oraz odrębną księgowość. W art. 3 ustawy nr 98/1999 zawarto względnie szeroki katalog podmiotów podlegających obowiązkowemu systemowi gwarancji i rekompensat, obejmujący banki, firmy inwestycyjne oraz inne podmioty uczestniczące w obrocie instrumentami wartościowymi, w tym oddziały wymienionych tu podmiotów działające w obrębie Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Definicja pojęcia depozytu została zawarta w art. 9 ust. 3 i jest w wysokim stopniu tożsama z definicją zawartą w dyrektywie 94/19/WE. Zgodnie z zapisami islandzkiej ustawy depozyt oznacza należność wynikającą z wpłat na konto lub z innych transferów wykonywanych w ramach normalnych operacji bankowych, które bank powinien spłacić zgodnie z obowiązującymi warunkami prawnymi i kontraktowymi, z wyłączeniem obligacji, weksli czy też innych papierów wartościowych wystawionych przez banki.

Zgodnie z art. 6 ww. ustawy środki w funduszu gromadzone są ze składek *ex ante* wpłacanych przez uczestników systemu. Poziom docelowy został ustalony w wysokości 1% średniej sumy depozytów gwarantowanych zgromadzonych w ban-

<sup>21</sup> Warto zaznaczyć, iż 7 października po przyjęciu przez parlament islandzki ustawy wprowadzającej specjalny reżim restrukturyzacji banków, wycofano się z ww. umowy, zastępując ją działaniami opierającymi się na nowych przepisach.

<sup>22</sup> A. Morriss i B. Petursson, *Global Economies, Regulatory Failure, & Loose Money: Lessons for Regulating the Finance Sector from Iceland's Financial Crisis*, SSRN Scholarly Paper, Social Science Research Network, Rochester 2012, s. 60–63.

kach w roku poprzednim. Przewidziano również możliwość wprowadzenia dodatkowej opłaty w wysokości 0,15% podstawy składki, gdyby w przypadku zaistniałych okoliczności minimalny poziom nie został osiągnięty. Jeżeli, mimo ściągnięcia dodatkowej składki poziom aktywów funduszu byłby nadal poniżej ustawowego poziomu, uczestnicy systemu są zobowiązani do złożenia deklaracji odpowiedzialności, w której zobowiązują się do wpłacenia odpowiednich środków w przypadku konieczności wypłaty środków gwarantowanych przez Fundusz<sup>23</sup>.

### 2.3. Ustalenia faktyczne poczynione w postępowaniu sądowym

Powodem w sprawie jest hiszpański bank Aresbank S.A. należący w całości do Libijskiego Banku Zagranicznego (ang. *Libyan Foreign Bank*), który z kolei jest własnością Banku Centralnego Libii. W okresie od 6 czerwca 2008 r. do 26 września 2008 r. powód w ramach operacji międzybankowych dokonał z bankami islandzkimi (Kaupthing Bank hf., Glitnir Bank hf. i Landsbanki Íslands hf.) dziewięciu transakcji. Opiewały one łącznie na sumę 120 000 000 euro oraz 7 000 000 funtów. Trzy spośród ww. depozytów zostały powierzone bankowi Landsbanki Íslands hf. Pierwsza transakcja została dokonana 6 czerwca 2008 r. i opiewała na sumę 15 000 000 euro (data końcowa depozytu została ustalona na 10 grudnia 2008 r., stopa procentowa zaś na 5,02%). Analogiczna transakcja miała miejsca 7 sierpnia. Wartość operacji również wynosiła 15 000 000 euro, a data końcowa została ustalona na 12 listopada 2008 r. (odsetki ustalono w wysokości 5,18%). 16 sierpnia 2008 r. zawarto ostatnią transakcję na sumę 7 000 000 funtów, z datą końcową wyznaczoną na 18 marca 2009 r. (odsetki ustalono w wysokości 6,20%). Transakcje zostały zawarte za pomocą systemu SWIFT. Na podstawie zgromadzonego materiału dowodowego ustalono, że środki uzyskane przez Landsbanki Íslands hf. nie zostały umieszczone na rachunku należącym do Aresbanku S.A. i z rachunkowego punktu widzenia zostały potraktowane przez islandzki bank jako pożyczka. Dodatkowo Landsbanki Íslands hf. nie wydał powodowi żadnego dodatkowego dokumentu potwierdzającego otrzymanie środków. Z otrzymanych środków nie opłacono również składki z tytułu uczestnictwa w systemie gwarantowania depozytów<sup>24</sup>.

W wyniku załamania finansowego władze Islandii zdecydowały się na podjęcie koniecznych działań mających na celu ratowanie gospodarki. 6 października 2008 r. rząd zadeklarował, że depozyty złożone w bankach islandzkich (w tym w oddziałach banków islandzkich) będą podlegały pełnej gwarancji. Przy czym podkreślo-

<sup>23</sup> P.S. Bafia, *Kazus Icesave. Problem gwarancji depozytów gromadzonych w zagranicznych oddziałach instytucji kredytowych na podstawie sporu brytyjsko-islandzkiego*, „Bezpieczny Bank”, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, 2011, nr 2(44), s. 53–54.

<sup>24</sup> *Decision by the Supreme Court of Iceland*, Translation of Request for an Advisory Opinion from the Supreme Court of Iceland Case E-17/11 No. 169/2011, 15 grudnia 2011 r., s. 2–3.



no, iż przez depozyty rozumie się depozyty gwarantowane przez islandzki system gwarantowania depozytów. W tym samym dniu parlament Islandii Althingi przyjął ustawę nr 125/2008 (ang. *Act No. 125/2008, on the Authority for Treasury Disbursements due to Unusual Financial Market Circumstances*) wprowadzającą nadzwyczajne kompetencje dla władz państwowych umożliwiające podjęcie wielu działań przeciwdziałających kryzysowi finansowemu. W ramach przyjętej ustawy uchwalono również zmianę ustawy nr 161/2002 dotyczącą islandzkiego nadzoru finansowego (ang. *Act No. 161/2002, the Financial Supervisory Authority*). Islandzki nadzorca finansowy Fjármálaeftirlitid (dalej: FME) został wyposażony w szerokie kompetencje pozwalające na prowadzenie radykalnych działań mających na celu restrukturyzację upadających banków. W konsekwencji FME mógł przejąć uprawnienia walnego zgromadzenia akcjonariuszy banku, usunąć dotychczasowy zarząd i powołać specjalny komitet naprawczy (ang. *resolution committee*), a także dysponować w całości lub w części prawami majątkowymi banku (art. 100a ustawy o instytucjach finansowych – ang. *Financial Undertakings Act* zmieniony ww. ustawą nr 125/2008)<sup>25</sup>. 7 października 2008 r. FME, korzystając z nowych uprawnień, zdecydował się na przejęcie uprawnień walnego zgromadzenia akcjonariuszy Landsbanki Íslands hf. oraz odwołanie jego zarządu. Powołany został komitet naprawczy, który przejął wszystkie uprawnienia przynależne zarządowi spółki<sup>26</sup>. Następnie na podstawie decyzji FME z 9 października 2008 r. część aktywów oraz zobowiązań banku Landsbanki Íslands hf. została przekazana do nowo utworzonego New Landsbanki Íslands hf. (Nýi Landsbanki Íslands hf., dalej: NBI hf.)<sup>27</sup>.

Ze względu na kluczowe znaczenie decyzji warto poddać ją dokładniejszej analizie. Zgodnie z punktami 1–3 na rzecz NBI hf. została przeniesiona przeważająca większość aktywów Landsbanki Íslands hf. W przypadku pasywów nadzorca dokonał znacznej selekcji. W punktach 7 i 8 przedmiotowej decyzji stwierdzono, że nowo powstały bank przejmie wszystkie zobowiązania z tytułu depozytów krajowych, z uwzględnieniem depozytów przyjętych przez krajowe oddziały Landsbanki Íslands hf., w tym depozytów instytucji finansowych oraz Banku Islandii. Zdecydowano się również na przejęcie zobowiązań wynikających z transakcji instrumentami pochodnymi, a także zobowiązań z tytułu gwarancji importowych i eksportowych. W punkcie 9 wyłączono natomiast zobowiązania zagranicznych spółek zależnych, zobowiązania wobec właścicieli i osób powiązanych, a także zo-

<sup>25</sup> *Ibidem*, s. 8–9.

<sup>26</sup> *Decision of the FME Decision of the FME on the appointment of Receivership Committee for Landsbanki Íslands hf.*, Fjármálaeftirlitið, 7 października 2008 r.

<sup>27</sup> *Decision of the FME on the disposal of assets and liabilities of Landsbanki Íslands hf.*, ID no. 540291-2259, to New Landsbanki Íslands hf., ID no. 471008-0280, Fjármálaeftirlitið, 9 października 2008 r.

bowiązania wobec islandzkich firm inwestycyjnych. Szczegółowy katalog pozycji pozostawionych w banku zawarto w aneksie do decyzji<sup>28</sup>.

12 października 2008 r. zdecydowano o korekcie ww. decyzji poprzez usunięcie zapisu dotyczącego derywatów. Kolejna zmiana, nastąpiła 19 października 2008 r. Tym razem zdecydowano o zmianie pierwotnej decyzji już w dziesięciu punktach, głównie w celu doprecyzowania wcześniejszych zapisów. Jednocześnie wskazano, że dalszych informacji na temat podziału bilansu Landsbanki Íslands hf. należy szukać w oddzielnym szczegółowym dokumencie (ang. „*Premises for the division of the balnce sheet*”) oraz w roboczym bilansie i informacjach dodatkowych nowo utworzonego banku. Należy podkreślić, że zgodnie z zapisami poszczególnych decyzji są one prawnie wiążące od 9 października 2008 r.<sup>29</sup>

Decyzja z 9 października wywołała poważne wątpliwości interpretacyjne głównie wśród wierzycieli Landsbanki Íslands hf., w tym w kluczowym w sprawie zagadnieniu dotyczącym depozytów międzybankowych. 11 listopada 2008 r. powyższa kwestia była przedmiotem obrad zarządu FME. W wyniku przeprowadzonej dyskusji oraz analizy informacji uzyskanych od poszczególnych banków oraz ich audytorów zarząd FME postanowił „powtórzyć”, że zobowiązania z tytułu pożyczek międzybankowych nie są przedmiotem transferu do nowo tworzonego NBI hf. oraz kolejnych nowo powstałych New Glitnir Bank hf. i New Kaupthing Bank hf. Jednocześnie zwrócono uwagę audytorów oraz komitetów naprawczych na konieczność jednolitego i konsekwentnego stosowania powyższych zasad. Zaznaczono również, że zwykłe depozyty instytucji finansowych, znajdujące się na właściwych rachunkach bankowych, będą przedmiotem transferu. Stanowisko FME tego samego dnia zostało przekazane do Aresbank S.A.<sup>30</sup> 19 listopada 2008 r. Aresbank S.A. wystosował pismo do FME z prośbą o pisemne potwierdzenie, że depozyty międzybankowe nie zostaną przeniesione do NBI hf. wraz z podaniem przesłanek takiej decyzji. W odpowiedzi z 21 listopada 2008 r. nadzorca islandzki potwierdził, że transakcje międzybankowe zostaną uznane za depozyty jeśli drugą stroną transakcji jest podmiot inny niż instytucja finansowa. W przeciwnym przypadku depozyt zostanie potraktowany jako pożyczka i nie będzie przedmiotem transferu. Jako powód podano jedynie, że ewentualny transfer przedmiotowych środków byłby niewłaściwy. Pomiędzy nadzorcą a powodem nastąpiła kolejna wymiana korespondencji, jednak obie strony pozostały przy swoich stanowiskach<sup>31</sup>.

<sup>28</sup> *Judgement of the Reykjavik District Court*, Translation of Request for an Advisory Opinion from the Supreme Court of Iceland Case E-17/11, Sąd Najwyższy Islandii, 15 grudnia 2011 r., s. 2.

<sup>29</sup> *Decision of the FME on a second amendment to the decision of the FME dated 9 October 2008 on the disposal of assets and liabilities of Landsbanki Íslands hf.*, ID no. 540291-2259, to New Landsbanki Íslands hf., ID no. 471008-0280, Fjármálaeftirlitið, 19 października 2008 r., s. 1–3.

<sup>30</sup> *Decision by the Supreme Court of Iceland...*, *op. cit.*, s. 4–5.

<sup>31</sup> *Judgement of the Reykjavik District Court...*, *op. cit.*, s. 2–3.



## 2.4. Stanowiska stron w postępowaniu sądowym

W postępowaniu sądowym wytoczonym w lutym 2009 r. przed Sądem Okręgowym w Reykjavíku Aresbank S.A. domagał się wypłaty środków jakie przekazał Landsbanki Íslands hf. wraz z należnym oprocentowaniem, odsetkami za zwłokę oraz kosztami sądowymi. W pierwszej kolejności żądanie skierowane było wobec NBI hf. W przypadku zwolnienia pozwanego z zobowiązania powód skierował żądanie alternatywne przeciwko FME oraz rządowi Islandii<sup>32</sup>.

W ocenie powoda na mocy decyzji FME z 9 października 2008 r. zobowiązania będące przedmiotem pozwu zostały przeniesione z Landsbanki Íslands hf. do nowoutworzonego NBI hf. Aresbank S.A. wskazuje, że taka interpretacja decyzji nadzorcy pozostaje w pełnej zgodzie z deklaracją rządu Islandii z 6 października 2008 r., w której zagwarantowano wypłatę depozytów zgromadzonych w islandzkich bankach. W ocenie powoda powyższa decyzja nadzorcy była jedynie formalnym wykonaniem deklaracji rządu. Dodatkowo w jego opinii w deklaracji rządu, jak i decyzji FME, posłużono się terminem depozytu w jego ogólnym, szerokim rozumieniu. Jeżeli celem byłoby objęcie gwarancją jedynie konkretnej kategorii depozytów takie stwierdzenie powinno znaleźć się w ww. dokumentach. Podkreślono jednocześnie, że pierwotna decyzja została zmieniona jedynie w zakresie zobowiązań wynikających z operacji instrumentami pochodnymi. Zdaniem powoda kluczowa dla rozstrzygnięcia sprawy jest interpretacja punktu 7 decyzji FME z 9 października, zgodnie z którym na rzecz NBI hf. zostają przeniesione depozyty, w tym depozyty instytucji finansowych. Aresbank S.A. wskazuje, że Islandia dokonała implementacji dyrektywy 94/19/WE ustawą nr 98/1999. Podkreśla jednocześnie tożsamość definicji zawartych w obu aktach, a także treść art. 7 ust. 2 dyrektywy, zgodnie z którym Państwa Członkowskie mogą przewidzieć, że niektórzy deponenci lub niektóre depozyty zostaną wykluczone z zabezpieczenia lub tylko w małym stopniu będą zabezpieczone. Lista tych wyjątków jest dołączona do załącznika I przedmiotowej dyrektywy. Powód wskazuje, że Islandia nie skorzystała z ww. uprawnień. W trakcie implementacji prawa unijnego do prawa krajowego ograniczyła zakres wyłączenia jedynie do papierów wartościowych emitowanych przez banki krajowe. Biorąc powyższe pod uwagę, wykładnia decyzji FME wyraźnie wskazuje, że transakcje powoda powinny zostać uznane za depozyty i jako takie podlegać transferowi do nowo utworzonego banku<sup>33</sup>.

W dalszej części pozwu Aresbank S.A. odnosi się do stanowiska FME uznającego depozyty rynku międzybankowego za pożyczki i jako takie niepodlegające przeniesieniu do nowo utworzonych banków. W ocenie powoda taka interpretacja

<sup>32</sup> Pozwanie jednocześnie FME oraz rządu Islandii było z przyczyn formalnych wadliwe, co zostało potwierdzone w ostatecznym wyroku Sądu Najwyższego Islandii w przedmiotowej sprawie.

<sup>33</sup> *Judgement of the Reykjavik District Court...*, *op. cit.*, s. 1–2.

transakcji zawartych na rynku międzybankowym jest całkowicie błędna. Na poparcie stanowiska przytoczono głównie argumenty dotyczące praktyki bankowej, która wskazuje na różnice pomiędzy tymi dwoma rodzajami transakcji. Pożyczki międzybankowe z reguły są przedmiotem długotrwałych negocjacji, a same umowy zawierają precyzyjne opisy świadczenia poszczególnych stron, w tym formę zabezpieczenia. Depozyty rynku międzybankowego charakteryzują się natomiast uproszczoną formą zawarcia, najczęściej z wykorzystaniem systemu SWIFT. Praktyka obrotu wskazuje również na szerokie wykorzystanie tego rodzaju transakcji w operacjach międzybankowych oraz traktowanie ich z punktu widzenia księgowego jako transakcji depozytowych. W ocenie powoda, wadliwe działanie pozwanego w postaci nieprawidłowego zaksięgowania przedmiotowych operacji, a także nieuwzględnienie kwot uzyskanych od Aresbank S.A. w obliczeniach obowiązkowej opłaty na rzecz systemu gwarantowania depozytów oraz ochrony inwestorów, nie może stanowić okoliczności istotnych dla sprawy. Jednostronne działania pozwanego, na które powód nie miał i nie mógł mieć wpływu, nie powinny decydować o kwestii istnienia zobowiązania lub też odpowiedzialności odszkodowawczej<sup>34</sup>. Powód podnosi również kwestię dyskryminacyjnego traktowania zagranicznych klientów banków (ze względu za zakres niniejszego artykułu pomijam jednak to zagadnienie).

Żądanie alternatywne skierowane przeciwko FME było oparte na odpowiedzialności odszkodowawczej nadzorca działającego jako *statio fisci* państwa islandzkiego. Z punktu widzenia powoda na mocy decyzji FME zobowiązania będące przedmiotem sporu zostały przeniesione do NBI hf. 9 listopada 2008 r. i jako takie powinny podlegać wypłacie zgodnie z datami zapadalności przez nowo powstały bank jako podmiot zobowiązany z tytułu przejętego zobowiązania. Podstawą faktyczną odpowiedzialności FME są podjęte działania, które uniemożliwiły wypłatę środków. Chodzi tu w szczególności o uniemożliwienie terminowej dostępności środków, błędną interpretację deklaracji rządu Islandii z 6 października oraz dyskryminacyjne traktowanie wierzycieli Landsbanki Íslands hf. W ocenie powoda podjęte kroki, jako niemieszczące się w zakresie decyzji z 9 października 2008 r., były działaniem bezprawnym oraz zawnionym i jako takie stanowiły przesłankę odpowiedzialności odszkodowawczej<sup>35</sup>.

W odpowiedzi na pozew NBI hf. nie uznał żądań powoda oraz wniósł o odrzucenie pozwu. Stanowisko pozwanego banku zostało oparte na tym, że zobowiązania będące przedmiotem sporu nigdy nie zostały przeniesione na jego rzecz. Zostało to potwierdzone w informacji FME z 11 listopada 2008 r. oraz w oświadczeniu komitetu naprawczego Landsbanki Íslands hf. z 5 maja 2009 r., w którym to stwierdzono,

<sup>34</sup> *Ibidem*, s. 2–3.

<sup>35</sup> *Ibidem*, s. 4–6.

że pożyczki rynku międzybankowego nadal znajdują się w bilansie Landsbanki Íslands hf. i nigdy nie były przedmiotem transferu<sup>36</sup>.

Nadzorca finansowy również nie uznał roszczeń powoda i wniósł o odrzucenie pozwu. FME w swej argumentacji skupił się głównie na przesłankach odpowiedzialności odszkodowawczej, w tym legalności podjętych działań oraz braku związku przyczynowo skutkowego pomiędzy decyzją a ewentualną szkodą powoda. W ocenie FME za niesporną należało uznać kwestię legalności działań podjętych przez nadzorcę. Przeprowadzone działania restrukturyzacyjne mieściły się w ramach szerokich uprawnień przyznanych nadzorcy na mocy ustawy nr 125/2008. W szczególności w pełni uprawnione były decyzje dotyczące wyodrębnienia i przeniesienia części składników majątkowych banku Landsbanki Íslands hf. do nowo tworzonego NBI hf. Ponadto FME stał na stanowisku, że pożyczki międzybankowe z powodu swej charakterystyki nie mogą być uznane za depozyty. Szczególne znaczenie mają tu następujące okoliczności: nie były one księgowane na specjalnych kontach prowadzonych w imieniu powoda, Landsbanki Íslands hf. nie odprowadził również z ich tytułu opłat obowiązkowych na rzecz systemu gwarantowania depozytów oraz systemu ochrony inwestorów. Powyższe działania nie były efektem błędnego działania, ale konsekwencją potraktowania przedmiotowych operacji za pożyczki. Pożyczki rynku międzybankowego nie mogły być więc przedmiotem transferu na mocy decyzji z 8 października 2008 r., a informacja z 11 października 2008 r. jedynie ten stan rzeczy potwierdziła. Niewątpliwie rozwój sytuacji gospodarczej na jesieni 2008 r. okazał się niekorzystny dla wierzycieli banku Landsbanki Íslands hf. Jednakże powód nie wskazał żadnej przesłanki, na podstawie której można by oprzeć odpowiedzialność nadzorcy za wynikłe szkody. W ocenie FME podjęte działania nie pogorszyły sytuacji powoda w wyniku ograniczenia lub też odebrania praw. Główną przyczyną poniesienia strat był fakt zawarcia transakcji finansowych z Landsbanki Íslands hf. znajdującym się w ciężkiej sytuacji. Jednakże powód jako profesjonalista powinien zdawać sobie sprawę z ryzyka jakie ponosi prowadząc działalność bankową<sup>37</sup>.

### 3. ORZECZENIA SĄDOWE W SPRAWIE

#### 3.1. Sąd Okręgowy w Reykjavíku

W ocenie Sądu Okręgowego w Reykjavíku Aresbank S.A. oparł swoje żądania na założeniu, że kwoty, które zostały przekazane pozwanemu w ramach operacji otwartego rynku, stanowiły depozyt i jako takie zgodnie z decyzją FME z 8 października 2008 r.

<sup>36</sup> *Ibidem*, s. 6–7.

<sup>37</sup> *Ibidem*, s. 7–8.

zostały przeniesione lub też powinny zostać przeniesione do nowo powstałego NBI hf. W opinii sądu kluczowe dla rozstrzygnięcia sporu było określenie zakresu definicji depozytu zawartej w ustawie nr 98/1999 oraz charakteru prawnego zawartych transakcji. Sąd w swych rozważaniach wyszedł od zbadania zagadnienia operacji międzybankowych. W tym celu zwrócono się o opinie dwóch biegłych. W świetle przedstawionej ekspertyzy główną różnicą pomiędzy depozytem rynku pieniężnego a pożyczką międzybankową jest rodzaj podmiotów zaangażowanych w transakcję. W ocenie biegłych pożyczka międzybankowa to krótkoterminowa pożyczka rynku pieniężnego, której stronami są dwie instytucje finansowe. Z kolei depozyt rynku pieniężnego jest pojęciem szerszym. W ramach tej transakcji stronami umowy mogą być również inne podmioty niż banki czy też instytucje finansowe (biegli zwracają uwagę, że rzadko zdarza się by tak było). W świetle opinii praktyka obrotu wskazuje, że pracownicy departamentów skarbu poszczególnych banków nie przywiązują większej wagi do rozróżnienia między pożyczkami a depozytami rynku pieniężnego. Przy czym, zdaniem ekspertów określenie depozyt rynku pieniężnego powinno być odnoszone do depozytu złożonego przez podmiot niebędący instytucją finansową<sup>38</sup>.

Sąd wziął również pod uwagę korespondencję (w postaci komunikatów SWIFT) pomiędzy bezpośrednio zaangażowanymi w transakcję pracownikami banków. Zdaniem sądu użyte sformułowania w sposób jednoznaczny wskazują, że zawarta transakcja była pożyczką<sup>39</sup>.

Opierając się na powyższych ustaleniach faktycznych oraz opiniach biegłych, sąd uznał przedmiotowe transakcje za krótkoterminowe pożyczki bankowe. Wskazano również, że Landsbanki Íslands hf. konsekwentnie traktował transakcję jako pożyczkę, o czym świadczy brak konta prowadzonego w imieniu Aresbank S.A., brak oficjalnego dokumentu potwierdzającego przyjęcie środków w postaci depozytu (np. certyfikatu depozytowego), czy też nieopłacenie obowiązkowych składek z tytułu uczestnictwa w systemie gwarantowania depozytów. Istotne znaczenie, w ocenie sądu, miał również fakt uzgadniania (negocjowania) warunków umowy. W opinii sądu Aresbank S.A. przed dokonaniem transakcji z islandzkimi bankami przeprowadził dokładną analizę zarówno kondycji gospodarczej kraju, jak i sytuacji finansowej poszczególnych podmiotów. Efektem analiz było zwiększenie ekspozycji na banki islandzkie. Jako podmiot profesjonalny musiał zdawać sobie sprawę z ryzyka związanego z zawartymi transakcjami. Wybrał ofertę tych instytucji, które oferowały najlepszy zwrot z inwestycji. W związku z powyższym sporne zobowiązania należy uznać za pożyczki i jako takie

<sup>38</sup> *Ibidem*, s. 11.

<sup>39</sup> Przytoczone zapisy z 6 czerwca 2008 r. zostały zinterpretowane jako negocjacje dotyczące pożyczki. Zdaniem sądu pracownik Aresbank S.A. złożył ofertę pożyczania 15 milionów euro na sześć miesięcy z oprocentowaniem w wysokości 5,20%. W odpowiedzi dealer Landsbanki Íslands hf. zaproponował oprocentowanie na poziomie 5,18%. Powód ostatecznie zaakceptował ofertę, potwierdzając fakt pożyczania kwoty 15 mln euro na sześć miesięcy z oprocentowaniem 5,18%.

nie podlegały one przeniesieniu na mocy decyzji FME. Jednocześnie powód nie wykazał, że sporne zobowiązania zostały faktycznie kiedykolwiek przeniesione do nowo utworzonego banku. Z tego to powodu sąd wyrokiem z 22 grudnia 2010 r. odrzucił pozew w stosunku do NBI hf. Jednocześnie bazując na analogicznych przesłankach sąd odrzucił pozew wobec FME i Islandii. Informacja Rządu Islandii z 6 października 2008 r. została uznana jedynie za deklarację woli gwarantowania wszystkich depozytów zgromadzonych w islandzkich bankach, która nie może stanowić podstawy odpowiedzialności odszkodowawczej<sup>40</sup>.

### 3.2. Sąd Najwyższy Islandii

Powód nieusatisfakcjonowany wyrokiem złożył 21 marca 2011 r. apelację do Sądu Najwyższego Islandii. Do pisma procesowego została dołączona prośba o zasięgnięcie przez Sąd Najwyższy opinii Trybunału EFTA w kwestii zakresu definicji pojęcia depozytu na gruncie dyrektywy 94/19/WE (wniosek w późniejszym toku postępowania został przez stronę wycofany<sup>41</sup>). W efekcie Sąd Najwyższy Islandii z własnej inicjatywy 26 grudnia 2011 r. zwrócił się do Trybunału EFTA o interpretację przepisów prawa unijnego. Wniosek został sformułowany w postaci trzech pytań prejudycjalnych. W pierwszym z nich Trybunał EFTA został poproszony o ustosunkowanie się do kwestii, czy pożyczki udzielane przez banki komercyjne powinny zostać uznane za depozyty w świetle art. 1 ust. 1 dyrektywy 94/19/WE, nawet jeśli:

- i. nie zostały zaksięgowane jako depozyty w księgach pożyczkobiorcy,
- ii. nie zostały umieszczone na specjalnym koncie przypisanym do konkretnego pożyczkodawcy,
- iii. nie wydano dokumentu potwierdzającego otrzymanie środków,
- iv. z tytułu otrzymanych środków nie została opłacona składka obowiązkowa na rzecz systemu gwarantowania depozytów.

Drugie pytanie dotyczyło kwestii, czy dla uznania ww. środków za depozyty ma znaczenie fakt, że kraj gospodarz pożyczkodawcy skorzystał z uprawnień przewidzianych w art. 7 ust. 2 dyrektywy 94/19/WE, dających możliwość wykluczenia depozytów instytucji finansowych spod zakresu systemu gwarantowania depozytów. Z kolei w trzecim pytaniu poproszono o odniesienie się do zagadnienia, czy dla uznania ww. środków za depozyty może mieć znaczenie fakt, że podmiot

<sup>40</sup> *Ibidem*, s. 12.

<sup>41</sup> Powód w toku postępowania doszedł do wniosku, że opinia Trybunału EFTA nie jest konieczna, a wpłynie jedynie na przedłużenie całego procesu. Jednocześnie powód wskazał wcześniejsze sprawy dotyczące definicji depozytów, które Sąd Najwyższy Islandii rozstrzygał bez zaciągania opinii Trybunału EFTA. Dodatkowo w październiku 2011 r. w sprawach nr 300/2011, 301/2011, 310/2011, 311/2011, 312/2011, 313/2011 i 314/2011 Sąd Najwyższy Islandii uznał depozyty międzybankowe za depozyty w rozumieniu ustawy nr 98/1999 i przyznał im uprzywilejowaną pozycję w kolejności zaspokojenia w postępowaniu upadłościowym.

mający zezwolenie na prowadzenia działalności bankowej ogranicza swe działania jedynie do operacji na rynku międzybankowym, uzyskując środki bezpośrednio od właściciela oraz poprzez emisję papierów wartościowych, przy jednoczesnym, całkowitym pominięciu przyjmowania depozytów od szeroko rozumianej opinii publicznej<sup>42</sup>.

### 3.3. Trybunał EFTA

W ramach postępowania przed Trybunałem EFTA strony (Aresbank S.A, NBI hf., FME, rząd Islandii) oraz zainteresowane instytucje (Komisja Europejska oraz Organ Nadzoru EFTA) przedstawiły swoje stanowiska w przedmiotowej sprawie. W zakresie pytania drugiego i trzeciego wszyscy uczestnicy postępowania uznali, że wskazane okoliczności nie mają znaczenia dla kwestii uznania danych zobowiązań za depozyt. Dlatego też w dalszej części artykułu skupię się na przytoczeniu stanowisk dotyczących jedynie pierwszego pytania.

Aresbank S.A. uznał, że odpowiedź na pytanie pierwsze powinna być twierdząca. W jego ocenie art. 1 ust. 1 dyrektywy 94/19/WE, jak i islandzka ustawa nr 98/1999 stanowią szeroką definicję depozytu obejmującą zarówno typowe depozyty składane przez osoby fizyczne, jak i depozyty rynku międzybankowego składane przez instytucje finansowe. Taką interpretację przepisów wspiera art. 2 dyrektywy, w którym to wykluczono spod zakresu gwarancji przedmiotowe depozyty. Zwrócono uwagę również na fakt, że przedmiotem rozstrzygnięcia jest kwestia zakresu definicji depozytu, a nie problematyka ich gwarantowania<sup>43</sup>.

Zdaniem NBI hf. odpowiedź na pytanie pierwsze powinna być negatywna. W opinii NBI hf. art. 1 ust. 1 dyrektywy 94/19/WE zawiera trzy przesłanki uznania danego zobowiązania za depozyt. Są to fakt pozostawania na koncie prowadzonym w imieniu deponenta (1), należności, które wynikają z normalnych operacji bankowych (2) i które zostały potwierdzone przez wystawienie dokumentu urzędowego (3). W świetle ustaleń dokonanych przez sąd żaden z powyższych warunków nie został spełniony. W szczególności transakcji pomiędzy stronami nie można uznać, za typowe operacje bankowe w rozumieniu dyrektywy 94/19/WE, gdyż ta za główny cel stawiała ochronę depozytów osób fizycznych a nie instytucji finansowych<sup>44</sup>.

Również w ocenie FME odpowiedź na pierwsze z postawionych pytań powinna być negatywna, jako że przedmiotowe transakcje nie stanowią depozytu ani w ogólnej, ani w unijnej definicji tego pojęcia. Podobnie jak w przypadku NBI hf. głównym

<sup>42</sup> *Request for an Advisory Opinion from the EFTA Court by Hæstiréttur Íslands dated 15 December 2011 in the case of Aresbank S.A. v Landsbankinn hf., Fjármálaeftirlitið (the Financial Supervisory Authority) and Iceland, Trybunał EFTA.*

<sup>43</sup> *Report for the Hearing in Case E-17/11, Trybunał EFTA, s. 6–7.*

<sup>44</sup> *Ibidem*, s. 9–11.



punktem argumentacji była kwestia interpretacji pojęcia „normalne operacje bankowe”. W ocenie pozwanych art. 1 ust. 1 dyrektywy 94/19/WE nie można odczytywać w oderwaniu od całości przepisów oraz celu tego aktu. Głównym założeniem dyrektywy jest ochrona deponentów będących osobami fizycznymi. Operacje z tymi podmiotami o charakterystyce konsumenckiej należy traktować jako zwykłe operacje bankowe w rozumieniu dyrektywy 94/19/WE. Tymczasem transakcje rynku międzybankowego stanowią całkowicie inny typ transakcji, polegający na pożyczaniu pieniędzy pomiędzy profesjonalistami będącymi instytucjami finansowymi i niewymagającymi specjalnego systemu ochrony<sup>45</sup>.

Nowym elementem na tym etapie sprawy były stanowiska Organu Nadzoru EFTA oraz Komisji Europejskiej. W ocenie Organu Nadzoru EFTA zgodnie z art. 1 ust. 1 dyrektywy depozyt oznacza należność wynikającą z wpłat pozostawionych na koncie lub z sytuacji przejściowych w ramach normalnych operacji bankowych, które instytucja kredytowa powinna spłacić zgodnie z obowiązującymi warunkami prawnymi i kontraktowymi, jak też zobowiązanie, które instytucja kredytowa gwarantuje przez wystawienie dokumentu urzędowego. Zgodnie z ustaleniami faktycznymi w sprawie Landsbanki Íslands hf. nie zapisał kwot otrzymanych od Aresbank S.A. na specjalnym rachunku bankowym prowadzonym w imieniu powoda, w wyniku czego nie został spełniony warunek „pozostawienia na koncie”. Jednocześnie nie został wydany żaden urzędowy dokument potwierdzający przyjęcie depozytu. Niemniej jednak w ocenie Organu Nadzoru EFTA środki przekazane przez powoda powinny zostać uznane za depozyt, ponieważ stanowią one należność wynikającą z przejściowej sytuacji, którą Landsbanki Íslands hf. był zobowiązany zapłacić zgodnie z postanowieniami umowy. Żaden rodzaj błędu ani zaniedbanie po stronie Landsbanki Íslands hf. nie może mieć wpływu na charakterystykę otrzymanych środków, a w szczególności na fakt uznania ich za depozyty. W opinii Organu Nadzoru EFTA, biorąc pod uwagę brzmienie art. 1 ust. 1 dyrektywy 94/19/WE oraz treść jej uzasadnienia, pojęcie depozytu obejmuje również środki pieniężne uzyskane w drodze pożyczki. Definicja depozytu została sformułowana z punktu widzenia deponenta i dlatego też posługuje się terminem należności. Z perspektywy banku oraz zgodnie z dyrektywą Rady 86/635/EEC z 8 grudnia 1986 r. w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych w księgach banku powyższe transakcje są ujmowane w postaci zobowiązania. Dodatkowo, zdaniem Organu Nadzoru EFTA, dyrektywa 94/19/WE w art. 2 wyraźnie wyklucza spod zakresu gwarancji depozyty złożone przez instytucje finansowe, co oznacza, że depozyty międzybankowe zawierają się w szerokiej definicji depozytu<sup>46</sup>.

<sup>45</sup> *Ibidem*, s. 11–13.

<sup>46</sup> *Ibidem*, s. 13–16.

Również w opinii Komisji Europejskiej punktem wyjścia dla rozstrzygnięcia przedmiotowej sprawy jest definicja depozytu. Z zgodnie z ustaleniami faktycznymi poczynionymi w sprawie niesporne jest, że środki uzyskane przez Landsbanki Íslands hf. nie zostały zapisane na rachunku prowadzonym w imieniu deponenta, ani nie wydano dokumentu urzędowego potwierdzającego ich otrzymanie. W takiej sytuacji kluczowe jest rozstrzygnięcie, czy mogą być one uznane za należność wynikającą z wpłat pozostawionych na koncie lub z sytuacji przejściowych w ramach normalnych operacji bankowych, które instytucja kredytowa powinna spłacić zgodnie z obowiązującymi warunkami prawnymi i kontraktowymi. Zdaniem Komisji definicja zawarta w dyrektywie charakteryzuje się podejściem z perspektywy deponenta. W konsekwencji użyty termin należność zgodnie z dyrektywą 86/635/EEC w księgach banku odpowiada pożyczce czy też innym zobowiązaniom w sprawozdaniach finansowych banku. Sposób kategoryzacji otrzymanych środków przez podmiot przyjmujący środki nie ma znaczenia dla istoty definicji depozytu. Wystarczające jest wykazanie odpowiedniej należności. W przeciwnym razie banki mogłyby w łatwy sposób zmniejszać zakres gwarancji poprzez traktowanie poszczególnych transakcji za „nie depozyty”. Przyjęte podejście ma na celu wsparcie stabilności finansowej poprzez eliminację wymienionego tu mechanizmu. Dwa kolejne istotne elementy definicji „sytuacje przejściowe” oraz „normalne operacje bankowe” nie zostały zdefiniowane w dyrektywie. Ich wykładnia powinna opierać się na okolicznościach sprawy i charakterystyce danego rynku. Niemniej jednak w ocenie Komisji przedmiotowe transakcje można uznać za normalne operacje bankowe<sup>47</sup>.

Podsumowując, Komisja stwierdziła również, że na gruncie dyrektywy 94/19/WE można wyróżnić dwie definicje depozytu: techniczną oraz funkcjonalną. Pierwsza z nich opiera się na brzmieniu art. 1 ust. 1. Czytając jednak art. 1 ust. 1 w związku z art. 2, powstanie definicja funkcjonalna stanowiąca definicję depozytu kwalifikowanego. W opinii Komisji druga z wyżej wymienionych lepiej odpowiada założeniom dyrektywy 94/49/WE, której celem była ochrona depozytów. Jednakże w ostateczności to sąd krajowy będzie musiał zdecydować, czy w danej sprawie posłużono się terminem depozyt w rozumieniu technicznym czy też funkcjonalnym<sup>48</sup>.

Trybunał EFTA w swym rozstrzygnięciu przychylił się do opinii przedstawionej przez Komisję Europejską. Jednoznacznie uznał, że kluczowe w odpowiedzi na postawione pytania będzie rozstrzygnięcie, czy przedmiotowe transakcje stanowią należność wynikającą z przejściowej sytuacji będącej efektem normalnych operacji bankowych. W jego ocenie, mimo że dyrektywa nie definiuje powyższych pojęć, należy uznać, iż operacje będące przedmiotem sporu w okolicznościach da-

<sup>47</sup> *Ibidem*, s. 17–18.

<sup>48</sup> *Ibidem*, s. 19–20.



nej sprawy spełniają ww. przesłanki. W konsekwencji Trybunał EFTA w zakresie pierwszego pytania przychylił się w swym wyroku do stanowiska prezentowanego przez Aresbank S.A., Organ Nadzoru EFTA oraz Komisję. W jego ocenie dane transakcje powinny zostać uznane za depozyty nawet, jeśli w księgach pożyczkobiorcy, nie zostały zaksięgowane jako depozyty, nie zostały umieszczone na specjalnym koncie przypisanym do konkretnego pożyczkodawcy, nie wydano dokumentu potwierdzającego otrzymanie środków oraz z tytułu otrzymanych środków nie została opłacona składka na rzecz systemu gwarantowania depozytów. W konsekwencji odrzucono stanowisko NBI hf. twierdzące, że art. 1 ust. 1 dyrektywy stanowi kumulatywne przesłanki uznania transakcji za depozyt<sup>49</sup>. Podkreślono również, że na gruncie prawa unijnego dla zakresu definicji depozytu nie ma znaczenia charakter deponenta. Ma to jedynie wpływ na fakt objęcia danych należności systemem gwarantowania depozytów. Trybunał EFTA przychylił się również do stanowiska Komisji, potwierdzając podwójne znaczenie depozytu na gruncie dyrektywy 94/19/WE. Jednocześnie wskazano, że to sąd krajowy jest zobowiązany do ostatecznego zadecydowania o tym, jaki rodzaj definicji obowiązuje na gruncie prawa islandzkiego oraz jaki rodzaj definicji ma znaczenie dla rozpatrywanej sprawy<sup>50</sup>.

### 3.4. Końcowe orzeczenie Sądu Najwyższego Islandii

W dniu 17 stycznia 2013 r. Sąd Najwyższy Islandii wydał ostateczne orzeczenie w sprawie, które podtrzymało wyrok Sądu Okręgowego w Reykjavíku. W uzasadnieniu skład orzekający odniósł się do trzech kluczowych aspektów, tj. definicji depozytu, skuteczności transferu oraz odpowiedzialności odszkodowawczej FME. W zakresie pierwszego zagadnienia Sąd Najwyższy Islandii, opierając się na orzeczeniu Trybunału EFTA oraz biorąc pod uwagę okoliczność danej sprawy, uznał środki Aresbank S.A. za depozyty zgodnie z zapisami ustawy nr 98/1999 oraz dyrektywy 94/19/WE. Jednoznacznie przyznał, że fakt, iż dane środki są przedmiotem umowy pożyczki międzybankowej nie wyklucza ich z zakresu technicznej, szerokiej definicji depozytu w rozumieniu dyrektywy 94/19/WE<sup>51</sup>. Jednocześnie jednak uznał, że kwestia ta dla rozstrzygnięcia sprawy nie ma kluczowego znaczenia, gdyż FME na mocy ustawy 128/2008 został wyposażony w szerokie kompetencje do ustalenia zakresu transferu. Kluczowe w tym zakresie punkty 7 i 8 decyzji FME z 9 października 2008 r. wskazują, że zostaną przeniesione depozyty krajowe, w tym również depozyty instytucji finansowych. Sąd Najwyższy przyznaje, że ta-

<sup>49</sup> *Judgement of the EFTA Court*, EFTA Court, 2012, s. 11–14.

<sup>50</sup> *Ibidem*, s. 19–20.

<sup>51</sup> *Judgement of the Supreme Court of Iceland No 169/2011*, Sąd Najwyższy Islandii, 17 stycznia 2013, s. 10.

kie sformułowanie może budzić wątpliwości interpretacyjne. Jednakże zostały one rozwiane przez FME w momencie publikacji listu z 11 listopada 2008 r., w którym wyraźnie stwierdzono, że pożyczki międzybankowe nie są przedmiotem transferu do nowo utworzonego podmiotu. Pozytywnie został oceniony brak zmiany decyzji FME w zakresie sposobu użycia terminu depozyt. W opinii składu orzekającego nadzorca finansowy nie widział takiej potrzeby (odmiennie niż miało to miejsce w przypadku instrumentów pochodnych), gdyż w sposób konsekwentny posługiwał się terminem depozytu, wykluczając z jego zakresu pożyczki międzybankowe, co zostało dookreślone w liście z 11 listopada 2008 r. Sąd Najwyższy Islandii zwrócił uwagę na okoliczności wydania decyzji przez FME. Szczególną wagę przypisał skali zapaści gospodarczej oraz dynamice procesów gospodarczych, które miały miejsce w tym czasie w Islandii<sup>52</sup>.

Sąd Najwyższy Islandii zwolnił również z odpowiedzialności krajowego nadzorcę finansowego. Zgodnie z wcześniejszym orzeczeniem w sprawie nr 340/2011, której przedmiotem było zbadanie konstytucyjności nadzwyczajnych rozwiązań prawnych przyjętych ustawą nr 125/2008, nie znaleziono przesłanek odpowiedzialności odszkodowawczej. W szczególności FME działał na podstawie przyjętych przez parlament islandzki przepisów prawnych nadających mu szerokie kompetencje władcze. Powód nie wykazał natomiast, że działania te miały charakter dowolności, przekraczały zakres uznania administracyjnego, czy też nosiły inne znamiona winy<sup>53</sup>.

## PODSUMOWANIE

Sprawa Aresbank S.A. przeciwko NBI hf., Fjármálaeftirlitid i rządowi Islandii pozostawała w tle głównych wydarzeń gospodarczych i politycznych, które miały miejsce w Islandii w latach 2008–2012. Niewątpliwie jednak stanowiła ona poważne wyzwanie dla islandzkiego wymiaru sprawiedliwości. Okazała się również istotnym sprawdzianem sprawności funkcjonowania porządku prawnego EOG. Ocena merytoryczna poszczególnych orzeczeń nie jest zadaniem prostym. Trudno całkowicie abstrahować od sytuacji gospodarczej i politycznej stanowiącej społeczne tło rozpatrywanej sprawy. Wydaje się jednak, że warto poddać analizie kilka kluczowych elementów, które mają bardziej uniwersalny charakter nie związany bezpośrednio z okolicznościami danej sprawy.

Z perspektywy czasu należy ocenić, że orzeczenie Sądu Okręgowego w Reykjavíku było błędne. Zostało to częściowo potwierdzone przez Sąd Najwyższy Islandii (mimo formalnego utrzymania wyroku sądu niższej instancji) poprzez kluczową

---

<sup>52</sup> *Ibidem*, s. 10–11.

<sup>53</sup> *Ibidem*, s. 12.

zmianę uzasadnienia, w którym jednoznacznie wskazano, że pożyczki międzybankowe rynku pieniężnego należy traktować jako depozyty w rozumieniu ustawy nr 98/1999. Warto z pewnością zwrócić również uwagę na opinię Komisji Europejskiej, która stała się podstawą dla rozstrzygnięcia Trybunału EFTA. Wskazanie przez Komisję dwóch rodzajów definicji obowiązujących na gruncie dyrektywy 94/19/WE może budzić pewne wątpliwości. Obecna regulacja unijna określa definicję depozytu w art. 1 ust. 1 przedmiotowej dyrektywy i to temu przepisowi należy przyznać walor definicji legalnej. Oczywiście możliwe jest posługiwanie się innymi definicjami (w tym definicją funkcjonalną – czytając art. 1 ust. 1 w zw. z art. 2), jednakże mają one charakter terminów języka prawniczego. Wydaje się, że opinię Komisji należy odczytać jako wskazanie możliwości różnego sposobu implementacji przepisów dyrektywy 94/19/WE do krajowych porządków prawnych. Kraje członkowskie dokonując transpozycji mogą posłużyć się odmiennymi rozwiązaniami legislacyjnymi. W szczególności, biorąc pod uwagę istotę aktu prawnego jakim jest dyrektywa (w tym jej wiążący co do celu charakter), możliwa jest regulacja prawna w zakresie gwarantowania depozytów, która posługuje się odmienną siatką pojęciową, w tym definiuje pojęcie depozytu w sposób wąski jako depozyt kwalifikowany. Zarówno Trybunał EFTA, jak i Komisja nie analizowały przepisów islandzkich pod tym kątem, pozostawiając ostateczną ocenę sądowi krajowemu. Jednakże sposób implementacji dyrektywy 94/19/WE do islandzkiego systemu prawnego, w tym tożsamość definicji, wykluczył możliwość zawężenia pojęcia depozytu. W związku z powyższym Sąd Najwyższy Islandii, chcąc utrzymać wyrok sądu niższej instancji, musiał oprzeć uzasadnienie na odmiennym argumentacji. W jego ocenie decyzję FME z 9 października 2008 r. należy interpretować łącznie z listem z 11 listopada 2008 r. W konsekwencji oznacza to, że nadzorca krajowy w decyzji administracyjnej posłużył się terminem depozyt w oderwaniu od obowiązującej regulacji prawnej. Dookreślenie kluczowego pojęcia nastąpiło natomiast w późniejszym liście FME. Takie rozwiązanie budzi poważne wątpliwości, nawet po uwzględnieniu wyjątkowych kompetencji przyznanych FME na mocy ustawy nr 125/2008, w tym wyłączenie stosowania licznych przepisów islandzkiego kodeksu postępowania administracyjnego. Przede wszystkim trudno zaakceptować posługiwanie się przez organ administracji państwowej terminologią pozostającą w pewnej izolacji od krajowych przepisów prawnych. W przypadku wyraźnej woli użycia odmiennych definicji depozytu powinno mieć to odzwierciedlenie w treści samej decyzji. W przypadku błędu, zaniechania czy też zmiany strategii działania wynikającej z nadzwyczajności oraz dynamiki zaistniałych okoliczności ewentualne dookreślenie mogło i powinno nastąpić w drodze wydania decyzji zmieniającej, jak miało to miejsce w kwestii instrumentów pochodnych. W efekcie, mimo że argumentacja przyjęta przez Sąd Najwyższy Islandii pozostaje w opozycji do argumentacji prezentowanej przez pozwanych, wyrok końcowy czyni zadość ich żądaniom, co niewątpliwie rzuca cień na całość rozstrzygnięcia.

## Abstract

The definition of a deposit under Directive 94/19/EC has been perceived as a non-controversial issue. Also during the ongoing work on the revision of the aforementioned directive much more focus has been put on issues concerning the target level of the DGS fund or the reimbursement period. However, under the stressed conditions of the Icelandic crisis, this matter sparked a dispute of significant economic importance. Court proceedings in the case *Aresbank S.A. vs. NBI hf., Fjármálaeftirlitid and Iceland* have become a major test for both the Icelandic judiciary and the legal system of the European Economic Area. It is also one of the few cases of judicial review of provisions of Directive 94/19/EC. The case of Iceland indicates that bank restructuring is inevitably related to substantial legal uncertainty arising from the discretion of the national authorities, which are susceptible to political and social influence.

**Keywords:** Iceland, Aresbank S.A., Landsbanki Íslands hf., Directive 94/19/WE, deposit definition, European Economic Area.

## Bibliografia

- Bafia P.S., *Kazus Icesave. Problem gwarancji depozytów gromadzonych w zagranicznych oddziałach instytucji kredytowych na podstawie sporu brytyjsko-islandzkiego*, „Bezpieczny Bank”, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, 2011, nr 2(44).
- Boyes R., *Meltdown Iceland: Lessons on the World Financial Crisis from a Small Bankrupt Island*, Bloomsbury USA 2009.
- Ciszak T., *Europejski Obszar Gospodarczy*, „Biuletyn Analiz UKiE”, 2001, nr 5.
- Doliwa-Klepacki Z.M., *Europejskie Stowarzyszenie Wolnego Handlu [w:] Encyklopedia organizacji międzynarodowych*, Wydawnictwo’ 69, Warszawa 1999.
- Van Gerven W., *The Genesis of EEA Law and the Principles of Primacy and Direct Effect*, „Fordham International Law Journal”, 1992, t. 16, nr 4.
- Graver H.P., *The Effects of EFTA Court Jurisprudence on the Legal Orders of the EFTA States*, ARENA Working Paper, 2004.
- Kruszka M., *Bankowość transgraniczna: Studium prawno-ekonomiczne*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 2011.
- Morriss A., Petursson B., *Global Economies, Regulatory Failure, & Loose Money: Lessons for Regulating the Finance Sector from Iceland’s Financial Crisis*, SSRN Scholarly Paper, Social Science Research Network, Rochester, 2012.
- Sevon L., *The EEA Judicial System and the Supreme Courts of the EFTA States*, „European Journal of International Law”, 1992, nr 3.
- Zdyb M., *Anatomia kryzysu – sytuacja finansowa krajów Eurostrefy*, cz. II, „Nieruchomości”, 2011, nr 3.

**Akty prawne**

*Decision of the FME on the appointment of Receivership Committee for Landsbanki Islands hf.*, Fjármálaeftirlitið, 7 października 2008 r., niepublikowane.

*Decision of the FME on the disposal of assets and liabilities of Landsbanki Islands hf.*, ID no. 540291-2259, to *New Landsbanki Islands hf.*, ID no. 471008-0280, Fjármálaeftirlitið, 9 października 2008 r., niepublikowane.

*Decision of the FME on a second amendment to the decision of the FME dated 9 October 2008 on the disposal of assets and liabilities of Landsbanki Islands hf.*, ID no. 540291-2259, to *New Landsbanki Islands hf.*, ID no. 471008-0280, Fjármálaeftirlitið, 19 października 2008 r., niepublikowane.

*Decision by the Supreme Court of Iceland*, Translation of Request for an Advisory Opinion from the Supreme Court of Iceland Case E-17/11 No. 169/2011, 15 grudnia 2011 r., niepublikowane.

*Judgement of the Reykjavik District Court*, Translation of Request for an Advisory Opinion from the Supreme Court of Iceland Case E-17/11, Sąd Najwyższy Islandii, 15 grudnia 2011 r., niepublikowane.

*Judgement of the EFTA Court*, Trybunał EFTA, 22 listopada 2012 r., [http://www.eftacourt.int/images/uploads/17\\_11\\_Judgment\\_EN.pdf](http://www.eftacourt.int/images/uploads/17_11_Judgment_EN.pdf)

*Judgement of the Supreme Court of Iceland No. 169/2011*, Sąd Najwyższy Islandii, 17 stycznia 2013 r., niepublikowane.

*Request for an Advisory Opinion from the EFTA Court by Hæstiréttur Íslands dated 15 December 2011 in the case of Aresbank S.A. v Landsbankinn hf.*, Fjármálaeftirlitið (the Financial Supervisory Authority) and Iceland, Trybunał EFTA, niepublikowane.

*Report for the Hearing in Case E-17/11*, Trybunał EFTA, [http://www.eftacourt.int/images/uploads/17\\_11\\_RH\\_revised\\_for\\_the\\_web\\_EN.pdf](http://www.eftacourt.int/images/uploads/17_11_RH_revised_for_the_web_EN.pdf)

**Materiały internetowe**

Baudenbacher C., *The EFTA Court Fifteen Years on*, Genewa, 2009, [http://www.eftacourt.int/images/uploads/Geneva\\_50\\_years\\_EFTA.pdf](http://www.eftacourt.int/images/uploads/Geneva_50_years_EFTA.pdf)

Schulz S., *Europejski Obszar Gospodarczy*, 2011, [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pl/FTU\\_6.3.2.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pl/FTU_6.3.2.pdf)

*EEA EFTA States Internal Market Scoreboard*, 2012, [http://www.eftasurv.int/media/scoreboard/Internal\\_Market\\_Scoreboard\\_October\\_2012.PDF](http://www.eftasurv.int/media/scoreboard/Internal_Market_Scoreboard_October_2012.PDF),

*Annual Report of the Central Bank of Iceland 2007*, Bank Islandii, Reykjavik, 2008, <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=5732>

<http://data.worldbank.org/>

<http://uk.reuters.com/>

*Waldemar Aspadarec\**

## **TRANSPARENTNOŚĆ FUNDUSZY HEDGINGOWYCH A RYZYKO SYSTEMOWE**

### **WSTĘP**

Trwający kryzys finansowy pokazał, że problem w obszarze stabilności finansowej może prowadzić do istotnych zaburzeń nie tylko na rynkach czy działalności instytucji finansowych, ale również w sferze gospodarki realnej. Doświadczenia te uwypukliły znaczenie badań nad problemem braku stabilności finansowej i przyczyn wpływających na jej powstanie. W ostatniej dekadzie bardzo wyraźnie wzrósł rozmiar sektora finansowego w stosunku do gospodarki realnej, zjawisko to w literaturze określa się mianem finansyzacji. Sugeruje to, że stabilność systemu finansowego stała się ważniejsza dla gospodarki realnej. Pierwsza dekada obecnego stulecia to okres, w którym fundusze hedgingowe zdominowały obroty na wielu rynkach, stając się głównym kreatorem cen na rynku. Celem niniejszego artykułu jest udzielenie odpowiedzi na pytanie: czy fundusze hedgingowe są bezpośrednim kreatorem ryzyka systemowego?

W pierwszej części opracowania przedstawiono kwestie odnoszące się do regulacji prawnych funduszy hedgingowych i definicje ryzyka systemowego. W dwóch kolejnych, stanowiących integralną część pracy, ukazano fundusze hedgingowe w aspekcie ryzyka systemowego.

---

\* Waldemar Aspadarec jest adiunktem w Katedrze Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego.

## 1. REGULACJE PRAWNE FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

Dopóki znaczenie funduszy hedgingowych nie było tak duże, dopóty obecny niski stopień regulacji był poddawany krytyce, to jednak był on tolerowany. Spektakularne bankructwo Long-Term Capital Management (LTCM) stało się katalizatorem dyskusji nad ścisłym, bezpośrednim uregulowaniem funduszy hedgingowych<sup>1</sup>. Wezwania z wielu stron rynku o regulowanie branży funduszy hedgingowych doprowadziły do inicjatyw ustawodawczych w odniesieniu do branży funduszy hedgingowych. Po raz pierwszy pojawiła się ona w 2007 r. Po raz drugi w 2009 r. Kongresowi przedstawiony został projekt ustawy odnoszącej się do działalności funduszy hedgingowych – Hedge Fund Transparency Act. W powszechnej opinii stwierdza się, że fundusze hedgingowe są podmiotami nieregulowanymi. Wydaje się, że takie twierdzenie nie jest właściwe. Rzeczywiście nie ma ustawy o funduszach hedgingowych na żadnym z rynków na świecie, co nie czyni prawdziwą jednak tezę, że są one nieregulowanymi instytucjami. Fundusze hedgingowe funkcjonują na klasycznym rynku finansowym podobnie jak wiele innych instytucji finansowych, jak fundusze emerytalne, biura maklerskie, banki inwestycyjne, podlegając regulacjom rynków, na których zawierają transakcje notowanymi tam instrumentami finansowymi. W literaturze panuje powszechna zgoda, że ponadprzeciętna elastyczność tego typu funduszy opiera się na rozwiązaniach prawnych, które pozwalają im na pozostawanie wyjątkowo elastycznymi wehikułami inwestycyjnymi. Zwolennicy regulacji twierdzą, że rynek finansowy funkcjonujący na podstawie ograniczonych regulacji prawnych i dodatkowo nie podlegający kontroli instytucji nadzorczych jest w „ruinie”. Nie ma on więc silnych fundamentów pozwalających mu istnieć i rozwijać się, tym samym naraża jego uczestników na wiele pułapek i wybojów funkcjonujących na rynku<sup>2</sup>. Taki stan rzeczy nie może mieć miejsca na tradycyjnym rynku finansowym, dlatego wszędzie na świecie giełdy są w wysokim stopniu regulowane, co potencjalnie ma zwiększać bezpieczeństwo ich funkcjonowania<sup>3</sup>. Powstawanie i zaostrzenie regulacji najczęściej jest odpowiedzią na zaistniały kryzys. Lata 30. zeszłego stulecia to czas Wielkiego Kryzysu i ustanawiania regulacji, które miały wyeliminować czynniki zagrażające stabilności systemu finansowego w przyszłości. Główne płaszczyzny regulacji uchwalone w tamtym okresie odnosiły się, po pierwsze, do ochrony inwestorów przed nadużyciami instytucji finansowych. Działania na tym polu podjęte, polegały na rejestrowaniu, licencjonowaniu, zwiększeniu transparentności i konkurencyjności rynku. Po drugie, miały służyć zagwarantowaniu spójności systemu finansowego przez stworzenie regulacji odnoszących się do

<sup>1</sup> F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, Hoboken 2007, s. 37.

<sup>2</sup> D.N. Chorafas, *Alternative Investments and the Mismanagement of Risk*, Hampshire/Nowy Jork 2003, s. 230.

<sup>3</sup> K. Perez, *Fundusze Hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 202.



wysokości kapitału i zabezpieczenia transakcji dokonywanych przez te podmioty wchodzące w skład tego systemu<sup>4</sup>. Po trzecie, stabilności i redukcji ryzyka systemowego. Miało być to osiągnięte przez monitorowanie ekspozycji rynkowych i wymóg zachowań korygujących ryzyko ze strony uczestników rynku finansowego<sup>5</sup>. Cele te, tworzące filar regulacji rynku finansowego, zapisane i wdrażane przez wszystkich ustawodawców na świecie, nie zapobiegły występowaniu kolejnych kryzysów i ich konsekwencji. Mimo wielu istniejących regulacji i tworzenia nowych, przykładowo w pierwszej połowie 2012 r. miały miejsca trzy skandale z udziałem wielkich instytucji finansowych<sup>6</sup>. W odniesieniu do funduszy hedgingowych, które realizują swoje strategie przy zachowaniu maksymalnej elastyczności, powstaje dysonans między możliwością jej zachowania przez te fundusze a celem ustawodawcy i regulatora nadzorującego rynek.

W kwestii regulacji prawnych, którym miały podlegać fundusze hedgingowe, pojawia się istotny problem dla regulatora. Obecnie nie ma on rzeczywiście pełni wiedzy o poczynaniach funduszy hedgingowych na rynku, ale potencjalnie ściśle regulacje mogą osiągnąć efekt odwrotny od zamierzonego i całkowicie pozbawić nadzorcę rynku wiedzy o działaniach funduszy hedgingowych. Dla funduszy onshore (z punktu widzenia amerykańskiego) efektem ścisłych regulacji będzie przeniesienie ich siedziby do krajów offshore. Jedynym skutecznym rozwiązaniem z punktu widzenia regulatora i wdrażanych przez niego regulacji byłoby ustalenie regulacji w skali międzynarodowej na całym świecie, co nie jest oczywiście możliwe. Hipotezę tą potwierdza stanowisko byłego wieloletniego szefa FED. Alan Greenspan był przeciwnikiem zwiększaniu kontroli nad funduszami hedgingowymi ze strony nadzoru. Uważał on bowiem, że spowoduje to przeniesienie się zarejestrowanych w Stanach Zjednoczonych funduszy hedgingowych do krajów offshore, na czym straci jedynie amerykański fiskus<sup>7</sup>.

Ekonomicznie funkcja, zarówno funduszu hedgingowego, jak i funduszu inwestycyjnego otwartego jest taka sama. Jeśli fundusze hedgingowe i otwarte fundusze inwestycyjne pełnią tę samą rolę gospodarczą, to dlaczego uwaga uczestników rynku, jak i regulatorów w odniesieniu do kreacji ryzyka systemowego przypisana jest tylko tym pierwszym? Historycznie rzecz biorąc, tworzący regulacje oraz ekonomiści koncentrowali się na bankach jako potencjalnych kanałach powstawania trudności systemowych<sup>8</sup>. To właśnie charakterystyka banków była najważ-

<sup>4</sup> F.-S. Lhabitant, *Handbook of Hedge...*, op. cit., Hoboken 2007, s. 37.

<sup>5</sup> B. Eichengreen, *The regulator's dilemma: hedge funds in the international financial architecture*, "International Finance", t. 2, nr 3, 1999, s. 409.

<sup>6</sup> MF Global, The London Whale i manipulacje stopą LIBOR przez Barclays.

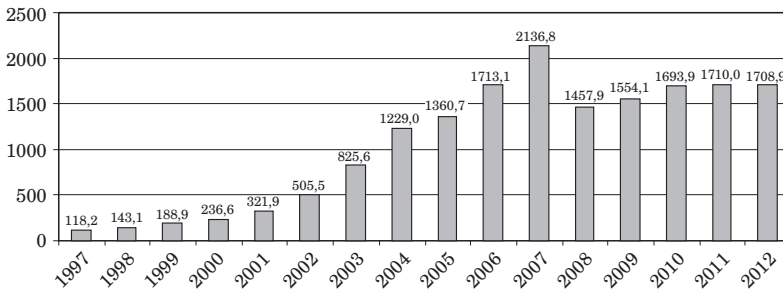
<sup>7</sup> A. Greenspan, *Statement before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1999, "Federal Reserve Bulletin", nr 84, grudzień 1998 r.

<sup>8</sup> Na przykład run na banki skutkujące obniżeniem podaży kredytu.



niejszym powodem dla polityki ich regulowania. W ostatniej dekadzie staliśmy się świadkami nowej konfiguracji graczy w systemie finansowym. Szczególna uwaga została poświęcona funduszom hedgingowym, atrakcyjnym zarówno dla inwestorów instytucjonalnych, jak i detalicznych (por. rysunek 1).

**Rysunek 1. Wartość aktywów netto funduszy hedgingowych na świecie w latach 1997–2012 (w mld USD)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com)

Fundusze hedgingowe są znaczącymi inwestorami na rynkach kapitałowych, ale różnią się od pozostałych uczestników rynku między innymi szerokim wachlarzem strategii inwestycyjnych, instrumentów inwestowania i stosowaniem dźwigni finansowej. Najwięcej kontrowersji związanych jest z systemem wynagradzania oraz nieprzejrzystością funduszy hedgingowych dla osób z zewnątrz<sup>9</sup>. To przesunięcie środka ciężkości w kierunku rynku finansowego oraz wzmożony handel na tym rynku sprawiły, że uwaga została skierowana na fundusze hedgingowe jako katalizatora potencjalnego wpływu zaburzeń w instytucjach finansowych, które mogą przełożyć się na szeroko pojętą gospodarkę.

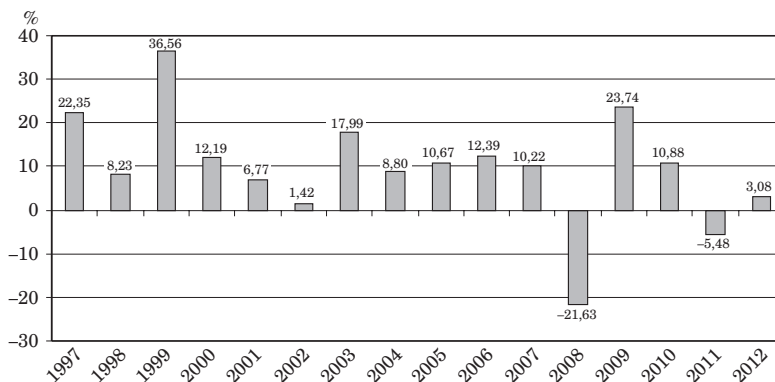
W ciągu ostatniej dekady fundusze hedgingowe ściągnęły na siebie ogromnie dużo uwagi. Myśl ta może być uznana za prowokacyjną, ale większość tejże jest niezasłużona. W związku z tym, że fundusze hedgingowe nie tylko stały się rodzajem celebrytów świata finansów, ale także zostały postawione na pierwszym miejscu listy winowajców wszelkich problemów pojawiających się na rynkach. Termin „problem” może być nieco nieprecyzyjny, można go zdefiniować jako dowolną sytuację rynkową uznawaną za negatywną przez jakąś część jego uczestników lub obserwatorów<sup>10</sup>. Definicja ta jest pojemna, ale wynika z faktu tworzenia negatywnego

<sup>9</sup> A. Ineichen, K. Silberstein, *AIMA's Roadmap To Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association Limited, London November 2008, s. 10.

<sup>10</sup> W. Aspadarec, *Systemic Risk Aspects In Context Of Hedge Funds*, Activities Trends in the World Economy, New Challenges in the Contemporary World Economy, Vol. 4, Szczecin 2012, s. 7.

klimatu wokół funduszy hedgingowych przez praktycznie każdą grupę związaną ze spekulacją i inwestowaniem. Zarzutem najłatwiejszym do oddalenia jest tworzenie przez fundusze hedgingowe ruchów cenowych krzywdzących ten czy inny podmiot na rynku. Jest to o tyle łatwe ze względu na to, że każdy obecny na rynku wpływa na te ceny w większym czy mniejszym stopniu, oczywiście z uwzględnieniem wartości posiadanych aktywów. Oddalenie tego zarzutu ma dwa aspekty. Pierwszy ma naturę bardzo ogólną. Ruchy cenowe są esencją rynków, o ile rynki te mają być efektywne i odzwierciedlać zmienne otoczenie. Ruchy te będą krzywdzące dla posiadających „złe” pozycje. Drugi aspekt jest bardziej psychologiczny. Ponoszący straty spekulanci i inwestorzy chcą odnaleźć podmioty zdadne do obwinienia za to. Ponieważ fundusze hedgingowe są chwalone za swoje wyniki, będą one także pierwszymi do obwinienia za straty innych (por. rysunek 2).

**Rysunek 2. Stopy zwrotu funduszy hedgingowych w latach 1997–2012**



Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com)

Przykładowymi zarzutami są manipulacje cenowe, wykorzystywanie informacji poufnych czy doprowadzanie do braku płynności na rynku. Problemem jest tu jednak to, że fundusze hedgingowe są podmiotami obwinianymi o prowadzenie tych czynności, jednak nie są jedynymi je stosującymi. Nawet sama idea manipulacji rynkowych jest w „najlepszym” razie nie „potomkiem” funduszy hedgingowych, ale raczej ich przysposobionym dzieckiem. Dzieckiem, nad którym opiekę fundusze hedgingowe pełnią razem z innymi członkami finansowej rodziny. Postulowane ograniczenia w stosunku do funduszy hedgingowych lub nawet wykorzenienie ich, czyli ich delegalizacja, postulowana przez najbardziej radykalnych aktywistów świata finansów, nie przysporzy dobra rynkom, jako że rodzaj podmiotu podejmującego negatywne zachowania nie ma znaczenia dla ostatecznej sytuacji rynków lub ich uczestników.

## 2. DEFINIOWANIE RYZYKA SYSTEMOWEGO

Szczególnym rodzajem problemu związanym z funduszami hedgowymi jest ryzyko systemowe. Jest to wyjątkowo problematyczne zagadnienie, ponieważ fundusze hedgingowe nie muszą mieć intencji w jego tworzeniu. Dotyka je ono w sposób bezpośredni i negatywny. Fundusze hedgingowe współtworzą to ryzyko, jednak nie są one jego przyczyną *per se*.

Pojęcie „ryzyko systemowe” i „instytucje ryzyka systemowego”, mimo że po upadku LTCM powszechnie stosowane, wprowadzono do prawnej nomenklatury dopiero po załamaniu rynkowym z 2007 r. W Stanach Zjednoczonych dokonało się to w wyniku przyjęcia ustawy Dodd-Franka<sup>11</sup>. Według tego dokumentu ryzyko systemowe to „ryzyko negatywnie oddziaływujące na gospodarkę”. Ważność systemowa obejmuje takie obszary działalności, jak usługi finansowe, płatnicze, *clearingowe* oraz rozliczeniowe, w przypadku których problemy mogą zagrozić instytucjom finansowym, rynkom, a tym samym stabilności systemu finansowego USA<sup>12</sup>.

Strukturalne zmiany zachodzące w systemie finansowym w ostatnich dekadach wywarły wpływ na dynamikę trudności finansowych oraz na politykę wobec tej branży. Zmiany te mają związek z niedoskonałością poinformowania uczestników transakcji finansowych, błędną percepcją ryzyka i niewłaściwymi zachowaniami. Dodatkowo występują silne sprzężenia zwrotne działające wewnątrz systemu, jak i między systemem finansowym a gospodarką w skali makro. W konsekwencji zasadniczą przyczyną finansowej niestabilności było, jest i zapewne będzie nieumiarkowanie w podejmowaniu ryzyka. Tym samym wyzwaniem jest projektowanie i zaproponowanie systemowej odpowiedzi ewidentnie zakotwiczonej w najistotniejszych cechach finansowej niestabilności<sup>13</sup>. Jednocześnie musi nastąpić dopasowanie jej do zmieniającego się wciąż systemu finansowego. Dla ustalających regulacje w sektorze finansowym wraz z globalnym jego rozwojem oraz wprowadzaniem nań innowacji zapewnienie stabilności oraz panowanie nad ryzykiem systemowym stały się głównym celem. Wiele banków centralnych, np. EBC, Bank Anglii, Bank Japonii, Narodowy Bank Szwajcarii, czy też instytucje międzynarodowe, jak: Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Forum Stabilności Finansowej,

<sup>11</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 111<sup>th</sup> Congress (2009–2010), H.R. 4173.ENR, podpisana przez Prezydenta USA 21 lipca 2010 r.

<sup>12</sup> Podmioty ważne systemowo podlegają nadzorowi FED. Nowo utworzona Rada ds. Monitorowania Ryzyka Systemowego (Financial Stability Oversight Council – FSOC) odpowiada za identyfikację obszarów ryzyka, mogących wpłynąć na stabilność finansową USA i promowanie dyscypliny finansowej.

<sup>13</sup> C.E.V. Borio, *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, BIS Working Papers No. 237, Monetary and Economic Department, October 2007, s. 9.

publikują raporty o globalnej stabilności finansowej. Aktywna rola czynnika pieniężnego w wyznaczaniu kierunków i tempa zmian w handlu międzynarodowym była dostrzegana i akcentowana w literaturze od dawna. Zjawiska notowane od końca ubiegłego stulecia odznaczają się nowymi jakościowo cechami. Wiążą się one ze specyfiką ekspansji sektora finansowego w sferze funkcjonowania realnej gospodarki<sup>14</sup>. Efektem jej jest „rosnąca rola motywacji finansowych, rynków finansowych i instrumentów finansowych i instytucji finansowych w funkcjonowaniu krajowych i międzynarodowych gospodarek”<sup>15</sup>. Doświadczenia te uwypukliły znaczenie badań nad problemem braku stabilności finansowej i przyczyn wpływających na jej powstanie. W ostatniej dekadzie bardzo wyraźnie wzrósł rozmiar sektora finansowego w stosunku do gospodarki realnej, nie ma tu znaczenia, czy relacja ta mierzona jest w szerszym ujęciu stosunkiem aktywów brutto do PKB, czy węższym stosunkiem wartości dodanej wytworzonej w sektorze finansowym do PKB<sup>16</sup>.

Raport McKinsey Global Institute podaje, że w ciągu pierwszych ośmiu dekad XX w. stopa wzrostu aktywów finansowych była w przybliżeniu równa stopie wzrostu ogólnego PKB. Przełom dokonał się w latach 80. w rezultacie wzrostu zainteresowania finansowaniem przez rynki kapitałowe. Na koniec 2007 r. wartość aktywów finansowych w ekonomii globalnej osiągnęła 194 biliony dolarów, co stanowiło najwyższy poziom w historii, odpowiadający 343% światowego PKB. Wartość ta spadła do 178 bilionów dolarów, odpowiadających 293% światowego PKB na koniec następnego roku<sup>17</sup>.

„Główną cechą kryzysów finansowych ostatnich lat, a zwłaszcza obecnego, jest to, że podstawowym rodzajem ryzyka, jakie w nich występuje, jest ryzyko systemowe”<sup>18</sup>. Na wstępie należy podjąć próbę precyzyjnego zdefiniowania ryzyka systemowego. Grupa do Spraw Zarządzania Ryzykiem Kredytowym Przeciwniej Strony Transakcji (Counterparty Risk Management Policy Group – CRMPG) w sposób zwięzły definiuje wstrząs finansowy z konsekwencjami systemowymi, jako: „duże upośledzenie systemu finansowego oraz realnej gospodarki”<sup>19</sup>. DeBandt i Hartmann opisują w swojej monografii „kryzys systemowy” jako sytuację, w której wstrząs dotyka: „...w sposób istotny znaczną liczbę instytucji lub rynków finansowych oraz skutkujący znacznym osłabieniem sprawności działania systemu finansowego jako całości. Sprawnym działaniem jest tu transformowanie oszczędności w rzeczywiste

<sup>14</sup> J. Dudziński, *Finansyzacja międzynarodowych rynków surowców i żywności a ich ceny w handlu międzynarodowym*, Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego nr 28/2010.

<sup>15</sup> K. Jajuga, *Czy banki będą lepiej zarządzać ryzykiem?*, [www.obserwator finansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl) (dostęp: 25.01.2010).

<sup>16</sup> C.E.V. Borio, *Change and constancy...*, *op. cit.*, s. 11.

<sup>17</sup> *Global Capital Markets. Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, September 2009.

<sup>18</sup> K. Jajuga, *Czy banki będą lepiej zarządzać...*, *op. cit.*

<sup>19</sup> *The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II*. 2005. Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective, <http://www.crmppolicygroup.org/>. s. 5.

inwestycje dające najwyższe stopy zwrotu”<sup>20</sup>. Bordo oferuje zbliżony opis zdarzenia systemowego jako sytuacji, w której<sup>21</sup>: „wstrząsy – szoki w jednej części systemu finansowego prowadzą do szoków w innych częściach, w konsekwencji wywierając wpływ na stabilność realnej gospodarki”. Wydaje się właściwym pojmowanie ryzyka systemowego w ścisłym związku zmian zachodzących w sektorze finansowym, prowadzących do znacznych niekorzystnych efektów w realnej gospodarce. Klasycznym przykładem takiego zdarzenia jest redukcja inwestycji z powodu niższej dostępności kredytu lub destabilizacji działalności gospodarczej. Związek ten, czyli przełożenie na gospodarkę realną wstrząsów finansowych, jest czynnikiem determinującym kryzys systemowy i odróżnia go od zdarzenia czysto finansowego. Cytowany wcześniej Bordo zdarzenia, które prowadzą tylko do spadku cen aktywów i strat majątkowych bez ujemnego przełożenia na gospodarkę, definiuje jako „ryzyko pseudosystemowe”.

Podział na „zakłócenia” oraz finansowe „wstrząsy”, przedstawiony w dokumentach Grupy do Spraw Zarządzania Ryzykiem Kredytowym Przeciwnej Strony Transakcji, jasno określa, że tylko „wstrząsy” wywierają szeroki efekt na realną gospodarkę. Zgodnie z powyższym opisem, realne efekty mają szansę objawić się z powodu zakłóceń w podaży kredytów przez wstrząsy na rynku kapitałowym wywołujące wstrząsy w sektorze bankowym.

Kluczowym pytaniem jest, czy optymalny poziom ryzyka systemowego jest różny od zera? Nadzorca ma możliwość i jest w stanie teoretycznie wyeliminować wszystkie czynniki ryzyka systemowego przez nałożenie ekstremalnie surowych ograniczeń na obszary takie jak lewarowanie lub przez implementację surowych restrykcji w działalności najważniejszych uczestników rynku. Efektem tego byłoby zapewne znaczne ograniczenie efektywności funkcjonowania sektora finansowego wywołujące niepożądane efekty z punktu widzenia ogólnospołecznego. W sytuacji, w której zdefiniowany poziom ryzyka systemowego, założony jako efektywny społecznie, zostanie przekroczony przez „niewydajny” poziom ryzyka systemowego wiąże się z trudnościami rynku w dziedzinie zarządzania ryzykiem kredytowym strony przeciwnej.

Przed próbą wyjaśnienia, w jaki sposób fundusze hedgingowe są potencjalnym źródłem zdefiniowanego wcześniej ryzyka systemowego, wydaje się niezbędne precyzyjne spojrzenie na powiązania sektora finansowego w ogóle z realną gospodarką. Tradycyjnym wyjaśnieniem wyjątkowej roli odgrywanej przez banki w zaopatrywaniu rynków w kredyt jest fakt, że mają one unikatowe zdolności umożliwiające im

<sup>20</sup> O. DeBandt, P. Hartman, *Systemic Risk: A Survey*, [w:] Ch.A.E. Goodhard and G. Illing (red.), *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, January, London, UK: Oxford University Press.

<sup>21</sup> M.D. Bordo, B. Mizrach, A.J. Schwartz, *Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons from History*. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 1(1), 1998, s. 31.

efektywnie rozpoznać możliwości pożyczkowe ryzykownych podmiotów. Zarówno *ex ante* przed dokonaniem inwestycji, jak i *ex post* w trakcie monitorowania pożyczkobiorcy. W literaturze zachowanie takie banku definiowane jest jako bycie „delegowanym obserwatorem” kanalizującym istotne informacje w sposób ułatwiający im efektywną alokację kredytów, a wynika to z faktu nieefektywności sytuacji, w której oszczędzający robi to sam. Produktywne społecznie więzi mogą być zagrożone w przypadku jeśli aktywność pożyczkowa banku ulegnie zaburzeniom wskutek wstrząsu na rynku kapitałowym. Konsekwencją tego może być odcięcie niektórych przedsięwzięć od finansowania skutkujące zmniejszeniem aktywności ekonomicznej. Bezdyskusyjnie aktywność pożyczkowa banków ma wpływ na realną gospodarkę.

### 3. FUNDUSZE HEDGINGOWE A RYZYKO SYSTEMOWE

Zatem, w jaki sposób fundusze hedgingowe mogą stać się katalizatorem i w konsekwencji generować ryzyko systemowe? Zgodnie z przedstawioną definicją ryzyka systemowego fundusze hedgingowe mogą teoretycznie być twórcą ryzyka systemowego przez istotne zakłócenie zdolności banków do efektywnego dostarczania kredytów realnej gospodarce. Przykładem tego może być likwidacja wysoko lewarowanego funduszu hedgingowego LTCM w 1998 r., powodująca wzrost zmienności oraz spadek cen aktywów, co skutkowało zwiększeniem niepewności co do ryzyka kredytowego oraz stóp procentowych i jednocześnie zaburzało pośrednictwo kredytowe, zwiększając ryzyko poważnych wstrząsów w realnej aktywności gospodarczej<sup>22</sup>. Podejście takie zastosowane przy interwencji podczas bankructwa LTCM znajduje odzwierciedlenie w słowach Prezesa Banku Rezerwy Federalnej Nowego Jorku. McDonough, w swoim stanowisku, przedstawionym w Kongresie po upadku LTCM, stwierdził: „istniała możliwość ekstremalnych ruchów cen na rynkach kredytowych oraz rynkach stóp procentowych oraz zawieszenia działania przez te rynki na okres jednego czy kilku dni lub być może dłużej. Co najważniejsze, mogłoby to doprowadzić do dalszych wzrostów kosztu kapitału dla amerykańskich przedsiębiorstw. Wzrost kosztu kapitału zapewne doprowadziłby do ograniczenia podaży kredytu, a co za tym idzie do wywołania skutków ujemnych w realnej działalności<sup>23</sup>”. Z treści wystąpienia McDonougha można wnioskować, że straty finansowe związane ze spadkiem cen aktywów lub złymi strategiami tradingowymi nie były wystarczającym motywem do interwencji. Motywem tym były obawy o innych

---

<sup>22</sup> S. Jones, *Meriwether's JWN Partners winds down flagship fund*, „Financial Times”, 8 lipca 2009 r., [www.ft.com](http://www.ft.com)

<sup>23</sup> W.J. McDonough, *Statement before Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1998.

uczestników rynku nie związanych z LTCM. Wpływ ten, przez bezpośrednią ekspozycję uczestników rynku, w szczególności banków o szerokim zakresie, jest fundamentalny dla określenia ryzyka systemowego jako czynnika zewnętrznego, uzasadniającego interwencję rządową. Biorąc pod uwagę, że odzwierciedla to zagadnienie zaufania inwestorów, a nie fundamenty, istnieje tu pole do interwencji systemowej w celu zmiany równowagi uczestników rynku ze „złej” na „dobrą”. Bankructwo LTCM jest klasycznym przykładem powiązania funduszu hedgingowego z realną gospodarką, przez bezpośrednią ekspozycję banków na wysoko lewarowany fundusz hedgingowy, utrudniający dystrybucję bądź alokację kredytów lub przez efekty niebezpośrednie, jak trudności na rynku finansowym wywołane przez dotknięte nimi banki. Fundusze hedgingowe połączone są z firmami działającymi w branży papierów wartościowych i bankami przez ekspozycje ich na ryzyko drugiej strony transakcji, np. przez krótkoterminowe finansowanie pozycji lewarowanych, działalność jako *prime brokera* oraz ryzyko na rynku OTC<sup>24</sup>. Znaczna ekspozycja banku na ryzyko może zmniejszyć jego zdolność lub skłonność do zwiększenia rozmiaru akcji kredytowej na rzecz zdrowych pożyczkobiorców, w sytuacji gdy bank posiada znaczną ekspozycję na bankrutujący fundusz hedgingowy lub działający na rynkach o szybko spadających cenach. Przedstawiony przez Bernankego model „akceleratora finansowego”, w którym spadek cen aktywów skutkuje zmniejszeniem wartości zabezpieczeń i co za tym idzie zdolności firm do zaciągania pożyczek, wzmacnia początkowy chaos wynikający z gwałtownego spadku cen aktywów zapoczątkowany zamykaniem pozycji przez wysoko lewarowany fundusz hedgingowy, co prowadzi najczęściej do obniżenia wartości zabezpieczeń. Sytuacja taka może wygenerować ryzyko płynności oraz dalszy spadek cen z powodu zamykania pozycji przez innych inwestorów na skutek wezwań do uzupełniania depozytów. Zdarzenie takie, jeśli będzie dostatecznie mocne, może podać w wątpliwość standardowe warunki brzegowe zastosowane w czasie testów wytrzymałości – *stress testów*. Nadzwyczajne sytuacje, podające w wątpliwość system zarządzania ryzykiem, mogą doprowadzić do dodatkowego wzrostu awersji do ryzyka u dealerów podczas podejmowania decyzji dotyczących udzielania kredytów. Do chwili, aż nie zostaną nawiązane nowe zdrowe relacje, pożyczkobiorcy zależni od banków nie będą mieli dostępu do alternatywnych źródeł finansowania, a tym samym aktywność inwestycyjna oraz gospodarcza będzie zmniejszona. Ten mechanizm jest omówieniem zjawiska lat 2007–2008, gdy istniało przypuszczenie, że kombinacja strat banków w sektorze pożyczek na zakup nieruchomości komercyjnych w powiązaniu z koniecznością zebrania kapitałów doprowadziły do krachu kredytowego i recesji w Ameryce. Rozważania nad pośrednią łącznością przez system bankowy między funduszami hedgingowymi a realną gospodarką stały się w ostatnich latach częstym i modnym tematem. Immanentna cecha funduszu hedgingowego, czyli brak transparentno-

<sup>24</sup> S.A. McCrary, *Hedge Fund Course*, Hoboken, New Jersey USA 2005, s. 15.



ści, powoduje, że wielkość ekspozycji na sektor pozostaje nieznana. Bank for International Settlements zakłada, że ekspozycja banków komercyjnych na ryzyko ze strony funduszy hedgingowych proporcjonalnie zmienia się do zmian wielkości sektora funduszy hedgingowych i w większości zabezpieczona jest aktywami.

Innym mechanizmem jest sytuacja, w której trudności w funduszach hedgingowych zakłócają szeroko pojętą aktywność rynku finansowego, utrudniają efektywne funkcjonowanie rynków finansowych oraz ograniczają szersze zaopatrzenie w kredyt, co zostało przedstawione wcześniej na przykładzie bankructwa LTCM. W opinii krytyków nieregulowanych funduszy hedgingowych potencjał do kreowania zakłóceń rynku wynika z samej definicji tego typu instytucji. Brak transparentności, wypukła struktura opłat motywacyjnych oraz stosowanie dźwigni finansowej zwiększają prawdopodobieństwo zaburzeń ze względu na angażowanie się zarządzających funduszami w stronę strategii wysokiego ryzyka o istotnym odchyleniu skrajnych wartości wyników. Dodatkowo złożoność oraz heterogeniczność instrumentów utrudnia zamykanie pozycji, co implikuje dłuższymi w czasie oraz trudniejszymi dla rynków skutkami. Kolejny mechanizm systemowy oddziałuje nie bezpośrednio przez system bankowy. Duże banki dostarczają płynności funduszom w formie absorbowania ekspozycji na ryzyko strony przeciwnej. Ryzyko to wynika z otwartych pozycji, finansowania pokrytego aktywami, dostarczania w pieniądzu oraz udziałach linii kredytowych. Wstrząs dla banku stworzony przez fundusz może doprowadzić do ograniczenia płynności dostarczanej innym funduszom hedgingowym przez ten lub nawet inne banki, przez co dochodzi do zaburzenia rynków finansowych oraz nowych trudności zaopatrzenia w kredyt<sup>25</sup>.

#### **4. ZARZĄDZANIE RYZYKIEM DRUGIEJ STRONY TRANSAKCJI (COUNTERPARTY CREDIT RISK MANAGMENT – CCRM)**

Wypracowano wiele metod na zredukowanie ekspozycji na ryzyko oraz amortyzację szoków na rynku finansowym. Tradycyjnym środkiem obronnym przeciwko tym wstrząsom na rynku z potencjalnymi konsekwencjami systemowymi jest ustanowienie reguł zarządzania ryzykiem kredytowym przeciwnej strony transakcji – CCRM. Fundusze hedgingowe charakteryzujące się odmiennymi cechami od pozostałych uczestników rynku czynią trudniejszym zastosowanie CCRM, ponieważ mogą tworzyć problemy rynkowe w powiązaniu z innymi trudnościami. Fundusze hedgingowe wchodzą w zróżnicowane relacje z wieloma instytucjami na rynku. Te regulowane instytucje oferują na rzecz funduszy hedgingowych usługi, jak przeprowadzanie i wykonywanie transakcji, pożyczanie papierów wartościowych, rozliczanie i powiernictwo, rozwiązania techniczne i finansowe oraz umowy

---

<sup>25</sup> W. Aspadarec, *Systemic Risk Aspects...*, op. cit., s. 7.

odkupu. Z punktu widzenia ryzyka systemowego najważniejszą częścią tej relacji jest udzielanie pożyczek funduszom hedgingowym, co ekspozuje instytucję finansową na ryzyko kredytowe. Pierwszą linią obrony są więc systemy zarządzania ryzykiem kredytowym strony przeciwnej – CCRM<sup>26</sup>. Banki ustalają limity, wdrażają infrastrukturę raportowania o ryzyku oraz wyznaczają polityki odnoszące się do dyskont, zabezpieczeń oraz depozytów zabezpieczających. Wszystkie te działania mają służyć ocenie ryzyka kredytowego, a tym samym ograniczyć ekspozycję na ryzyko strony przeciwnej. W praktyce CCRM są niezbędne dla obu stron, jednakże ze względu na istotne różnice w działaniu i konstrukcji funduszy hedgingowych stanowią one znaczne wyzwanie dla efektywnego stosowania CCRM. Oczywiście CCRM nie są jedynym instrumentarium jakie posiadają instytucje nadzorcze, inne narzędzia, jak bezpośrednie regulacje oraz wymogi jawności, zmniejszają potencjał zaburzeń rynkowych, ale wydaje się, że zarówno dla pojedynczej firmy, jak i instytucji zaangażowanej w tworzenie polityki regulacyjnej CCRM pozostaną punktem wyjścia dla ograniczania potencjału funduszy hedgingowych w przyczynianiu się do nieprawidłowości systemowych. W rezultacie tradycyjne systemy zarządzania ryzykiem kredytowym CCRM stanowią pierwszą linię obrony między nieregulowanymi instytucjami, jakimi są fundusze hedgingowe, a regulowanymi instytucjami finansowymi. Zaprojektowana w celu redukcji ryzyka kredytowego przy transakcjach lewarowanych polityka zabezpieczeniowa daje bufor przeciw nadmiernej ekspozycji na ryzyko dostarczającego finansowania. Instytucja finansowa może zwiększyć rozmiar lewarowania funduszu hedgingowego zamiast wymagania wniesienia zabezpieczenia o wartości nie niższej niż ekspozycja. Zredukowanie w transakcjach lewarowanych ryzyka rozliczeniowego zwiększa obustronne zaufanie stron, przyczyniając się do aktywnego finansowania tych transakcji. Polityka zabezpieczeń na rynkach OTC, gdzie warunki zawierania transakcji są bardziej elastyczne niż na zorganizowanych rynkach, może być bardziej wrażliwa na poziom zmienności, jak i warunki rynkowe. Nie zmienia to jednak faktu, że na rynkach pozagiełdowych w celu nadania większej przewidywalności wymogom odnoszącym się do zabezpieczeń wdrażane są mechanizmy stałego ustalania depozytów. Pozostałe formy tradycyjnego CCRM zawierają w sobie szeroki wachlarz narzędzi mierzenia ryzyka. Wyróżnić tu można ratingi wewnętrzne, ciągle monitorowanie oraz szacowanie ekspozycji, jak testy trudnych warunków, ograniczenia niektórych transakcji, *due dilligence* w celu poznania strategii i historii strony przeciwnej. Narzędzia te mają pomóc w kontroli ekspozycji, zmniejszając ryzyko instytucji finansowej mającej do czynienia ze stroną przeciwną funduszu hedgingowego. Dotychczas przedstawione zalecenie odnośnie do CCRM występowało w relacji instytucji finansowej z funduszem hedgingowym. Inwestorzy funduszu hedgingowego oczywiście także odgrywają rolę w redukowaniu podejmowania nadmiernego ryzyka przez fundusz.

<sup>26</sup> P. Niedziółka, *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin 2009, s. 75.

Na postawione na początku pytanie, czy zarządzanie ryzykiem drugiej strony transakcji jest dobrym narzędziem ograniczania ryzyka funduszy hedgingowych, w szczególności przez banki oraz firmy działające w branży papierów wartościowych oraz czy ogranicza ono ryzyko systemowe do społecznie akceptowalnych rozmiarów? – można teraz udzielić odpowiedzi.

Większość badaczy stoi na stanowisku, że to nie regulacje dotyczące funduszy hedgingowych, a CCRM są optymalnym sposobem kontroli tych funduszy i ograniczania podatności systemowych. Można więc postawić tezę, że mimo wielu zapowiedzi zmierzających w kierunku regulowania działalności funduszy hedgingowych wciąż właściwe jest stanowisko, że dyscyplina rynkowa najefektywniej odnosi się do ryzyk systemowych generowanych przez prywatne pule kapitału. CCRM nie zawsze jest skuteczne, konieczne jest zbadanie potencjalnych uchybień rynkowych w dziedzinie alokacji kredytu<sup>27</sup>. Nieścisłości te zawierają w sobie<sup>28</sup>:

- ❖ moralny hazard,
- ❖ wpływ na świat zewnętrzny,
- ❖ problemy agencyjne,
- ❖ problemy darmowych lunchów,
- ❖ błędy koordynacji.

Wymienione wyżej obawy nie dotyczą tylko sektora funduszy hedgingowych, ale stosują się do wielu form zaopatrzenia w kredyt. Ekspozycja branży funduszy hedgingowych idealnie pasuje do wymienionych uchybień, co czyni ją szczególnie podatną na erozję CCRM<sup>29</sup>.

W teorii **hazard moralny** związany jest ze zmianami w zachowaniu w odpowiedzi na redystrybucję ryzyka. W gospodarce realnej przykładem tego może być sytuacja, w której ubezpieczenie może wzbudzić zachowania ryzykowne, jeśli ubezpieczony nie ponosi pełnych konsekwencji złych rezultatów. Na rynku finansowym istnieje problem hazardu moralnego rodzącego się z domniemanych gwarancji rządowych<sup>30</sup>. W powiązaniu z nieformalną akceptacją doktryny „zbyt duży, by upaść” (*too big to fail* – TBTF), prowadzi to jedynie do kumulowania negatywnych konsekwencji. Mimo zapewnień o równym traktowaniu podmiotów powszechna jest niepisana obietnica ratunku dla niektórych kredytodawców bankowych – banków uznanych za ważne

<sup>27</sup> W podręcznikowym sensie odchyłeń od idealnie konkurencyjnej, w pełni poinformowanej gospodarki efektywnie alokującej zasoby.

<sup>28</sup> J. Kambhu, T. Schuermann, K.J. Stiroh, *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report No. 291, July 2007, s. 16.

<sup>29</sup> J.M. Lacker, *How Should Regulators Respond to Financial Innovation?*, Speech presented at The Philadelphia Fed Policy Forum, 1 December 2006, [http://www.philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker\\_speech.pdf](http://www.philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker_speech.pdf)

<sup>30</sup> Zagadnienie hazardu moralnego dla dużych uczestników rynków finansowych jest istotne w ich wszystkich decyzjach dotyczących zarządzania ryzykiem, nie tylko w funduszach hedgingowych. Co więcej, istotna wartość franczyzowa dużych instytucji finansowych powinna w jakiś sposób pomóc zminimalizować problem hazardu moralnego.

systemowo. Obietnica ratunku „przy pomocy” nie odnosi się do funduszy hedgingowych. Jakkolwiek zmiany regulacyjne wobec branży funduszy hedgingowych nigdy nie wspominały o możliwości zastosowania polityki teraz już powszechnie stosowanej do banków komercyjnych „zbyt duży, by upaść”<sup>31</sup>. Hazard moralny w odniesieniu do regulowanych największych uczestników rynku wynika z ich centralnej roli w systemie finansowym, co stawia pytanie, w jakim stopniu wielkie straty kredytowe wpłyną na decyzje regulacyjne wobec danego uczestnika rynku? Konsekwencją tego jest sytuacja, w której banki mają niższą motywację do kontrolowania, monitorowania i redukcji ryzyka oraz ograniczania ekspozycji na polach, w których obecne i przyszłe profity są atrakcyjne dla nich. Obszarem takim są z pewnością ponadprzeciętnie aktywni uczestnicy rynku, jakim są fundusze hedgingowe.

Interesujących informacji dostarcza analiza listy największych funduszy funduszy hedgingowych według wartości aktywów w zarządzaniu w mld USD, przedstawionych w tabeli 1.

**Tabela 1. 10 największych funduszy hedgingowych według wartości aktywów w zarządzaniu w miliardach dolarów (stan na koniec czerwca 2010 r.)**

	Nazwa funduszu hedgingowego	Wartość w mld USD	Lokalizacja, adres internetowy
1	UBS Alternative Investments	27,6	Zurich, Switzerland, <a href="http://www.ubs.com">www.ubs.com</a>
2	Credit Suisse Funds	26,4	Zurich, Switzerland, <a href="http://www.credit-suisse.com">www.credit-suisse.com</a>
3	GAM	23,2	Dublin, Ireland, <a href="http://www.gam.com">www.gam.com</a>
4	Blackstone Group	22,4	New York, NY, <a href="http://www.blackstone.com">www.blackstone.com</a>
5	Man Investments	22,1	London, UK, <a href="http://www.mangroupplc.com">www.mangroupplc.com</a>
6	BlackRock	21,0	New York, NY, <a href="http://www.blackrock.com">www.blackrock.com</a>
7	Grosvenor Capital Management	20,4	Chicago, IL, <a href="http://www.grosvenorcapitalmanagement.com">www.grosvenorcapitalmanagement.com</a>
8	Permal Asset Management	20,2	New York, NY, <a href="http://www.permal.com">www.permal.com</a>
9	HSBC Alternative Investments	19,2	London, UK, <a href="http://www.hsbc.com">www.hsbc.com</a>
10	Goldman Sachs Hedge Fund Strategies	19,1	New York, NY, <a href="http://www.goldmansachs.com">www.goldmansachs.com</a>

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: [www.hedgefundblogman.blogspot.com](http://www.hedgefundblogman.blogspot.com), za [www.hedgelists.com](http://www.hedgelists.com)

<sup>31</sup> Rozwiązaniem kryzysu LTCF było przeprowadzenie nieformalnej procedury upadłościowej, w której duża część interesariuszy LTCFu została zmieciona w procesie rekaptalizacji oraz ostatecznej likwidacji funduszu przez jego kontrahentów dealerskich.

Na liście tej można dostrzec bardzo wiele znanych banków, dość wymienić Union Bank of Switzerland, Credit Suisse, HSBC czy Goldman Sachs.

Rozwiązanie takie, tzn. inwestowanie w fundusze hedgingowe zamiast tworzenia własnych, w przypadku banków wydaje się być bardzo celowe ze względu na następujące czynniki:

- ❖ dążenie do możliwie szerokiej dywersyfikacji ryzyka;
- ❖ dążenie do zaprezentowania klientowi możliwie uproszczonych portfeli inwestycyjnych zamiast schodzenia do poziomu poszczególnych aktywów czy klas aktywów;
- ❖ dążenie do odciążenia *back-office* banku;
- ❖ unikanie negatywnych z punktu widzenia *public relations* banku sytuacji, w których fundusz sygnowany marką banku bankrutuje. W wypadku szerokiej dywersyfikacji i inwestowania bezpośredniego, a nie za pośrednictwem funduszu funduszy, tego typu sytuacje byłyby nieuniknione;
- ❖ chęć podjęcia współpracy z największymi „gwiazdami” funduszy hedgingowych bez konieczności ich transferowania do banku;
- ❖ korzyści skali dzięki „hurtowym” inwestycjom w fundusze hedgingowe ze strony funduszu funduszy.

**Wpływ na świat zewnętrzny** definiuje się jako wpływ działania danego podmiotu na strony trzecie nie zaangażowane bezpośrednio w transakcję. W odniesieniu do sektora funduszy hedgingowych **ekspozycja** kredytowa na te wehikuly wywiera wpływ na kilka sposobów zarówno w systemie bankowym, jak i na rynkach finansowych. Duże zawirowanie w sektorze funduszy hedgingowych potencjalnie może osłabić banki, a tym samym obniżyć ich zdolność do dostarczania płynności systemowi finansowemu, a w skrajnych przypadkach do ograniczenia kredytu dla pożyczkobiorców. Sytuacja taka może wystąpić, jeśli potencjalna ekspozycja stanowi istotny udział w kapitałach banków. Jest to typowy przykład wpływu na świat zewnętrzny, a dokładnie na oddziaływanie na strony trzecie, ponieważ wpływ ten jest odczuwalny przez uczestników rynku, którzy nie są bezpośrednio stroną transakcji. Przykładem tego jest sytuacja, w której na skutek strat banku obniża on limity swoim klientom korporacyjnym. Innym przykładem wpływu na świat zewnętrzny, w którym ekspozycja związana z funduszem hedgingowym wpływa na strony trzecie, jest standardowa ekspozycja na rynkowe czynniki ryzyka między dealerami a funduszem hedgingowym. Po zaburzeniach w portfelu funduszu hedgingowego dalej może on mieć negatywny wpływ na ceny, a tym samym na pozycje dealerów. Siła tego wpływu determinowana jest w sposób istotny, zależnie od profilu ryzyka funduszu hedgingowego oraz dealerów. Mogą one być odmienne lub też mogą się pokrywać. W tym drugim przypadku zaburzenia tego typu wzmacniają wpływ mający miejsce poza bezpośrednią ekspozycją banku na fundusz hedgingowy. Oczywiście rozmiar ekspozycji w stosunku do kapitałów banków, a tym samym jej wpływu na dostarczanie płynności i zaopatrywanie w kredyt determinuje, czy

jest to problem pojedynczej instytucji, czy tak naprawdę nosi znamiona ryzyka systemowego. W przypadku największych banków prowadzących zdywersyfikowaną politykę ryzyko transakcji będzie niewielkie w stosunku do ryzyka kredytowego w ich księgach pożyczkowych oraz względnie małe w stosunku do ich bieżących poziomów kapitałowych.

Znaczne podobieństwo strategii największych banków i funduszy hedgingowych, a tym samym wpływu na świat zewnętrzny można zaobserwować analizując strategie zarobkowe dużych banków, wnikając w ich strukturę aktywów, co przedstawia tabela 2.

Wybranie tych właśnie podmiotów do badania wynika z faktu, że są to banki o sumie zobowiązań przekraczających wartość PKB kraju macierzystego<sup>32</sup>, więc z całą pewnością zaliczane są do banków ważnych systemowo funkcjonujących „z przyzwoleniem” doktryny „zbyt duży, by upaść”. Zaangażowanie w derywaty i papiery wartościowe w roku 2008 przybrało największą skalę, po części uzasadniając późniejszy ogromny spadek ceny rynkowej tych banków<sup>33</sup>.

**Tabela 2. Udział derywatów i papierów wartościowych w aktywach wybranych banków ważnych systemowo w latach 2005–2010 (w %)**

Nazwa banku (grupy kapitałowej)	Udział w aktywach: 1. Derywatów 2. Papierów wartościowych	2005	2006	2007	2008	2009	2010
		UBS AG	1. 2.	16,2 32,3	12,5 38,1	18,8 34,9	42,4 16,4
ING Groep NV	1. 2.	3,3 28,2	2,6 30,1	2,8 36,1	6,7 27,0	4,6 25,0	0,9 29,7
Credit Suisse Group	1. 2.	4,1 38,3	4,6 34,6	7,2 35,0	9,0 23,6	5,3 30,0	4,6 29,0
Danske Bank A/S	1. 2.	6,1 13,4	5,5 13,5	6,7 13,9	16,2 12,1	10,1 13,8	10,4 13,3
Dexia	1. 2.	6,0 39,2	4,3 33,2	4,8 42,8	9,1 21,8	7,7 20,0	9,0 17,1
HSBC Holdinds Plc	1. 2.	4,9 30,0	5,6 30,9	8,0 33,8	19,6 31,0	10,6 36,3	10,6 34,2

<sup>32</sup> A. Demirguc-Kunt, H. Huizinga, *Are Bank too Big to Fail or too Big to Save?* International Evidence from Equity Prices and CDS Spreads, The World Bank. Policy Research Working Paper 5360, July 2010, s. 7–8.

<sup>33</sup> M. Zwolankowski, *Właściwości banków ważnych...*, op. cit., s. 222.

Nazwa banku (grupy kapitałowej)	Udział w aktywach: 1. Derywatów 2. Papierów wartościowych	2005	2006	2007	2008	2009	2010
		Barclays Plc	1. 2.	14,8 24,1	13,9 26,3	20,2 23,9	48,0 14,9
Royal Bank of Scotland Plc	1. 2.	12,3 17,5	13,4 16,8	17,8 18,3	41,3 12,2	26,0 16,9	29,4 16,5
BNP Paribas	1. 2.	15,4 49,3	11,4 48,5	14,1 48,7	27,5 37,2	17,9 34,3	17,7 36,2
KBC Group	1. 2.	5,8 39,7	5,1 38,0	6,2 32,3	11,0 27,4	6,6 33,6	5,1 31,0

Źródło: Zwolankowski M., *Właściwości banków ważnych systemowo*, Finanse w niestabilnym otoczeniu – Dylematy i wyzwania, Katowice 2012, s. 221.

Uwzględniając specyfikę funduszy hedgingowych, Forum Stabilności Finansowej, biorąc pod uwagę ekspozycje kredytowe na te fundusze, stwierdza, że ewentualne ryzyko drugiej strony transakcji firm będących trzonem dla funduszy hedgingowych wynosi od 3 do 9% poziomu kapitałowego Tier 1<sup>34</sup>.

Na pytanie, czy skoordynowane w czasie zaburzenia w funduszach hedgingowych i firmach inwestycyjnych są istotnym problemem w stosunku do kapitałów bankowych, odpowiedzi udzielić może przeprowadzenie zintegrowanego testu wytrzymałości zarówno ekspozycji na drugą stronę transakcji, jak i ekspozycji transakcyjnych u dealerów. Problemem w przeprowadzaniu takiego testu jest wybór czynników ryzyka, na których ekspozycje chcemy oszacować. Wiele funduszy hedgingowych i banków nie przeprowadza prostych transakcji bezpośrednich, mających ekspozycje na okoliczność, w których jest mierzone ryzyko. Transakcje te często mają charakter arbitrażowy między powiązаныmi papierami wartościowymi i ekspozycje te nie będą widoczne, o ile nie będą przeprowadzone testy wytrzymałości o wysokim poziomie dokładności na obszarach reprezentowania pozycji oraz czynników ryzyka.

**Problem agencyjny** w teorii występuje w sytuacji, gdy uczestnicy mają inne cele oraz gdy problemy informacyjne powstrzymują jedną stronę – pryncypała od idealnej obserwacji oraz kontrolowania działań drugiej strony – agenta<sup>35</sup>. W takiej

<sup>34</sup> *Financial Stability Forum 2007*, Update on the FSF Report on Highly Leverage Institutions. 19 May 2007.

<sup>35</sup> Jest to szczególnie rodzaj hazardu moralnego, sytuacji, w której maksymalizacja zysków jednostek odbywa się kosztem innych. Może to nastąpić w sytuacji, gdy nie ponoszą one konsekwencji swoich działań na przykład na skutek ubezpieczenia lub sytuacji, w których na skutek asymetrii



sytuacji agent może działać w interesie swoim w sposób szkodliwy dla pryncypała. W odniesieniu do funduszy hedgingowych mogą one wystąpić na płaszczyznach, np.: między traderem a zarządzającym ryzykiem, wewnątrz instytucji dealerskiej/banku, wewnątrz funduszu hedgingowego między zarządzającym a inwestorem oraz na płaszczyźnie między bankiem kredytującym a funduszem hedgingowym. Problem ten ma szansę zaistnieć wewnątrz instytucji dealerskiej lub banku jako niezdrowa konkurencja między przeprowadzającymi transakcje a tymi, którzy nie są, jak na przykład zarządzający ryzykiem właścicielami lub zewnętrznymi kredytodawcami<sup>36</sup>. Wewnętrzna asymetria informacyjna oraz inne czynniki motywacyjne w instytucji dealerskiej dla tradera lub osoby dystrybuującej może w krótszym horyzoncie czasowym objawiać się mniejszą awersją do ryzyka niż dla kierownictwa firmy, ze względu na to, że jego udział w zyskach krótkookresowych jest wyższy niż w stratach<sup>37</sup>. Brak transparentności kontrahentów funduszy może spotęgować te trudności, ponieważ trudniejsza jest ocena ryzyka strony przeciwnej. Opłaty są pobierane w pierwszej kolejności, podczas gdy ewentualne straty występują w przyszłości. Konsekwencją tego może być podejmowanie zbyt dużego ryzyka przez przeprowadzających transakcje, co jest możliwe w sytuacjach, gdy asymetria informacyjna nie pozwala np. właścicielom na idealną obserwację, zrozumienie oraz kontrolowanie działań przeprowadzających transakcje.

Drugi typ problemu agencyjnego związany jest ze strukturą wynagrodzeń zarządzających opierająca się na zyskach przez nich wypracowanych i zachodzi między inwestorami a zarządzającymi funduszem hedgingowym. Standardem w branży finansowej, w odniesieniu do wynagrodzeń jest sytuacja, w której wynagrodzenia rosną silnie wraz z dobrymi wynikami, jednak spadają jedynie łagodnie, gdy wyniki są słabe. Ta wypukłość jest ważnym czynnikiem motywującym do angażowania się w ryzykowne transakcje, a ze względu na niższą przejrzystość łatwiejsze jest ukrywanie tych ryzyk przed zarówno inwestorami, jak i kontrahentami. Wypukła struktura wypłat w funduszu hedgingowym zwiększa skłonność do podejmowania ryzyka oraz przyczynia się do powstawania problemów agencyjnych.

Obawa o ryzyko systemowe może być rozpatrywana przez postrzeganie stabilności rynku jako „**dobra publicznego**”, generującego problemy „darmowych obiadów” w powiązaniu z CCRM. W teorii, dobro publiczne jest niekonkurencyjne w sensie konieczności uzyskania oraz niewyłączne w sensie dostępności dla wszystkich. Ma to związek z wpływem na strony trzecie, ponieważ zaopatrzenie jednej

---

informacyjnych dochodzi do niepełnego kontraktowania na przykład w wypadku pracowników nie pracujących wydajnie w czasie nieobecności zwierzchnika.

<sup>36</sup> S. Allen, *Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk*, Hoboken 2003, NJ.

<sup>37</sup> Nick Leeson z banku Barings, John Rusnack z Allied Irish Bank oraz Jerome Kerviel z banku Société Générale – ich nieautoryzowane transakcje były ukrywane przed zarządzającymi ryzykiem.

osoby jest korzystne dla innych. W odniesieniu do branży funduszy hedgingowych, sytuacja taka występuje wtedy, gdy fundusz hedgingowy, na który wyeksponowanych jest wiele banków, z którego dobrej kondycji generują one wszystkie profity. W przypadku każdego z tych banków pojawia się chęć skorzystania z „darmowego obiadu”, w efekcie redukcji swojego ryzyka drugiej strony transakcji, w wyniku czego byłby beneficjentem stosowania właściwej polityki przez pozostałe wyeksponowane na ten fundusz hedgingowy banki. W literaturze określa się to jako przykład „tragedii mas”, podczas której rynki prywatne mogą w niewystarczający sposób zaopatrywać w dobro publiczne. Sytuacja taka często staje się katalizatorem dla interwencji władz publicznych. Dodatkowo troska o dobro publiczne zwiększona być może przez ryzyko płynności, a sytuacja taka ma miejsce gdy ekstremalnie duże pozycje rynkowe są diametralnie odmienne od pozycji małych. Rodzi to oczywiście znaczny problem płynności w momencie likwidacji pozycji. Obawa może być spotęgowana przez zdolność pojedynczego funduszu hedgingowego do zwiększenia swojej dźwigni finansowej przez powiązania z wieloma dealerami. Brak transparentności profilu ryzyka funduszu hedgingowego oznacza, że mimo iż w interesie każdego z dealerów jest monitorowanie i kontrola jego ekspozycji, to żaden z nich nie ma zdolności kontroli całkowitego poziomu dźwigni finansowej funduszu hedgingowego, a tym samym jego ekspozycji na ryzyko. Zrozumienie położenia nadzorców i regulatorów wobec złożoności wpływu globalnych instytucji finansowych pozwala przyjąć następujące przesłanki tworzenia nowoczesnego systemu regulowania dużych instytucji finansowych, które powinno opierać się na dwóch założeniach:

- ❖ odbudowa równowagi między „siecią bezpieczeństwa”, która ma zapewnić stabilność i zaufanie publiczne, a jasno i wiarygodnie nakreślonymi ograniczeniami uruchamiania systemu, bez negatywnego wpływu na warunki konkurowania;
- ❖ zaufanie publiczne, płynność rynków i stabilność finansowa uznana musi być za dobro publiczne, a reżim regulacyjny musi łączyć nadzór makroostrożnościowy ze wsparciem dyscypliny rynkowej.

Finalnym problemem związanym z właściwym stosowaniu CCRM jest fakt, że znaczne zyski wypracowywane w branży funduszy hedgingowych stymulują działania skutkujące osłabieniem praktyki zmniejszenia ryzyka kredytowego. Ogromna konkurencja w obszarze funkcjonowania funduszy hedgingowych może prowadzić do degradacji CCRM przez stosowanie niższych różnego rodzaju opłat, spreadów<sup>38</sup>. Inne przykłady erozji, to nieadekwatna kontrola ryzyka, jak obniżone poziomy depozytów czy limity ekspozycji. Kryzys na rynku *subprime* był najjaskrawszym przykładem niewłaściwego zarządzania ryzykiem drugiej strony transakcji. Problemy te wynikają najczęściej z krótkowzroczności pożyczkodawców, jak i sposobu

<sup>38</sup> B.S. Bernanke, *Hedge Funds and Systemic Risk*, Comments presented at Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Market Conference, 16 May 2006.

wynagradzania. Takie twierdzenie, wzmagające konkurencyjność przez obniżenie standardów z jednej strony, jest niewłaściwe, a z drugiej strony jest czynnikiem komplikującym, ponieważ konkurencja oraz oczekiwane zyski najczęściej wzmagają efektywność oraz obniżają koszty przez zachęcenie do wejścia na rynek. Ten typ konkurencji może być wydajny społecznie, jeśli wcześniejsze prowizje były nadmiernie wysokie i ograniczały działalność<sup>39</sup>.

Konkludując, należy uznać za szczególnie ważne, że ustanowienie zasad i konsekwentne ich przestrzeganie zarządzania ryzykiem kredytowym przeciwnej strony transakcji – CCRM, na najwyższych szczeblach instytucji regulowanych, jakimi są banki, jest skutecznym sposobem ograniczenia ryzyka negatywnego wpływu funduszy hedgingowych na system finansowy i realną gospodarkę.

## PODSUMOWANIE

Działalność funduszy hedgingowych generalnie pomaga tworzyć efektywność rynku, ponieważ są one postrzegane jako dostarczyciele płynności na rynkach kapitałowych. W szczególności fundusze hedgingowe uprawiają aktywny trading i przyczyniają się do wzrostu efektywności i płynności przez częste zawieranie transakcji oraz zdolność do wykorzystywania możliwości arbitrażowych. Aktywność ta generalnie oddziałuje stabilizująco oraz dostarcza znacznych profitów w sensie większej płynności rynku, mniejszej zmienności oraz stabilniejszych relacji w cenach aktywów finansowych. Powinno to przyczynić się do wydajnej alokacji kapitału oraz wpłynąć pozytywnie na efekty realne. Banki i pośrednicy finansowi w ostatnich latach poprawili w sposób istotny swoje systemy szacujące ich ekspozycje na ryzyko ze strony funduszy hedgingowych. Derywaty na okoliczność bankructwa projektowane są znacznie lepiej niż było to w przeszłości. Dodatkowo banki zaciągające zbyt duże ryzyko przez fundusz hedgingowy mogą pozyskać takie ryzyko przez departament korzystający ze strategii odpowiednich dla funduszy hedgingowych, a nawet swojego pojedynczego pracownika. Ryzyko tworzone dla instytucji finansowych jest rzeczywisty, a w obu przypadkach problem ten nie jest zagadnieniem tyżącym się tylko funduszy hedgingowych, lecz raczej zawiera w sobie regulowanie takich instytucji finansowych jak banki.

Zarówno tworzący regulacje, jak i w literaturze, powszechnie uznają, że to banki komercyjne mogą być kanałami przekazywania trudności systemowych poprzez obniżenie podaży kredytu wynikających z wielu potencjalnych przyczyn. Szczególną rolę do odegrania z perspektywy stabilności finansowej mają organy nadzoru, które powinny kontrolować, czy poszczególne instytucje finansowe nie podejmują

<sup>39</sup> J. Kambhu, T. Schuermann, K.J. Stiroh, *Hedge Funds...*, op. cit., s. 21.

zbyt dużego ryzyka. Trzeba pamiętać, że instytucje finansowe podejmując działania redukujące uciążliwość regulacji ostrożnościowych tym samym próbują je omijać, stosując np. innowacje finansowe. Teoretycznie można wskazywać fundusze hedgingowe jako potencjalnie nowe podmioty będące w stanie wykreować ryzyko systemowe, ale ze względu na koncepcyjność natury wyżej wymienionych mechanizmów, istnieje poważna niepewność co do praktyki ich działania, ponieważ w praktyce sytuacja taka nigdy nie zaistniała.

## **Abstract**

The last decade was presented with a new configuration of players in the financial system, to which hedge funds have contributed profoundly. Structural changes occurring in the financial system during that period had an impact on the dynamics of financial difficulties. People historically involved in introducing regulations and economists paid attention to banks as potential channels giving rise to systemic risk. The characteristics of banks was the main reason behind formulating policy to regulate their functioning.

The article analyzes the relationship and consequences following from the effect of hedge funds on the financial system and the real economy. The first part of the paper refers to legal regulations regarding hedge funds. The next section introduces and discusses the notion of systemic risk. The subsequent two parts, and at the same time the body of the article, are dedicated to the analysis of the potential impact that hedge funds may have on creating systemic risk. Furthermore, the author discusses methods for reducing exposure to risk and cushioning shocks on the market under consideration. The analysis enables to draw a conclusion about the rules and their consistent observation as part of counterparty credit risk management (CCRM). At the highest level of institutions subject to regulation, i.e. banks, these rules are effective tools for reducing the effect of hedge funds on systemic risk and thereby the real economy. The conclusion emphasizes that hedge funds, whose characteristics differ from the remaining market players, may hinder adopting CCRM. Such a state of affairs stems from the fact that these funds can generate certain market problems and other challenges.

**Keywords:** systemic risk, hedge fund, global financial crisis

## **Bibliografia**

Allen S., *Financial Risk Management: A Practitioner's Guide to Managing Market and Credit Risk*, Hoboken 2003, NJ.

- Aspadarec W., *Systemic Risk Aspects In Context Of Hedge Funds*, Activities Trends on the World Economy 2012, Vol. 4, Szczecin 2012.
- Bernanke B.S., *Hedge Funds and Systemic Risk*, Comments presented at Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Market Conference, 16 May 2006.
- Bordo M.D., Mizraeh B., Schwartz A.J., *Real Versus Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons from History*. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 1(1), 1998.
- Borio C.E.V., *Change and constancy in the financial system: implications for financial distress and policy*, BIS Working Papers No. 237, Monetary and Economic Department, October 2007.
- Chorafas D.N., *Alternative Investment and the Mismanagement of Risk*, Hampshire/Nowy Jork 2003.
- Counterparty Risk Management Policy Group II. 2005. Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective, available at <http://www.crmpolicygroup.org/>
- DeBandt O., Hartman P., *Systemic Risk: A Survey*. In eds. Charles A. E. Goodhard and G. Illing, *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, January, London, UK: Oxford University Press.
- Demircuc-Kunt A., Huizinga H., *Are Bank too Big to Fail or too Big to Save? International Evidence from Equity Prices and CDS Spreads*, The World Bank. Policy Research Working Paper 5360, July 2010.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 111<sup>th</sup> Congress (2009–2010), H.R. 4173.ENR, podpisana przez Prezydenta USA 21 lipca 2010 r.
- Dudziński J., *Finansyzacja międzynarodowych rynków surowców i żywności a ich ceny w handlu międzynarodowym*. Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego nr28/2010.
- Eichengreen B., *The regulator's dilemma: hedge funds in the international financial architecture*, „International Finance”, t. 2, nr 3, 1999.
- Financial Stability Forum 2007*, Update on the FSF Report on Highly Leverage Institutions. 19 May 2007.
- Global Capital Markets. Entering a New Era*, McKinsey Global Institute, September 2009.
- Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems, Bank for International Settlements, Basel, December 2010.
- Greenspan A., *Statement before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1999, “Federal Reserve Bulletin”, nr 84, gruzdzień 1998 r.
- Ineichen A., Silberstein K., *AIMA's Roadmap To Hedge Funds*, Alternative Investment Management Association Limited, London November 2008.
- Jajuga K., *Czy banki będą lepiej zarządzać ryzykiem?*, [www.obserwator finansowy.pl](http://www.obserwatorfinansowy.pl) 25.01.2010.
- Jones S., *Meriwether's JWN Partners winds down flagship fund*, “Financial Times”, 8 lipca 2009 r., [www.ft.com](http://www.ft.com)

- Kambhu J., Schuermann T., Stiroh K.J., *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report no. 291, July 2007.
- Lacker J.M., *How Should Regulators Respond to Financial Innovation?*, Speech presented at The Philadelphia Fed Policy Forum, 2006 December 1. [http://www.philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker\\_speech.pdf](http://www.philadelphiafed.org/econ/conf/forum2006/papers/lacker_speech.pdf)
- Lhabitant F.-S., *Handbook of Hedge Funds*, Hoboken 2007.
- McCrary S.A., *Hedge Fund Course*, Hoboken, New Jersey USA 2005.
- McDonough W.J., *Statement before Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives*, October 1, 1998.
- Niedziółka P., *Fundusze hedgingowe a stabilność finansowa*, Difin 2009.
- Perez K., *Fundusze Hedge. Istota, strategie, potencjał rynku*, C.H. Beck, Warszawa 2011.
- The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II. Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective 2005.*, <http://www.crmpolicygroup.org/>
- Zwolankowski M., *Właściwości banków ważnych systemowo*, Finanse w niestabilnym otoczeniu – Dylematy i wyzwania, Katowice 2012.

## **NADZORCZA PERSPEKTYWA ZARZĄDZANIA RYZYKIEM**

### **WSTĘP**

W gospodarce rynkowej cykliczność jest naturalną cechą rozwoju gospodarczego a z cyklicznością wiąże się występowanie kryzysów. Dlatego w gospodarce rynkowej kryzysy były, są i będą. Jednak warto podkreślić, że ze względu na kontekst systemowy kolejne kryzysy nie były, nie są i prawdopodobnie nie będą takie same. Doświadczenia globalnego kryzysu z przełomu dekad XXI w. dostarczają kolejnych argumentów na potwierdzenie tej hipotezy. W odniesieniu do zarządzania ryzykiem oznacza to konieczność nie tylko uwzględniania doświadczeń historycznych, ale przewidywanie wyzwań przyszłości.

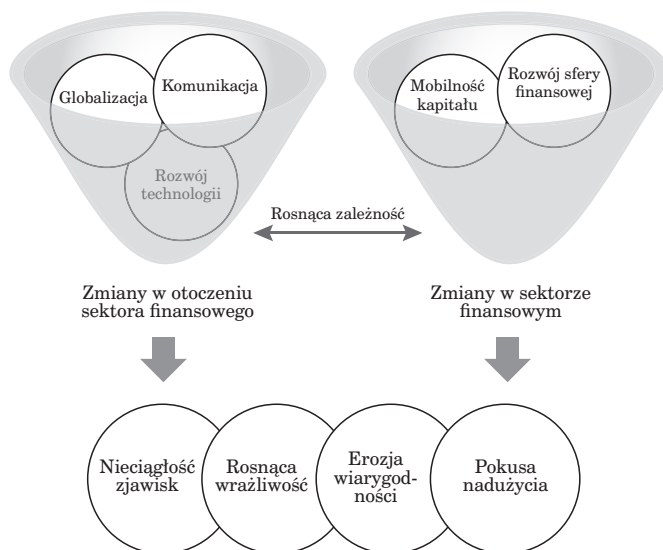
Jakie są najważniejsze cechy współczesności, które kształtują warunki w jakich ryzyko będzie powstawać, w jakich będzie trzeba nim zarządzać? Jak się do nich przygotować, aby stworzyć warunki skutecznego zarządzania ryzykiem? Model przedstawiony na rysunku 1 w nieco uproszczony sposób charakteryzuje kluczowe uwarunkowania, kształtujące współczesne otoczenie, w którym działają podmioty finansowe, oraz warunki, w jakich przebiega proces zarządzania ryzykiem, ze szczególnym uwzględnieniem zarządzania ryzykiem w bankach.

---

\* Krzysztof Broda jest dyrektorem Departamentu Projektów Strategicznych w Bankowym Funduszu Gwarancyjnym.



**Rysunek 1. Model zmian w otoczeniu podmiotów finansowych**



Źródło: opracowanie własne.

## 1. NOWE WARUNKI ZARZĄDZANIA RYZYKIEM – ZMIANY W OTOCZENIU PODMIOTÓW FINANSOWYCH

### 1.1. Globalizacja

Obecny kryzys ukazał skutki postępującej globalizacji procesów prowadzących do „jednego świata i globalnego społeczeństwa”, do zaniku odrębności i lokalności. Rosnąca współzależność i integracja w sferze politycznej, ekonomicznej, społecznej i kulturowej jest zjawiskiem powiązaniem z rozwojem komunikacji (jako pochodnej rozwoju technologicznego) oraz ułatwieniami w migracji ludzi. Rosnąca wymiana handlowa – związana z dostępem do rynków oraz mobilnością kapitału, wzmacnianą łatwością i szybkością komunikowania się na małe i wielkie odległości, sprzyja internacjonalizacji zjawisk i procesów ekonomicznych. Globalna komunikacja wpływa na procesy rozwoju społecznego, w tym integrację, konwergencję lub inne formy zmian kulturowych. Ma to m.in. wpływ na upowszechnianie postaw czy zachowań na rynkach finansowych, choć pewnie niejednolity na poszczególne podmioty. Jednym z ubocznych efektów tych procesów jest umasowienie w różnych skalach przestrzennych pewnych postaw, które na rynkach finansowych kreują lub wzmacniają tzw. efekty stadne.

## **1.2. Komunikacja**

Rozwój komunikacji stanowił jeden z kluczowych warunków globalizacji, ale powszechna komunikacja i coraz łatwiejszy przepływ informacji same w sobie są istotne dla podmiotów finansowych także w wymiarze regionalnym i lokalnym. Łatwość komunikacji zwiększyła istotnie dynamikę różnorodnych zdarzeń oraz zakres ich oddziaływania. Trzeba także brać pod uwagę rosnącą dostępność informacji oraz znaczne utrudnienia w ich ochronie i w ograniczaniu dostępu. Praktycznie każdy zainteresowany ma możliwość nawiązania kontaktu, którego jedyne ograniczenie stanowi wydajność technologiczna środków komunikowania się. Ta dostępność wymaga odpowiedniej gotowości do reakcji, w tym udzielania informacji, bez względu na ich zakres.

Rola mediów w komunikacji jest olbrzymia. Konkurencja na rynku mediów i dążenie do zainteresowania klientów prowadzi do przejaskrawiania przekazywanych informacji, a w krańcowych sytuacjach do kreowania medialnej rzeczywistości poprzez wysnuwanie subiektywnych ocen czy wniosków trudnych do zweryfikowania nie tylko dla przeciętnego podmiotu systemu ekonomicznego, w ujęciu lokalnym czy krajowym, ale tym bardziej w skali międzynarodowej czy globalnej.

## **1.3. Bankowość elektroniczna jako przykład rozwoju technologii**

Upowszechnienie szeroko rozumianej bankowości elektronicznej nie tylko zwiększyło komfort klientów korzystających z usług bankowych, ale przyczyniło się także do zmiany ich zachowań. Zdalny dostęp do posiadanych środków wpływa na aktywność, szybkość reakcji, wreszcie lojalność klientów. W sytuacji gdy klienci coraz powszechniej korzystają z usług więcej niż jednego banku, możliwości wynikające ze zdalnego dostępu do posiadanych środków podnoszą wymagania wobec zarządzania płynnością banku. Dawniej oznaką problemów banku były kolejki przed bankiem czy w jego oddziałach. Obecnie bank może utracić płynność w ciągu jednego weekendu bez otwierania oddziałów, tylko z powodu zleceń składanych przez klientów elektronicznie. Działanie systemów elektronicznego dostępu jest dodatkowo ważnym zadaniem zarządzania ryzykiem operacyjnym, ponieważ zakłócenia w ich funkcjonowaniu mogą same w sobie stanowić zagrożenie, np. poprzez zwiększenie obciążenia oddziałów (do czego nie muszą one być przygotowane) lub negatywny wpływ na reputację banku.

## **2. NOWE WARUNKI ZARZĄDZANIA RYZYKIEM – ZMIANY W SEKTORZE FINANSOWYM**

### **2.1. Rozwój sfery finansowej/ Procesy pogłębiania finansowego**

Deregulacja rynku finansowego przyczyniła się do jego skokowego wzrostu. Współcześnie wielkość obrotów na rynku finansowym przekracza poziom wytwarzanego produktu realnego kilkadziesiąt razy. Jeszcze większa jest dysproporcja między wielkością rynku walutowego a obrotami handlu zagranicznego. Podobna sytuacja występuje na rynkach surowcowych.

Nie jest możliwe wyznaczenie optymalnej – z punktu widzenia gospodarki – realnej wielkości rynku finansowego, jednak intuicyjnie wzrost rynku finansowego istotnie przekroczył faktyczne potrzeby rozwoju gospodarczego i obsługi sfery realnej. Bez wątpienia część rynku finansowego tworzy segment, na którym podmioty-gracze zajmują się spekulacją pieniędzem, nie odbiegającą w swej istocie od typowych zakładów, w której uczestnicy zajmują pozycje pod pewne przyszłe, przewidywane zdarzenia i sytuacje na rynku. Zachowania na tym segmencie rynku nie odbiegają od gry w kasynie (por. rysunek 2).

Dwa zjawiska związane z przedstawionym powyżej opisem mogą być niezwykle groźne w perspektywie zarządzania ryzykiem. Pierwsze z nich to kwestia angażowania do gry w kasynie – choć nie wyłącznie – środków powierzanych podmiotom finansowym przez inwestorów, z których tylko część ma świadomość wykorzystywania ich do „kasynowego hazardu”. Drugie wiąże się z tak dużym wzrostem rynku finansowego, że zaczyna kreować on zmiany niezależnie od zmian w gospodarce realnej, co więcej, są to zmiany mogące na tę gospodarkę istotnie oddziaływać.

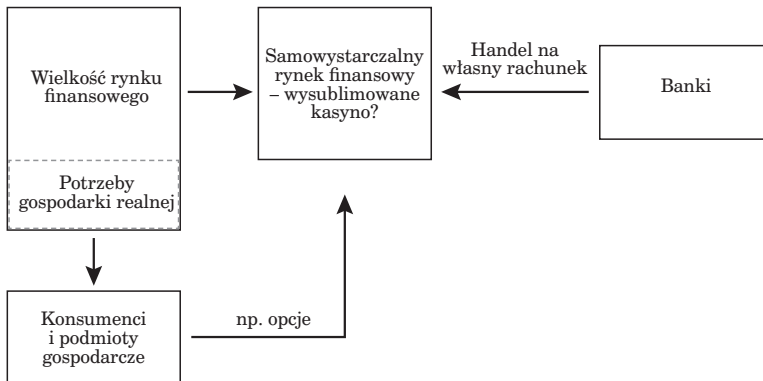
Wielkość rynku finansowego w wielu krajach jest tak duża, że gospodarki realnej po prostu nie stać na finansowanie skutków zjawisk kryzysowych w sferze finansowej – ani poprzez ich absorpcję, ani poprzez ewentualne przeciwdziałanie systemowe. Ze względu na wskazane dysproporcje wielkości sfery finansowej i realnej, próby reaktywnego podejścia do negatywnych zjawisk na rynku finansowym napotykają ograniczenia.

Mimo wzrostu zakresu regulowania sektora finansowego, w następstwie ostatnich doświadczeń kryzysowych, poziom ten jest daleki od stanu sprzed deregulacji w końcowych dekadach poprzedniego wieku. Ze względu na gigantyczne zaangażowanie środków finansowych niemożliwe wydaje się zamknięcie kasyna, ale można wpływać na to, kto wchodzi do tego kasyna i jakimi pieniędzmi gra. Nie można także stwarzać komfortowych warunków dla bezpiecznego hazardu poprzez ochronę jego uczestników, zwłaszcza w formie gwarantowania środków w nim wykorzystywanych. Atmosfera kasyna udziela się części uczestników rynku finansowego. Gdy zawodzą mechanizmy kontrolne, występują zjawiska znane hazardzistom – chęć

odegrania się. Angażowanie coraz większych kwot w grze prowadzi do wielkich strat na skutek incydentów operacyjnych. Oto cztery przykłady<sup>1</sup>:

- ❖ Kweku Adoboli – UBS – 2,3 mld \$;
- ❖ Jerome Kerviel – Societe Generale – 4,9 mld euro;
- ❖ John Rusnak – Allfirst (AIB) – 0,691 mld \$;
- ❖ Nick Leeson – Barings – 0,8 mld funtów.

## Rysunek 2. Skutki rozwoju sfery finansowej



Źródło: opracowanie własne.

## 2.2. Mobilność kapitału

Rozwój rynku finansowego poprzez usunięcie wielu barier i ograniczeń zwiększył mobilność kapitału. Konkurencja po stronie popytu na kapitał prowadzi do wielu negatywnych zachowań. Wysoce mobilny kapitał poszukuje ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Potrzeba zdobycia mobilnego kapitału skróciła perspektywę osiągnięcia celów w zakresie zwrotu z kapitału. Rynek ocenia zwrot w okresach relatywnie krótkich i narzuca tę perspektywę zarządzającym podmiotami finansowymi. Z powodu rozdrobnionego akcjonariatu banków, wielości interesów akcjonariuszy i interesariuszy, istotnego udziału w rynku podmiotów, którym powierzono środki w celu spekulacyjnej maksymalizacji zwrotu, próby zarządzania inwestycjami w długiej perspektywie postrzegane są negatywnie, a nawet eliminowane<sup>2</sup>. Głoszenie poglą-

<sup>1</sup> A. Stec, Parada pechowych maklerów – <http://weekend.pb.pl/2503575,26640,parada-pechowych-maklerow> (dostęp: 18.04.2012).

<sup>2</sup> Ta rzeczywistość zderza się z pryncypiami zarządzania ryzykiem. Zarządzanie ryzykiem to co najmniej bieg na długi dystans, jeśli nie maraton – przychody są szybsze niż koszty ryzyka. Przychody startują w sprincie, później dają się wyprzedzić kosztom, które trudno dogonić, gdy już wyjdą na prowadzenie.

dów wymagających cierpliwości inwestorów często nie jest akceptowane<sup>3</sup>; większą szansę zrozumienia takiej postawy mają ci zarządzający, którzy współpracują ze stabilnym, dominującym właścicielem.

### **3. NOWE WARUNKI ZARZĄDZANIA RYZYKIEM – IMPLIKOWANE SKUTKI ZMIAN**

#### **3.1. Rosnąca zależność zjawisk**

Gospodarka i finanse, jak wiele innych sfer ludzkich działań, cechują się istotnym stopniem skomplikowania. Dodatkowo globalizacja i rozwój komunikacji, zwłaszcza w odniesieniu do rynków finansowych, przyczyniają się do podwyższania poziomu zależności zjawisk lub procesów, które historycznie cechowała znaczna autonomia, a przynajmniej znaczne różnice w czasie przepływu informacji i zasobów, zwłaszcza zasobów finansowych.

Wskazane procesy mają kluczowe znaczenie dla metod i procedur zarządzania ryzykiem, w szczególności opartych na statystycznych szeregach czasowych. Chodzi zwłaszcza o zdolności prognostyczne stosowanych modeli, zbudowanych na prawidłowościach stwierdzanych przy analizie danych z przeszłości, nawet bardzo nieodległej. Przy czym wiara w ich skuteczność sama w sobie stanowi zagrożenie, bowiem zmiany warunków funkcjonowania systemów ekonomicznych rzutują zarówno na kierunek, jak i siłę związków komponentów stosowanych modeli.

Zjawisko nadmiernego zadłużenia z tytułu kredytów detalicznych to przykład wyzwań w zakresie wykorzystania modeli oceny ryzyka kredytowego. O ograniczonej ich przydatności w nowych warunkach świadczą chociażby poziomy rezerw utworzonych w instytucjach kredytowych, które w swoich modelach akceptacji zawężyły zakres oceny do wyników modeli statystycznych.

Ostatnie lata kryzysu wykazały konieczność refleksji nad przyjmowanymi założeniami o zależności ryzyk, a w szczególności możliwego efektu ich dywersyfikacji. Praktyczne doświadczenia wskazują nie tylko na niesłuszność założenia o niezależności bazowych ryzyk (rynkowego, kredytowego, płynności), ale wręcz na wysoką ich współzależność.

---

<sup>3</sup> Warto zastanowić się, co miał na myśli Charles „Chuck” Prince, były CEO Citigroup, mówiąc: „Póki gra muzyka, musisz tańczyć. My wciąż tańczymy” – P. Chwiejczak, Dopóki gra muzyka, tańcz! – <http://www.parkiet.com/artukul/911256.html> (dostęp: 18.04.2012).

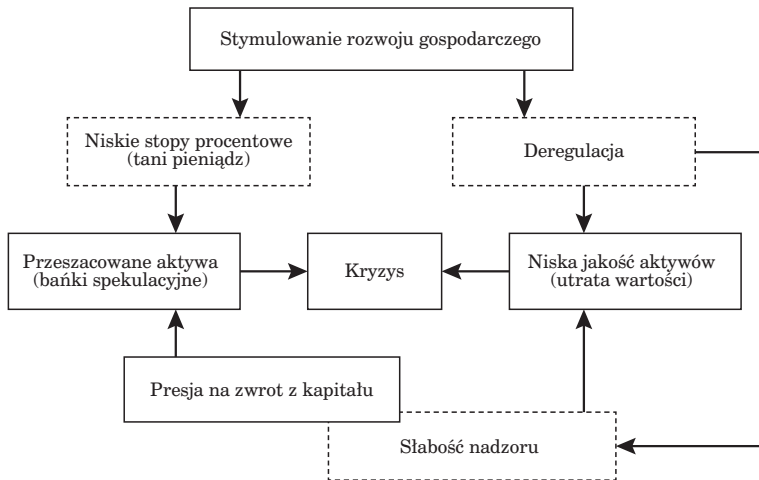
### 3.2. Zmiana natury cykliczności zjawisk i procesów ekonomicznych

Symptodem współczesności jest rosnąca dynamika zmian, co oznacza skracanie trendów, ograniczone podobieństwo w czasie powtarzanych zjawisk czy procesów.

Swoista nieciągłość zjawisk i procesów wpływa na możliwość konstruowania i wykorzystania modeli empirycznych w procesach zarządzania ryzykiem. W gospodarkach transformacji systemowej czy tzw. wschodzących dodatkowym ograniczeniem w wykorzystywaniu modeli jest brak szeregów danych dla pełnego cyklu czy cykli koniunkturalnych, potrzebnych do szacowania różnorodnych parametrów zmienności.

Rozwój gospodarki rynkowej cechuje się cyklicznością. Rozwinięte społeczeństwa oczekują jednak stabilności i te oczekiwania kierują pod adresem polityków. Presja ta skłania z kolei polityków do prób ingerowania w procesy gospodarcze w taki sposób, aby gospodarka znajdowała się stale na ścieżce wzrostu. Kryzysogeny charakter takich ingerencji opisuje rysunek 3.

**Rysunek 3. Warunki powstawania kryzysów**



Źródło: opracowanie własne.

Przesłanką każdego kryzysu jest z jednej strony brak kontroli nad podejmowaniem nadmiernego ryzyka, jako pochodna osłabienia szeroko rozumianej sfery regulacyjnej, z drugiej zaś dostęp do taniego pieniądza, co prowadzi do wysokiego poziomu lewarowania. Przekonanie, że niskie stopy procentowe stymulują wzrost gospodarczy, a swoboda działalności gospodarczej jest warunkiem takiego wzrostu, niesie ze sobą immanentne ryzyko powstania kryzysu, zwłaszcza gdy przeszacowuje się efekt obniżki stóp. Katalizatorem takich zjawisk jest wspomniana już wysoka

mobilność kapitału i wynikająca z niej presja na zwrot z inwestycji. Wysoki zwrot z kapitału wiąże się na ogół z podejmowaniem większego ryzyka, które jest ułatwione w warunkach łagodzenia regulacyjnego. Zjawiska te prowadzą do narastania „banierek” spekulacyjnych z powodu wysokiego poziomu lewarowania dostępnych środków i podejmowania nadmiernego ryzyka, które w dłuższej perspektywie – w sytuacji jego materializacji – prowadzi do obniżenia wartości aktywów. Zwykle materializacja ryzyka następuje w warunkach pogorszenia otoczenia gospodarczego, w tym urealnienia wartości spekulacyjnie przeszacowanych aktywów. Przykładem może być rynek nieruchomości – jeden z najbardziej podatnych na działania o charakterze interwencyjnym, zwykle pod hasłami realizacji celów polityki społecznej.

### **3.3. Rosnąca wrażliwość na zmiany**

To zagadnienie, wiążące się istotnie z rozwojem komunikacji, nabiera obecnie zupełnie nowych wymiarów. Reakcje na krótkoterminowe, płytkie zjawiska, które były zasadniczo powiązane z rynkami o charakterze spekulacyjnym, np. rynkiem kapitałowym, udzieliły się także innym uczestnikom, obserwatorom, analitykom, a nawet naukowcom i decydom. W minionych latach miesięczne zmiany wskaźników typu makro były przyjmowane z dużą rezerwą w oczekiwaniu na ich weryfikację i potwierdzenie w trendzie dłuższych okresów. Obecnie na podstawie zmian w horyzoncie miesięcznym (które często są korygowane przez publikujące je podmioty ze względu na ograniczenia badawcze) budowane są prognozy, tworzone scenariusze i podejmowane decyzje. Kolejny miesiąc często przynosi zmiany idące w odwrotnym kierunku i odmiennej skali, co nie przeszkadza budowaniu nowych prognoz. Szeroko komunikowane wnioski i analizy oparte na danych krótkookresowych są następnie podstawą zachowania wielu uczestników rynku, w tym w gospodarce realnej, wzmacniając już i tak wysoką jej zmienność.

Spadki w tempie wzrostu lub jego spowolnienie przyjmuje się prawie jak zjawiska o charakterze katastroficznym i kryzysowym, zapominając o starej zasadzie cykliczności rozwoju gospodarki rynkowej.

### **3.4. Erozja wiarygodności**

Kryzys nadszarpnął także zaufanie do banków. Powiedzenie „pewne jak w banku” straciło na aktualności. Ostatni kryzys postawił pod znakiem zapytania wysokość wag ryzyka dla ekspozycji wobec banków, ekspozycji wewnątrzgrupowych i ekspozycji wobec państw (rządów). W tym zakresie nawet Dyrektywa CRD IV nie nadąża za realiami rynku.

W zasadzie w sferze finansów pozostała jedna wiarygodna instytucja – bank centralny (z Europejskim Bankiem Centralnym na czele), ale rosnące oczekiwania wobec jego roli w zarządzaniu kryzysem fiskalnym mogą doprowadzić do erozji tej



reputacji. Dziś trudno sobie wyobrazić skutki takiego kryzysu zaufania, choć stawianie tego typu pytań nie wydaje się już tak bezzasadne jak jeszcze kilka lat temu.

Kryzys zaufania dotyka także postrzegania zabezpieczeń. Zabezpieczenie nie chroni przed ryzykiem jako takim, natomiast ogranicza jego skutki dla podmiotów nim objętych. Zabezpieczenie – poprzez przychody z jego realizacji (także w przypadku przejęcia na potrzeby własne) – zmniejsza straty będące efektem jego realizacji.

Zjawisko przenoszenia ryzyka jest skuteczne w ocenie indywidualnej, ale nie systemowej, gdyż poprzez przenoszenie poziom ryzyka nie zmniejsza się, a jedynie zmienia się sposób, w jaki realizacja ryzyka może oddziaływać indywidualnie (różna zdolność absorpcji strat) i systemowo (dywersyfikacja, kumulacja). Doświadczenia kilku ostatnich lat pokazują działanie mechanizmu przenoszenia ryzyka: ryzyko kredytowe z kredytów hipotecznych subprime „sprzedawane” przez udzielającego kredyt poprzez sekurytyzację nabywcom papierów wartościowych zabezpieczonych na portfelach kredytów hipotecznych, bądź absorpcja ryzyka kredytowego banków przez fundusze publiczne (kryzys fiskalny).

Na skuteczność zabezpieczeń wpływa wiele czynników zarówno wewnętrznych (polityka w tym zakresie, jakość procesów wyceny zabezpieczenia, ustanawiania, monitorowania i realizacji), jak i zewnętrznych (środowisko regulacyjne, zmiany rynkowe, sposób działania instytucji infrastruktury gospodarczej i publicznej).

Ostatnie zjawiska kryzysowe stanowią nowe wyzwania dla zabezpieczeń w zarządzaniu ryzykiem. Skuteczność *credit default swaps* zabezpieczających ryzyko kredytowe nabywców dłużnych papierów wartościowych rządu greckiego została poddana weryfikacji z ostatecznym wynikiem pozytywnym, ale z pewnością towarzyszące temu procesowi wydarzenia obniżyły zaufanie uczestników rynku i obnażyły słabe strony tych instrumentów (zależność efektu zabezpieczenia od uznaniowej decyzji przedstawicieli jednego podmiotu).

Wydarzenia na rynku amerykańskim i hiszpańskim ponownie zwróciły uwagę na skuteczność zabezpieczeń hipotecznych (problem ten ujawniał się już wcześniej w trakcie kryzysu na rynku nieruchomości). Z powodu potężnej nierównowagi na rynku nieruchomości straty z tytułu ryzyka kredytów hipotecznych okazały się w sporej części nie zabezpieczone i bez pokrycia. Faktyczną skalę problemu zaburza liczba nieruchomości przejmowanych przez banki. Ryzyko związane z kredytem hipotecznym przenoszone jest na posiadane w aktywach nieruchomości, które tracą na wartości.

### 3.5. Pokusa nadużycia

Wzrost pokusy nadużycia (*moral hazard*) jest najbardziej destrukcyjnym zjawiskiem na rynkach finansowych w ostatnich latach. Postrzeganie siebie jako gracza „zbyt dużego, aby upaść”, i przekonanie o wsparciu publicznym w sytuacji zagrożenia, prowadzi do podejmowania nadmiernego ryzyka. W przypadku przeciętnego

uczestnika rynku takie agresywne działanie w sferze ryzyka grozi możliwym wyeliminowaniem z rynku, czyli upadłością, w wyniku poniesienia strat przekraczających możliwości kapitałowe podmiotu.

Pokusa nadużycia niszczy dyscyplinę rynkową i prowadzi do agresywnych zachowań. Jednocześnie troska o stabilność sektora finansowego zakłóca mechanizm samooczyszczania systemu poprzez upadłość banków. W podmiotach, których działalność oparta jest w znacznym stopniu na zarządzaniu ryzykiem, prowadzi to dość często do erozji systemu wartości klientów i zarządzających ich depozytami, podkopując fundamenty biznesu bankowego. Klienci i zarządzający czują się zwolnieni z odpowiedzialności za dokonywane wybory, jeśli zły wybór nie prowadzi do straty finansowej i dalszych i innych dolegliwych konsekwencji. Niestety, w ostatnim kryzysie zarysowuje się tendencja do poszukiwania rozwiązań o charakterze reaktywnym, a nie proaktywnym (prewencyjnym). Rozwiązania, które ograniczają lub eliminują skutki kryzysu dla uczestników rynku, przyczyniają się do wzrostu pokusy nadużycia. Taki charakter mają zwiększone (a nawet nielimitowane) gwarancje dla deponentów, różnego rodzaju fundusze ratunkowe i restrukturyzacyjne, możliwość transferu aktywów lub ratowania płynności podmiotów zagrożonych kosztem podmiotów zdrowych, deklaracje typu: „żaden bank europejski nie upadnie”, itp. Nadmierne podejmowanie ryzyka musi wiązać się z odpowiedzialnością; podmioty, które nie są w stanie prowadzić bezpiecznego i rentownego biznesu, muszą być eliminowane z rynku bez względu na swoją wielkość. Należy jedynie przygotować takie rozwiązania, które uczynią to wyjście z rynku najmniej kosztowne dla podmiotów nie powiązanych bezpośrednio z eliminowanym. Nie można bezwarunkowo chronić klientów i kontrahentów podmiotów prowadzących nadmiernie ryzykowną działalność, ponieważ osłabia to dyscyplinę rynkową uwalniając podmioty podejmujące błędne decyzje od ponoszenia ich negatywnych skutków.

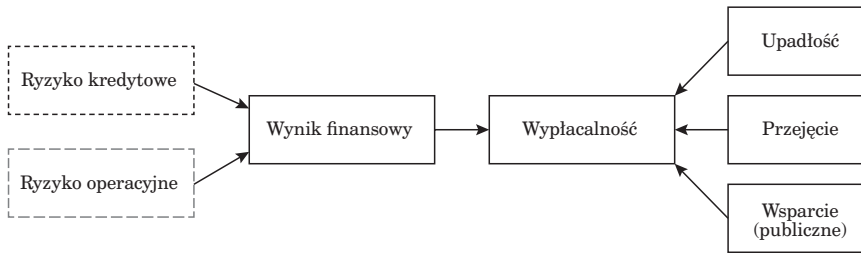
## **4. REAKCJA NA ZMIANY WARUNKÓW ZARZĄDZANIA RYZYKIEM**

### **4.1. Nowa mapa ryzyk**

W wyniku opisanych powyżej zmian w otoczeniu banków zaszły daleko idące korekty na mapie ryzyk, na jakie eksponowane są podmioty sektora bankowego. W pewnym uproszczeniu pokazują je rysunki 4 i 5. Rośnie zakres przedmiotowy ryzyk, przed jakimi stają banki, i zmienia się (czego nie pokazują rysunki) sama natura, w tym stopień komplikacji poszczególnych ryzyk.

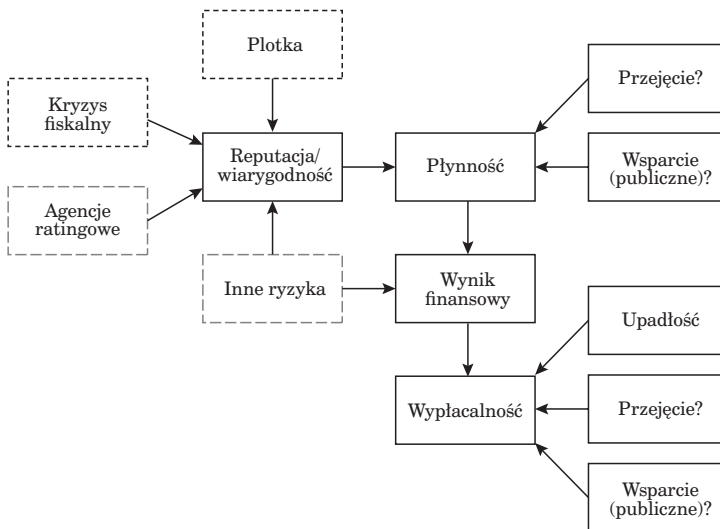
Oba wymiary zmian – nowe ryzyka, większe wymagania dla zarządzania ryzykiem w szczególności, koniecznie wymagają reakcji banków. Poniżej przedstawiam kierunki, w jakim mogą – i powinny – zmierzać zmiany w systemach zarządzania ryzykiem.

**Rysunek 4. Zagrożenia podmiotów sektora bankowego – dawniej**



Źródło: opracowanie własne

**Rysunek 5. Zagrożenia podmiotów sektora bankowego – obecnie**



Źródło: opracowanie własne

Jednakże, wobec skali wyzwań, a także zmiennych warunków prowadzenia działalności, propozycje te z pewnością nie gwarantują właściwego rozwiązania problemów, przed którymi stoją banki i ich właściciele. Zarówno zarządzający bankami, jak i organy nadzoru muszą nieustannie śledzić zmiany i procesy w otoczeniu bankowym, analizować doświadczenia zarówno własne, jak i cudze, aby właściwie rozumieć zachodzące zmiany i podejmować prawidłowe decyzje.

Bierność i reaktywność jest z pewnością postawą dalece niewystarczającą wobec nowych wyzwań.

W obecnej strukturze i roli rynku finansowego konieczne jest zablokowanie możliwości zawierania transakcji o charakterze handlowym z wykorzystaniem środków

powierzonych bez wyraźnej dyspozycji właściciela środków (klienta). W uproszczeniu chodzi o rozdzielenie bankowości inwestycyjnej i komercyjnej (szczególnie detalicznej). Jeśli uznamy, że nie należy grać w kasynie rynku finansowego cudzymi pieniędzmi, warto także ograniczyć tę pokusę dla chętnych ryzykujących własne pieniądze. Nieprofesjonalni uczestnicy rynku, nie znający jego reguł i doświadczeń, nie powinni otwierać ekspozycji bez zabezpieczenia pełnego pokrycia ich realizacji. Nawet profesjonalni uczestnicy mogą stanowić ryzyko, jeśli ich spekulacje przyniosą straty wpływające na sytuację finansową i mogące zakłócić regulowanie zobowiązań także wobec banku. Każde ryzyko klienta kredytowego jest także ryzykiem dla banku, i powinno być uwzględniane w analizie sytuacji kredytobiorcy.

Aby uniknąć złych scenariuszy w przyszłości, konieczne są regularnie wykonywane stress testy w pełnym zakresie ryzyk banku i jego klientów. Stress testy poza uświadomieniem stopnia wrażliwości banku na zmiany otoczenia pozwalają przygotować się na rozmaite scenariusze zdarzeń, podjąć działania zaradcze i korygujące, a nawet wyznaczyć poziom ryzyka, które bank przy uwzględnieniu błędów analizy jest gotów zaakceptować. Mimo że prognozy obarczone są istotnym poziomem niepewności, stress testy są niezbędnym narzędziem zarządzania ryzykiem, pozwalającym określić granice przetrwania dla banku. W budowie stress testów, ze względu na zmienność otoczenia bankowego, niezbędne jest otwarte podejście i kreatywność w przyjmowaniu założeń i tworzeniu scenariuszy, gdyż, jak się przekonaliśmy boleśnie w czasie ostatniego kryzysu, przyszłość jest trudno przewidywalna.

Banki muszą mieć przygotowane scenariusze na najbardziej prawdopodobne zmiany w swoim otoczeniu, czyli plany awaryjne. W sytuacji kryzysowej wobec dużej dynamiki zjawisk nie będzie czasu na ich przygotowanie w momencie zagrożenia – ten czas będzie potrzebny raczej na ich ewentualne modyfikacje i wdrożenie. Plany muszą bezwzględnie obejmować także zagadnienia komunikacji, gdyż w warunkach awaryjnych jest ona równie ważna jak zdolność banku do zarządzania ryzykiem i zarządzania kryzysowego.

Plany kryzysowe muszą uwzględniać tak dalece niekorzystne warunki jak zanik rynków (brak obrotów), brak wsparcia właścicielskiego i przede wszystkim brak wsparcia publicznego.

Tylko zdrowe państwo stać na ratowanie banku z problemami, państwa z problemami będą same stanowiły zagrożenie dla banku.

Mimo wielu pomysłów i rozwiązań, często zwiększających jedynie pokusę nadużycia, nie ma lepszej metody rozwiązania problemu banków „zbyt dużych, aby upaść” niż ograniczenie ich wielkości lub zachowanie umiaru w rozwoju. Rozwiązania typu *living wills* (plany naprawcze i uporządkowanej likwidacji) to narzędzia reaktywne<sup>4</sup>, nie gwarantujące uratowania dużych podmiotów, gdyż w okresach kry-

<sup>4</sup> O ile nie są wsparte realizowanymi zaleceniami zmierzającymi do usunięcia przeszkód w ich realizacji.

zysu można nie znaleźć nabywców nawet na części bardzo dużych banków. Większe wymagania wobec dużych banków, w tym kapitałowe i organizacyjne, są nie tylko zgodne z ideą proporcjonalności, ale również mają walor prewencyjny: bank najpierw powinien zgromadzić zasoby umożliwiające wzrost, a nie szukać zasobów na pokrycie skutków wzrostu, który już nastąpił.

Zarządzający bankami, w tym szczególnie zarządzający ryzykiem, muszą z uwagą śledzić sytuację rynkową i nie lekceważyć żadnych sygnałów. Analizując opisane wcześniej zdarzenia operacyjne, prowadzące do miliardowych strat można dostrzec sygnały, które odpowiednio zinterpretowane pozwoliłyby na wcześniejszą reakcję i szybsze podjęcie niezbędnych działań. Sprawne mechanizmy kontrolne wydają się niepotrzebnym, kosztownym (często biurokratycznym) ograniczeniem tylko do chwili, gdy znajdzie się ktoś, kto zechce wykorzystać ich słabość, lub gdy niekorzystna sytuacja przekroczy możliwości absorpcji jej skutków przez bank.

## PODSUMOWANIE

Dostosowując systemy zarządzania ryzykiem do nowych warunków działania, nie można ignorować następujących zaleceń.

- 1) Inteligentnie opracowywać negatywne scenariusze rozwoju zjawisk i procesów, z należnym krytycyzmem zarówno do doświadczeń z przeszłości, jak i optymistycznym nastawieniem do przyszłości.
- 2) Przygotować warianty procedur zarządzania kryzysowego zanim zajdzie potrzeba ich pilnego stosowania w warunkach wystąpienia sytuacji negatywnie oddziałujących na funkcjonowanie banku.
- 3) Wobec skali rynków finansowych rozwiązania reaktywne nie są skuteczne; nawet jeśli pozwalają rozwiązywać problemy cząstkowe, ich koszt jest o wiele większy niż działań zapobiegawczych. Skuteczność zarządzania jest pochodną zdolności do kontroli procesów i zasobów; im bardziej są one niezależne, tym mniejsze są szanse na skuteczność podejmowanych działań. Sfera finansów przerosła znacznie skalą potrzeby gospodarki realnej, której zgodnie z klasycznym paradygmatem powinna służyć. Dalszy jej nieograniczony wzrost pozbawi zarządzających (także polityków) szans na kontrolowanie zachodzących procesów i obniży skuteczność ich decyzji. Sfera gospodarki realnej jest już zbyt słaba, aby leczyć skutki kryzysów w sferze finansów.

Równie groźne jest przeświadczenie o konieczności nieustannego wzrostu gospodarczego, gdyż wyklucza to mechanizm samoregulacji, którego – jak pokazują doświadczenia – nie potrafimy zastąpić interwencjonizmem z powodu niepełnej kontroli nad zjawiskami, w które ingerujemy.

Przy dokonywaniu wyborów należy rozważyć, czy idea swobody działalności gospodarczej, w swoim obecnym kształcie, służy dobru publicznemu, czy raczej po-

szczególnym jednostkom lub grupom interesów. Ponadto rewizji wymaga ukształtowany w praktyce model dyscypliny rynkowej jako czynnika rozwoju zjawisk i procesów kryzysogennych.

## **Abstract**

The cyclical nature of economic development, and in particular periods of crisis, alter the conditions under which risk is managed. The changes that have ensued in recent decades have given rise to the emergence of a new environment for banking sector entities. Banks, whose activity is mainly predicated upon the management of risk, must identify changes in their operating environment on an ongoing basis and adapt their management systems (including risk management) to new challenges. The dynamics and scale of change in the banking environment has in recent years been of such significant extent that merely monitoring said change is a highly inadequate response if meeting the requirements of conducting banking operations safely is the goal. Bank management must analyze how various scenarios, even those highly unlikely but nevertheless possible ones, could impact a given bank, and undertake adaptive measures.

The most important changes in banking are interconnected phenomena: globalization, and the development of technology and communications. The most destructive impact on the stability of financial markets comes from the rising level of moral hazard, which on the one hand is related to financial sector deregulation, leading to the emergence of entities that are “too big to fail” and to an unprecedented expansion of finance, and on the other, to a series of regulatory decisions taken in response to the global financial crisis. Growing capital mobility and rising competitive pressures are further conducive to moral hazard. As a consequence, the business cycle structure has undergone a fundamental change, in particular with respect to the source and nature of crisis-related disturbances. A deterioration has also taken place with respect to the perception of the role of safety measures in place to counteract the consequences of risk. An analysis of a bank’s fragility to the incidence of change in its operating environment constitutes the basis for shaping its risk management strategy and for creating the necessary safety buffers that will enable the bank to withstand adverse circumstances.

Banks should have action plans in place with respect to foreseeable negative or crisis scenarios in order to, in practice, ensure sufficient time to deal with unforeseeable problems.

Financial system regulations must be changed in such a way as to effectively limit moral hazard and eliminate conditions that contribute to its emergence. Problems associated with the further development of finance in a direction that is disconnected from the needs of the real economy, as well as market consolidation

that is reflected in the growth of entities that are “too big to fail”, and even “too big to be effectively rescued”, should be a priority for regulators and policymakers. Sanctions in the form of elimination from the market of entities that take on excessive risk can limit moral hazard and enhance market discipline. In a European context, an urgent challenge is to develop methods and procedures for the orderly liquidation of banks (resolution). In terms of introducing corrections to the financial system infrastructure, it is necessary to separate discrete types of activity (particularly intermediation vs. investment and trading operations) in order to limit the exposure of consumer bank deposits to investment or trading risk. It is also desirable, even necessary, to simplify the structure of very large banking groups.

**Keywords:** risk management, bank supervision, financial markets, financial crisis, risk management procedures

### **Bibliografia**

- Chwiejczak P, Dopóki gra muzyka, tańcz! – <http://www.parkiet.com/arttykul/911256.html> (dostęp: 18.04.2012).
- Stec A., Parada pechowych maklerów – <http://weekend.pb.pl/2503575,26640,parada-pechowych-maklerow> (dostęp: 18.04.2012).



*Zygmunt Kukula\**

## **PRZECIWDZIAŁANIE PRANIU PIENIĘDZY NA SŁOWACJI W ŚWIETLE NIEKTÓRYCH POLSKICH ROZWIĄZAŃ PRAWNYCH**

### **WSTĘP**

Pranie pieniędzy i innych wartości majątkowych pochodzących z przestępstw, w dużej mierze z przestępstw popełnionych w zorganizowanych strukturach, stanowi nadal poważny problem dla wszystkich współczesnych organizacji państwowych oraz działających tam instytucji bankowych. Od wielu już lat próbują sobie z tym radzić poszczególne państwa, grupy państw i organizacje międzynarodowe, tworząc w tym celu regulacje prawne. Można tylko wspomnieć o najważniejszej z nich – o Konwencji ONZ z 8 listopada 1990 r. dotyczącej prania, ujawniania, zajmowania i konfiskaty dochodów pochodzących z przestępstwa. Same akty prawa międzynarodowego czy składane co jakiś czas deklaracje o potrzebie zwalczania przestępstw prania brudnych pieniędzy, bez równoczesnego wprowadzenia stosownych rozwiązań do krajowego porządku prawnego ich sygnatariuszy, nie przynoszą oczekiwanych efektów. Proceder ten, jak powszechnie wiadomo, ma zasięg globalny, a więc niezbędne okazuje się przygotowanie przepisów w taki sposób, aby można było za ich pośrednictwem prowadzić skuteczną kontrolę przepływu środków finansowych w ramach współpracy międzynarodowej, a do krajowej struktury przepisów

---

\* Zygmunt Kukula jest doktorem nauk prawnych, zajmuje się problematyką przestępczości gospodarczej; funkcjonariusz Komendy Miejskiej Policji w Bielsku Białej.

prawnych włączyć te, które służą zwalczaniu tych kategorii przestępstw. Określać powinny one dokładnie obowiązki osób i instytucji uczestniczących w transferze środków pieniężnych. Zważywszy na techniczną stronę organizowania przestępczego procederu szczególna rola przypada bankom oraz osobom i instytucjom współpracującym z nimi. Wszystkie one zaliczają się do tzw. osób obowiązanych, o których będzie mowa w dalszej części.

Podjmując niniejszy temat, zdecydowano, aby wziąć pod uwagę unormowania prawne, obowiązujące w tym względzie na terenie Słowacji. Trzeba mieć przy tym świadomość, że znajomość prawa słowackiego jest w Polsce wciąż słabo znana. Zagadnienia z tym związane zasługują na dokładniejsze omówienie również z tego powodu, że oprócz sąsiedztwa i pogłębiającej się współpracy gospodarczej jesteśmy uczestnikami struktur europejskich w ramach Unii, co nadaje tym relacjom szersze znaczenie. Należy wspomnieć, że słowackie prawo bankowe w § 2 akapit 5, dopuszcza również możliwość wykonywania działalności bankowej na swoim terytorium bankom zagranicznym, za pośrednictwem swoich oddziałów, po wcześniejszym uzyskaniu stosownego pozwolenia<sup>1</sup>. W orbicie prowadzonych rozważań znalazły się dwa podstawowe akty prawne z tego zakresu: ustawa o ochronie przed legalizacją korzyści z przestępczej działalności i ochronie przed finansowaniem terroryzmu z 2 lipca 2008 r., oraz słowacki kodeks karny (skk). Pierwsza z ustaw przyjmuje na siebie ciężar organizacyjno-prawnych przedsięwzięć ujawniania przypadków, wskazujących na możliwość popełnienia tego przestępstwa, kodeks karny zaś uzupełnia jej postanowienia, gdy chodzi o pociągnięcie do odpowiedzialności karnej osób odpowiedzialnych. W kręgu zainteresowań znalazły się podstawowe założenia służące przeciwdziałaniu praniu pieniędzy, do których porównano w niezbędnym zakresie niektóre polskie rozwiązania z ustawy z 16 listopada 2000 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy<sup>2</sup>, a także omówienie i ocena powołanych do tego celu przepisów karnych, przy czym za konieczne uznano, zwięzłe scharakteryzowanie podstawowych założeń, na których funkcjonuje kodeks karny tego kraju.

## 1. ROZWIĄZANIA WYNIKAJĄCE Z USTAWY Z 2 LIPCA 2008 R.

Ustawa z 2 lipca 2008 r. o ochronie przed legalizacją korzyści z działalności przestępczej i ochronie przed finansowaniem terroryzmu<sup>3</sup> (zákon o ochrane pred legalizaciou príjmov z trestnej činnosti a o ochrane pred financovaním terorizmu a o zmene a doplnení niektorých zákonov) stanowi podstawowy instrument praw-

<sup>1</sup> Zákon o bankách a o zmene a o doplnení niektorých zákonov, zákon č 483/2001 Z.z. z 5.10. 2001 r. ze zm.

<sup>2</sup> Tekst jedn. Dz. U. nr 46, poz. 276 z 2010 r. z późn. zm.

<sup>3</sup> Zákon č 297/2008 Z. z.

ny, wprowadzony dla zapewnienia skuteczniejszej walki z tym zjawiskiem. Jest to już druga tego rodzaju ustawa w słowackim porządku prawnym, poprzednio obowiązywała ustawa z 2000 r. o tej samej nazwie<sup>4</sup>. Obecna ustawa, której odpowiednie fragmenty przedstawiono w opracowaniu, zbudowana jest z ośmiu części: 1. Postanowienia wstępne. 2. Należyta staranność osoby obowiązanej w kontakcie z klientem. 3. Postępowanie przy stwierdzeniu nietypowej operacji gospodarczej (transakcji podejrzanej – uwaga Z.K.) i dalsze powinności osób obowiązanych. 4. Ustalenie własności (legalizowanego majątku – Z.K.). 5. Pozycja i zadania Jednostki Analityki Finansowej i innych organów. 6. Wykroczenia i środki administracyjne. 7. Odpowiedzialność za szkodę. 8. Postanowienia przejściowe i końcowe.

Na obecny kształt tej ustawy miały wpływ trzy dyrektywy Wspólnot Europejskich: Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2005/60/WE z 26 października 2005 r., w sprawie przeciwdziałania korzystaniu z systemu finansowego w celu prania pieniędzy oraz finansowania terroryzmu<sup>5</sup>; Dyrektywa Komisji Europejskiej 2006/70/WE z 1 sierpnia 2006 r. ustanawiająca środki wykonawcze do Dyrektywy 2005/60/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do osoby zajmującej eksponowane stanowisko polityczne, jak również w odniesieniu do technicznych kryteriów stosowania uproszczonych zasad należytej staranności wobec klienta oraz wyłączenia z uwagi na działalność finansową prowadzoną w sposób sporadyczny lub w bardzo ograniczonym zakresie<sup>6</sup>, oraz Dyrektywa Parlamentu i Rady 2009/110/WE z 16 września 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje pieniądza elektronicznego oraz nadzoru ustanowionego nad ich działalnością, zmieniającą dyrektywy 2005/60/WE i 2004/48/WE oraz uchylającą dyrektywę 2000/46/WE<sup>7</sup>.

### 1.1. Wyjaśnienie pojęć podstawowych

Przedstawiając temat, pierwsze kroki skierowano w stronę kilku wybranych pojęć, jakie się z nim wiążą, dzieląc je na pojęcia podstawowe oraz pojęcia pomocnicze. Do najważniejszych pojęć podstawowych nawiązuje § 2, objaśniający sposób pojmowania legalizacji dochodów z przestępstwa. Słowacka ustawa adresuje to pojęcie do czterech form działania umyślnego, które polegać mogą na:

- ❖ zamianie pochodzenia majątku lub przekazaniu mienia ze świadomością, że pochodzi ono z działalności przestępczej lub z zaangażowania w działalność przestępczą celem ukrycia lub zatajenia nielegalnego pochodzenia tego mienia

<sup>4</sup> Zakon č 367/2000.

<sup>5</sup> Dz. U. WE L. 309 z 25.11.2005 r.

<sup>6</sup> Dz. U. WE L. 214 z 4.08.2006 r.

<sup>7</sup> Dz. U. WE L. 267 z 10.10.2009 r.

lub udzielanie pomocy osobie zaangażowanej w popełnienie takiego przestępstwa, aby uniknęła ona prawnych konsekwencji tych działań;

- ❖ zatajeniu lub ukryciu pochodzenia bądź rodzaju nieruchomości, lokalizacji lub przeniesienia własności nieruchomości lub innych praw do niej, wiedząc że mienie pochodzi z działalności przestępczej lub z udziału w niej;
- ❖ nabywaniu, posiadaniu i korzystaniu z mienia, wiedząc, że pochodzi ono z działalności przestępczej lub z zaangażowania w taką działalność;
- ❖ udziale w tak opisanych postępowaniach w postaci zмовы, pomocnictwa i podżegania.

Przytoczone rozwiązania w dużym stopniu pozostają bliskie ich polskim odpowiednikom. Słowacka ustawa silny akcent położyła na stopień świadomości osoby działającej w opisanych warunkach, na który wpływ mają obiektywne okoliczności faktyczne, uwzględniając w szczególności charakter i przesłanki transakcji podejrzanej.

Definicja nietypowej transakcji (neobwyklá obchodná operácia) dalej zwanej – transakcją podejrzaną z § 4, przybrała postać bardziej rozbudowaną. W ustawie wyrażono opinię, że o takim jej charakterze przesądził poziom złożoności przeprowadzanej operacji, zaangażowaniu nadzwyczaj dużej ilości środków, a także inne jej właściwości, które istotnie odbiegają od aktualnego zakresu lub charakteru danego rodzaju działalności klienta, oraz gdy prowadzone operacje nie mają wyraźnego celu gospodarczego albo widocznego celu zgodnego z prawem. O powstaniu podejrzeń w odniesieniu do kwestionowanej transakcji świadczą także samoistne zachowania osoby, która jej dokonuje. W tej ustawie, inaczej niż w polskiej, szczególnie wymieniono takie przypadki. Spośród nich na uwagę zasługują: odmowa ze strony klienta dokonania swojej identyfikacji, jak również udostępnienia danych koniecznych do należytego wykonywania obowiązków przez osobę obowiązana; odmowa udzielenia informacji na temat przeprowadzanej operacji gospodarczej lub próba udostępnienia możliwie najmniej informacji na ten temat, bądź dostarczenie informacji, których weryfikacja może być utrudniona lub związana z wysokimi kosztami; zachowanie, podczas którego klient żąda wykonania transakcji na podstawie projektu, który budzi wątpliwości, bądź używa do tego celu środków finansowych o niskiej wartości nominalnej w nieproporcjonalnie wysokim rozmiarze; osoba klienta wobec którego można wysunąć podejrzenia, że ze względu na jego zatrudnienie, stanowisko lub inne przesłanki nie jest, lub nie może być właścicielem środków finansowych, jak również ilość środków finansowych, którymi dysponuje, pozostaje w wyraźnej dysproporcji do charakteru jego działalności gospodarczej albo deklarowanego dochodu majątkowego.

Ostatnie z pojęć podstawowych stanowi definicja osoby obowiązanej (povinná osoba). Katalog takich osób w omawianej ustawie jest dosyć dokładnie określony, ramy publikacji nie pozwalają jednak na wyliczenie wszystkich. Należy jednak zwrócić uwagę na banki, instytucje finansowe, jeśli nie są one bankami, Exportowo-

-Importowy Bank Słowacji, organizatorów gier hazardowych, podmioty pocztowe, komorników, zarządców w postępowaniu upadłościowym, restrukturyzacyjnym lub oddłużeniowym, audytorów, księgowych, doradców podatkowych, podmioty zajmujące się obrotem nieruchomościami, adwokatów i notariuszy, w związku z transakcją których przedmiotem jest obrót nieruchomościami oraz świadczeniem innych szczególnych usług. Będzie nim również przedsiębiorca, który przeprowadza obrót gotówkowy w wysokości co najmniej 15 000 euro, bez względu na to, czy jest to transakcja jednorazowa czy powiązana ze sobą, a także inna osoba, jeśli przepis szczególny tak stanowi.

Do pojęć pomocniczych z kolei możemy zaliczyć: osobę zajmującą eksponowane stanowisko polityczne – § 6, identyfikację osoby dokonującej transakcji podejrzanej do których § 7 włącza osoby fizyczne, prawne, pełnomocników, w tym ustawowych przedstawicieli nieletnich, w dalszej kolejności dokumenty identyfikujące wspomniane wcześniej osoby – § 8. Pod nazwą majątku rozumie się tu jakiegokolwiek aktywa, bez względu na ich charakter, w tym zwłaszcza ruchomości, nieruchomości, mieszkania, lokale niezamieszkałe (lokale komercyjne), papiery wartościowe, wierzytelności, prawa do własności intelektualnej wyników działalności twórczej, w tym prawa własności przemysłowej, a także inne dokumenty, które zawierają tytuł prawny do nieruchomości lub udziału w niej. Podobnie określa to polska ustawa, aczkolwiek bez wyodrębnienia źródeł powstania poszczególnych praw<sup>8</sup>. Fikcyjny bank lub instytucja finansowa to podmioty zarejestrowane w odpowiednim rejestrze w państwie, w którym faktycznie ich zarząd się nie mieści. Zachowaniem objętym karą na które zwraca uwagę ustawa słowacka, jest przestępstwo, lub odpowiedni delikt, popełnione na terenie Słowacji lub poza jej granicami.

## **1.2. Organizacja służby powołanej do przeciwdziałania praniu brudnych pieniędzy**

Problematyka dotycząca organizacji służby powołanej do wykonywania tych zadań została przedstawiona w części piątej ustawy. Służba, o której mowa, to Jednostka Analityki Finansowej – JAF (Finančná spravodajská jednotka), i jest krajową jednostką centralną w zakresie zapobiegania i wykrywania legalizacji takich korzyści oraz przeciwdziałania finansowaniu terroryzmu, usytuowaną w strukturze Policji. Ustawa dokładnie określa spoczywające na niej zadania, w skład których wchodzi:

- ❖ pozyskiwanie, analiza i przetwarzanie informacji o transakcjach podejrzanych oraz innych informacji dotyczących prania pieniędzy;
- ❖ przesyłanie zawiadomień do organów ścigania jeśli uzyskane dowody wskazują na popełnienie przestępstwa;

---

<sup>8</sup> Patrz art. 2 pkt 3.

- ❖ żądanie przeprowadzenia kontroli oraz kontrola działalności osób obowiązanych (banków itp.);
- ❖ inicjowanie działań dających podstawę do nałożenia kary na osobę odpowiedzialną za naruszenie albo niewykonywanie obowiązków nałożonych w § 32 lub § 33;
- ❖ inicjowanie działań będących podstawą odebrania uprawnień do prowadzenia działalności gospodarczej albo innej samodzielnej działalności zarobkowej osoby odpowiedzialnej, za powtarzające się naruszenia albo niewypełnianie obowiązków, do czego uprawniony jest organ, któremu przyznano kompetencje do wydania decyzji o odebraniu tego prawa<sup>9</sup>;
- ❖ żądanie powiadomienia jej o propozycjach i sugestiach oraz o przyjętych zarządzeniach przez organa, które według tej ustawy przy nakładaniu kar i cofaniu uprawnień do prowadzenia działalności gospodarczej powinny o czymś takim jednostkę tą powiadomić;
- ❖ zachowanie w tajemnicy informacji otrzymanych od osób odpowiedzialnych, jeśli prawo nie stanowi inaczej;
- ❖ publikowanie informacji na temat form i sposobów legalizacji tych wartości oraz o sposobach dokonywania transakcji podejrzanych;
- ❖ wykorzystanie informacji uzyskanych w związku z wykonywaniem obowiązków ustawowych;
- ❖ informowanie osoby obowiązanej o efektach zgłoszenia transakcji podejrzanej i o postępowaniu, które jest rezultatem otrzymania od niej zgłoszenia o transakcji, jeśli nie zagrazi to udaremnieniem rozpracowania tej operacji;
- ❖ udzielanie informacji uzyskanych od płatnika podatku, gdy jest to uzasadnione wszczęciem postępowania podatkowego, bądź ma znaczenie dla toczącego się już postępowania podatkowego, o ile nie zagrazi to pełnieniu zadań JAF.

Jednostka Analityki Finansowej udostępnia wszelkie informacje i dowody, jakie uzyskała opierając się na tej ustawie, organom państwa (w tym objęte tajemnicą bankową), które wykonują zadania w zakresie ochrony porządku konstytucyjnego, bezpieczeństwa i porządku wewnętrznego, w celu wykonania ich zadań. Przekazywane informacje zawierają dane na temat źródła ich pochodzenia. W przypadku podejrzenia naruszenia obowiązku zachowania tajemnicy organy te w oparciu o żądanie JAF udzielają wyjaśnień oraz dowodów na temat sposobów rozporządzenia uzyskanymi od niej informacjami. JAF prowadzi ewidencję danych, które uwzględniają liczbę uzyskanych informacji o transakcjach podejrzanych, sposobach ich uzyskania oraz innych szczegółowych danych. Ustawa zobowiązuje JAF do podjęcia współpracy z właściwymi organami państw członkowskich UE, Komisji Europejskiej, Rady UE i Sekretariatu Rady, szczególnie przy wymianie i weryfikacji danych potrzebnych do zapobiegania i wykrywania przypadków prania pieniędzy. Oprócz

<sup>9</sup> Taką możliwość dopuszcza ustawa o działalności przedsiębiorców (zákon č 455/1991 Z. z. o Živnostenskom podnikání – Živnosyenský zákon).

tego obowiązek współpracy w tej dziedzinie powstaje również podczas kontaktów z innymi państwami, z którymi Słowacja jest związana umową międzynarodową, albo prowadzi współpracę w zwalczaniu prania pieniędzy na zasadzie wzajemności. Może ona także choć nie ma obowiązku, podjąć współpracę z innymi organizacjami międzynarodowymi w tej dziedzinie.

### **1.3. Reguły dotyczące sposobów postępowania przy wykonywaniu zadań wynikających z ustawy**

W drugiej części ustawy stykamy się z trzema rozwiązaniami, które zważywszy na ich charakter i przeznaczenie zasługują, aby uznać je za reguły postępowania. Słowacki ustawodawca wprowadził trzy poziomy staranności podczas badania transakcji podejrzanych, do których przestrzegania zobowiązał każdą osobę obowiązana. Stosowane są one wprost, rzutuując całościowo na prowadzone postępowanie, a ich nieprzestrzeganie wiąże się z ponoszeniem negatywnych konsekwencji. Zaliczamy do nich reguły dochowania staranności podstawowej, złagodzonej oraz podwyższonej.

Podstawową staranność (základná starostlivosť) wprowadza § 10, przy czym jej koncepcja jest bardzo rozbudowana, za sprawą wyczerpującego opisu nałożonych obowiązków. Składają się na nią takie powinności, jak:

- ❖ identyfikacja klienta i poświadczanie jego identyfikacji;
- ❖ w zależności od poziomu ryzyka legalizacji majątku, dokonanie identyfikacji ostatniego beneficjenta korzyści i podjęcie stosownego zarządzenia;
- ❖ uzyskanie informacji o celu i zamierzonym charakterze kontaktu gospodarczego;
- ❖ przeprowadzenie wstępnego monitorowania kontaktu handlowego, w tym analizy konkretnych transakcji dokonywanych w okresie tworzenia tych relacji, w celu ustalenia, czy przeprowadzane transakcje znajdują potwierdzenie w wynikach działalności biznesowej klienta, znanych osobie obowiązanej, profilu jego działalności i przeglądzie potencjalnego ryzyka związanego z klientem; w zależności od ryzyka prawdopodobieństwa dokonania legalizacji wartości majątkowych, ustalenie pochodzenia środków i zabezpieczenie dokumentów, danych albo informacji, którymi dysponuje osoba obowiązana o kliencie. Obowiązek dochowania takiej staranności spoczywa na osobie obowiązanej, kiedy przeprowadzana jest transakcja obejmująca co najmniej 15 000 euro, bez znaczenia, czy jest ona jednorazowa czy wielokrotna (składająca się z kilku powiązanych ze sobą operacji). W szczególnych wypadkach obejmuje ona kwoty o wysokości co najmniej 2000 euro. O tym, w jakich przypadkach i w jakim zakresie stosować się do zawartych w niej wymagań, pozostawiono uznaniu osoby obowiązanej. To rozwiązanie ustawodawcy wynika z konieczności samodzielnego i nieszablonowego podejmowania decyzji, uwzględniając takie uwarunkowania, jak osoba klienta, rodzaj transakcji, stosunki gospodarcze w kontekście konkretnej ope-



racji, co wymaga wartościowania i przeprowadzenia samodzielnej oceny. Tym sposobem na osobę obowiązaną przerzucono ciężar wykazania, że stopień staranności, który zdecydowała się przyjąć w kontakcie z klientem, był odpowiedni do skali występującego ryzyka takiej legalizacji.

Złagodzoną staranność (zjednodušena starostlivost') przewiduje § 11. Oparta jest na fundamencie zaufania, którym zdecydowano się objąć niektóre instytucje finansowe, gospodarcze czy organy państwowe, co jednak nie oznacza rezygnacji z zachowania wszelkich zasad ostrożnościowych. Istotną rolę odgrywa w tym miejscu zapis ustawy, w którym czytamy, że osoba obowiązana nie jest obciążona wymogiem zachowania podstawowej staranności w kontakcie z klientem. W każdej sytuacji można postępować zgodnie z regułami podstawowej staranności. Klientami, których obejmują łagodniejsze kryteria oceny są banki oraz instytucje finansowe z siedzibą w państwie członkowskim UE lub w państwie, które przyjęło międzynarodowe przepisy o zwalczaniu prania pieniędzy. W dalszej kolejności znalazły się osoby prawne, których papiery wartościowe dopuszczono do obrotu na giełdzie w państwie członkowskim. Rezygnacja z zachowania podstawowej staranności może mieć miejsce podczas prowadzenia identyfikacji i potwierdzenia identyfikacji ostatniego beneficjenta korzyści, jeśli prowadzeniem wspólnego konta zajmuje się notariusz lub adwokat, który działa w państwie członkowskim bądź w innym, gdzie wprowadzono obowiązek wdrożenia procedur przeciwdziałających praniu wartości majątkowych, a także gdy klientem przeprowadzającym operację gospodarczą jest organ władzy publicznej Republiki Słowackiej. Osoba obowiązana samodzielnie dokonuje oceny, czy w związku z taką transakcją pojawia się podejrzenie legalizacji środków, co w przypadku negatywnym daje podstawę do obniżenia stopnia staranności. Podwyższoną staranność (zvýšena starostlivost') wprowadza § 12. Znajdzie ona zastosowanie do przypadków, gdy w świetle informacji, jakimi dysponuje osoba obowiązana, pojawiają się przesłanki uzasadniające tezę, że klient – uczestnik obrotu gospodarczego albo konkretna transakcja, pociąga za sobą wyższe prawdopodobieństwo bądź ryzyko możliwości przeprowadzenia niedozwolonej legalizacji. Trzeba wyjaśnić, że podwyższona staranność nakłada na osobę obowiązaną konieczność zastosowania nie tylko staranności podstawowej, ale również dalszych kroków, adekwatnych do stopnia szacowanego ryzyka. Na szczególne podkreślenie zasługuje obowiązek dochowania podwyższonej staranności, podczas kontaktów z osobą zajmującą eksponowane stanowisko polityczne.

Odrębne zasady postępowania znajdujemy w części trzeciej, omawiającej standardy decyzyjne, obowiązujące przy ujawnianiu transakcji podejrzanej. Pierwsza z nich znajduje się w § 18. Na tej podstawie osoba obowiązana zachowuje w tajemnicy fakt ujawnienia transakcji podejrzanej i zarządzeń ustanowionych przez JAF przed osobami trzecimi oraz innymi, których te informacje dotyczą. Adresowana jest do kierownictwa osób obowiązanych, ich pracowników oraz osób, które świadczą dla niej usługi na podstawie innych umów niż umowa o pracę (np. outsourcing

w działalności bankowej). Wspomniany obowiązek rozkłada się także na okres przypadający po zakończeniu tam pracy lub świadczenia usług. Zwolnić z tego obowiązku może JAF, gdy w grę wchodzi postępowanie przed organem uprawnionym, według przepisu szczególnego, o decydowaniu o odebraniu prawa do prowadzenia działalności gospodarczej albo innej działalności zarobkowej.

Kolejną z zasad jest przyznane w § 19 uprawnienie osoby obowiązanej do pozyskiwania i opracowywania danych, w celu dochowania wymaganego przez ustawę poziomu staranności. Dane uzyskane w ten sposób należy przechowywać przez 5 lat, przy czym termin ich przechowywania na żądanie JAF może być przedłużony o kolejny okres. Ostatnią z wybranych zasad jest nałożony przez § 20, wymóg opracowania regulaminu wewnętrznego postępowania osoby obowiązanej, przeznaczanego na potrzeby przeciwdziałania praniu pieniędzy. Regulamin ten musi obejmować przegląd aktualnych form przeprowadzania transakcji podejrzanych, sposób dochowania staranności w kontaktach z klientem, oraz sposób zarządzania ryzykiem w takich sytuacjach. Osoba obowiązana zapewnia dodatkowo szkolenie pracowników z tej problematyki na własny koszt.

#### **1.4. Postępowanie w sytuacji ujawnienia transakcji podejrzanej**

Omówione wcześniej regulacje ustawowe składają się na pewien zintegrowany algorytm postępowania w przypadku, gdy pojawi się uzasadnione podejrzenie przeprowadzania transakcji podejrzanej. Zgodnie z zaleceniami przedstawianymi w § 14, osoba obowiązana powinna samodzielnie ocenić, czy jest przygotowywana do przeprowadzenia transakcja, nasuwająca podejrzenia co do jej przestępczego charakteru. Osobę obowiązana zobligowano do zachowania szczególnej uwagi w odniesieniu do wszelkich złożonych, nadzwyczaj wysokich kwotowo transakcji o nietypowym charakterze, którym trudno przypisać oczywisty ekonomiczny cel albo prawne uzasadnienie, przy czym powinna ona w możliwie najwyższym stopniu ustalić powiązanie ze sobą tych transakcji. W stosunku do każdego podejrzenia, wskazującego na legalizowanie środków bądź finansowanie terroryzmu, które może powstać w procesie badania gospodarczego charakteru konkretnej operacji, albo nowych technologicznych rozwiązań przy prowadzeniu działalności gospodarczej, a które mogą wpłynąć na zachowanie anonimowości jej uczestnika, każda osoba obowiązana powinna przyjąć stosowne zarządzenia, zmierzające w kierunku zablokowania wykorzystania ich na potrzeby legalizacji majątku czy też finansowania terroryzmu. Na osobie obowiązanej spoczywa dodatkowo konieczność sporządzenia pisemnego rejestru, który należy udostępnić podczas prowadzonej kontroli uprawnionemu organowi. Jeśli pojawi się takie podejrzenie osoba obowiązana w myśl § 15 może odmówić nawiązania kontaktów gospodarczych, zakończyć takie kontakty, albo odmówić przeprowadzenia transakcji. Uprawnienie to znajdzie zastosowanie do przypadków, gdy nie może ona spełnić warunków zachowania podstawowej sta-

ranności, z powodu braku możliwości identyfikacji, jak również braku potwierdzenia identyfikacji klienta, ustalenia ostatecznego beneficjenta korzyści, czy uzyskania informacji o celu i zamierzonym charakterze kontaktu gospodarczego, a także gdy klient odmówi wskazania swojego mocodawcy. W tej sytuacji osoba obowiązana, zgodnie z § 16, ma obowiązek wstrzymać zleconą jej do przeprowadzenia transakcję i zgłosić ją JAF. Uznano za niezbędne wstrzymanie, jeśli pojawi się niebezpieczeństwo, że jej wykonanie może udaremnić lub istotnie utrudnić zajęcie korzyści z przestępstwa albo środków przeznaczonych na finansowanie terroryzmu, jak również gdy zażąda tego na piśmie JAF do momentu przyjęcia zawiadomienia od JAF, aby tę transakcję wykonała, nie dłużej jednak niż na 48 godzin. Po upływie tego czasu osoba obowiązana może wstrzymać transakcję na podstawie powiadomienia JAF, że sprawa podejrzanej transakcji została przekazana organom ścigania, w każdym razie nie dłużej niż na 24 godziny. Do czasu zablokowania transakcji nie wlicza się sobót ani dni wolnych od pracy. O wykonaniu tego polecenia informuje się niezwłocznie JAF. Przewidziano jednak wyjątki, które dotyczą przypadków, w których nie można tego uczynić z przyczyn operacyjnych i technicznych, o pojawieniu się takich przeszkód informuje się niezwłocznie JAF. Drugi wyjątek dotyczy możliwości udaremnienia rozpracowania transakcji podejrzanej, jeśli JAF tak postanowi.

Warunki przewidziane dla dokonania zgłoszenia takiej transakcji opisała ustawa w § 17. Na tej podstawie osoba obowiązana powinna zgłosić JAF taki fakt, jak również próbę jej przeprowadzenia bez zbędnej zwłoki. Przy zastosowaniu tych samych rygorów informuje ją też o odmowie wykonania transakcji zleconej przez klienta. Ustawa dopuszcza cztery sposoby dokonania tego zgłoszenia: na piśmie, osobiście, w formie elektronicznej albo telefonicznie, jeśli wymaga to natychmiastowego działania. W tym ostatnim wypadku wprowadzono bezwzględny obowiązek, aby w ciągu 3 dni od zgłoszenia telefonicznego potwierdzić takie zgłoszenie osobiście, bądź na piśmie albo w formie elektronicznej. Treść zawiadomienia obejmuje następujące elementy:

- ❖ nazwę przedsiębiorcy, siedzibę lub miejsce wykonywania działalności i NIP osoby obowiązanej;
- ❖ dane identyfikujące osoby, których dotyczy wspomniana transakcja;
- ❖ dane o transakcji podejrzanej, zwłaszcza powód nasuwający podejrzenia, przebieg zdarzenia w czasie, numery rachunków, dane o tym, kiedy były założone, kto jest ich właścicielem, kto ma prawo nimi dysponować, kserokopie dokumentów, na których podstawie były zakładane rachunki, dane identyfikujące osoby uprawnione do dysponowania kontem, kserokopie zawartych umów i innych związanych z tym dokumentów, oraz dalsze informacje, które mogą łączyć się z transakcją i są istotne dla sprawy;
- ❖ dane o innych osobach mających informacje o tej transakcji;
- ❖ imię, nazwisko osoby zgłaszającej telefonicznie ten fakt.

Raport musi zawierać dane o pracowniku, który taką operację ujawnił. Na osobę obowiązującą nałożono wymóg dostarczenia JAF na piśmie dodatkowych informacji o transakcji oraz związanych z tym dowodów.

### **1.5. Szczególne obowiązki dotyczące wybranych podmiotów i grup zawodowych**

Postanowienia ustawy w odniesieniu do wskazanych kategorii osób obowiązanych wprowadziły wymagania szczególne. W orbicie zainteresowania ustawodawcy znalazły się banki i instytucje finansowe, adwokaci, notariusze, audytorzy, księgowi oraz doradcy podatkowi. Rozwiązania szczególne obejmujące adwokatów i notariuszy znajdujemy w § 22. Wynika z nich, że postanowienia nakładające obowiązek powiadomienia o transakcjach podejrzanych nie obejmują adwokatów, gdy dotyczą informacji o kliencie, które od niego zostały uzyskane bezpośrednio lub w inny sposób, w związku lub przy okazji wydania opinii prawnej, obrony klienta w postępowaniu karnym, podczas reprezentowania klienta w postępowaniu sądowym albo udzielania porad prawnych, jeżeli dotyczą wskazanych w § 17 zagadnień, zakończeniem dotychczasowego świadczenia takich porad, bez względu na to, kiedy takie informacje zostały pozyskane (przed, w trakcie czy po zakończeniu świadczenia pomocy prawnej). W bardzo zbliżonym zakresie odnosi się to do notariuszy. Na tej samej zasadzie funkcjonują ograniczenia w powiadamianiu o transakcjach podejrzanych, które adresowane są do audytorów, księgowych i doradców podatkowych.

Nieco inaczej funkcjonuje to w odniesieniu do banków oraz instytucji finansowych. Na podstawie § 24 bank nie może przystąpić do kontaktów biznesowych albo ich kontynuować, gdy klientem jest osoba fikcyjna albo bank, o którym wiadomo, że występuje w takich relacjach ze wspomnianym podmiotem lub bankiem, który nie stosuje się do zarządzeń wydanych w celu przeciwdziałania legalizacji wartości pochodzących z przestępstwa, odpowiadającym obowiązkom płynącym z ustawy słowackiej. Zarówno bank, jak i instytucja finansowa są zobligowane do odmowy nawiązania kontaktu gospodarczego, wykonania zleconej czynności albo pewnej kategorii usług, jeśli pojawi sytuacja, w której klient dąży do zachowania anonimowości. Poza tym są one także zobowiązane w odniesieniu do swoich przedstawicielstw i spółek zależnych, w których posiadają większościowy pakiet udziałów, a które znajdują się poza terytorium państwa członkowskiego, dopełnić wszystkich wymagań odpowiadających warunkom staranności podstawowej, złagodzonej czy podwyższonej, i rejestrowania związanych z tym danych. Powinność ta nie jest uchylona nawet, gdy w państwie trzecim przepisy prawa nie przewidują wydawania zarządzeń w tym zakresie. Bank i instytucja finansowa powinny o tym informować JAF i wdrożyć stosowne procedury, by uniemożliwić kontynuowanie takiego procederu. Dla usprawnienia wprowadzono konieczność zainstalowania systemów, które umożliwią bezzwłoczne uzyskanie przez JAF na jej żądanie in-

formacji, czy doszło w ostatnich 5 latach do nawiązania kontaktów z konkretną osobą i o jakim charakterze. Prawa i obowiązki, które ta ustawa nałożyła na banki przy wykonywaniu transakcji, rozciągają się także z mocy przepisu szczególnego na Narodowy Bank Słowacji<sup>10</sup>, z wyłączeniem uprawnień o kontroli i nakładaniu kar administracyjnych.

## 2. SANKCJE ZA NARUSZENIA USTANOWIONYCH ZAKAZÓW

Ograniczenie odpowiedzialności za udział w legalizacji dochodów pochodzących z przestępstwa wyłącznie do płaszczyzny prawa karnego byłoby nadmiernym uproszczeniem, wypaczającym rzeczywiste intencje przyjętej koncepcji przeciwdziałania temu zjawisku. System sankcji w odniesieniu do sprawców powinien uwzględniać również rodzaje dolegliwości inne niż sama tylko kara kryminalna, wykorzystując do tego celu inne środki. Kierunek podejmowanych wysiłków powinien zmierzać, w stronę uczynienia procederu prania pieniędzy bardziej nieopłacalnym dla podmiotów gospodarczych, uczestniczących w różnych formach i na różnych etapach, w przeprowadzaniu transakcji legalizacyjnych. Rozwiązania ustawy słowackiej wydają się spełniać te oczekiwania. System sankcji został oparty na czterech równoległych i częściowo niezależnych od siebie założeniach. Na pierwszym miejscu wskazać należy przepisy karne w postaci § 233 i § 234 słowackiego kodeksu karnego, w dalszej kolejności wykroczenie z § 32 tej ustawy, a następnie kary administracyjne z § 33 oraz środki administracyjne pod postacią odebrania prawa wykonywania działalności gospodarczej z § 34 ustawy.

Charakterystykę wspomnianych sankcji należałoby rozpocząć od stosunkowo najłagodniejszych dolegliwości. W pierwszym rzędzie należy omówić wykroczenie przewidziane w § 32. Przedmiot ochrony tego przepisu stanowi ustawowo wprowadzony nakaz zachowania tajemnicy o zgłoszonej transakcji podejrzanej. Z krótkiego opisu czynu wynika, że za wykroczenie w tej formie odpowiada każdy kto naruszy ten obowiązek w stosunku do okoliczności transakcji wymienionych w § 18. Wykroczenie zagrożone jest karą grzywny do 3319 euro, a postępowanie w tej sprawie należy do właściwości rzeczowej JAF z tym zastrzeżeniem, że przy jej rozpatrywaniu zastosowanie znajdują ogólne przepisy ustawy o wykroczeniach<sup>11</sup>. Trzeba wyjaśnić, że wykroczeniem według prawa słowackiego jest działanie, które narusza bądź zagraża interesowi społecznemu, i jest też za takie uznawane w tym bądź w innym przepisie prawa. Ażeby ponieść odpowiedzialność wystarcza postępowanie nieumyślne, chyba że prawo wyraźnie wskazuje, iż czyn musi być popełniony umyślnie. Warto wspomnieć, że wykroczenie podlega karze zarówno wtedy gdy

<sup>10</sup> Zákon č 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v zeni neskorších predpisov.

<sup>11</sup> Zákon Slovenskej národnej rady č 372/1990 Zb. o priestupkoch v znení neskorších predpisov.

zostanie popełnione w kraju, jak i za granicą, przez obywatela Słowacji bądź cudzoziemca, jeśli ma on pobyt stały na Słowacji. Grzywna, którą przewiduje ustawa z 2008 r., jest surowsza niż dla czynu z ustawy o wykroczeniach.

Kolejnym rozwiązaniem przewidzianym w ustawie z 2008 r. jest możliwość wymierzenia kary administracyjnej przy zastosowaniu § 33. Kara administracyjna co też trzeba wyjaśnić, nie jest wykroczeniem, zaś uprawnienie do jej nałożenia przyznano JAF. Dopuszczono możliwość nałożenia takiej kary na osobę obowiązana, tj. osobę prawną i osobę fizyczną będącą przedsiębiorcą, w następujących sytuacjach i wysokościach:

- ❖ do 165 969 euro w przypadku niewypełnienia albo naruszenia obowiązków nałożonych a dotyczących niedochowania należytej staranności w stopniu podstawowym, złagodzonej i podwyższonej oraz gdy dotyczy to postępowania przy ujawnieniu transakcji podejrzanej i dalszych kroków z tym związanych, oraz braku wymaganego wewnętrznego regulaminu postępowania;
- ❖ do 99 581 euro w przypadku niewypełnienia albo naruszenia nałożonych obowiązków, których przedmiotem jest dochowanie tajemnicy o fakcie zgłoszenia transakcji podejrzanej, a ponadto gromadzenie, opracowywanie i przekazywanie danych oraz ich udostępnianie na żądanie uprawnionych podmiotów, wykonywanie dalszych czynności po ujawnieniu transakcji, naruszenie obowiązków przez banki i instytucje obowiązane (szczegółowo podane w § 24), oraz w przypadku utrudniania kontroli JAF;
- ❖ do 66 387 euro, gdy nie wypełni bądź naruszy obowiązki innego rodzaju niż wcześniej wymienione.

Możliwość nałożenia wyższej kary w wysokości do 331 939 euro wobec tych samych podmiotów przewidziano w trzech następujących przypadkach:

- ❖ za popełnienie wcześniejszych uchybień w sytuacjach, gdy obowiązki nie są wykonywane w ogóle albo naruszane w ciągu 12 następujących po sobie miesięcy;
- ❖ jeśli popełnione uchybienia udaremniły albo istotnie utrudniły zabezpieczenie korzyści z transakcji podejrzanej;
- ❖ jeśli ponownie naruszono obowiązek, za który w trzech ostatnich latach była nałożona kara administracyjna.

W postępowaniu ustalającym wysokość kary administracyjnej JAF uwzględnia czas trwania i skutki bezprawnego postępowania oraz wielokrotność niewykonywania bądź naruszania obowiązków nałożonych przez tę ustawę. Wprowadzono ramy czasowe przewidziane do nałożenia takiej kary. Obejmują one minimum 1 rok od dnia, w którym stwierdzono naruszenie obowiązków, nie dłużej jednak niż 5 lat od dnia, kiedy doszło do tego naruszenia. Postępowanie w tych sprawach reguluje ustawa z 1969 r. o postępowaniu administracyjnym<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Zákon č 71/1967 Zb. o správnom konaní v znení neskorších predpisov.



Trzecim rozwiązaniem, któremu należy poświęcić trochę uwagi, jest przewidziana w § 34, możliwość wystąpienia z wnioskiem o cofnięcie uprawnienia do podejmowania działalności gospodarczej, albo innej samodzielnej działalności zarobkowej. Znajdzie ku temu podstawa, jeżeli JAF ustali, że osoba obowiązana dłużej niż w ciągu 12 kolejnych miesięcy, bądź ponownie po upływie tego okresu, nie wypełni bądź naruszy obowiązki nałożone przez ustawę. Spełnienie tych warunków będzie podstawą wystąpienia z wnioskiem do organu, który jest uprawniony do rozstrzygnięcia o odebraniu uprawnienia do prowadzenia działalności gospodarczej, albo innej samodzielnej zarobkowej działalności według przepisu szczególnego. Tenże organ jest obowiązany w terminie do 30 dni od złożenia wniosku pisemnie powiadomić JAF o sposobie jego załatwienia.

Ostatnią z sankcji grożących za uczestnictwo w legalizacji dochodów z przestępstwa prania pieniędzy jest odpowiedzialność karna. Aktualnie obowiązuje na Słowacji kodeks karny z 20 maja 2005 r., który wszedł w życie 1 stycznia 2006 r.<sup>13</sup> Założenia na których on się opiera, w wielu miejscach zostały skonstruowane w sposób odbiegający w wielu płaszczyznach od tych, z którymi spotykamy się w jego polskim odpowiedniku. Nieznajomość przepisów, jak wiadomo, nie zwalnia od ponoszenia odpowiedzialności. Z tej to przyczyny warto na wstępie poświęcić mu kilka zdań, przedstawiając w dużym skrócie podstawowe kwestie pozwalające zrozumieć istotę jego unormowań<sup>14</sup>. W słowackim kodeksie stało się regułą tworzenie licznych przepisów, opisujących czyn zabroniony w sposób szczegółowy, wręcz kazuistyczny, z czym spotykamy się w naszych regulacjach wyjątkowo. Znajdujemy w nim dwa przepisy przeznaczone do karania przestępstwa prania brudnych pieniędzy.

Pierwszy z nich – § 233 zwany: rozporządzanie korzyściami z przestępstwa (nakładanie s prijimom z trestnej činnosti), przedstawia następujący opis czynu zabronionego:

Ak. 1: kto korzyść albo inny majątek pochodzący z działalności przestępczej w zamiarze ukrycia przestępczego pochodzenia takiej korzyści albo rzeczy, ich

<sup>13</sup> Opublikowany w Zbiorze praw Trestný zakon č. 300/2005 Z.z., zmiany: 650/2005 Z.z., 692/2006 Z.z., 218/2007 Z.z., 491/2008 Z.z., 497/2008 Z.z., 498/2008 Z.z. 59/2009 Z.z., 257/2009 Z.z., 317/2009 Z.z., 492/2009 Z.z., 576/2009 Z.z., 224/2010 Z.z., 547/2010 Z. z., 33/2011 Z.z., 262/2011 Z.z., 313/2011 Z.z.

<sup>14</sup> Dla przykładu przyjęto w nim inny podział przepisów, w miejsce naszych artykułów tam wprowadzono paragrafy, jako podstawową jednostkę podziału, a te w dalszej kolejności dzielą się na akapity oraz poszczególne litery. Inaczej rozwiązano sposób wymierzania kar za przestępstwa, w miejsce kilku alternatywnie wymienionych ich rodzajów, ustawa wprowadza wyłącznie karę pozbawienia wolności. Dopiero w zależności od jej wysokości istnieje możliwość orzekania kar łagodniejszego rodzaju. Kiedy górna granica kary grożącej za przestępstwo przekracza 5 lat, sąd musi wymierzyć karę pozbawienia wolności jako karę zasadniczą, dopiero gdy nie przekroczy tego progu można orzekać kary łagodniejsze o charakterze wolnościowym. Występują tam też nietypowe dla naszego kodeksu elastyczne granice kary 4, 5, 6, 8, 12, 15 czy 20 lat pozbawienia wolności.



identyfikacji bądź wykorzystania do popełnienia przestępstwa, czy ich użycia do popełnienia czynu karalnego, uniemożliwiają ich zabezpieczenie na potrzeby postępowania karnego albo przepadku lub konfiskaty,

- a) przenosi na siebie albo inną osobę, użycza, wypożycza, przenosi w banku albo oddziale zagranicznego banku, przewiezie, przywiezie, przemieści, wynajmie albo w inny sposób dla siebie lub innego przekazuje, albo
- b) utrzymuje, przechowuje, ukrywa, używa, zużywa, zniszczy, zmienia albo uszkadza,

podlega karze pozbawienia wolności od 2 do 8 lat.

Ak. 2: karze pozbawienia wolności od 3 do 8 lat podlega sprawca, jeśli dopuści się czynu opisanego w ak. 1: a) ze szczególnego motywu<sup>15</sup>, albo b) uzyska w ten sposób dla siebie albo kogo innego większą korzyść.

Ak. 3: karze pozbawienia wolności od 7 do 12 lat podlega sprawca jeśli dopuści się czynu opisanego w ak. 1: a) jako funkcjonariusz publiczny, b) uzyska za jego pośrednictwem znaczną korzyść<sup>16</sup>, lub c) poważniejszym sposobem działania<sup>17</sup>.

Ak. 4: karze pozbawienia wolności od 12 do 20 lat podlega sprawca, jeśli dopuści się czynu opisanego w ak. 1, przy czym: a) uzyska tym sposobem dla siebie albo innego korzyść wielkiego rozmiaru<sup>18</sup>, b) w związku z przedmiotami pochodzącymi z handlu środkami odurzającymi, psychotropowymi, jądrowymi albo niebezpiecznymi substancjami chemicznymi, bronią i ludźmi albo ze szczególnie poważnego przestępstwa, albo c) jako członek niebezpiecznej grupy<sup>19</sup>.

<sup>15</sup> Sytuacja, o której tu mowa, została opisana w § 40 skk. Obejmuje ona takie przypadki, jak: popełnienie przestępstwa na zlecenie, z zemsty, w zamiarze ukrycia albo ułatwienia popełnienia innego przestępstwa. W następnej kolejności zalicza się do tego postępowanie podjęte w zamiarze publicznego nawoływania do przemocy albo nienawiści wobec grupy osób albo poszczególniej osoby, w związku z ich przynależnością do poszczególniej rasy, narodowości, obywatelstwa, koloru skóry, grupy etnicznej, pochodzenia, albo z powodu ich wyznania religijnego lub motywu seksualnego.

<sup>16</sup> Jest to pułap kwotowy, obejmujący w przypadku znacznej korzyści wartość od 26 600 euro do 132 999,99 euro.

<sup>17</sup> Poważniejszy sposób działania określa § 138 skk. Ustawowa definicja tego pojęcia w pewnej mierze odwołuje się do skutku opisanego w znamionach ustawowych niektórych przestępstw. W myśl przyjętych tam rozwiązań poważniejszy sposób działania obejmuje: morderstwo z użyciem broni popełnione z premedytacją oraz bez premedytacji, zabójstwo typu ciężkiego oraz innego, nieumyślne pozbawienie życia, spowodowanie uszczerbku na zdrowiu, popełnienie czynu przez dłuższy czas, działanie okrutne lub połączone z dręczeniem, przemocą, groźbą bezprawną użycia takiej przemocy albo groźbą innego ciężkiego pokrzywdzenia, z włamaniem, działaniem oszukańcze, z wykorzystaniem kłopotów, braku doświadczenia, zależności lub podporządkowania, przy naruszeniu ważnego obowiązku wynikającego z wykonywanego zawodu, stanowiska bądź funkcji sprawcy albo nałożonego na sprawcę przez ustawę, w zorganizowanej grupie, w stosunku do większej liczby osób.

<sup>18</sup> Suma obejmująca co najmniej 133 000 euro.

<sup>19</sup> Niebezpieczna grupa rozumiana jest w dwojaki sposób. § 141 skk wprowadza alternatywne pojęcia, z których pojęcie to jest zbudowane. Pierwsze z nich – grupa przestępcza – to struktura

Wyjaśnić należy, że przestępstwo prania pieniędzy funkcjonowało w prawie karnym Słowacji już od 1994 r., kiedy do grupy przestępstw przeciwko mieniu dołączono nowy, będący odpowiednikiem obecnych regulacji przepis § 252a<sup>20</sup>. Dla uszczelnienia kontroli nad „czystością” środków finansowych angażowanych w przedsięwzięcia gospodarcze wykorzystano już w 1994 r. specjalną ustawę o udokumentowaniu pochodzenia środków finansowych przy prywatyzacji<sup>21</sup>. Z takiej możliwości, jak dotąd, polski ustawodawca nie skorzystał. Przepis z § 233 powstał w efekcie zobowiązań Republiki Słowackiej do zwalczania na swoim terytorium tego typu przestępstw. Do jego elementów charakterystycznych należy zaliczyć podobieństwo do opisu przestępstwa paserstwa, jako klasycznego przestępstwa przeciwko mieniu, na co też zwraca się uwagę w słowackiej nauce prawa. O karalności opisywanego działania przesądza jednak świadomość sprawcy, o faktycznych źródłach pochodzenia używanego majątku, korzyści bądź rzeczy, które uzyskane zostały z przestępstwa. Podejmowane przez sprawcę działania, aby zostały uznane za przestępstwo, muszą zmierzać w kierunku udaremnienia ustalenia źródła ich pochodzenia, na potrzeby przyszłego postępowania karnego bądź ich przypadku czy konfiskaty. Nie odgrywa tu jednak znaczenia wysokość takiej korzyści czy wartość majątku, gdy idzie o przypadek opisany w ak. 1<sup>22</sup>. Ważną rolę w dokumentowaniu pojawiania się takich przestępstw odgrywa księgowość, szczególnie w przypadku badania przepływu korzyści majątkowych<sup>23</sup>.

W ścisłych związkach, zarówno z § 233, jak i z ustawą z 2008 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu, występuje drugi z przepisów karnych – § 234 zwany: niewykonywanie obowiązku zgłoszenia (nesplnenie oznamovacej povinnosti). Stanowi on uzupełnienie gwarancji przestrzegania obowiązków o charakterze podstawowym, wynikających z ustawy z 2008 r. Karze pozbawienia wolności do lat 2 podlega, kto nie ujawni albo nie zgłosi, mimo tego, że taki obowiązek spoczywa na nim z tytułu zatrudnienia, wykonywanego zawodu, zajmowanego stanowiska czy pełnionej funkcji – okoliczności świadczących o tym, że ktoś

---

składające się z co najmniej 3 osób, która działa w określonym przedziale czasowym i w sposób skoordynowany dokonuje jednego lub więcej przestępstw, przestępstwa legalizacji korzyści z popełnionego przestępstwa z §233 albo niektóre z przestępstw korupcyjnych według działu VIII rozdział 3, w celu osiągnięcia bezpośrednio lub przez pośrednika korzyści finansowej lub innej korzyści. Terrorystyczna grupa to według § 129 pkt. 5 skk, struktura co najmniej 3 osób, która działa w określonym przedziale czasowym, w celu popełnienia karalnego przestępstwa terronu albo karalnego przestępstwa terroryzmu.

<sup>20</sup> Zakon č 248/1994 Z.z.

<sup>21</sup> Zakon č 221/1994 Z.z.

<sup>22</sup> M. Kordik [w:] E. Burda, J. Čentés, J. Kolesár, J. Záhora a kolektív. Trestný zákon. Osobitná časť. Komentár II. diel Praha 2011, s. 582.

<sup>23</sup> Zob. też J. Šanta, Účtovníctvo ako dôkaz v trestnom konaní. In *Justična revue* 2007, nr 6–7, s. 838–843, oraz tenże, Tajmostvo a mlčanlivosť v procese dokazovania ekonomickej trestnej činnosti. In *Justična revue* 2007, nr 8–9, s. 1120–1128.

popiełnił przestępstwo legalizacji korzyści pochodzących z przestępstwa z § 233 albo transakcji podejrzanej. Jednakże ak. 2 dopuszcza wyjątek polegający na tym, że czyn ten nie zostanie popełniony i nie grozi za to kara, jeśli sprawca (osoba obowiązana – uwaga Z.K.) nie zdołał ujawnić albo dokonać zgłoszenia z tej przyczyny, że mógłby siebie albo inną bliską osobę narazić na niebezpieczeństwo popełnienia na ich szkodę przestępstwa. Jest to swego rodzaju kompromis pomiędzy nakazem wypełnienia obowiązków ustawowych a ochroną życia jednostki, której z tego powodu zagraża niebezpieczeństwo najczęściej ze strony zorganizowanej struktury przestępczej, zaangażowanej w proceder prania pieniędzy. Sprawcą przestępstwa z § 234 może być jedynie szeroko rozumiany pracownik instytucji obowiązanej. Oznacza to, że odpowiedzialność spoczywa na członkach zarządzających osobą prawną oraz, mając na względzie wspomniany wcześniej program przeciwdziałania, także na osobie wyznaczonej do jego realizacji w każdym z banków.

### **3. ROZWIĄZANIA SŁOWACKIE NA TLE POLSKICH ODPOWIEDNICH PRZEPISÓW**

Przedstawiając niniejsze zagadnienia, nie sposób choć ogólnie nie odnieść się do obowiązujących w Polsce rozwiązań w aspekcie prawno-porównawczym. Skala publikacji pozwala jedynie na przedstawienie najistotniejszych różnic, które napotykaemy w procesie porównań polskich i słowackich regulacji w tym obszarze. Zanim zostaną one przedstawione należy podkreślić, że w wielu porównywalnych ze sobą obszarach rozwiązania te nie wykazują istotnych różnic. Stanowią rezultat implementacji do krajowego porządku prawnego aktów prawa międzynarodowego, szczególnie unijnego, z zadaniem zapobiegania i zwalczania prania brudnych pieniędzy i finansowania terroryzmu. W podstawowej kwestii, za którą należy uznać definicję legalizacji wartości majątkowych pochodzących z przestępstwa, nie dostrzegamy znaczących różnic. Jeśli porównamy definicję polskiej ustawy dojdziemy do wniosku, że wykazuje się ona większym stopniem elastyczności niż jej słowacki odpowiednik. Taką samą opinię można wyrazić gdy przyjrzymy się definicji transakcji podejrzanej czy osoby zajmującej eksponowane stanowisko polityczne, stanowią one bowiem wierne odzwierciedlenie regulacji prawa międzynarodowego. Jeśli zaś chodzi o określenie banków, jako jednej z wielu instytucji zobowiązanych do zgłoszenia przypadków prania brudnych pieniędzy, polska ustawa dokonała tu bardziej zróżnicowanego podziału, zwracając uwagę na oddziały instytucji kredytowych, zaliczając do nich podmioty prowadzące działalność kantorową.

W sposób odmienny uregulowano pozycję instytucji odpowiedzialnej za bezpośrednie wykonywanie zadań z zakresu przeciwdziałania praniu pieniędzy. W Polsce będzie nią Generalny Inspektor Informacji Finansowej (GIIF), umiejscowiony

w strukturze Ministerstwa Finansów jako podsekretarz stanu. Inaczej rozwiązanie to funkcjonuje na Słowacji, powołano tam specjalny wydział policji podległy Ministrowi Spraw Wewnętrznych. Ich zakres kompetencyjny w tym przypadku jest ze sobą porównywalny. Znaczące różnice pojawiają się za to, gdy weźmiemy pod uwagę reguły postępowania instytucji obowiązanych w obydwu krajach. Ustawa polska powołuje się w art. 8b na obowiązek stosowania wobec swoich klientów środków bezpieczeństwa finansowego. Zakres wykorzystania wspomnianych środków został ustalony na podstawie oceny ryzyka, dokonywanego na podstawie analizy, z uwzględnieniem rodzaju klienta, stosunków gospodarczych, produktów lub transakcji. Poza tym nasza ustawa wymienia poszczególne płaszczyzny, na których owe kryteria znajdują swoje zastosowanie, pozostawiając samej instytucji obowiązanej decyzję o uznaniu konkretnej transakcji za podejrzaną, co powoduje konieczność powiadomienia GIIF. Z takim rozwiązaniem nie spotykamy się w słowackim odpowiedniku, który funkcjonuje przy wprowadzeniu kazuistyki poszczególnych przepisów. Przykładem, na który można się tu powołać, są trzy stopnie staranności (podstawowy, złagodzony i podwyższony). Polska ustawa w przyjętych rozwiązaniach stwarza warunki dla zapewnienia większego stopnia wiarygodności danych przekazywanych do instytucji obowiązanej, czego odzwierciedleniem jest przyznane w art. 9e pkt. 5 uprawnienie do przyjmowania oświadczenia na piśmie, dotyczącego kwestii, czy dany klient jest osobą zajmującą eksponowane stanowisko polityczne, pod rygorem odpowiedzialności karnej za podanie danych niezgodnych ze stanem rzeczywistym. Obydwa państwa w jednakowym stopniu zobowiązują osoby obowiązane do przechowywania rejestru transakcji, wyznaczając okres 5 lat, jedynie w ustawie słowackiej przewidziano wyjątek, dopuszczający przedłużenie go na dalszy czas oznaczony w pisemnym żądaniu JAF. Podobne rozwiązania obowiązują gdy chodzi o zachowanie tajemnicy na temat złożonego zawiadomienia o transakcji podejrzaney. Ustawa słowacka za złamanie tego obowiązku przewidziała wyłącznie odpowiedzialność wykroczeniową, natomiast nasza ustawa traktuje to jako szczególną odmianę przestępstwa z art. 35 ust. 2. Ustawa polska okazuje się znacznie bardziej szczegółowa, kształtując obowiązki osób obowiązanych.

Porównując sankcje opisane za złamanie ustawowych obowiązków, dojdziemy do wniosku, że nasza ustawa jest w tej mierze o wiele bardziej restrykcyjna. Wprowadza ona szeroki wachlarz sytuacji dopuszczających możliwość nałożenia kary pieniężnej w art. 34a, 34b i 34c, co ważne, znajdujemy w niej również specjalny rozdział zawierający przepisy karne w art. 35, 36, 37 i 37b. Ustawodawca słowacki przeznaczył na zagadnienia kryminalizacji jedynie dwa przepisy kodeksu karnego. Znajdują one swoje odpowiedniki w art. 299 i 165a naszego kodeksu karnego w odniesieniu do przeciwdziałania finansowaniu terroryzmu. Godzi się przy tej okazji zauważyć, że nasz kodeks wprowadza w art. 299 § 8 k.k. nieznaną słowackiemu prawu tzw. klauzulę niekaralności. Jej istota polega na zagwarantowaniu bezkar-

ności sprawcy, który dobrowolnie ujawnił wobec organu powołanego do ścigania przestępstw (a nie wobec GIIF – uwaga Z.K.), informacje dotyczące osób uczestniczących w popełnieniu przestępstwa oraz okoliczności jego popełnienia, jeśli zapobiegło to popełnieniu innego przestępstwa.

## **PODSUMOWANIE**

Przedstawione uwagi rzucają więcej światła na kształt tych regulacji w kraju naszego południowego sąsiada. Wiedza z tego zakresu jest niewątpliwie potrzebna, a wręcz niezbędna, w dobie postępującej integracji gospodarczej, zwłaszcza pomiędzy krajami należącymi do Unii Europejskiej. Prowadzenie działalności w innym kraju nie uwalnia od odpowiedzialności za złamanie obowiązujących w nim przepisów. W wypadku przeciwdziałania praniu pieniędzy, sytuacja wydaje się być w miarę ustabilizowana z tej przyczyny, że wiele tamtejszych rozwiązań znajduje swoje odpowiedniki w przepisach prawa polskiego. Stanowi to rezultat unifikacji przepisów krajowych, za sprawą wypracowanych na szczeblu organizacji międzynarodowych ogólnych zasad, stanowiących fundament dla tworzenia procedur i instytucji służących temu celowi. Jak widzimy na przykładzie niniejszego opracowania, polskie i słowackie przepisy nie wykazują pomiędzy sobą aż tak dużych różnic, w niektórych obszarach dostrzegamy jednak pewne specyficzne elementy, których źródłem mogą być odmienne założenia krajowego porządku prawnego. Ilustruje to przykład inaczej ukształtowanej zasady odpowiedzialności w słowackim prawie karnym, wraz ze stopniowaniem kar, stosownie do sposobu i motywu działania sprawcy. Aktualna słowacka ustawa pochodzi z 2008 r., i jest już drugim aktem prawnym, przewidzianym dla wypełnienia międzynarodowych zobowiązań zwalczania tego rodzaju czynów. Polski ustawodawca poszedł nieco inną drogą, nowelizując w bardzo dużym zakresie ustawę uchwaloną w 2000 r. Zasadniczy ciężar wykrywania przypadków prania pieniędzy spoczywa na instytucjach obowiązanych, wśród których banki, choć przez ustawę nie wyróżnione w szczególny sposób, odgrywają pierwszoplanową rolę. Wszystkie ważne transakcje odbywają się za ich pośrednictwem, i wśród tych operacji pewna ich część może wzbudzać zastrzeżenia instytucji zwalczających legalizowanie korzyści pochodzących ze zorganizowanej przestępczości. To one jako pierwsze mają nałożony ustawowy obowiązek zareagowania we właściwy sposób, po uprawdopodobnieniu podejrzeń o ich przestępczym pochodzeniu. Skala tego procederu jest wciąż wysoka, a wiele z nielegalnych operacji międzybankowych wciąż pozostaje nie wykrytych. Wykorzystywane są do tego celu różne rozwiązania techniczne, mające neutralizować takie podejrzania. Odpowiednia w czasie reakcja osób obowiązanych może wysiłki te uczynić skuteczniejszymi, nie tracąc wiarygodności i dobrej opinii w środowisku swoich dotychczasowych klientów.

## Abstract

The publication presents regulations in Slovakian law which aim to counteract the crime of money laundering. The applicable legislation came about as a result of the implementation of international acts of law which oblige signatories to ensure effective legal solutions in this regard in domestic law. The regulations of the Slovakian *Act on Prevention of Legalization of Proceeds of Criminal Activity and Terrorist Financing* as well as the criminal code are discussed. Basic terminology used in the act is presented, as are the organization and competencies of agencies responsible for counteracting such occurrences. Since such crimes are often carried out with the intermediation of the banking system, key issues in this respect have also been touched upon. The subject of additional chapters are criminal and administrative consequences in the event of failure to observe the relevant requirements. A comparative analysis has also been carried out in the area of Polish and Slovakian regulations in order to demonstrate similarities and differences pertaining to particular issues. It is emphasized that money laundering is of international scope and in order to cooperate effectively, a knowledge of its fundamental issues in two neighboring countries is desirable.

**Keywords:** money laundering, Slovak penal code, international obligations, suspicious transaction

## Bibliografia

- M. Kordik [w:] E. Burda, J. Čentěš, J. Kolesár, J. Záhora a kolektív. Trestný zákon. Osobitná časť. Komentár II. diel Praha 2011.
- J. Šanta, Účtovníctvo ako dôkaz v trestnom konaní. In *Justična revue* 2007, nr 6–7.
- J. Šanta, Tajnosť a mlčanlivosť v procese dokazovania ekonomickej trestnej činnosti. In *Justična revue* 2007, nr 8–9.
- Zákon o bankách a o zmene a o doplnení nektorých zákonov, zákon č483/2001 Z.z. z 5.10.2001 r. ze zm.
- Zákon č 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších predpisov.
- Zákon č 71/1967 Zb. o správnom konaní v znení neskorších predpisov.
- Zákon Slovenskej národnej rady č 372/1990 Zb. o priestupkoch v znení neskorších predpisov.

## **WARTOŚĆ RYZYKA OPERACYJNEGO BANKU W UJĘCIU HOLISTYCZNYM**

### **WSTĘP**

Historycznie zarządzanie ryzykiem opierało się na tzw. silosowym podejściu, w którym traktuje się oddzielnie każdy rodzaj ryzyka, co skutkuje wąskim i fragmentarycznym spojrzeniem na działalność banku. Tymczasem różne rodzaje ryzyka jak: ryzyko kredytowe, ryzyko rynkowe, ryzyko operacyjne, ryzyko biznesowe, ryzyko strategiczne, ryzyko reputacji są ze sobą w określonych związkach przyczynowo-skutkowych. Zintegrowane podejście do zarządzania ryzykiem, tzn. wszystkimi rodzajami ryzyka razem, cechuje się tzw. holistycznym ujęciem ryzyka w jeden spójny system, w którym pracownicy na każdym poziomie w organizacji są zmotywowani do udziału w zarządzaniu ryzykiem, traktując to jako integralną część ich zadań w codziennym wykonywaniu obowiązków. Z tej perspektywy pojawia się potrzeba traktowania roli i zadań każdego pracownika banku jako członka „załogi statku morskiego”, na którym każda funkcja jest kluczowa i nie ma podziału na mniej lub bardziej ważne.

Zgodnie z koncepcją holistyczną zarząd banku powinien przejąć rolę wyznaczania kierunków i celów, natomiast jej realizacja, tzn. również reakcja na dowolnie pojawiające się rodzaje ryzyka, sytuacje lub zagrożenia, i podejmowanie decyzji w dowolnych okolicznościach pozostają w rękach każdego członka załogi. Takie podejście wymaga również innego definiowania ryzyka, gdyż praktycznie

---

\* Zbigniew Krysiak jest doktorem nauk ekonomicznych, adiunktem w Zakładzie Zarządzania Ryzykiem, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie w Szkole Głównej Handlowej.



każdy członek zespołu banku może stać w obliczu zdarzenia, które będzie łączyło w sobie wiele rodzajów ryzyka, które w podejściu silosowym były traktowane oddzielnie. Konsekwencją takiego podejścia jest inne przygotowanie pracowników do rozpoznawania ryzyka, jego dekompozycji, pomiaru, reakcji oraz podejmowaniu decyzji co do jego dalszego traktowania w ramach istniejących kompetencji i zasobów w organizacji. Takie postępowanie, oparte na wysokich kompetencjach załogi oraz na sprawnym systemie współpracy, wiąże się z zapewnieniem maksymalnej efektywności w osiągnięciu zamierzonych celów.

W 2004 r. Komisja Nadzoru Finansowego wprowadziła tzw. rekomendację M, która od czerwca 2013 r. będzie funkcjonowała w nowej wersji. Rekomendacja M skupia się na zarządzaniu ryzykiem operacyjnym w podejściu silosowym, czyli odbiegającym od najbardziej aktualnych trendów w zakresie ERM (ang. *Enterprise Risk Management*), powinna zmierzać w kierunku coraz bardziej kompleksowego i zintegrowanego podejścia do ryzyka w organizacji. Deficyt holistycznego zarządzania ryzykiem (HZR) w bankach skłania do postawienia następujących pytań:

- ❖ Jakie są przyczyny takiego stanu?
- ❖ Jak powinien wyglądać HZR i jakie są jego nieodzowne elementy?
- ❖ Jakie są zasady konstytuujące funkcjonowanie HZR?
- ❖ Jakie modele potrzebne w HZR są pomijane?
- ❖ Jakie problemy w zakresie koncepcji i podejścia organizacji do ryzyka utrudniają stosowanie HZR?
- ❖ Jak HZR i jego jakość może wpływać na wyniki finansowe przedsiębiorstwa?

Zadane pytania mają sspecyfikować istotne problemy, które trzeba rozwiązać w tym obszarze w bankach. Prezentowany artykuł nie ma na celu udzielenia odpowiedzi na powyższe pytania, gdyż jego zawartość będzie dotyczyła zarysowania pewnych ram w zakresie pozycjonowania ryzyka operacyjnego na tle holistycznego podejścia do zarządzania ryzykiem w banku, ze wskazaniem na wartość synergii, jaką dostarcza koncepcja holistyczna.

## 1. RYZYKO OPERACYJNE W KONTEKŚCIE REALIZACJI CELÓW BANKU

Wydaje się, że natura społeczeństwa ryzyka<sup>1</sup> wiąże się nierozzerwalnie z charakterystyką procesu podejmowania decyzji we wszelkich czynnościach związanych z funkcjonowaniem człowieka w społeczeństwie, w tym działalności gospodarczej, w której to gospodarstwo domowe jest podstawowym podmiotem obrotu gospodarczego. W tym kontekście samo zjawisko podejmowania ryzyka przez różne społeczności, których podzbiorem są podmioty gospodarcze, stawało się czynnikiem

<sup>1</sup> J. Solarz, *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, PWN, Warszawa 2008, s. 7.

zapewniającym przetrwanie poprzez umiejętność dostosowania się i adaptację do zmiennych warunków otoczenia.

Podejmowanie dobrych decyzji w obliczu niepewności i ryzyka zaczęło się u zarania ludzkiej egzystencji, wówczas to ewolucja faworyzowała osoby zdolne do wykorzystania swojego rozumu i doświadczenia w redukowaniu niepewności posiadania pożywienia, ciepła i bezpieczeństwa<sup>2</sup>. Ludzie zapewniali sobie przetrwanie przez instynktowny i systematyczny pęd do obrony siebie przed negatywnymi skutkami ryzyka, które jest integralną częścią egzystencji<sup>3</sup>. Wydaje się, że wymienione mechanizmy są pewną wskazówką objaśniającą bazę, na której funkcjonuje człowiek, gospodarstwo domowe lub organizacja w interakcji z ryzykiem. Nie są najsilniejsze lub najbardziej inteligentne te istoty, które wiedzą, jak przetrwać, ale te, które są najbardziej podatne na zmiany. W powyższym kontekście filozofię na temat percepcji i podejścia do ryzyka można by wyrazić jako cel i sposób jego realizacji (strategia). Taka synteza oznacza, że zarządzanie operacyjne realizowane dzień pod dniem jest aplikowaniem odpowiednich „receptur” umożliwiających osiągnięcie zaplanowanych celów. Od strony modelowania matematycznego ocenę ryzyka operacyjnego można dokonywać za pomocą wielu metod i miar<sup>4</sup>. Szacowanie kapitału alokowanego na pokrycie strat z tytułu ryzyka operacyjnego dokonuje się za pomocą różnych modeli statystycznych i ekonometrycznych<sup>5</sup>. Szeroka gama modeli analitycznych powinna pomagać w osiąganiu celów banku, jednak jak się okazuje nie są one same w sobie kluczowe, gdyż zasadniczym problemem w skuteczności modelowania ryzyka jest efektywność zbierania danych o stratach operacyjnych spowodowanych zmaterializowaniem się ryzyka operacyjnego<sup>6</sup>.

Sensem istnienia każdej organizacji jest osiągnięcie obranych celów. Rodzaje i zakres celów danego banku zależą od jego charakteru, misji i otoczenia biznesowego. Realizacja obranych celów strategicznych zwykle dokonuje się przez osiąganie celów częściowych, poprzez etapowe postępy, które powinny przybliżać, a nie oddalać firmę od osiągnięcia planów. Z perspektywy modelowania statystycznego, cel nie może być utożsamiany jako wartość oczekiwana rozkładu, której nieznamy, co wynika z natury zakładanej zmienności warunków w przyszłości, lecz jako pewien zakres wartości, który z dużym prawdopodobieństwem obejmuje także hipotetyczną wartość oczekiwaną. Różne zdarzenia związane z czynnikami ryzyka mogą powodować wydłużanie drogi w dochodzeniu do wyznaczonych celów, powodując, że ich osiągnięcie nie będzie odbywać się na optymalnej ścieżce. W przypadku, gdy zawodzą na bieżąco mechanizmy korygowania docelowego „kursu”, wówczas istnieje duże

<sup>2</sup> F. Kloman, *A Brief History of Risk Management*, J. Fraser, B. Simkins (red.), Enterprise Risk Management, John Wiley & Sons, New Jersey, 2010, s. 19.

<sup>3</sup> *Ibidem*.

<sup>4</sup> J. Orzeł, *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym za pomocą instrumentów pochodnych*, PWN, 2012.

<sup>5</sup> K. Jajuga, *Ryzyko operacyjne w banku*, [w:] K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, 2007.

<sup>6</sup> J. Orzeł, *Zarządzanie ryzykiem...*, *op. cit.*, s. 36.

zagrożenie, że cel nie zostanie w ogóle osiągnięty. W tym kontekście cele dotyczą tego, co bank chce osiągnąć, zaś strategia musi określać, jak obrane cele powinny być osiągnięte. ERM (ang. *Enterprise Risk Management*) powinien skupiać się na zapewnieniu takiego traktowania i odnoszenia się do wszystkich zdarzeń występujących wokół obranych celów, aby zapewnić ich realizację. Zarządzanie ryzykiem operacyjnym skupione jest na codziennych działaniach i czynnościach w taki sposób, aby zapewnić realizację strategii, czyli dotyczy tego, jak wykonywać pracę, aby osiągnąć cele<sup>7</sup>. Z tej perspektywy kluczowe jest, aby władze banku podejmowały decyzje w zakresie kierunków oraz „miejsc” docelowych, a także ustalanie polityki określającej, w jaki sposób pracownicy powinni się zachowywać w procesie realizacji strategii na drodze do osiągania celów. W tym kontekście wszelkie błędy w efektywnej i wydajnej realizacji strategii są źródłem ryzyka operacyjnego. Ponieważ logika odnoszenia się do ryzyka operacyjnego pozycjonuje je w silnym i bezpośrednim związku z ryzykiem strategicznym, biznesowym i ryzykiem reputacji, dlatego definiowanie i wdrażanie zarządzania ryzykiem operacyjnym powinno być ujmowane holistycznie.

Prowadzenie działalności gospodarczej, w tym także bankowej, jest bezpośrednio związane z tworzeniem przychodów i ponoszeniem kosztów. Istotną zasadą w tym zakresie powinno być świadome generowanie takich kosztów, które prowadzą do powstawania przychodów, i jednocześnie dbanie, aby ponoszone koszty nie przewyższały tworzonych przychodów. W tym kontekście należałoby rozpatrywać problem ryzyka i jego rolę w tworzeniu przychodów lub wartości firmy. Można i powinno się zatem traktować ryzyko jako koszt uzyskania przychodu lub jako „koszt” tworzenia wartości firmy lub banku. W związku z tym stosownym podejściem do ryzyka operacyjnego, z perspektywy ekonomii i ekonomiki przedsiębiorstwa, byłoby budżetowanie i szacowanie kosztów ryzyka w procesie planowania, realizacji, monitorowania i kontroli.

**W rekomendacji M przez ryzyko operacyjne rozumie się możliwość wystąpienia straty wynikającej z niedostosowania lub zawodności procesów wewnętrznych, ludzi i systemów lub zdarzeń zewnętrznych, obejmując również ryzyko prawne<sup>8</sup>.** Nie można oczekiwać, żeby procesy wewnętrzne lub zewnętrzne, działalność ludzi i systemów były niezawodne, a zatem nie wymagały ponoszenia wyższych kosztów niż normatywne. Każdy proces „produkcyjny” charakteryzuje się odchyleniami dotyczącymi zużycia materiałów, czasu i nakładu pracy od normy. Wszelkie koszty związane z funkcjonowaniem operacyjnym przedsiębiorstwa są rejestrowane w rachunku zysków i strat. W związku z tym podej-

<sup>7</sup> D. Belluz, *Operational Risk Management*, [w:] J. Fraser, B. Simkins (red.), *Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010, s. 280.

<sup>8</sup> Komisja Nadzoru Finansowego, *Rekomendacja M dotycząca zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach*, Warszawa, styczeń 2013 r.

ście do ryzyka operacyjnego powinno być skoncentrowane na jego planowaniu lub budżetowaniu w taki sposób, jak to się robi przy szacowaniu kosztów składowych wytwarzanych produktów lub usług w procesie kalkulacji ceny sprzedaży.

Rekomendacja M definiuje ryzyko jako możliwość wystąpienia straty, ale nieprecyzuje, co ta strata oznacza. Strata jest pojęciem używanym w rachunku zysków i strat przy zestawianiu przychodów i kosztów prowadzenia firmy oraz poszczególnych rodzajów działalności. W tym wypadku należałoby ustalić, czy strata ta powinna być analizowana w odniesieniu do szczegółowych obszarów działalności czy powinna ona dotyczyć straty na całej działalności banku. Takie podejście do zarządzania ryzykiem operacyjnym nie wnosi nic nowego w stosunku do formuły zarządzania bankami w przeszłości, w której banki były zawsze skoncentrowane na unikaniu strat w ogóle oraz strat z poszczególnych rodzajów działalności lub strat ze sprzedaży poszczególnych usług.

Koncepcja rekomendacji M w pewnym sensie ukierunkowuje banki na szacowanie i monitorowanie kosztów ryzyka operacyjnego, a jednocześnie rekomendacja ta sygnalizuje, że występuje poważny deficyt w zakresie szacowania lub planowania kosztów związanych z działalnością operacyjną. Koszty ryzyka operacyjnego dotyczą działalności operacyjnej i całej działalności biznesowej. Występują w tym kontekście szersze implikacje dla banku w przypadku, gdy zawodność ludzi, systemów lub procesów przełoży się na straty z tytułu kredytów, więc bank niejako sam staje się w tym wypadku źródłem ryzyka kredytowego. Przykładem może być wadliwe działanie pracownika banku, który nie wyegzekwuje zabezpieczenia na kredycie hipotecznym z powodu zaniedbania lub wadliwego przygotowania dokumentów związanych z wnioskiem do sądu o wpisie do hipoteki. W sytuacji, gdy banki mają zapisy w umowach z klientem, że przy braku wpisu do hipoteki oprocentowanie jest wyższe o np. 3 punkty procentowe, wówczas opieszałość w działaniu pracowników banku może spowodować niewypłacalność klienta. Można by wówczas stwierdzić, że klient nie dotrzymał warunków umowy i nie spłacił kredytu, gdyż przyczyną niedotrzymania umowy było negatywne działanie banku. Przykład ten pokazuje, że podejście do kosztów działalności operacyjnej banku i w związku z tym możliwości tworzenia strat zarówno po stronie banku, jak i klienta powinno być rozpatrywane w ujęciu holistycznym.

Rekomendacja M, stawiając niejako tezę o niskiej dokładności szacowania kosztów operacyjnych przez banki oraz ich wąskiej wiedzy o potencjalnych skutkach, próbuje zaadresować w rozległym dokumencie wiele szczegółowych wymagań, które powinny spełnić banki. Zapisy rekomendacji M zachęcają banki w następujący sposób do ustalania własnych definicji: ***Definicja ryzyka operacyjnego określa tylko minimalny zakres ryzyka, natomiast bank w celach zarządzania ryzykiem operacyjnym może używać własnej, szerszej definicji, jednakże spójnej z powyższą.*** W przypadku, gdyby bank zechciał zastosować własną definicję ryzyka operacyjnego, poszerzoną o poruszone wcześniej związki między

poszczególnymi rodzajami ryzyka po stronie banku i klienta w ujęciu holistycznym to taka definicja nie będzie już spójna z tą podaną w rekomendacji M. Mimo, że rekomendacja M wyłącza z definicji ryzyka operacyjnego ryzyko reputacji oraz ryzyko strategiczne to w pewnym momencie temu zaprzecza formułując następujące zdanie: ***W kontekście ryzyka operacyjnego nie należy jednak zapominać o możliwości utraty reputacji na skutek zdarzeń ryzyka operacyjnego, w szczególności w obszarze ryzyka prawnego, co w konsekwencji może skutkować niepowodzeniem realizacji strategii biznesowej banku, w tym zmniejszeniem planowanych przychodów (np. na skutek spadku zaufania klientów i zakończenia przez nich współpracy z bankiem), czy spadkiem wartości firmy.*** Można więc dojść do wniosków, że rekomendacja M może tworzyć bariery w zakresie tworzenia efektywniejszych rozwiązań w zakresie zarządzania ryzykiem operacyjnym, które mogłyby być pozycjonowane w perspektywie holistycznego podejścia do zarządzania całkowitym ryzykiem banku. Wieloznaczność lub niejednoznaczność istotnych zapisów rekomendacji M może tworzyć wśród odbiorców trudności w interpretacji i, co najważniejsze, w efektywnej i skutecznej aplikacji. W związku z tym wydaje się, że definicja ryzyka operacyjnego, jak i silosowe podejście do ryzyka odzwierciedlonego w zapisach rekomendacji, stwarzają małe szanse na unikanie dużych strat w poszczególnych obszarach działalności, a szczególnie w warunkach skrajnych i okołokryzysowych.

Na pewno intencją regulatora jest tworzenie warunków dla stabilności systemu bankowego i finansowego, ale czy to oznacza, że regulator jest w stanie tworzyć zasady i formuły postępowania w biznesie, które będą tworzyły efektywnie funkcjonujące banki i instytucje finansowe. Zakres rekomendacji M w istocie sprowadza się do problemu dawno znanego w zarządzaniu przedsiębiorstwem w zakresie ekonomiki przedsiębiorstwa. Wydaje się, że przedsiębiorstwa bankowe dobrze rozumieją i wykorzystują zasady ekonomiki, zatem czy nie występuje problem, że regulator wchodzi w rolę „super centrali”, ingerując nadmiernie w kompetencje rady nadzorczej banku i zarządu. Problem ten jest istotny z perspektywy zagrożenia rozwoju efektywnych mechanizmów zarządzania bankami w przypadku pojawiania się uniformistycznych rozwiązań oraz z perspektywy pogłębiania się hazardu moralnego, w którym to dostosowanie się do rekomendacji może być nadrzędne wobec swobodnego kształtowania myśli ekonomicznej i wdrażania jej do praktyki.

## **2. BARIERY REGULACYJNE DLA ROZWOJU PODEJŚCIA HOLISTYCZNEGO**

Problem roli regulatora jest ważny z perspektywy możliwości kształtowania oraz ewolucji paradygmatu w finansach w zakresie rynków finansowych i zarządzania ryzykiem. W sytuacji silnej i dominującej roli regulatora, tak jak to dzieje się

w bankowości, występuje poważne zagrożenie, że myśl ekonomiczna w finansach i jej ewolucja będzie napotykała coraz to większe bariery. Znakomity ekonomista Adam Smith doświadczył tego osobiście, gdyż będąc zasadniczo przeciwnikiem regulacji i barier w zakresie swobody gospodarczej, „musiał” do końca życia pracować w instytucjach urzędu celnego, co przekonało go ostatecznie o słuszności jego tez, ale też zrozumiał, że rozwój ekonomiczny i wzrost efektywności gospodarczej musi kosztować. Historia może, lecz nie musi, się powtarzać, chociaż cena jaką trzeba by obecnie zapłacić za skutki degradacji efektywności systemu finansowego może okazać się katastroficzna, co w pewnym sensie już było doświadczeniem w okresie kryzysu, a mimo to aktywność regulatorów jeszcze bardziej się zintensyfikowała.

Doświadczenia wysokich strat, odnotowanych w ostatnich dwóch dekadach zarówno w grupie instytucji finansowych, jak i niefinansowych, wskazują, że ryzyko operacyjne realizujące się po stronie każdego z partnerów biznesowych przekłada się na ryzyko kredytowe dla drugiej strony. Dostawcy i odbiorcy usług są partnerami, którzy wchodzi w układ wzajemnych zobowiązań i należności, co dla jednej ze stron tworzy ryzyko kredytowe. Jednak skutki przenoszenia ryzyka kredytowego na jednego z partnerów prowadzą do reakcji łańcuchowej, w której partner obciążony ryzykiem przenosi je na kolejnego partnera lub swojego dostawcę usług.

Banki stosują różne modele służące do oceny ryzyka kredytowego, które opierają się na statycznej analizie wskaźników finansowych lub dynamicznej analizie prawdopodobieństwa niewypłacalności kredytobiorcy. Wydaje się, że po stronie banków występuje nadal wysoki deficyt w zakresie modeli do szacowania ryzyka operacyjnego kredytobiorcy, czyli ryzyka dotyczącego przyczyn realizacji ryzyka kredytowego. Banki od wielu lat podejmują starania w zakresie zarządzania własnym ryzykiem operacyjnym. W polskim sektorze bankowym Komisja Nadzoru Bankowego w 2004 r. wprowadziła rekomendację M dotyczącą zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach, która, jak się wydaje, nie znalazła do tej pory silnego odzewu w postaci implementacji zawartych tam zaleceń. Jedną z przyczyn niskiego zaawansowania wdrażania rekomendacji M był fakt, że w momencie jej wprowadzenia banki były skoncentrowane głównie na wdrażaniu nowych modeli w zakresie ryzyka kredytowego, zaś w trzy lata po wprowadzeniu rekomendacji „wybuchł” kryzys finansowy, za którego powstanie często obwinia się „centralne sterowanie ryzykiem” przez regulatora. Po ośmiu latach nadzór finansowy w Polsce wprowadza zmodyfikowaną rekomendację M, która zacznie obowiązywać od czerwca 2013 r.

Układ regulacyjny był „obwiniany” za tworzenie hazardu moralnego w związku z dopuszczaniem modeli niedoszacowujących wartości kapitału ekonomicznego, w tym także kapitału na ryzyko operacyjne. W procesie przygotowywania do wdrażania wytycznych komitetu Bazylea II pojawiały się głosy ekspertów przestrzegających przed błędami w założeniach tworzonych regulacji, nadmiernym przeregulowaniem



wymagań wobec banków oraz wynikających z nich skutkami mechanizmów hazardu moralnego<sup>9</sup>. W 2004 r. w USA wprowadzono obowiązkowe zasady, tzw. standardy COSO, zarządzania ryzykiem w stosunku do spółek, w tym także banków notowanych na giełdzie w Nowym Yorku, które miały zwiększać stabilność i bezpieczeństwo wszystkich przedsiębiorstw. Jak się okazało, w trzy lata od tego momentu wybuchł wielki kryzys finansowy, który obnażył niską jakość zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach, które mogłyby niejednokrotnie uczyć się tej sztuki od innych przedsiębiorstw<sup>10</sup>. Wielu ekspertów twierdzi, że przeregulowanie zasad zarządzania ryzykiem wymaganych wobec notowanych spółek na giełdzie redukuje ich kreatywność i swobodę we wdrażaniu znacznie efektywniejszych rozwiązań niż proponowane przez regulatora. Wydaje się, że dokumentacja licznych przypadków ujawniających kluczowe problemy w zarządzaniu ryzykiem operacyjnym banków stanowi znacznie bogatsze źródło niż te oferowane przez regulatorów, do wdrażania dobrych i innowacyjnych praktyk zarządzania ryzykiem operacyjnym<sup>11</sup>.

### 3. MECHANIZMY RÓWNOWAŻENIA RYZYKA BANKU I KLIENTÓW

Rozwój gospodarczy z jednej strony skutkował potrzebą tworzenia instytucji i systemów finansowych, które mogłyby efektywnie spełniać funkcję pośrednika w alokacji środków i aktywów gospodarstw domowych, z drugiej zaś strony organizacje te zaczęły stawać się coraz mniej efektywne z powodu skali, jaką zaczęły przyjmować stając się „ociężałymi” i niesprawnymi konglomeratami. Pozornie wydaje się, że „duży” jest stabilniejszy, a pokusa kontroli i sterowania dużych banków przez regulatora okazała się zawodna.

W wyniku niekontrolowanego rozwoju technologii, w tym także technologii informatycznych, a także kontrolowanej i często wzmacnianej przez regulatora konsolidacji holdingów bankowych w świecie, które bardzo często stają się o wiele potężniejsze niż państwo, wszyscy jesteśmy wystawieni na ryzyko, między innymi przekroczenia granic bezpiecznego dla środowiska wzrostu gospodarczego<sup>12</sup>. Takie doświadczenia przekroczenia bezpiecznego poziomu wzrostu gospodarczego wskutek rozwoju sektora finansowego miało miejsce już podczas ostatniego kryzysu. Ten pozorny wzrost był wywołany przez niekontrolowany transfer lub przerzucanie ryzyka między podmiotami gospodarczymi, między innymi w procesie sekurytyzacji. Stosowane wówczas mechanizmy, instrumenty finansowe oraz ubezpieczeniowe służące

<sup>9</sup> J. Danielsson, P. Embrechts, Ch. Goodhart, C. Keating, F. Muennich, O. Renault, H. Shin, *An Academic Response to the Basel II*. LSE Financial Market Group and ESRC research Centre, Special Report, Paper No. 130, May, 2001.

<sup>10</sup> J. Fraser, B. Simkins, *Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010.

<sup>11</sup> Hoffman D., *Managing Operational Risk*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2002.

<sup>12</sup> J. Solarz, *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, PWN, 2008, s. 7



do transferu ryzyka nie realizowały tego celu, lecz przeciwnie przerzucały je tylko na partnera biznesowego lub klienta, prowadząc do jego upadku. W literaturze pojawiają się propozycje wykorzystania instrumentów pochodnych lub sekurytyzacji w transferze ryzyka operacyjnego<sup>13</sup>. Nerozwiazane problemy przerzucania ryzyka w zamiarze jego transferu i ich zawodność zmuszają do ostrożnego podejścia do propozycji stosowania instrumentów pochodnych lub sekurytyzacji w transferze ryzyka operacyjnego.

Przykładem mało krytycznego podejścia do niebezpiecznych granic wzrostu, a raczej pozoru takiego wzrostu, może być swego rodzaju geneza koncepcji VBM, która pomijała pewne czynniki istotne dla oceny faktycznego wzrostu gospodarczego. Początki koncepcji zarządzania wartością (VBM) można łączyć z wystąpieniem Jacka Welcha, prezesa firmy General Electric, w 1981 r., w Nowym Jorku na temat: „Szybki wzrost wartości w wolno rozwijającej się gospodarce”. Nawiązując do wystąpienia Jacka Welcha, można stwierdzić, że ostatnia dekada dostarczyła wiele dowodów na niepowodzenia VBM ze względu na pomijanie mierzenia i modelowania ryzyka w procesie pomiaru wartości, i w związku z tym częstego pomijania pomiaru wartości skorygowanej ryzykiem. Pozornie szybki wzrost wartości prowadził do bankructwa, gdyż realizacja „skumulowanego” ryzyka znacznie przewyższała wytworzoną wartość.

W kontekście kryzysów pojedynczych firm i grup przedsiębiorstw, a także kryzysów gospodarczych czy finansowych powiązanych z bankructwem pojawiało się wiele opinii ekspertów, że było to spowodowane VBM lub nadmiarem modeli matematycznych lub ekonometrycznych. Wydaje się, że nie jest prawdą ani jedno, ani drugie. Problemem był brak równoważenia ryzyka z wartością, a więc problem sprowadzał się do deficytu w identyfikowaniu i pomiarze stanu równowagi ryzyko–wartość, co w konsekwencji prowadziło do silnej nierównowagi pomiędzy celami biznesowymi organizacji a stabilnością partnerów lub klientów. Takie spojrzenie skłania do głębszego zastanowienia się nad podejściem do ryzyka i jego alokacji pod kątem jego wartości.

Podjęcie ryzyka przez sprzedaż nowego produktu z jednej strony zwiększa liczbę zdarzeń w działalności operacyjnej skutkujących kosztami, zaś z drugiej strony jest to rekompensowane przychodami ze sprzedaży produktu<sup>14</sup>. Wydaje się, że wartościowego ryzyka nie powinno się pozbywać poprzez jego transfer, gdy tworzy ono wartość firmy. Jeśli tak nie jest, tzn. jeśli sprzedaje się ryzyko bez potencjału do tworzenia wartości, to wówczas można mieć także wątpliwości co do jego atrakcyjności dla kupującego. Wydaje się, że zawodność mechanizmów transferu ryzyka z wykorzystaniem instrumentów finansowych, które doprowadziły do kryzysu, była zasadniczo związana z niską wiedzą na temat wyceny ryzyka przez obie strony

<sup>13</sup> J. Orzeł, *Zarządzanie ryzykiem...*, op. cit., s. 43.

<sup>14</sup> *Ibidem*, s. 39.

transakcji oraz z nieadekwatnym odzwierciedleniem ryzyka w wycenie instrumentów finansowych oraz kapitałów alokowanych na ryzyko. Powyższa perspektywa tworzy inną „optykę” dla traktowania ryzyka, które powinno być analizowane jako zasób lub rodzaj aktywa, którego wartość powinna podlegać wycenie jako potencjału do tworzenia wartości organizacji.

Główne obszary najczęściej wymieniane w literaturze dotyczące aktywności w zarządzaniu ryzykiem obejmują następujące zagadnienia<sup>15</sup>:

- ❖ identyfikacja ryzyka strategicznego związana z każdą strategiczną alternatywą i wybór strategii o najkorzystniejszej relacji pomiędzy wynikiem finansowym i ryzykiem;
- ❖ przygotowanie i wdrożenie mechanizmów tworzących elastyczność strategiczną umożliwiającą wykorzystanie nowych szans na rynku, zabezpieczając się przed realizacją strategicznego ryzyka;
- ❖ przygotowanie i stosowanie mechanizmów tworzących elastyczność operacyjną celem sprawnego reagowania na zmienność otoczenia;
- ❖ przygotowanie i stosowanie mechanizmów elastyczności finansowej, umożliwiających przedsiębiorstwu przetrwanie oraz realizację strategii, bez konieczności transferu praw własności do firmy podczas okresu stresów finansowych;
- ❖ powiązanie systemu oceny ryzyka z oceną efektywności przedsiębiorstwa i wynagrodzeniami zarządu i pracowników;
- ❖ wbudowanie oceny ryzyka w ocenę, rankowanie i wybór nowych projektów inwestycyjnych.

Do tej listy można jeszcze dodać:

- ❖ zapewnienie odpowiednich narzędzi oraz ich elastyczności przy pomiarze efektywności i skuteczności metod realizacji obranych celów;
- ❖ zapewnienie elastyczności i pomiar skuteczności mechanizmów równoważenia ryzyka organizacji i stabilności jej klientów (ang. *risk-shifting* vs. *risk-sharing*, przerzucanie ryzyka a podział ryzyka).

Na czym polega istota sukcesu zarządzania ryzykiem operacyjnym danego podmiotu? Wydaje się, że koncepcja zarządzania tym ryzykiem powinna wynikać nie tylko ze specyfiki prowadzonego biznesu, ale powinna odnosić model zarządzania ryzykiem operacyjnym do charakterystyki partnerów i klientów biznesowych. Model ryzyka operacyjnego banku powinien komponować się z procesami biznesowymi jego klientów, a więc powinien on niejako być pochodną modelu zarządzania ryzykiem operacyjnym firm, które są źródłem przychodów dla banku. W definicjach ryzyka operacyjnego podkreśla się zagadnienie błędów ludzkich przy

<sup>15</sup> Podstawową cechą systemów zarządzania ryzykiem jest ich pewna opcjonalność, dlatego na różnych poziomach modelu zarządzania ryzykiem banku należy stworzyć mechanizmy zapewniające elastyczność, co jest istotnym wymaganiem w stosunku do wysokiej jakości modeli zarządzania ryzykiem operacyjnym.

obsłudze procesów i procedur lub błędnych procedurach, a także metody detekcji i profilaktyki takich błędów. Tworzenie procedur, a również ich jakość oraz efekty ich egzekucji przez ludzi są bezpośrednio związane ze znajomością prowadzonego biznesu, czyli związane są ze znajomością klienta i jego zachowań oraz procesów biznesowych wewnątrz przedsiębiorstwa kredytobiorcy oraz w jego otoczeniu. Szeroka wiedza banku w zakresie procesów ryzyka operacyjnego po stronie klienta może pozwolić na dobrą diagnozę przyczyn ryzyka kredytowego, dając w ten sposób silne podstawy dla jego profilaktyki, zamiast koncentrować nadmierną energię na skutkach.

Treść rekomendacji M podaje, że definicja ryzyka operacyjnego nie obejmuje ryzyka reputacji i ryzyka strategicznego, gdyż związane są one z ryzykiem biznesowym<sup>16</sup>. Ryzyko operacyjne jest elementem ryzyka całego biznesu, tzn. jego powodzenia lub niepowodzenia. Z kontekstu innych zapisów rekomendacji M wynika, że ryzyko reputacji jest ściśle powiązane z ryzykiem operacyjnym, i nawet jest jego istotnym skutkiem. Ryzyko strategiczne jest także przyczyną ryzyka biznesu i jest ono jednocześnie istotnym skutkiem ryzyka operacyjnego. Wywody te prowadzą do wniosku, że podział na rodzaje ryzyka bez uwzględnienia związków przyczynowo-skutkowych prowadzi do wzmocnienia zarządzania ryzykiem w koncepcji silosowego podejścia, które polega na odrębnej i niesynchronizowanej analizie każdego ryzyka.

Teoria i stosunkowo rozległa praktyka zarządzania ryzykiem zajęły już dawno krytyczne stanowisko w stosunku do silosowego podejścia na rzecz nowych podejść, tzn. zintegrowanego zarządzania ryzykiem, zarządzania zintegrowanym ryzykiem, lub holistycznego zarządzania ryzykiem. W dalszej kolejności można wyprowadzić wniosek, że zarządzanie ryzykiem operacyjnym, uwzględniającym „optykę” bilateralnej oceny tego ryzyka po obu stronach partnerów biznesowych lub przedsiębiorstwa i klienta, albo też banku i klienta, powinno pojawiać się nieodłącznie z innymi rodzajami ryzyka, tworząc niejako rdzeń będący zmienną objaśniającą inne rodzaje ryzyka.

Zarządzanie ryzykiem nie może być oderwane od kluczowego celu banku jakim jest tworzenie wartości nie tylko dla akcjonariuszy, ale całej wartości dla wszystkich interesariuszy, partnerów biznesowych i klientów<sup>17</sup>. Wprowadzona kilka dekad wcześniej koncepcja VBM (ang. *Value Based Management*) przestała odnosić sukcesy, a nawet obfitowała w porażki, ze względu na pomijanie szacowania relacji pomiędzy ryzykiem a wartością. Skupianie się na wzroście wartości bez oceny skumulowanego ryzyka powodowało, że np. pięciokrotny wzrost wartości był związany z dziesięciokrotnym wzrostem ryzyka. W takiej sytuacji firmy były zaskoczone, dlaczego upadają, skoro znakomicie kreowały wartość. Jak się później okazywa-

<sup>16</sup> Komisja Nadzoru Finansowego..., *op. cit.*

<sup>17</sup> D. Belmont, *Value Added Risk Management in Financial Institutions*, John Wiley & Sons, Singapore 2004.

ło, oszacowanie skorygowanej o ryzyko wartości wskazywało raczej na degradację wartości niż na jej wzrost.

Podczas ostatniego kryzysu pojawiały się głosy ekspertów, że poprzednie podejście do koncepcji VBM było istotną przyczyną kryzysu. Trudno to oczywiście udowodnić, ale może to być pewna informacja wskazująca na istotne znaczenie dla praktyki w zakresie negatywnego wpływu stosowania niepoprawnych paradygmatów w finansach. W związku z tym można by sądzić, że kierunek nowego paradygmatu powinien wiązać się z odchodzeniem od zarządzania wartością do tworzenia wartości przez holistyczne zarządzanie ryzykiem.

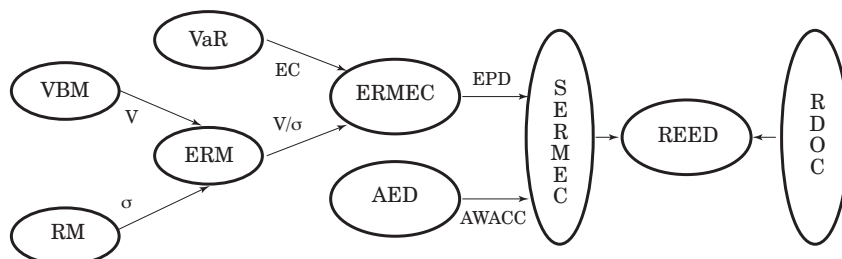
Wnioski ze studiów literaturowych oraz wiedza ekspercka pochodząca z różnych źródeł wskazują na poważny deficyt zarządzania ryzykiem z perspektywy całościowego, czyli holistycznego, spojrzenia na ryzyko i jego rolę w bankach. Można postawić hipotezę, że **holistyczne zarządzanie ryzykiem może tworzyć wartość dopiero w warunkach równoważenia celów biznesowych organizacji oraz stabilności partnerów biznesowych i klientów**. Uzyskiwanie i ocena takiej równowagi są możliwe w przypadku stosowania podobnego oprzyrządowania diagnostycznego przez obie strony biznesu.

Na rysunku 1 przedstawiono schemat historycznych etapów w rozwoju modeli stosowanych w zarządzaniu ryzykiem oraz hipotetycznej ścieżki w dalszej drodze ewolucji do holistycznego podejścia. Schemat ten można także potraktować jako jedną z przykładowych ram w zakresie potencjalnie wymaganego oprzyrządowania i warsztatu do prowadzenia analizy w ocenie równowagi pomiędzy bankiem a klientem<sup>18</sup>.

W punkcie początkowym schematu zarządzanie wartością (ang. *Value Based Management* – VBM) łączy się z zarządzaniem ryzykiem, wyrażonym symbolicznie przez odchylnie standardowe wartości firmy ( $\sigma$ ), w zarządzanie ryzykiem przedsiębiorstwa (ang. *Enterprise Risk Management* – ERM). Efektem tej integracji była możliwość pomiaru i monitorowania relacji pomiędzy wartością a ryzykiem ( $V/\sigma$ ). Na następnym etapie metodologia wartości narażonej na ryzyko (ang. *Value at Risk* – VaR) stworzyła podstawy do alokowania kapitału na ryzyko (ang. *Economic Capital* – EC), a następnie przez jej połączenie z ERM uzyskuje się podejście do zarządzania ryzykiem przez alokację kapitału na ryzyko (ang. *Enterprise Risk Management by Economic Capital* – ERMEC).

<sup>18</sup> D. Hoffman, *Managing Operational...*, op. cit.

### Rysunek 1. Schemat ewolucji modeli w kierunku tworzenia wartości przez holistyczne zarządzanie ryzykiem



VBM = Value Based Management; RM = Risk Management; ERM = Enterprise Risk Management; VaR = Value at Risk; ERMEC = Enterprise Risk Management by Economic Capital; AED = Allocation of Equity and Debt; SERMEC = Survival Enterprise Risk Management by Economic Capital; REED = Risk Employment for Enterprise Development; RDOC = Risk Driven Organizational Culture; V = enterprise value;  $\sigma$  = risk measure;  $V/\sigma$  = enterprise value to risk ratio; EC = Economic Capital; EPD = Effective Probability of Default; AWACC = Adjusted Weighted Average Cost of Capital.

Źródło: Z. Krysiak, *Achieving Enterprise Stability Based on Economic Capital*, Graziadio Business Review, Vol. 14 Issue 4, Los Angeles 2011, USA.

Konsekwencją alokacji kapitału na ryzyko jest zmiana struktury finansowania, co pociąga za sobą inne prawdopodobieństwo niewypłacalności firmy niż w przypadku pomijania alokacji kapitału na ryzyko. Prawdopodobieństwo niewypłacalności firmy, uwzględniające wpływ alokacji kapitału na ryzyko, nazwano na schemacie efektywnym prawdopodobieństwem niewypłacalności firmy (ang. *Effective Probability of Default* – EPD). Konsekwencją alokacji kapitału na ryzyko i zmiany struktury finansowania jest także zmiana kosztu kapitału, co zostało wyrażone na schemacie jako skorygowany średni ważony koszt kapitału (ang. *Adjusted Weighted Average Cost of Capital* – AWACC).

Symbolicznie integracja EPD i AWACC spotyka się w miejscu, które nazwano koncepcją zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa przez przetrwanie za pomocą kapitału alokowanego na ryzyko (ang. *Survival Enterprise Risk Management by Economic Capital* – SERMEC). W dalszej kolejności wkraczamy w etap holistycznego zarządzania ryzykiem, który w pierwszym stadium jest oznaczony jako podejście organizacji polegające na wykorzystaniu ryzyka w rozwoju firmy (ang. *Risk Employment for Enterprise Development* – REED), zaś końcowy etap dotyczy kultury organizacyjnej motywowanej ryzykiem (ang. *Risk Driven Organizational Culture* – RDOC).

## 4. CHARAKTERYSTYKA MODELI ZARZĄDZANIA RYZYKIEM

Zostanie tu zaprezentowana ewolucja modeli zarządzania ryzykiem w kierunku koncepcji podejścia holistycznego. Na rysunku 2 przedstawiono **autorskie ujęcie ewolucji koncepcji zarządzania ryzykiem** w procesie przechodzenia od zarzą-

dzania wartością do tworzenia wartości przez holistyczne zarządzanie ryzykiem. Zaprezentowana ewolucja składa się z pięciu poziomów:

- ❖ Poz. 1. Zarządzanie **Pojedynczym** Ryzykiem (**ZPR**), (*Risk Silo Management – RSM*) 1980 r.;
- ❖ Poz. 2. **Zintegrowane** Zarządzanie Ryzykiem (**ZZR**), (*Integrated Risk Management – IRM*) 2000 r.;
- ❖ Poz. 3. Zarządzanie **Zintegrowanym** Ryzykiem (**ZIR**), (*Risk Integrated Management – RIM*) 2005 r.;
- ❖ Poz. 4. Zarządzanie **Wartością Ryzyka** (**ZWR**), (*Risk Value Management – RVM*) 2010 r.;
- ❖ Poz. 5. **Holistyczne** Zarządzanie Ryzykiem (**HZR**), (*Holistic Risk Management – HRM*).

Przedstawiona ewolucja z jednej strony ujmuje przeobrażenia w historycznej i aktualnej wiedzy na temat modeli zarządzania ryzykiem, z drugiej zaś strony schematycznie ilustruje wnioski z badań prowadzonych przez autora w zakresie formułowania koncepcji ryzyka w świetle równoważenia priorytetów biznesowych banku oraz bezpieczeństwa i stabilności partnerów biznesowych i klientów.

**Rysunek 2. Ewolucja koncepcji zarządzania ryzykiem: „Od zarządzania wartością do tworzenia wartości przez holistyczne zarządzanie ryzykiem”**



Początek schematu na rysunku 2 (dolne okno) to **poziom 1, który dotyczy koncepcji Zarządzanie Pojedynczym Ryzykiem (ZPR)**, (*Risk Silo Management – RSM*) i wiąże się z początkową (1980) fazą prac Komitetu Bazylejskiego, powstałego w 1974 r., nad tzw. umową kapitałową Basel I, która została wdrożona w 1988 r. i zbiegła się w czasie z początkiem koncepcji zarządzania wartością (VBM).

Schemat na rysunku 2 systematyzuje i odzwierciedla etap rozwoju danego banku w zakresie zarządzania ryzykiem. Wyodrębnienie tych etapów jasno diagnozuje przestrzeń dzielącą bank od kompleksowego lub holistycznego zarządzania ryzykiem. Funkcjonowanie przedsiębiorstwa na danym poziomie zarządzania ryzykiem jest uwarunkowane zestawem potrzebnych narzędzi, modeli, procedur i rozwiązań organizacyjnych, z czego wynika, że taka klasyfikacja może ułatwiać planowanie i rozwój procesu wdrażania zarządzania ryzykiem.

**Poziom 2 dotyczy Zintegrowanego Zarządzania Ryzykiem (ZZR)**, (*Integrated Risk Management – IRM*) obejmując integrację samych procesów zarządzania w odniesieniu do różnych rodzajów ryzyka pozostaje w związku z tworzeniem wartości, ale nie uwzględnia miar efektywności ważonych ryzykiem oraz nie uwzględnia integracji różnych rodzajów ryzyka w procesie zarządzania. Dobrą definicją, która ilustruje ten poziom podejścia do ryzyka, jest następujące sformułowanie: „Zintegrowane zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie to wszechstronny i spójny system zarządzania ryzykiem kredytowym, ryzykiem rynkowym, ryzykiem operacyjnym, kapitałem ekonomicznym i transferem ryzyka w celu maksymalizacji wartości firmy”<sup>19</sup>.

**Poziom 3 to Zarządzanie Zintegrowanym Ryzykiem (ZIR)**, (*Management of Integrated Risk – MIR*). Różni się ono zasadniczo od ZZR tym, że dotyczy zarządzania ryzykiem, które jest integracją wszystkich rodzajów ryzyka, a więc modelowaniem ryzyka całkowitego z perspektywy wszystkich interakcji i korelacji między nie tylko poszczególnymi rodzajami ryzyka w danej grupie, ale też zależnościami między poszczególnymi grupami. Wąskim tego przykładem może być szacowanie ryzyka kredytowego lub rynkowego na podstawie wpływu ryzyka operacyjnego.

**Poziom 4 obejmuje Zarządzanie Wartością Ryzyka (ZWR)**, (*Value Based Risk Management – VBRM*), czyli tworzenie wartości firmy przez zarządzanie wartością ryzyka, i z tej perspektywy ryzyko staje się wartością. Ryzyko, a przede wszystkim wartość ryzyka, jest tutaj rozpoznawana jako przyczyna tworzenia wartości firmy. W związku z tym ocena wartości ryzyka i modelowanie wartości ryzyka staje się niezwykle ważnym wyzwaniem, gdyż nie mamy w tym modelu już do czynienia z głównym problemem, jakim było w poprzednich podejściach modelowanie ryzyka, ale centrum staje się modelowanie wartości ryzyka, więc, trywializując, można to sformułować jako wycena wartości ryzyka. Konsekwencją takiego podejścia jest wyzwanie w zakresie tworzenia zupełnie innych koncepcyjnie modeli do oceny wartości ryzyka lub wyceny ryzyka. Koncepcja SERMEC jest pewnym preludium przy podejściu do zarządzania wartością ryzyka. SERMEC zakłada zarządzanie ryzykiem warunkujące przetrwanie i kontynuację działania firmy, a więc wiąże się to z pewnym równoważeniem tempa wzrostu wartości z poziomem ryzyka, a więc w konsekwencji selekcją wartościowego ryzyka, które zwiększa wartość

---

<sup>19</sup> J. Lam, *Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, New Jersey 2003.



firmy, tworząc kapitał na ryzyko w celu przetrwania w okresach stresu finansowego. Myślenie w tym nurcie także dobrze się wpisuje w konceptualizację ryzyka w której równoważenie priorytetów biznesowych z bezpieczeństwem i stabilnością klientów staje się dość czytelnym celem i wyzwaniem w zakresie łączenia działań fundamentalnych, operacyjnych i strategicznych z działaniami w zakresie finansów, modelowaniem wartości i zarządzaniem ryzykiem.

**Poziom 5 w rozwoju zarządzania ryzykiem jest Holistyczne Zarządzanie Ryzykiem (HZR),** (*Holistic Risk Management – HRM*). Poziom ten w stosunku do poziomu 4 stanowi znaczne rozwinięcie problemów modelowania ryzyka i, jak sądzę, będzie się wiązać ze zmianą paradygmatu w finansach w zakresie zarządzania ryzykiem. O ile na niższych poziomach zarządzanie ryzykiem w sposób zasadniczy obejmowało problem z zakresu finansów, o tyle holistyczna koncepcja powinna być istotnie wsparta przez dwa elementy z dziedziny organizacji i nowej kultury prowadzenia biznesu, które byłyby mocno przeniknięte mentalnością myślenia o ryzyku z perspektywy finansów i dotyczyłyby: umiejętności „zatrudniania” ryzyka do rozwoju przedsiębiorstwa oraz kultury organizacyjnej motywowanej ryzykiem.

## PODSUMOWANIE

Działalność operacyjna banku według opisanej receptury w strategii powinna umożliwiać osiągnięcie celów. Odzwierciedlenie strategii, czyli sposobów osiągania celów, w dokumentacji strategicznej powinno umożliwiać analizę odchyłeń pomiędzy faktycznymi działaniami operacyjnymi a zaplanowanymi. Dokumentacja strategiczna jest istotnym narzędziem zarządzania ryzykiem operacyjnym. Wadliwe wykonanie strategii będzie zagrażać osiągnięciu celów, dlatego zarządzanie ryzykiem operacyjnym powinno się bardziej koncentrować na zagrożeniu realizacji celów niż na samym pomiarze strat z tytułu wadliwie funkcjonujących procesów lub ludzi. Ocena strat oraz alokacja kapitału<sup>20</sup> z tytułu wadliwie funkcjonujących procesów i ludzi jest ważnym zagadnieniem, ale wydaje się, że bardziej krytycznym zagadnieniem jest skutek realizacji ryzyka operacyjnego w formie negatywnych odchyłeń od zaplanowanych wszystkich celów banku. W związku z tym wielkość ryzyka operacyjnego powinna być odnoszona do negatywnego odchylenia od wartości niezrealizowanego celu. W tym kontekście ryzyko operacyjne będzie skutkowało negatywnymi odchyleniami praktycznie we wszystkich sferach działalności biznesowej banku, co uzasadnia, żeby efektywne i wydajne zarządzanie ryzykiem operacyjnym było ujmowane w kontekście holistycznym.

<sup>20</sup> M. Marcinkowska, *Standardy kapitałowe banków*, Regan Press, Gdańsk 2009.

Podejście do holistycznego zarządzania ryzykiem powinno być najbardziej adekwatne z perspektywy analizy **układu złożonego z przedsiębiorstwa, w którym można wyróżnić liczną grupę elementów oraz jego partnerów biznesowych i klientów** jako złożonego systemu. Według metodologii holizmu analiza i rozumienie tak złożonego systemu może być najlepiej objaśniane z poziomu zasad rządzących zachowaniem się systemu jako całości, a nie z poziomu jego struktury i zachowania się poszczególnych jego składowych. Prowadzone badania przez autora, w odniesieniu do holistycznej koncepcji, dają możliwość sformułowania następujących zasad, które powinny rządzić złożonym systemem zarządzania ryzykiem:

- ❖ zasada wykorzystania ryzyka do rozwoju przedsiębiorstwa (ang. *Risk Employment for Enterprise Development* – REED);
- ❖ zasada stosowania narzędzi pomiarowych adekwatnych do natury ryzyka;
- ❖ zasada pomiaru efektów ekonomicznych ważonych ryzykiem;
- ❖ zasada budżetowania ryzyka (ang. *Risk Budgeting* – RB)<sup>21</sup>;
- ❖ zasada alokacji kapitału na ryzyko;
- ❖ zasada przetrwania i kontynuacji działania (ang. *Survival Enterprise Risk Management by Economic Capital* – SERMEC)<sup>22</sup>;
- ❖ zasada kształtowania kultury organizacyjnej na motywach ryzyka (ang. *Risk Driven Organizational Culture* – RDOC);
- ❖ zasada równoważenia ryzyka (*risk-sharing*) z partnerem biznesowym lub klientem.

## Abstract

This paper is dedicated to the topic of operational risk management linked to holistic approach in overall risk management within banking organization. A risk driven banking culture faces many challenges and obstacles. Banks are charged with many regulatory requirements, which on the one hand raise operational costs, and on the other reduce the potential for creative and innovative development of risk management systems. The Enterprise Risk Management (ERM) concept creates a good base for a holistic approach to risk treatment and can be assumed to be a great tool in solving many issues related to the inefficiency of the current risk management models in banks. Operational risk management viewed from a silo perspective can't be successful when facing financial distress or financial crisis on the market. Shifting operational risk management into a wider and holistic

<sup>21</sup> Z. Krysiak, *Enterprise Risk Modeling Based on Related Entities*, <http://www.soa.org/news-and-publications/publications/other-publications/monographs/pub-other-monographs.aspx>, 2012, USA, s. 1–18.

<sup>22</sup> Z. Krysiak, *Achieving Enterprise Stability Based on Economic Capital*, *Graziadio Business Review*, 2011 Vol. 14, Issue 4, <http://gbr.pepperdine.edu/2011/12/achieving-enterprise-stability-based-on-economic-capital/>, Los Angeles, USA, s. 1–8.

perspective seems to be a critical issue in accomplishing of the bank's goals by appropriate execution of strategy. A holistic approach to operational risk management helps to recognize its key role for business success. From that perspective operational risk management is a main driver of strategic risk and business risk as a whole. Operational risk management can be perceived as the main engine of a bank's ship, which if it fails, might not be able to bring the organization to its intended goals.

**Keywords:** operational risk, credit risk, value at risk, risk shifting, holistic risk management, risk driven organizational culture

## Bibliografia

- Belmont D., *Value Added Risk Management in Financial Institutions*, John Wiley & Sons, Singapore 2004.
- Belluz D., *Operational Risk Management*, editors Fraser J., Simkins B., Enterprise Risk Management, John Wiley & Sons, New Jersey 2010.
- Danielsson J., Embrechts P., Goodhart Ch., Keating C., Muennich F., Renault O., Shin H., *An Academic Response to the Basel II*. LSE Financial Market Group and ESRC research Centre, Special Report, Paper No. 130, May, 2001.
- Fraser J., Simkins B., *Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, New Jersey 2010.
- Hoffman D., *Managing Operational Risk*, John Wiley & Sons, New Jersey 2002.
- Jajuga K., *Ryzyko operacyjne w banku*, [w:] K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2007.
- Kloman F., *A Brief History of Risk Management*, [w:] J. Fraser, B. Simkins (red.), Enterprise Risk Management, John Wiley & Sons, New Jersey 2010.
- Komisja Nadzoru Finansowego, *Rekomendacja M dotycząca zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach*, Warszawa, styczeń 2013 r.
- Krysiak Z., *Achieving Enterprise Stability Based on Economic Capital*, Graziadio Business Review, 2011 Vol. 14, Issue 4, <http://gbr.pepperdine.edu/2011/12/achieving-enterprise-stability-based-on-economic-capital/>, Los Angeles, USA, s. 1–8.
- Krysiak Z., *Enterprise Risk Modeling Based on Related Entities*, <http://www.soa.org/news-and-publications/publications/other-publications/monographs/pub-other-monographs.aspx>, 2012, USA, s. 1–18.
- Lam J., *Enterprise Risk Management*, John Wiley & Sons, New Jersey 2003.
- Marcinkowska M., *Standardy kapitałowe banków*, Regan Press, Gdańsk 2009.
- Orzeł J., *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym za pomocą instrumentów pochodnych*, PWN, 2012.
- Solarz J., *Zarządzanie ryzykiem systemu finansowego*, PWN, 2008.

---

# Miscellanea

---

*Oktawiusz Szubart\**

## **INFORMACJA NA TEMAT ZASAD GWARANTOWANIA DEPOZYTÓW W SYSTEMIE JORDAŃSKIM**

### **WSTĘP**

Instytucją gwarantującą depozyty w Królestwie Jordanii jest Jordañska Korporacja Ubezpieczeń Depozytów (ang. *Jordan Deposit Insurance Corporation – JODIC*). Korporacja została utworzona 17 września 2000 r. na mocy ustawy nr 33 z 2000 r. (dalej: ustawy nr 33) w celu ochrony deponentów, zachęcania do oszczędzania oraz wzmocnienia zaufania do jordańskiego systemu bankowego.

Zgodnie z treścią ustawy nr 33 Korporacja jest instytucją prawnie odpowiedzialną za wypłatę środków gwarantowanych deponentom banku objętego systemem gwarantowania depozytów w Jordanii. Oprócz wypłaty środków gwarantowanych JODIC, zgodnie z treścią ustawy, jest jednostką odpowiedzialną za prowadzenia postępowania likwidacyjnego banku, w stosunku do którego bank centralny podjął decyzję o likwidacji. W takim przypadku kompetencje JODIC, oprócz niezwłocznej wypłaty środków gwarantowanych pozostających w limicie przewidzianym zapisami prawnymi, dotyczą także zarządzania roszczeniami deponentów oraz akcjonariuszy. Ponadto JODIC może zarządzać aktywami banku w likwidacji oraz procesem windykacji.

JODIC posiada osobowość prawną i jest instytucją niezależną finansowo i administracyjnie. Dla realizacji swoich celów Korporacja może dokonywać czynności

---

\* Oktawiusz Szubart jest doktorantem w Kolegium Ekonomiczno-Społecznym Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz pracownikiem Departamentu Współpracy Zagranicznej w Bankowym Funduszu Gwarancyjnym.

prawnych, tj. zawiązywać umowy, prowadzić działalność pożyczkową (pośrednią lub bezpośrednią), nabywać i zbywać mienie ruchome.

Członkostwo w jordańskim systemie gwarantowania depozytów jest obligatoryjne dla wszystkich jordańskich banków oraz dla oddziałów/filii banków zagranicznych działających na terytorium Królestwa Jordanii, z wyłączeniem banków islamskich oraz banków jordańskich działających poza granicami Królestwa. Banki islamskie mogą dołączyć do systemu na zasadach dobrowolności. Obecnie do systemu należą 22 banki, w tym 13 banków jordańskich i 9 banków zagranicznych. W jordańskim systemie gwarantowania nie ma banków islamskich.

JODIC jest członkiem Międzynarodowego Stowarzyszenia Gwarantów Depozytów IADI.

## 1. ORGANY DECYZYJNE

Zgodnie z zapisami art. 6 ustawy nr (33), najważniejszym organem JODIC jest Rada Dyrektorów odpowiedzialna za funkcjonowanie i nadzór nad Korporacją. Przewodniczącym Rady jest Gubernator Banku Jordanii. Ponadto, w skład Rady wchodzi: przedstawiciel banku centralnego pełniący funkcję Wiceprzewodniczącego Rady, Sekretarz Generalny Ministerstwa Finansów, przedstawiciel Ministerstwa Przemysłu i Handlu, Dyrektor Generalny JODIC oraz dwóch przedstawicieli sektora prywatnego, rekomendowanych przez Przewodniczącego i powoływanych na trzyletnią kadencję decyzją Rady Ministrów.

Podstawowe kompetencje Rady Dyrektorów to:

- ❖ określanie głównych kierunków polityki JODIC, w tym akceptacja planów inwestycyjnych;
- ❖ opracowywanie struktury organizacyjnej JODIC;
- ❖ akceptowanie wewnętrznych regulacji oraz planów, sprawozdań i raportów rocznych;
- ❖ nadzorowanie procesu likwidacji banków, wobec których bank centralny podjął decyzję o likwidacji;
- ❖ akceptacja działalności pożyczkowej JODIC.

Rada może także rozpatrywać dowolne sprawy wskazane przez Przewodniczącego Rady dotyczące funkcjonowania Korporacji. Rada spotyka się co najmniej raz na dwa miesiące.

Rada Dyrektorów powołuje i odwołuje Dyrektora Generalnego JODIC, który jest odpowiedzialny za zarządzanie Korporacją. Rada ustala wynagrodzenie Dyrektora Generalnego i inne korzyści związane z pełnieniem urzędu. Dyrektor Generalny odpowiada przed Radą za realizację strategii oraz bieżącą działalność JODIC.

JODIC jest stosunkowo niewielką instytucją, zatrudniającą 25 osób. Biuro składa się z czterech departamentów i dwóch wydziałów:

- (i) Departamentu Ubezpieczeń i Zarządzania Ryzykiem – odpowiedzialnego za bezpieczeństwo depozytów w jordańskim systemie bankowym; Departament pobiera składki, monitoruje kondycję ubezpieczonych banków oraz dokonuje przeglądu sytuacji makroekonomicznej Jordanii;
- (ii) Departamentu Likwidacji – odpowiedzialnego za prowadzenie procesu likwidacji banku, wobec którego podjęto decyzję o likwidacji;
- (iii) Departamentu Finansów i Administracji, w kompetencjach którego pozostają kwestie administracyjne, finansowo-księgowo i kadrowe; oraz
- (iv) Departamentu Relacji Krajowych i Zagranicznych – odpowiedzialnego za realizację polityki krajowej i zagranicznej JODIC, w tym za budowanie świadomości społecznej, komunikację z deponentami/bankami oraz współpracę z innymi gwarantami depozytów na poziomie ponadnarodowym.

Dodatkowo, w ramach JODIC funkcjonuje jednostka odpowiedzialna za realizację polityki inwestycyjnej korporacji – Wydział Finansów i Inwestycji; oraz jednostka odpowiedzialna za audyt i ocenę funkcjonowania.

## **2. ZAKRES GWARANCJI DEPOZYTÓW**

Na podstawie zapisów ustawy nr 33 Korporacja ma obowiązek gwarantowania depozytów do wysokości 10 000 JOD. Od 1 stycznia 2011 r. limit ten został podwyższony do 50 000 JOD (ok. 55 tys. EUR). Limit gwarancyjny może ulegać zmianom, w zależności od okoliczności, na podstawie decyzji Rady Ministrów podejmowanej na wniosek Rady Dyrektorów JODIC. Zmiany w limicie środków gwarantowanych wprowadzane przez Radę Ministrów nie obejmują banku, w stosunku do którego bank centralny podjął uprzednio decyzję o likwidacji.

Gwarancje JODIC dotyczą wszystkich rodzajów depozytów denominowanych w jordańskich dinarach (JOD), posiadaczami których są osoby fizyczne i prawne, rezydenci i nie-rezydenci. Gwarancjami JODIC objęte są m.in.: depozyty bieżące i płatne na żądanie, depozyty oszczędnościowe, depozyty terminowe oraz certyfikaty depozytowe. Wyłączone z gwarancji pozostają depozyty rządowe, depozyty międzybankowe oraz zabezpieczenia pieniężne do wysokości wartości przedmiotu zabezpieczenia gwarantowanego tym zabezpieczeniem. Gwarancje JODIC ograniczają się do ubezpieczenia depozytów denominowanych w JOD, niemniej jednak Korporacja może ubezpieczać depozyty w innych walutach, o ile bank centralny podejmie stosowną decyzję o objęciu takich depozytów przepisami uzupełniającymi do ustawy nr 33.

Bankowość islamska obecnie nie wchodzi w zakres gwarancji JODIC, pomimo że ustawa nr 33 umożliwiła bankom islamskim dostęp do systemu gwarantowania depozytów na zasadzie dobrowolności. Od 2011 r. toczą się ożywione dyskusje na temat faktycznego włączenia banków islamskich funkcjonujących na terenie Jor-

danii do systemu gwarantowania depozytów. Ich rezultatem jest treść fatwy (rekomendacji Muftiego), wydanej jesienią 2012 r., dopuszczająca ubezpieczenie środków utrzymywanych na rachunkach w bankach islamskich. Fatwa zaleca utworzenie specjalnego funduszu, dedykowanego ubezpieczeniu bankowości islamskiej, który składałby się z dwóch filarów chroniących posiadaczy środków, deponowanych na rachunkach kredytowych oraz rachunkach inwestycyjnych. W momencie tworzenia niniejszego opracowania były prowadzone prace parlamentarne w tym obszarze.

Według stanu na koniec 2011 r. całkowita wartość depozytów jordańskiego systemu bankowego sięgnęła 24,4 mld JOD (ok. 26,8 mld EUR). Średnie zagregowane roczne tempo wzrostu depozytów w ostatnich pięciu latach wynosiło ok. 11%. Depozyty denominowane w jordańskich dinarach wynosiły 19,1 mld JOD, z czego 82% (15,7 mld JOD), zostało zdeponowane w instytucjach członkowskich systemu gwarantowania depozytów. Pozostałe 18% depozytów denominowanych w JOD znajdowało się w bankach islamskich, aktualnie nie podlegających jordańskiemu systemowi gwarantowania depozytów. Po wyłączeniu depozytów rządowych i innych niepodlegających systemowi gwarantowania, zagregowana wartość depozytów należących do systemu gwarantowania depozytów wynosiła na koniec 2011 r. 15,1 mld JOD (ok. 16,6 mld EUR).

### 3. ZASADY WYPŁATY ŚRODKÓW GWARANTOWANYCH

Gwarancje depozytów objętych systemem gwarantowania JODIC stają się wymagalne w momencie podjęcia przez bank centralny decyzji o likwidacji danego banku, zgodnie z zapisami prawa bankowego. Wówczas JODIC jest zobowiązany do umieszczenia ogłoszenia prasowego w dwóch lokalnych dziennikach, w ciągu 30 dni od daty podjęcia decyzji o likwidacji, wzywającego deponentów do zgłaszania swoich wierzytelności wobec likwidowanego banku do JODIC, do banku w likwidacji lub do innego, wskazanego przez JODIC podmiotu. Ogłoszenie musi się ukazywać w takiej samej formie przez 14 kolejnych dni i powinno być emitowane co pół roku przez 3 lata. Ponadto, likwidator banku jest zobowiązany do zawiadamiania opinii publicznej o likwidacji danego banku w ciągu 3 dni od podjęcia przez bank centralny decyzji o jego likwidacji.

Wypłata środków gwarantowanych następuje w ciągu 30 dni od daty zgłoszenia przez wierzyciela swoich należności.

Prowadząc wypłatę środków gwarantowanych, JODIC dokonuje kompensaty zgromadzonych depozytów ze zobowiązaniami wobec likwidowanego banku, bieżącymi i zaległymi. Saldo powstałe po dokonaniu takiej kompensaty staje się podstawą do wyliczenia sumy gwarantowanej.

Nadwyżka przekraczająca limit gwarancyjny może zostać zwrócona deponentom w całości lub części z majątku pozostałego po likwidacji banku, po wcześniej-



szym uregulowaniu innych zobowiązań likwidowanego banku, zgodnie z ukonstytuowaną prawnie hierarchią zaspokajania roszczeń wierzycieli.

#### 4. ŹRÓDŁA FINANSOWANIA I ZASOBY FINANSOWE JODIC

Jordański system gwarantowania depozytów jest systemem finansowanym przez instytucje członkowskie na zasadzie *ex ante*. Instytucje członkowskie są zobowiązane do wnoszenia stałej opłaty rocznej w wysokości 0,25% całkowitej zagregowanej sumy depozytów, pomniejszonej o depozyty rządowe, międzybankowe oraz pieniężne zabezpieczenia wiarygodności. W pierwszym tygodniu stycznia każdego roku banki objęte systemem gwarantowania przesyłają sprawozdania finansowe do JODIC zawierające informacje na temat sumy depozytów posiadanych przez dany bank na 31 grudnia roku poprzedzającego. Na tej podstawie JODIC oblicza nominalną wysokość opłaty rocznej i zawiadamia dany bank. Opłata ta powinna być uregulowana przez bank w ciągu 7 dni od otrzymania noty informacyjnej JODIC.

Zidentyfikowana w ustawie procentowa wysokość opłaty rocznej, podobnie jak formuła jej obliczania, może ulec zmianie w określonych sytuacjach na wniosek Rady Wykonawczej JODIC.

Kapitał początkowy JODIC w dniu rozpoczęcia działalności Korporacji składał się z kwoty 1 mln JOD (ok. 1,1 mln EUR) wpłaconej przez rząd Jordanii na konto Korporacji niezwłocznie po uprawomocnieniu ustawy nr 33 oraz wielokrotności bezzwrotnej opłaty początkowej w wysokości 100 000 JOD (ok. 110 tys. EUR) przekazywanej przez instytucje członkowskie systemu gwarantowania depozytów na rzecz Korporacji w dwóch ratach: pierwszej, której płatność następowała w ciągu miesiąca od daty uprawomocnienia ustawy, oraz drugiej, płatnej w ciągu roku od daty uprawomocnienia ustawy. Obecnie banki zobowiązane są do przekazywania opłaty początkowej jednorazowo.

Oprócz opłaty początkowej i opłat rocznych środki finansowe JODIC uzupełniają:

- (i) potencjalne pożyczki otrzymywane przez Korporację na zasadach zgodnych z obowiązującymi regulacjami prawnymi;
- (ii) przychody w ramach prowadzonej polityki inwestycyjnej; oraz
- (iii) fundusze dodatkowe, przekazywane na rzecz JODIC przez podmioty trzecie po uprzedniej akceptacji Rady Dyrektorów Banku Jordanii i/lub Rady Ministrów.

Zgodnie z treścią ustawy JODIC dąży do osiągnięcia poziomu rezerw w wysokości 3% całkowitej sumy depozytów podlegających systemowi gwarantowania depozytów. Według danych na koniec stycznia 2012 r. JODIC dysponował środkami w wysokości 316,3 mln JOD (ok. 350 mln EUR), co stanowiło ok. 2,1% depozytów podlegających gwarancji.

## 5. INNA DZIAŁALNOŚĆ JODIC

Oprócz wypłaty środków gwarantowanych JODIC, zgodnie z treścią art. 39 Prawa nr 33 z 2000 r., jest jedynym prawnie ustanowionym podmiotem odpowiedzialnym za likwidację banku, w stosunku do którego bank centralny podjął decyzję o likwidacji. W takim przypadku Korporacja może przedsięwziąć dowolne, ograniczone zapisami ustawy nr 33 środki zmierzające do zakończenia procedury likwidacyjnej, w tym: przejąć zarządzanie likwidowanej instytucji, dokonać przeglądu jej majątku, desygnować osoby pełniące funkcję pełnomocników oraz osoby odpowiedzialne za efektywne przeprowadzenie proces likwidacji.

Ponadto JODIC, w ramach dodatkowej działalności, prowadzi wspólnie z bankiem centralnym regularny monitoring kondycji finansowej instytucji członkowskich należących do systemu gwarantowania depozytów. Gromadzenie informacji przez JODIC opartych na monitoringu ma na celu osiągnięcie lepszego wglądu w stan sektora finansowego w Jordanii oraz przygotowanie korporacji na wypadek urzeczywistnienia ryzyk o charakterze systemowym. Na uzasadniony wniosek przedstawiciele banku centralnego i JODIC mogą przeprowadzać inspekcję danej instytucji.

## 6. DANE KONTAKTOWE

Jordan Deposit Insurance Corporation  
 P.O. Box: 940420 Amman 11194 Jordan  
 Tel.: 00962-6-5204040  
 Strona internetowa: <http://www.dic.gov.jo>  
 e-mail: [dicjor@dic.gov.jo](mailto:dicjor@dic.gov.jo)

## 7. SYNTETYCZNE PORÓWNANIE CECH POLSKIEGO I JORDAŃSKIEGO SYSTEMU GWARANTOWANIA DEPOZYTÓW

Realizowane funkcje	Polski system gwarantowania depozytów	Jordański system gwarantowania depozytów
	Gwarantowanie depozytów oraz działalność pomocowa	Gwarantowanie depozytów, proces likwidacji banków
Limity gwarancyjne	100 000 EUR	50 000 JOD (ok. 55 000 EUR)
Maksymalna wypłata	100 000 EUR	50 000 JOD
Kompensacja z zobowiązaniami	NIE	TAK

	<b>Polski system gwarantowania depozytów</b>	<b>Jordański system gwarantowania depozytów</b>
<b>Wyłączenia spod gwarancji</b>		
Instytucje finansowe wskazane w art. 4 (5) Dyrektywy 2006/48/WE	TAK	NIE
Firmy ubezpieczeniowe	TAK	NIE
Rząd i administracja centralna	TAK	TAK
Władze samorządowe	NIE	TAK
Banki	TAK	NIE
Fundusze inwestycyjne	TAK	NIE
Fundusze emerytalne	TAK	NIE
Kadra zarządzająca	TAK	NIE
Akcjonariusze banku	TAK	NIE
Bliscy osób odpowiedzialnych	NIE	NIE
Inne przedsiębiorstwa w tej samej grupie	NIE	NIE
Podmioty nieuprawnione do sporządzania uproszczonych sprawozdań finansowych	NIE	NIE
Depozyty nieimienne	TAK	TAK
Depozyty przyjmowane na indywidualnych warunkach, które przyczyniły się do upadłości banku	NIE	NIE
Dłużne papiery wartościowe emitowane przez bank	TAK*	TAK
Depozyty w walutach obcych	NIE	TAK
Depozyty związane z praniem pieniędzy	TAK	TAK

\* gwarancjami objęte są bankowe papiery wartościowe emitowane na podstawie prawa bankowego.

**Podstawowe różnice między działającym w Polsce Bankowym Funduszem Gwarancyjnym a Jordąńską Korporacją Ubezpieczeń Depozytów są następujące:**

- ❖ funkcje systemu jordańskiego obejmują zadania związane z przeprowadzeniem procesu likwidacji banków;
- ❖ w systemie jordańskim gwarancjami nie są objęte depozyty w walutach obcych;
- ❖ limit gwarancyjny w Jordanii jest o ok. 45% niższy od limitu gwarancyjnego obowiązującego w Polsce i pozostałych krajach Unii Europejskiej;
- ❖ w systemie jordańskim obowiązuje opłata początkowa dla nowych członków systemu; rozwiązania takiego brak w systemie polskim;
- ❖ składka roczna na rzecz JODIC jest uzależniona jedynie od wielkości sumy depozytów objętych gwarancjami;
- ❖ w Jordanii wypłata środków gwarantowanych następuje wyłącznie na wniosek deponenta.

---

# Recenzje

---

*Mirosława Capiga\**

**Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (red.):  
*Zarządzanie ryzykiem bankowym*  
Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2012**

Ryzyko bankowe to temat dominujący w bankowości, co jest w pełni uzasadnione, biorąc pod uwagę, że banki to najbardziej znane instytucje rynku finansowego, których stabilność i bezpieczeństwo odgrywa ważną rolę dla stabilności i bezpieczeństwa systemu finansowego i całej gospodarki. Banki to instytucje, których działalność operacyjna opiera się na środkach pieniężnych gromadzonych od klientów, a więc bezpieczeństwo tych środków ma kluczowe znaczenie dla każdego ich właściciela. Zarówno stabilność, jak i bezpieczeństwo są nierozdzielnie związane z ryzykiem, które towarzyszy każdej działalności, w tym działalności bankowej. W kontekście powyższych przesłanek szczególnego znaczenia nabiera umiejętne, a przede wszystkim skuteczne zarządzanie ryzykiem bankowym, które znalazło swoje ustawowe uregulowanie.

W Ustawie Prawo bankowe określono, że w banku funkcjonuje system zarządzania, stanowiący zbiór zasad i mechanizmów odnoszących się do procesów decyzyjnych, zachodzących w banku oraz do oceny jego działalności, w ramach którego wyróżniono system zarządzania ryzykiem i system kontroli wewnętrznej<sup>1</sup>. Zadaniem systemu zarządzania ryzykiem jest identyfikacja, pomiar lub szacowanie oraz monitorowanie ryzyka występującego w działalności banku, służące zapewnieniu prawidłowości procesu wyznaczania i realizacji szczegółowych celów prowadzonej

---

\* Dr hab. Mirosława Capiga jest profesorem Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, pracownikiem Katedry Bankowości i Rynków Finansowych.

<sup>1</sup> Art. 9. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo Bankowe. Dz. U. 2002 r. Nr 72, poz. 665 z późn. zm.

przez bank działalności<sup>2</sup>. Identyfikacja, pomiar (lub szacowanie) i monitorowanie, ujmowane jako etapy zarządzania ryzykiem bankowym, stały się przedmiotem rozważań Autorów prezentowanej publikacji. Książka *Zarządzanie ryzykiem bankowym* jest publikacją zbiorową, składa się z dziewięciu rozdziałów, które koncentrują się na trzech obszarach zagadnień, oraz aneksu ułatwiającego Czytelnikowi zrozumienie tychże zagadnień.

Pierwszy obszar zagadnień to szeroko rozumiane ryzyko bankowe, które ujęto w rozdziałach od 1 do 4. Zarządzanie ryzykiem bankowym wymaga przede wszystkim jego identyfikacji, co jest o tyle utrudnione, że w literaturze bankowej występuje wiele, coraz bardziej rozbudowanych jego klasyfikacji. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska przyjęła klasyfikację wypracowaną w związku z regulacjami nadzorczymi (Bazylea 2 i Bazylea 3), czyli podział na ryzyko kredytowe, ryzyko rynkowe, ryzyko operacyjne i ryzyko struktury bilansu. Klasyfikacji tej podporządkowano strukturę pracy. Wszystkie wymienione rodzaje ryzyka podlegają pomiarowi (lub szacowaniu), co wymaga odpowiednich miar ryzyka, które w rozdziale 1 przedstawiono w podziale na wartość zagrożoną (VaR), alternatywne miary ryzyka i metody szacowania ryzyka. Zarządzanie bankiem, czyli zarządzanie ryzykiem bankowym, to przede wszystkim sprawa regulacji nadzorczych. Kluczowe znaczenie mają oczywiście międzynarodowe regulacje nadzorcze, które w Polsce zostały ujęte w ustawie Prawo bankowe i uchwałach Komisji Nadzoru Finansowego. W rozdziale 2 przedstawiono dwie podstawowe regulacje, czyli bazę kapitałową (tier I, tier II, tier III) oraz jej ewolucje, jako elementu formuły wyliczania współczynnika wypłacalności - pierwszej międzynarodowej miary w systemie bankowym. Następnie zinterpretowano proponowane w Bazylei 3 nowe regulacje, czyli współczynnik dźwigni, współczynniki płynności (współczynnik płynności bieżącej LCR i współczynnik płynności strukturalnej NSFR) i bufor kapitałowe (bufor cykliczny i bufor antycykliczny).

Ustawa Prawo Bankowe nie tylko zdefiniowała system zarządzania ryzykiem i jego zadania, ale również określiła jego elementy, w tym posiadanie przez bank struktury organizacyjnej dostosowanej do wielkości i profilu ponoszonego przez bank ryzyka<sup>3</sup>. Wybrane aspekty organizacji zarządzania ryzykiem, ze szczególnym uwzględnieniem roli najczęściej występujących w banku komitetów (komitet kredytowy, komitet zarządzania aktywami i pasywami, komitet inwestycyjny, komitet ryzyka operacyjnego) oraz odpowiedzialności organów banku, czyli zarządu (jako organu wykonawczego) i rady nadzorczej (jako organu kontrolnego), zostały przedstawione w rozdziale 3. Rozdział 3 zamyka wyjaśnienie znaczenia poszczególnych źródeł danych dla zarządzania ryzykiem w podziale na wewnętrzne i zewnętrzne zasoby informacyjne. Rozważania te Waldemar Rogowski i Mateusz Górnisiewicz rozwinęli w rozdziale 4, którego przedmiotem są zewnętrzne zasoby informacyjne,

<sup>2</sup> Art. 9a Ustawy Prawo Bankowe.

<sup>3</sup> Art. 9b Ustawy Prawo bankowe

czyli rynek informacji kredytowej i gospodarczej oraz jego rola w zarządzaniu ryzykiem kredytowym (bazy danych Związku Banku Polskich, raporty Biura Informacji Kredytowej, raporty Biura Informacji Gospodarczej) i w zarządzaniu ryzykiem operacyjnym (bazy konsorcjalne, takie jak bazy ORX i ZORO oraz bazy komercyjne, jak SAS OpRisk Global Data i Algo FIRST).

Kolejne rozdziały książki od 5 do 8 koncentrują się na wybranych rodzajach ryzyka bankowego, które zostały określone jako najważniejsze w kontekście regulacji nadzorczych. Przyjęto jednolite podejście do charakterystyki każdego z rodzajów ryzyka bankowego, czyli identyfikacja, pomiar, polityka zarządzania, co ułatwia Czytelnikowi poznanie specyfiki omawianych rodzajów ryzyka bankowego.

Największym i najbardziej charakterystycznym rodzajem ryzyka bankowego zawsze było i pozostaje ryzyko kredytowe, w odniesieniu do którego regulacje nadzorcze pojawiły się już w 1988 r. (współczynnik wypłacalności, nazywany wtedy również miarą ryzyka kredytowego). Ryzyko kredytowe doczekało się wielu definicji i wielu klasyfikacji (zarówno rodzajów ryzyka kredytowego, jak i czynników, które go wywołują). Najlepiej specyfikę ryzyka kredytowego oddają dwa podziały: na indywidualne ryzyko kredytowe i ryzyko kredytowe łączne, czyli ryzyko portfela kredytowego oraz na ryzyko kredytowe klienta indywidualnego i ryzyko kredytowe klienta instytucjonalnego. Podziały te determinują wybór metod pomiaru i ograniczania ryzyka kredytowego. O ile w odniesieniu do klienta indywidualnego głównymi metodami, instrumentami i przedsięwzięciami ograniczania ryzyka kredytowego są: ocena zdolności kredytowej, przyjęte zabezpieczenia, monitoring kredytowy, credit scoring, Rekomendacja T w odniesieniu do klienta instytucjonalnego jest to również ocena zdolności kredytowej, ale jej podstawową metodą jest analiza wskaźnikowa, a ponadto bank może korzystać zarówno z ocen agencji ratingowych, jak i własnych wewnętrznych ratingów nadawanych klientowi instytucjonalnemu. Anna Matuszczyk najwięcej uwagi poświęciła omówieniu metod pomiaru i modelowania ryzyka kredytowego, które ujęto w trzy grupy: modele credit scoringu, wewnętrzne ratingi (wykorzystywane do pomiaru adekwatności kapitałowej) oraz modele stosowane do szacowania i oceny ryzyka portfela kredytowego (w podziale na modele zobowiązania niewypłacalności i modele pomiaru według rynku). Rozważania dotyczące zarządzania ryzykiem kredytowym zamyka polityka kredytowa obejmująca cele, zasady i procedury kredytowe, której szczegółowa interpretacja wynika z przyjętej przez bank strategii wobec ryzyka kredytowego (konserwatywna, kontrolowanego wzrostu ryzyka lub ofensywna).

Rozdział 6 to wybrane aspekty zarządzania ryzykiem struktury bilansu, które obejmuje ryzyko płynności i ryzyko stopy procentowej w księdze bankowej. Agnieszka K. Nowak przyjęła szeroką definicję płynności, co wskazuje na specyfikę ryzyka płynności i rozszerza przyczyny (zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne) jego występowania. Podstawowe metody pomiaru ryzyka płynności, do których zalicza się lukę płynności, analizę aktywów płynnych, analizę depozytów, ocenę



dywersyfikacji źródeł finansowania i wskaźnikową analizę płynności, można uznać za powszechnie znane. Na uwagę zasługuje dość szczegółowe omówienie propozycji Komitetu Bazylejskiego odnoszących się do ujednoczenia zasad badania stabilności bazy depozytowej oraz dywersyfikacji źródeł finansowania. Agnieszka K. Nowak zwraca uwagę na przydatność modelu płynności narażonej na ryzyko (LaR), a w ramach polityki zarządzania ryzykiem płynności akcentuje przede wszystkim sekurytyzację należności kredytowych, scenariusze płynności, testy warunków skrajnych, awaryjne plany płynności.

W przypadku ryzyka stopy procentowej Czytelnik zapoznaje się z definicją ryzyka stopy procentowej, wypracowanej przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, i komponentami ryzyka stopy procentowej, czyli ryzyko niedopasowania terminów przeszacowania, ryzyko bazowe, ryzyko krzywej dochodowości i ryzyko opcji klienta. Metody pomiaru ryzyka stopy procentowej w księdze bankowej Agnieszka K. Nowak przedstawiła w podziale na metody szacujące wpływ zmiany stóp procentowych na wynik finansowy banku oraz na wartość ekonomiczną kapitału własnego. To właśnie utrzymanie zmienności wyniku odsetkowego oraz wartości ekonomicznej kapitału własnego w granicach bezpiecznych dla funkcjonowania banku i zgodnych z przyjętym przez bank apetytem na ryzyko są istotą polityki zarządzania ryzykiem stopy procentowej w księdze bankowej.

Kolejnym rodzajem ryzyka bankowego jest ryzyko rynkowe, które jest „najbardziej pojemnym” rodzajem ryzyka bankowego ze względu na swoją definicję, czyli możliwość wystąpienia niekorzystnych zmian wyceny instrumentów ze względu na zmianę parametrów rynkowych, którymi są kursy walutowe, stopy procentowe, ceny akcji i wartości indeksów rynkowych. Punktem wyjścia w identyfikacji ryzyka rynkowego i jego przyczyn jest zależność pomiędzy strukturą pozycji w poszczególnych instrumentach a strukturą ekspozycji na czynniki ryzyka, co Tomasz Chmielewski wykazał w rozdziale 7. Najbardziej znaną miarą ryzyka rynkowego pozostaje metoda VaR, która została omówiona w rozdziale 1. Tomasz Chmielewski zaprezentował takie metody pomiaru ryzyka rynkowego, jak metody szacowania ryzyka rynkowego (w tym: metody analityczne, metody symulacji historycznej oraz metoda symulacji Monte Carlo), testowanie wsteczne modeli oraz agregację i dekompozycję ryzyka rynkowego. W kontekście aktualnie obowiązujących regulacji wyliczania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka rynkowego Tomasz Chmielewski przedstawił nowe wymogi Bazylei 3.

Ostatnim rodzajem ryzyka bankowego jest ryzyko operacyjne, które stanowi przedmiot rozważań w rozdziale 8. Identyfikacja ryzyka operacyjnego to przede wszystkim definicja i kategorie ryzyka operacyjnego, typy linii biznesowych oraz dane wewnętrzne (przyporządkowane do linii biznesowych) i zewnętrzne, czyli informacje o stratach z obszaru ryzyka operacyjnego, które wystąpiły w innych instytucjach i są wykazywane w bazach danych: konsorcjalnych, komercyjnych i publicznie dostępnych. Metody analizy ryzyka operacyjnego Katarzyna Urban-

kowska-Bąk przedstawiła w podziale na metody jakościowe (kluczowe wskaźniki ryzyka, samoocena ryzyka, scenariusze i mapa ryzyka) i metody ilościowe (stosowane do wyliczania wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego). W polityce zarządzania ryzykiem operacyjnym akcentuje się przede wszystkim monitorowanie (zarówno systemowe, jak i bieżące), raportowanie wewnętrzne, zadania komitetu ryzyka operacyjnego, ale jako elementy kompleksowego podejścia do zarządzania ryzykiem operacyjnym.

Trzeci obszar analizowanych zagadnień to rozdział 9, w którym Iwona Schab zaprezentowała zintegrowaną ocenę ryzyka i efektywności banku. Punktem wyjścia do wyjaśnienia tych zagadnień stał się oczywiście kapitał ekonomiczny – jego definicja i znaczenie dla zarządzania różnymi rodzajami ryzyka bankowego. Kapitał ekonomiczny jest więc analizowany zarówno z tytułu pojedynczych rodzajów ryzyka, czyli jako cząstkowa miara ryzyka banku, jak i jako agregacja ryzyk cząstkowych, czyli z potrzeby zarządzania całościowym ryzykiem banku. Agregacja kapitału ekonomicznego to głównie identyfikacja wszystkich istotnych rodzajów ryzyka, na jakie narażony jest bank w swojej działalności (np. ryzyko biznesowe, ryzyko modeli, ryzyko strategiczne) oraz związane z tymi rodzajami ryzyka trudności ich pomiaru. Ocena wyników działalności banku jest wielopłaszczyznowa, poczynając od wykorzystania klasycznych wskaźników efektywności (czyli wskaźników ROA i ROE), poprzez wskaźniki rentowności skorygowanej o ryzyko (wskaźniki RORAC, RAROC, RARORAC), aż po ekonomiczną wartość dodaną (EVA), jako kategorię zysku ekonomicznego z uwzględnieniem kosztów utraconych możliwości inwestycyjnych. Zarówno ocena kapitału ekonomicznego, jak i ocena działalności banku wymaga rozróżnienia takich pojęć, jak alokacja kapitału i inwestowanie kapitału, co zostało wyeksponowane w rozdziale 9, który zamyka omówienie testów warunków skrajnych jako narzędzia kompleksowego zarządzania ryzykiem.

Książka zawiera ponadto aneks, w którym Tomasz Chmielewski zaprezentował wybrane metody wyceny instrumentów pochodnych (np. dyskontowanie przepływów pieniężnych, wycena obligacji, krzywa dochodowości, stopy terminowe, instrumenty pochodne na stopę procentową, transakcje futures i forward), które ułatwiają studiowanie zagadnień zawartych w poszczególnych rozdziałach.

Publikacja, pomimo skomplikowanych zagadnień zarządzania ryzykiem bankowym, została napisana w sposób zrozumiały dla szerokiego kręgu odbiorców, zarówno studentów, słuchaczy studiów podyplomowych, jak i praktyków bankowych. Prezentowane treści przedstawiono w formie graficznej i tabelarycznej, ale przede wszystkim poparto licznymi przykładami praktycznymi, co bardzo ułatwia ich odbiór. Książka stanowi usystematyzowane, kompleksowe, niezwykle aktualne podejście do zagadnień zarządzania ryzykiem bankowym.

*Wiesław Rehan\**

**Piotr Masiukiewicz**  
***Ryzyko dużych banków – perspektywa Polski***  
**Wyd. CeDeWu, Warszawa 2012**

Kryzys gospodarczy i finansowy, który z pełną siłą uzewnętrznił się w latach 2007–2008, musi być ciągle opisywany i analizowany nie tyle jako zdarzenie historyczne, ale przede wszystkim jako rzeczywistość, której przyczyny do tej pory nie zostały do końca zlokalizowane, a sposoby i narzędzia naprawy wywołują liczne kontrowersje. Remedium na istniejące problemy i zagrożenia stała się polityka drukowania pieniądza. Wolumen najważniejszych walut światowych będących w obiegu rośnie niewspółmiernie szybko w relacji do sfery realnej<sup>1</sup>. Forsowane są poglądy, że jest to jedynie słuszna droga dla ratowania banków czy też szerzej – sektora finansowego, a także właściwe narzędzie pobudzania wzrostu gospodarczego, konkurencyjności gospodarek, przeciwdziałania bezrobociu. W coraz większym stopniu w państwie bądź w organizacjach międzynarodowych postrzegana jest siła sprawcza pozwalająca zlikwidować bądź zmniejszyć istniejące zagrożenia mierzone skalą określonych ryzyk. Umowy, dyrektywy, regulacje, procedury, ograniczenia, przepisy, ustalenia – to interwencjonistyczna nadzieja na zaprowadzenie międzynarodowego ładu finansowego i gospodarczego. Gdzieś w tym tle, uwikłana dodatkowo w swoje własne problemy i niedostatki, lokalizuje się Polska z jej nieodłącznymi dylematami społecznymi i gospodarczymi. Co wybrać? Z kim trzymać? Kiedy do Eurolandu? Na

---

\* Wiesław Rehan jest dr. hab., prof. nadzw. Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie. Wieloletnia praktyka w zakresie zarządzania przedsiębiorstwami w sytuacji kryzysu oraz firmami leasingowymi.

<sup>1</sup> S. Hongbing, *Wojna o pieniądź 2. Świat władzy pieniądza*, Wektory 2012, szczególnie: rozdz. IX: Po finansowym tsunami, s. 293–318; J. Rickards, *Wojny walutowe. Nadejście kolejnego globalnego kryzysu*, Helion, Gliwice 2012.

ile partycypować w rozwiązaniach organizacyjno-finansowych Eurolandu będąc poza strefą euro? Jakiego ryzyka regulować, a jakie pozostawić rynkom? Jak daleko pójść w wewnętrznych regulacjach i na ile naśladować rozwiązania strefy euro? Na ile możliwa jest samodzielna polityka gospodarcza i finansowa Polski w realiach zglobalizowanego świata?

Na powyższe kwestie częściowo próbuje udzielić odpowiedzi interesująca i pobudzająca do refleksji omawiana tu publikacja Piotra Masiukiewicza *Ryzyko dużych banków – perspektywa Polski*<sup>2</sup>. Cechą charakterystyczną książki jest bogactwo zawartości merytorycznej, liczne statystyki, schematy organizacyjne, wyniki stress-testów, najnowsze, już istniejące oraz projektowane regulacje sektora finansowego. Stanowi ona poważny warsztat dla rozmaitych analiz, projektów i decyzji w sferze nadzoru finansowego, a szczególnie bankowego.

Praca składa się z sześciu rozdziałów, których nicią przewodnią jest ryzyko bankowe oraz jego konsekwencje dla systemu finansowego. Tytuły poszczególnych części pracy najlepiej odzwierciedlają jej zawartość oraz spójność metodologiczną:

1. Teoretyczne podstawy działania globalnych i systemowo ważnych instytucji.
2. Ważniejsze ryzyka globalnych instytucji dla krajowych systemów finansowych.
3. Kanaly zarażenia kryzysem SIFIs.
4. Nowe instrumenty zarządzania ryzykiem SIFIs.
5. Monitoring zagrożeń SIFIs na polskim rynku (uzupełniony badaniem empirycznym uwzględniającym opinie ekspertów – metoda Delphi).
6. Kierunki zmian w systemie bezpieczeństwa finansowego w Polsce.

Z uwagi na rozległość i bogactwo poruszanej problematyki w niniejszym tekście dokonano prezentacji i krytycznej analizy jedynie wybranych, moim zdaniem, najważniejszych z punktu widzenia aktualnych dylematów związanych z ryzykiem funkcjonowania dużych banków.

Omawiany tekst jest publikacją o tyle kompletną, że opisy, badania i analizy dotyczące praktyki funkcjonowania dużych banków (SIFIs), towarzyszących im ryzyk oraz istniejących i proponowanych regulacji są poprzedzone warstwą teoretyczną, co ułatwia podążanie za myślą Autora referującego aktualny stan rzeczy i główne nurty dyskusji w zakresie jego modyfikacji.

## 1. Globalne i systemowo ważne instytucje finansowe

Ponieważ praca traktuje o dużych bankach, w rozdziale pierwszym, wprowadzającym, znajdujemy teoretyczne podstawy działania globalnych i systemowo

<sup>2</sup> P. Masiukiewicz, *Ryzyko dużych banków – perspektywa Polski*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2012, s. 11.

ważnych instytucji, szczególnie finansowych. Opis i klasyfikacja zagadnień związanych z powstawaniem i funkcjonowaniem wielkich korporacji finansowo-bankowych oraz przynależnych im ryzyk zostały zaprezentowane w ramach dylematu skłonności państwa do udzielenia pomocy dużej instytucji finansowej, pomimo prowadzenie liberalnej polityki opartej na wolnym rynku i konkurencji<sup>3</sup>. Przedstawiono także konsekwencję obowiązujących ostatnio doktryn „zbyt duży, żeby upaść” (TBTF), „zbyt ważny, by upaść” (TITF) oraz „zbyt ważnych systemowo, żeby upaść”. Z punktu widzenia kluczowego zagadnienia zagrożenia wynikającego z ryzyka systemowego funkcjonowania rynków finansowych Autor przedstawia najważniejsze regulacje, a także rozwiązania i pomysły zapobiegające panice bankowej oraz efektowi zarażania (*contagion effect*). W rezultacie dochodzi do wniosku, że współcześnie podejście szacujące wielkość banku jako czynnika zagrożenia zostało zastąpione kwestią ważności instytucji finansowych (nie tylko banków) dla ryzyka systemowego. Więcej, zarządzanie ryzykiem systemowym w taki sposób, by utrzymać stabilność systemu finansowego, stanowi współcześnie cel reformy pokryzysowej krajowego i międzynarodowego systemu instytucjonalnego<sup>4</sup>. Przy czym polityka państwa ma jedynie na celu korygowanie niedoskonałości rynku i wspomaganie dyscypliny rynkowej w celu ograniczenia zagrożeń oraz zminimalizowania kosztów kryzysu. Efekty, jak wskazuje praktyka, nie są oczywiste. Niekiedy pewność, że państwo udzieli pomocy systemowo ważnym instytucjom finansowym pomocy prowadzi do nasilenia się uprawianego przez menedżerów tzw. hazardu moralnego<sup>5</sup>. Rozwinięcie tej problematyki znajdujemy w przytoczonej przez Piotra Masiukiewicza teorii regulacji względem grup interesu (*regulatory capture*) wskazującej, że regulacje w gospodarce nie mają charakteru społecznego, a raczej służą grupom interesu w promowaniu swoich własnych projektów i działań. Część teoretyczną wieńczy przegląd nowych regulacji w Unii Europejskiej dotyczących dużych banków. Znajdujemy tu rekomendacje FSB z 20 października 2010 r. pt.: Ograniczanie pokusy nadużycia przez systemowo istotne instytucje finansowe, rekomendacje FSB z 2. listopada 2010 r. pt.: Efektywność i intensywność nadzoru nad systemowo istotnymi instytucjami finansowymi, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 1092/2010 z 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego.

Warto zauważyć, że jakże często regulacje nie nadsążają za rzeczywistością biznesową i aktywnością grup interesów. Tani pieniądz kreowany przez banki centralne oraz pokusa uzyskania ponadstandardowych zysków od zainwestowanego kapitału wzmagają zjawisko przyzwolenia na ryzyka związane z eksploracją coraz

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 11.

<sup>4</sup> *Ibidem*, s. 13.

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 16.

to nowych produktów finansowych oderwanych od realiów gospodarczych. Słuszne intencje i wdrożone bądź proponowane rozwiązania o charakterze regulacyjnym nie doprowadziły, jak dotąd, do rzeczywistego wyeliminowania czynników kryzysogennych. Europa nie jest w stanie osiągnąć skromnego wzrostu poziomu PKB (2%–2,5%) z lat poprzedzających kryzys 2007–2008. Więcej, jakkolwiek dodatni wynik wzrostu PKB staje się powodem snucia optymistycznych wizji na przyszłość.

## 2. Ryzyka globalnych instytucji dla krajowych systemów finansowych

Specyfika współczesnej fazy rozwoju ekonomicznego świata, zdominowanie realnej sfery gospodarki przez finanse, rozprzestrzenione procesy globalizacyjne, finansowa i gospodarcza sytuacja USA<sup>6</sup> wraz z polityką FED, ekspansja nowych potęg gospodarczych od odrębnych od Zachodu cechach kulturowo-cywilizacyjnych, problemy Unii Europejskiej i Eurolandu<sup>7</sup>, to najważniejsze determinanty praktyki funkcjonowania dużych banków, bądź szerzej: najważniejszych systemowo instytucji finansowych. W takiej sytuacji trudno zrezygnować z analizy ryzyka nie uwzględniającego kontekstu kulturowego, interesów społecznych i politycznych związanych z realizacją rozmaitego poziomu potrzeb ludzkich. Działania dużych banków, systemowo ważnych instytucji finansowych nie sposób charakteryzować jedynie w sferze konstrukcji dyrektyw, przepisów i regulacji w obszarze bezpośrednio zainteresowanych i zaangażowanych w ten proces instytucji. Sprawa jest o wiele poważniejsza. W grę wchodzi czynniki może niezbyt trudne do zlokalizowania, ale bardzo odporne na regulacje naruszające interesy rozmaitych grup nacisku. O niektórych tego rodzaju problemach traktuje omawiany tekst. Wśród nich na szczególną uwagę zasługują ważniejsze ryzyka globalnych instytucji dla krajowych systemów finansowych. Zdaniem Piotra Masiukiewicza ryzyko dużych struktur finansowo-bankowych spełniło się w kryzysie subprime. Złożyły się na to wzrost potencjału globalnych grup bankowych niekiedy przewyższających swoimi aktywami wartość PKB kraju siedziby oraz hazard moralny wraz z jego rozlicznymi uwarunkowaniami. Przez wiele lat dominował pogląd o zaletach konsolidacji struktur finansowych i przekształcaniu ich globalne konglomeraty zdolne do wyższej efektywności i ekspansji. Do pozytywnych efektów tego procesu zaliczano m.in. efekt skali, standaryzację i umiędzynarodowienie produktów, potencjał innowacyjności, zmiany jakościowe kapitału ludzkiego, niższe ceny itd.<sup>8</sup> Ostatnie doświadczenia

<sup>6</sup> P.J. Buchanan, *Dzień sądu. Czyli jak pycha, ideologia i chciwość niszczą Amerykę*, Wektory 2008.

<sup>7</sup> J. Attali, *Zachód. 10 lat przed totalnym bankructwem?*, Studio Emka, Warszawa 2010; M. Lewis, *Bumerang. Podróż do nowego trzeciego świata*, Sonia Draga, Katowice 2012.

<sup>8</sup> P. Masiukiewicz, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 22.

związane z kryzysem subprime wskazują jednak na wiele negatywnych aspektów działania wielkich struktur bankowych, takich jak:

- ❖ wielość obszarów działania powodująca angażowanie rozmaitych państwowych nadzorów specjalistycznych oraz trudności nadzorowania w skali międzynarodowej;
- ❖ skłonność do ponoszenia wyższego ryzyka w niektórych obszarach funkcjonowania przez duże banki;
- ❖ brak przejrzystości działania i znaczna dywersyfikacja działalności jako ograniczenia skuteczności *corporate governance*;
- ❖ nieprzejrzystość sprawozdań finansowych i produktów strukturyzowanych z następstwami dla audytu i raitingu;
- ❖ niepoddawanie się procedurom upadłości (zbyt duże i zbyt ważne systemowo, aby upaść);
- ❖ wadliwe systemy motywacji, fortuny budowane z wynagrodzeń przy rozmytej odpowiedzialności;
- ❖ bankructwo banków (instytucji finansowych) jako zagrożenie dla budżetu państwa i bankructwa kraju;
- ❖ powiązania polityczne;
- ❖ problem międzynarodowego podziału kosztów upadłości transgranicznej<sup>9</sup>.

Powyższe podsumowanie zasługuje na komentarz. Otóż kierunek na ekspansję kapitałowo-organizacyjną dużych struktur bankowych (finansowych) skorelowany był ze strategią globalizacji jako pomysłem na eksplorację (drenaż) nowych, światowych obszarów gospodarczych i finansowych, osiągnięcie przyrostu wartości przedsiębiorstw bankowych i zwiększenia zysków z poszerzenia skali aktywności oraz dominacji kapitałowej, organizacyjnej, instytucjonalnej i, w końcu, politycznej. Bez tej ostatniej przesłanki trudno byłoby w tak szybkim tempie osiągnąć współczesne rozmiary i zasięg działania instytucji finansowych. Globalizacja pomyślana była jako ekspansja cywilizacji Zachodu, instytucje bankowe i – szerzej – finansowe stanowiły niezbędne instrumentarium oddziaływania nie tylko gospodarczego, ale kulturowego i w konsekwencji politycznego. Koniecznym uzupełnieniem globalnych strategii było zadbanie o wewnętrzny pokój społeczny, uzyskanie aprobaty politycznej dla kierunku podejmowanych działań. Mit potężnego państwa nie może istnieć bez mitu wiodącego, silnego, bogatego społeczeństwa. Sukces państwa i obywateli to swoisty paradygmat działania, punkt orientacyjny i ostateczne kryterium funkcjonowania całości społecznej<sup>10</sup>. Zadowolony obywatel to zazwyczaj zamożny, chociażby jedynie na poziomie własnej świadomości. Deregulacja zasad finansowania kredytów i ich zabezpieczeń, upowszechnienie kredytów typu subprime, ich obudowa i transfer w postaci instrumentów pochodnych to także konsekwencje

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 23.

<sup>10</sup> R.G. Rajan, *Linie uskoku*, Kurhaus Publishing 2012.



generowanych potrzeb społecznych w myśl wzorca kulturowego określającego, co się obywatelom „należy”. W przypadku USA niezbędną normą – mitem wzorcotwórczym jest posiadanie domu. Warto pamiętać o elementach historii znanych przedsięwzięć Fannie Mae i Freddie Mac, szybko znacjonalizowanych instytucji finansowych podczas już pierwszej, skumulowanej fazy kryzysu w 2008 r. Zostały one utworzone decyzjami Kongresu Stanów Zjednoczonych w celu zwiększenia dopływu środków pieniężnych na rynek hipoteczny po to, aby obywatele mieli ułatwiony dostęp do pożyczek mieszkaniowych. Instytucjom tym nadano uprawnienia do udzielania gwarancji i skupowania kredytów hipotecznych od banków oraz sprzedawania im inwestorom. Do prowadzonej przez Piotra Masiukiewicza analizy ryzyka dużych banków wplata się zatem zagadnienie sposobu uwzględnienia interesu państwa (państw), potrzeb ich obywateli (problem legalizacji władzy politycznej) w kontekście globalizacji, jako współczesnego pomysłu cywilizacji Zachodu na rozwój, zyski i ekspansję. Tymczasem łatwiej wejść krętą ścieżką na górę, aniżeli się nią wycofać. Zdaniem Edmunda S. Phelps'a przez lata nikt nie miał odwagi powiedzieć Amerykanom, że zwyczajnie ich na to nie stać, nie każdy sobie może na aż tak wiele pozwolić<sup>11</sup>.

### 3. Hazard moralny jako ryzyko

Hazard moralny (określany także jako pokusa nadużycia) obok wielkości skali działania jest kolejną, istotną przesłanką badania ryzyka systemowego dużego banku (instytucji finansowej). Według Piotra Masiukiewicza hazard moralny menedżerów stał się w niektórych instytucjach stałym elementem zarządzania, przy milczącej aprobacie właścicieli. Polega na „podejmowaniu decyzji przynoszących wysokie zyski, bez dostatecznej weryfikacji i zabezpieczenia przed ryzykiem strat z tytułu tych decyzji w warunkach asymetrii informacji, przy sprzyjających czynnikach behawioralnych oraz niskiej etyce decydentów”<sup>12</sup>. Można w tym miejscu jedynie podkreślić w pełni świadome podejmowanie decyzji maksymalizujących wartości dla firmy lub (oraz) uposażenia czy bonusy dla menedżerów wzmacniane rzeczywistym działaniem polegającym na pozbywaniu się ryzyka poprzez sprzedaż zainfekowanych produktów. Gdzie one wędrowały i w jakiej skali infekowały ich odbiorców – to kwestia mniej istotna. Likwidacja ryzyk własnych bądź ich ograniczanie kosztem kogokolwiek należy do stałej procedury systemowo ważnych instytucji finansowych. Konsekwencje dla innych nie stanowiły jakiegokolwiek problemu. Dominowało bezgraniczne poczucie bezkarności, bowiem odpowiedzialność za ryzyko była rozproszona, a konkretne decyzje podejmowały gremia kolegialne lub kierownicy średniego szczebla. Dopóki w korporacji finansowej panuje zasada nieogra-

---

<sup>11</sup> E.S. Phelps, *Rynek w cuglach*, „Polityka”, nr 42/2008.

<sup>12</sup> P. Masiukiewicz, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 24.

niczzonego prawa do ryzyka i błędów, dopóty hazard moralny doprowadzający do decyzji finansowych analogicznych do gry w ruletkę nie zostanie wyeliminowany.

#### 4. Rola baniek spekulacyjnych

Kolejnym ryzykiem systemowym dużych banków jest kreowanie zagranicznych baniek spekulacyjnych, rozumianych jako „tymczasowy stan rynku, w którym cena dóbr rażąco przekracza ich wartość”<sup>13</sup>. Zaproponowana definicja jest prosta w konstrukcji i aksjologicznie neutralna. Pomija rozumienie bańki spekulacyjnej jako wytworu społecznej hysterii, masowego szaleństwa, utraty kontaktu inwestorów z rzeczywistością. Wydaje się, że Autorowi *Ryzyka dużych banków...* bardziej odpowiada narracja racjonalna, gdy jedni uczestnicy rynku celowo wprowadzają w błąd innych, nieświadomych graczy w celu realizacji nadzwyczajnych zysków i pozbycia się zagrażających im ryzyk. Za klasyczny przykład międzynarodowej bańki spekulacyjnej Piotr Masiukiewicz uznaje kryzys subprime. Z tą opinią, dotyczącą istoty bańki spekulacyjnej i jej związków z kryzysem subprime, dobrze koresponduje opinia M. Lewisa: „Rynek hipoteczny subprime wykazywał się szczególnym talentem do zaciemniania tego, co powinno być jasne. Na przykład obligacja całkowicie oparta na kredytach hipotecznych subprime nie nazywała się obligacją subprime. Nazywała się ABS albo papierem wartościowym zabezpieczonym na aktywach (...) Firmy z Wall Street jakoś przekonały agencje ratingowe do akceptacji tych różnych nazw, przez co papiery wydawały się czymś w rodzaju zdywersyfikowanej puli aktywów”<sup>14</sup>. Dzięki globalnemu systemowi finansowemu i swobodzie przepływu kapitału cyrkulacja produktów finansowych strukturalnie powiązanych z subprime mogła swobodnie się przemieszczać i zarażać kolejne banki i systemy finansowe. Szczęśliwie do Polski przeniknęły w niewielkim zakresie, ale duże banki europejskie miały z tego powodu wielkie problemy. Jako podsumowanie tej części analiz można potraktować wyliczenie przez Piotra Masiukiewicza najważniejszych przyczyn tworzenia międzynarodowych baniek spekulacyjnych poprzez ważne systemowo instytucje finansowe:

- ❖ kreowanie popytu zagranicznego w danej branży (np. mieszkalnictwo w Dubaju);
- ❖ nadmierne kredytowanie danej branży, w tym wzrost kredytów poniżej standardu (np. w krajach goszczących banki zależne od systemowo ważnych instytucji finansowych);
- ❖ sprzedaż na dużą skalę derywatów opartych na finansowaniu danej branży (np. papiery CDS oparte na hipotekach) w krajach goszczących banki zależne;

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 39.

<sup>14</sup> M. Lewis, *Wielki Szort. Mechanizm maszyny zagłady*, Wyd. Sonia Draga, Katowice 2011, s. 146–147.

- ❖ utwierdzanie inwestorów we własnym kraju i krajach goszczących, że ceny aktywów danej branży (np. mieszkania i domy) będą stale rosły, w tym poprzez opinie i oceny oficjalne (ekspertów, doradców inwestycyjnych, firmy ratingowe);
- ❖ publikowanie danych statystycznych o sytuacji w danej branży i jej finansach, bez właściwych komentarzy;
- ❖ brak systemów wczesnego ostrzegania o zagrożeniu stabilności finansowej przez tworzoną bankę spekulacyjną<sup>15</sup>.

Trafna i przekonująca argumentacja Piotra Masiukiewicza, dotycząca przemieszczeń międzynarodowych i zagrożeń wynikających z baniek spekulacyjnych, wymaga jednak kilku uwag. Kto ma publikować „właściwe komentarze” do danych statystycznych? Instytucje publiczne? Prywatne agencje ratingowe? Nadzór Finansowy? Rynek informacji ekonomicznych zalewany jest opiniami ekspertów, doradców, instytucji. Porad i informacji jest pod dostatkiem. Także wielu profesorów ekonomii ostrzega, przestrzega i prognozuje. Czy jest możliwy adekwatny, aktualny komentarz w ramach zglobalizowanej gospodarki rynkowej? To ważna kwestia, która pozostaje bez odpowiedzi. Podobnie jest z systemem ostrzegania przed banką spekulacyjną. Po to tworzy się bankę spekulacyjną, by ona zaistniała i do określonego momentu rozwijała się. Z punktu widzenia spekulującego jest to zjawisko standardowe, umożliwiające pomnożenie wartości. Z punktu widzenia utraty wartości przez przegranych jest to niekiedy katastrofa. Poza tym: jak można walczyć z banką spekulacyjną, jeżeli mimowolnie stanowi ona istotną część polityki gospodarczej kraju? Przykład inwestycji infrastrukturalnych i budownictwa w Hiszpanii czy też wzmiankowanego przez Piotra Masiukiewicza Dubaju. Stworzenie efektywnego i zgodnego ze strategią działania społeczno-gospodarczego i politycznego danego państwa systemu wczesnego ostrzegania przed bankami spekulacyjnymi nie wydaje się proste, co nie oznacza, że nie warto próbować.

## 5. Odsysanie płynności

Kolejnym ważnym problemem funkcjonowania dużych banków jest ryzyko odsysania płynności w konglomeracie finansowym. Otóż w sytuacji kryzysu pojawia się niekiedy problem lojalności i pomocy małego, średniego banku dla swojego właściciela, tj. banku-matki. Sposoby odsysania płynności przez banki-matki wobec spółek-córek mogą być następujące:

- ❖ pożyczki międzybankowe dla banków-matek;
- ❖ kreowanie kosztów przez bank-matkę np. poprzez sprzedaż programów informatycznych nieprzydatnych bankom w kraju goszczącym;
- ❖ usługi konsultingowe oferowane przez bank-matkę;

---

<sup>15</sup> P. Masiukiewicz, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 34–35.

- ❖ wymuszone inwestycje kapitałowe bankowych spółek-córek w podporządkowane, ale zagrożone instytucje finansowe;
- ❖ rekomendowanie pracowników z banku-matki do banków-córek w kraju goszczącym<sup>16</sup>.

Jak przestrzega Piotr Masiukiewicz, w ekstremalnych warunkach może wystąpić na tyle zaawansowany proces odsysania środków z banków-córek, że mogą znaleźć się w sytuacji zagrożenia bankrutem<sup>17</sup>. Zagrożenie finansowe dla kraju goszczącego jest tym większe, w im wyższym stopniu występuje kapitałowa zależność banków od zagranicy, w szczególności zaś tych, które w największym stopniu zainfekowane zostały różnego rodzaju produktami finansowymi.

## 6. Kanały zarażenia i mechanizmy transmisyjne kryzysu

W tej części książki znajdujemy charakterystykę istotnych kwestii związanych z rozprzestrzenianiem się zjawisk kryzysowych generowanych przez duże banki (SIFIs). Zreferowane zostały podstawowe definicje zarażenia dostępne w literaturze przedmiotu, dookreślone mechanizmy transmisyjne, ze szczególnym podkreśleniem utraty płynności w bankach, mierzenie efektu zarażenia oraz wytyczne UE dotyczące ograniczenia efektu zarażenia. Ta część pracy przede wszystkim referuje dominujący stan świadomości oraz działania UE mające na celu wyeliminowanie bądź chociaż ograniczenie niepożądanych zjawisk związanych z aktualnym stanem funkcjonowania rynków finansowych, w tym dużych banków (SIFIs). Diagnoza przedstawiona przez Autora jest co najmniej niepokojąca. Już same definicje zarażenia pojawiające się w literaturze przedmiotu jakby pomijały naturę zjawiska. Definiując w sposób uproszczony zarażenie jako „przemieszczający się z jednych rynków na drugie szok”, „transmisja szoków między krajami”, „międzynarodowy efekt oddziaływań pośrednich”, „efekt powiązań handlowych czy *term of trade*”, „międzynarodowe korelacje, które zawierają się ponad podstawowymi powiązaniem między państwami i wykraczają ponad zwykłe szoki”, „wzrost międzynarodowych zależności” (tzw. wąska definicja Banku Światowego)<sup>18</sup>, w oczywisty sposób pomija się ze wszech miar racjonalną, w pełni świadomą konsekwencji decyzję podmiotu zarażającego. Dodatkowo absolutnie przekonanych co do własnej bezkarności i braku odpowiedzialności dzięki wytworzonej ideologii typu „zbyt wielki, zbyt ważny, zbyt istotny systemowo bądź globalnie”. Zamazanie natury zarażenia wpływa na interpretację mechanizmów transmisyjnych. Zdecydowanie bardziej racjonalne są te interpretacje, które wskazują na banki, bezpośrednie inwestycje zagraniczne, pożyczki czy produkty finansowe jako główne kanały zarażenia kryzy-

<sup>16</sup> *Ibidem*, s. 39.

<sup>17</sup> *Ibidem*, s. 38.

<sup>18</sup> *Ibidem*, s. 49–50.

sem. Niewątpliwie prawdziwe są takie twierdzenia typu: „im większa jest integracja między rynkami finansowymi, tym większa staje się wrażliwość państw na efekt zarażania”, czy też „ryzyko zarażania może wzrastać w sytuacji, gdy w danym kraju poziom dźwigni finansowych w instytucjach finansowych jest znaczny”<sup>19</sup>. W tle dyskusyjnych, niekiedy kontrowersyjnych charakterystyk zarażenia finansowego pomieszczonych w literaturze przedmiotu pozytywne wrażenie sprawia identyfikacja globalnych kanałów zarażenia kryzysami finansowymi. Do najważniejszych z nich Autor zalicza:

- ❖ kanał kapitałowy (własnościowy) dużych banków – SIFIs (udziały w bankach zależnych – brak reinwestycji zysków, presja biznesowa);
- ❖ kanał parabankowy;
- ❖ kanał kredytowania dużych zagranicznych inwestycji;
- ❖ kanał międzynarodowych rynków pieniężnych;
- ❖ kanał papierów wartościowych o międzynarodowej ekspozycji (sekurytyzacja i resekurytyzacja, sprzedaż toksycznych aktywów do krajów goszczących, moratorium na spłatę obligacji i derywatów);
- ❖ kanał walutowy;
- ❖ kanał behawioralny (utrata reputacji, obniżenie wiarygodności)<sup>20</sup>.

## 7. Instrumenty zarządzania ryzykiem dużych banków (SIFIs)

W tej części pracy P. Masiukiewicz przedstawił zmiany instytucjonalne nadzoru finansowego w układzie międzynarodowym oraz scharakteryzował najważniejsze narzędzia służące do zarządzania ryzykiem. Skoncentrował się na scharakteryzowaniu inicjatyw europejskich (Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego, Europejski Urząd Nadzoru Bankowego, Komitet Bazylejski (Bazylea III), Międzynarodowe Kolegia Nadzorcze) oraz prezentacji zmian prawno-instytucjonalnych w USA (ustawa Dodd-Franka). Następnie dokonał analizy wpływu wielu narzędzi zarządzania ryzykiem na duże banki (SIFIs). W sposób skondensowany zostały opisane wymogi kapitałowe w ramach Bazylea III, europejski fundusz naprawczy oraz koncepcja uporządkowanej likwidacji (*resolution regime*), norma dźwigni finansowej a problem delewarowania, wprowadzenie opłaty bankowej, segmentacja przedsiębiorstw bankowych, stress-testy banków prowadzone przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego, wytyczne dla systemów motywacji, regulacje parabanków, normy sekurytyzacji oraz ograniczenia krótkiej sprzedaży. Warto podkreślić znaczenie tych opisów, analiz i prezentacji dla aktualnej, rodzącej się praktyki w zakresie ograniczenia ryzyka funkcjonowania banków (szerzej: instytucji finansowych) zarówno w Unii Europejskiej, jak i Polsce. Wprowadzenie w życie każdego instrumentu

<sup>19</sup> *Ibidem*, s. 53–54.

<sup>20</sup> *Ibidem*, s. 54.

wiąże się zarówno z poprawą bezpieczeństwa w zakresie funkcjonowania systemu finansowego dzięki obniżeniu poziomu ryzyk dużych banków (SIFIs), jak i z kosztami ich implementacji. Dużym błędem, jak wykazała praktyka przebiegu kryzysów finansowych, jest puszczenie „wszystkiego na żywioł”, jak i przeregulowanie, powodujące niekiedy karłowacenie nie tylko dużych banków (SIFIs), ale realnej rzeczywistości gospodarczej pozbawionej dopływu środków finansowych.

## 8. Zagrożenia i kryzys – perspektywa Polski

Polski system bezpieczeństwa finansowego, składający się z Komitetu Stabilności Finansowej, Ministerstwa Finansów, KNF, NBP i BFG jest dobrze zorganizowany – każda z wymienionych instytucji ma ustawowo określone zadania, zarówno w przypadkach kryzysów pojedynczych instytucji finansowych, jak i kryzysu systemowego<sup>21</sup>. Dalsze prace, mające na celu usprawnienie istniejącego systemu bezpieczeństwa finansowego, wymagają decyzji rządu i właściwych ustaw. Najważniejsze szczegółowe kwestie do uregulowania to:

- ❖ pożyczkodawca ostatniej instancji;
- ❖ regulacja funkcjonowania parabanków;
- ❖ nowe instrumenty sanacji banków;
- ❖ informacja i edukacja kryzysowa;
- ❖ poprawa koordynacji sieci bezpieczeństwa finansowego<sup>22</sup>.

Analizie dokumentów i statystyk towarzyszy warstwa stricte empiryczna. Na potrzeby tej publikacji zostały przeprowadzone wśród ekspertów badania sondażowe metodą Delhi, oceniające stopień zagrożeń związanych z zarządzaniem dużymi strukturami w sektorze bankowym. Pytania badawcze oscylowały wokół następujących kwestii:

1. Ryzyko GSIFIs w Polsce;
2. Główne zagrożenia ze strony dużych instytucji finansowych mogące powodować bankructwo i efekt domina;
3. Kanały zarażenia kryzysem;
4. Zakres regulacji prawnych dla dużych instytucji kredytowych;
5. Metody nadzoru nad dużymi strukturami;
6. Możliwość repolonizacji banków<sup>23</sup>.

Wśród czynników, które stanowią ryzyko systemowe, respondenci najczęściej wskazywali (możliwość maksymalnie 5 odpowiedzi) na:

- ❖ zbyt niskie kapitały własne (56%);
- ❖ łączenie działalności inwestycyjnej i depozytowo-kredytowej (42%);

<sup>21</sup> *Ibidem*, s. 118.

<sup>22</sup> *Ibidem*, s. 128–130.

<sup>23</sup> *Ibidem*, s. 110.

- ❖ strategia koncentracji zarządu na krótkoterminowych zyskach (37%);
- ❖ brak skonsolidowanego nadzoru finansowego w skali międzynarodowej (37%);
- ❖ wysoki poziom inwestowania w derywaty (35%);
- ❖ dużą sieć powiązań finansowych bankowych w skali międzynarodowej (35%);
- ❖ dużą sieć powiązań finansowych z parabankami w skali międzynarodowej (26%);
- ❖ zbyt wysokie kredytowanie długu publicznego przez banki (23%)<sup>24</sup>.

Według Piotra Masiukiewicza najważniejsze kierunki działania w najbliższych latach powinny obejmować:

- ❖ opracowanie i wdrożenie krajowej strategii ograniczania ryzyka ze strony SIFIs;
- ❖ stały monitoring dużych banków i parabanków, oraz ich zagranicznych właścicieli – banków dominujących (SIFIs);
- ❖ zwiększenie regulacji i objęcie nadzorem instytucji parabankowych, szczególnie tych, które obracają środkami finansowymi klientów;
- ❖ oprostowanie przez rząd tych rozwiązań proponowanych przez UE, które ograniczają uprawnienia nadzoru finansowego w Polsce;
- ❖ prowadzenie polityki zwiększania udziału polskich banków na rynku krajowym<sup>25</sup>.

Opis, szczegółowa charakterystyka, analiza istniejących rozwiązań w zakresie ograniczania ryzyka w układach europejskim i światowym stanowią podstawę oceny bezpieczeństwa systemu bankowego w Polsce oraz wskazanie kierunków modyfikacji. Publikacja Piotra Masiukiewicza potwierdza ryzyka zagrożenia bezpieczeństwa finansowego, jakie występują ze strony globalnych, systemowo ważnych instytucji finansowych w warunkach polskich. Przedstawiono w niej negatywne konsekwencje wybranych regulacji dla dużych podmiotów finansowych oraz dokonano krytycznej oceny projektów ograniczania roli nadzorów krajów goszczących. Zawartość merytoryczna oraz solidność warsztatu badawczego upoważnia do pozytywnej rekomendacji tym wszystkim, którzy nie tylko zajmują się problematyką ryzyka i bezpieczeństwa systemu finansowego z pozycji nauki, ale także i przede wszystkim instytucjom i osobom podejmującym konkretne decyzje o wymiarze praktycznym.

---

<sup>24</sup> *Ibidem*, s. 111.

<sup>25</sup> *Ibidem*, s. 140.





